

**‘AANDEELHOUDERSBETROKKENHEID IN NEDERLAND  
ONDERZOEK ONDER INSTITUTIONELE BELEGGERS EN HUN RELATIE  
MET NEDERLANDSE BEURSFONDSEN’**

**EINDRAPPORTAGE**

TEN BEHOEVE VAN DE JAARLIJKSE MONITORING  
OP DE NEDERLANDSE CORPORATE GOVERNANCE CODE (‘CODE 2008’)

**IN OPDRACHT VAN DE**  
MONITORING COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE CODE

Dit rapport is opgesteld in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance. Het is uitsluitend bestemd voor deze opdrachtgeefster, die in overleg met de opstellers de inhoud en de grenzen van het onderzoek heeft bepaald en zich akkoord heeft verklaard met de gevolgde methodiek van het onderzoek. De methodologie en de resultaten van het onderzoek zijn uitvoerig toegelicht en besproken met de opdrachtgeefster. Conform de met de opdrachtgeefster gemaakte afspraak wordt het rapport in gedrukte vorm als bijlage gehecht aan het door de opdrachtgeefster uit te brengen Nalevingsrapport 2010 ten aanzien van de Nederlandse Corporate Governance Code. Het rapport kan echter uitsluitend beoordeeld worden in de hiervoor genoemde context. Nyenrode Business Universiteit heeft binnen deze context het onderzoek naar beste vermogen verricht. De in dit rapport weergegeven bevindingen zijn de bevindingen van de onderzoekers, die gevormd zijn op basis van het onderzoek en die besproken zijn met de opdrachtgeefster. Publicatie van dit rapport of enig gedeelte daarvan door een derde, ongeacht de vorm of het middel van deze publicatie, is onderworpen aan auteursrechtelijke bescherming.

© 2010 Nyenrode Business Universiteit

**‘AANDEELHOUDERSBETROKKENHEID IN NEDERLAND  
ONDERZOEK ONDER INSTITUTIONELE BELEGGERS EN HUN RELATIE  
MET NEDERLANDSE BEURSFONDSEN’**

**EINDRAPPORTAGE**

TEN BEHOEVE VAN DE JAARLIJKSE MONITORING  
OP DE NEDERLANDSE CORPORATE GOVERNANCE CODE (‘CODE 2008’)

**IN OPDRACHT VAN DE**  
MONITORING COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE CODE

**UITGEVOERD DOOR**

NYENRODE BUSINESS UNIVERSITEIT

Academische eindverantwoordelijkheid:

Prof. dr. Leen Paape RA RO CIA

Prof. Fred Lachotzki

Hoofdonderzoekers:

Drs. Daniëlle Melis MBA

Drs. Remko Renes RA

Adviseurs van het projectteam:

Prof. mr. Steven Schuit

Prof. mr. Bas Steins Bisschop

Projectsecretariaat:

Heleen van Hall MBA

Drs. Janine Rietjens

Breukelen, november 2010

## INHOUDSOPGAVE

<b>1.</b>	<b>Inleiding</b>	<b>6</b>
1.1	De opdracht	7
1.2	Aannames en context	7
1.3	Algemene conclusies	13
<b>2.</b>	<b>Recente ontwikkelingen met betrekking tot ‘betrokken aandeelhouderschap’ (‘shareholders engagement’)</b>	<b>17</b>
2.1	Inleiding	17
2.2	De institutionele belegger en corporate governance in 12 jurisdicties	17
2.3	EU initiatieven	19
2.4	Bestaande regelingen betreffende ‘betrokken aandeelhouderschap’	21
2.4.1	UK Stewardship Code 2010	21
2.4.2	International Corporate Governance Network, The ICGN Global Corporate Governance Principles: Revised (2009) Hoofdstuk 9 en ICGN Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities (2007)	22
2.4.3	Eumedion Handboek (2008)	22
2.4.4	Onderlinge vergelijking	23
2.5	Conclusies	25
<b>3.</b>	<b>Methodologie van het onderzoek</b>	<b>27</b>
3.1	Drie deelonderzoeken: naleving, stemgedrag en communicatiegedrag	27
3.2	Onderzoeksmethode	28
3.3	Non-respons analyse	30
3.4	Conceptueel onderzoeksmodel	30
<b>4.</b>	<b>Onderzoek ‘Naleving van hoofdstuk IV van de Code’</b>	<b>32</b>
4.1	Onderzoeksvraag en onderzoekspopulatie	32
4.2	Respons	33
4.3	Resultaten empirisch onderzoek	36
4.3.1	Algemene bevindingen	36
4.3.2	Bevindingen per best practice bepaling	38
4.4	De non-respons analyse: ‘non-respons is ook respons’	44
4.5	Conclusies deelonderzoek ‘Naleving (door Nederlandse institutionele beleggers)’	47
<b>5.</b>	<b>Onderzoek ‘Stembeleid en stemgedrag van institutionele beleggers’</b>	<b>49</b>
5.1	Onderzoeksvraag en onderzoekspopulatie	49
5.2	Respons	51
5.3	Resultaten empirisch onderzoek	52
5.3.1	Betrokken aandeelhouderschap	52
5.3.2	Stembeleid: differentiatie, stocklending en diverse Codes	55
5.3.3	Stemadviesbureaus	56
5.3.4	Het stemadvies	57
5.3.5	Invloed op het bepalen van de stem	59
5.3.6	Bijdrage aan de succesvolle executie van de stem	60
5.3.7	Proxy holders: een ‘keten’ die controle vereist?	61

5.3.8	Transparantie stemgedrag voorafgaand aan de (Bijzondere) Algemene Vergadering van Aandeelhouders	61
5.4	Onderzoek naar functioneren Algemene Vergadering van Aandeelhouders	61
5.4.1	De Algemene Vergadering van Aandeelhouders	62
5.4.2	Stembehoefte en stembeleid	65
5.4.3	Stemadviesbureaus	67
5.4.4	De ‘onafhankelijke derde’	72
5.5	Conclusies deelonderzoek ‘Stembeleid en stemgedrag (van Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers)’	76
<b>6.</b>	<b>Onderzoek ‘Communicatiegedrag van institutionele beleggers’</b>	<b>78</b>
6.1	Onderzoeksvraag en onderzoekspopulatie	78
6.2	Respons	79
6.3	Resultaten empirisch onderzoek	79
6.4	Onderzoek naar de dialoog: ‘de invloed achter de schermen’	83
6.4.1	Evaluatie Eumedion aandeelhoudersseizoen 2010	83
6.4.2	Beperkende factoren bij de gewenste dialoog tussen onderneming en aandeelhouder	84
6.5	Conclusies deelonderzoek ‘Communicatiegedrag (van Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers)’	90
<b>Bijlagen</b>		<b>91</b>
1.	Lijst met gebruikte afkortingen en uitleg tabellen	
2.	Data tabellen	
3.	Lijst met institutionele beleggers	
4.	Lijst met vennootschappen	
5.	Surveys	
6.	Schema UK Stewardship Code als ‘golden standard’	
7.	Totstandkoming stemadviezen Glass Lewis & Co.	
8.	Totstandkoming stemadviezen ISS/RiskMetrics	
9.	De Algemene Vergadering van Aandeelhouders en de rol van de notaris	

## 1. Inleiding

In juli 2009 heeft de Minister van Financiën, mede namens de Minister van Justitie en de Minister van Economische Zaken, de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (de Monitoring Commissie) ingesteld. De Monitoring Commissie heeft tot taak de actualiteit en bruikbaarheid van de Nederlandse Corporate Governance Code te bevorderen. De Monitoring Commissie dient deze taak onder meer uit te voeren door (i) jaarlijks te inventariseren op welke wijze en in welke mate de codevoorschriften door de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen en institutionele beleggers worden toegepast en (ii) zich op de hoogte te stellen van internationale ontwikkelingen en gebruiken op het terrein van corporate governance.

De Monitoring Commissie brengt in dit kader in december 2010 een rapportage uit over de naleving van de Corporate Governance Code in het boekjaar dat aanving op 1 januari 2009. Op dat boekjaar is de geactualiseerde Nederlandse Corporate Governance Code (hierna ook wel genoemd: Code 2008, de Code) van toepassing, dat wil zeggen de Code zoals deze in december 2008 door de Monitoring Commissie onder voorzitterschap van prof. dr. J. Frijns is gepresenteerd.

De Code 2008 heeft in hoofdstuk IV (IV.4) de verantwoordelijkheid van *aandeelhouders* neergelegd: 'aandeelhouders gedragen zich ten opzichte van de vennootschap, haar organen en hun medeaandeelhouders naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid. Hieronder valt de bereidheid om een dialoog met de vennootschap en medeaandeelhouders aan te gaan'. Dit principe is uitgewerkt in drie nieuwe best practice bepalingen over de responstijd, het stemmen naar eigen inzicht en het motiveren van een voorstel. In de Code Tabaksblat (Code 2003) was reeds in hoofdstuk IV de verantwoordelijkheid van *institutionele beleggers* neergelegd: 'institutionele beleggers handelen primair in het belang van hun achterliggende begunstigden of beleggers en hebben een verantwoordelijkheid jegens hun achterliggende begunstigden of beleggers en de vennootschappen waarin zij beleggen om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursvennootschappen'. De onder dit principe uitgewerkte best practice bepalingen zijn onveranderd gebleven in de Code 2008.

Met betrekking tot de aandeelhouders en de Algemene Vergadering van Aandeelhouders heeft de Monitoring Commissie aangegeven zich in 2010 in haar monitoringtaken in het bijzonder te richten op<sup>1</sup>: het 'burgerschap' van de aandeelhouder; de communicatie tussen vennootschap en aandeelhouders; de bevoegdheid ten aanzien van de strategie. Het is in dit kader dat Nyenrode Business Universiteit op 16 maart 2010 gevraagd is een voorstel te doen voor onderzoek naar onder meer de wijze en mate van naleving en toepassing van de principes en best practice bepalingen van de Code 2008 door aandeelhouders in het aandeelhoudersseizoen 2010.

---

<sup>1</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Eerste rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code, december 2009.

## 1.1 De opdracht

De Monitoring Commissie Corporate Governance Code heeft Nyenrode Business Universiteit per juli 2010 de uitvoering opgedragen van een drietal deelonderzoeken. Dit betreft:

- (i) Onderzoek naar de wijze en mate van naleving en toepassing van de principes en best practice bepalingen van de Code 2008 door *aandeelhouders*, later beperkt tot *institutionele beleggers*, in het aandeelhoudersseizoen 2010 (betrekking hebbende op het boekjaar 2009);
- (ii) Verkennend onderzoek naar het stemgedrag van institutionele beleggers;
- (iii) Verkennend onderzoek naar het communicatiegedrag van institutionele beleggers en Nederlandse beursvennootschappen.

Nyenrode heeft de opdracht binnen een periode van zes maanden uitgevoerd en heeft geconstateerd dat een aantal onderwerpen nader onderzoek of overweging verdienen. Wij hebben voorts geconstateerd dat over de onderwerpen van het onderzoek en over 'aandeelhoudersbetrokkenheid' in Nederland weinig is gepubliceerd. Op basis van vertrouwelijke expert interviews is getracht om binnen de beperkte tijd het brede kader van het onderzoek beter in beeld te brengen, nationaal en internationaal, en om ter wille van het overleg en de nog te voeren discussie daarover voorlopige conclusies te formuleren.

In hoofdstuk 3 wordt de methodologie van het onderzoek toegelicht. Daarbij wordt een onderscheid gemaakt tussen:

- onderzoek bij wijze van survey;
- onderzoek bij wijze van deskresearch;
- onderzoek bij wijze van expert interviews.

Tenzij anders aangegeven berusten de conclusies op bevindingen voortkomend uit de combinatie van deze drie vormen van onderzoek, zoals gebruikelijk bij wetenschappelijk onderzoek.

Het rapport is niet geschreven in de veronderstelling dat het door alle lezers integraal zal worden gelezen. Mede omdat een aantal onderwerpen op diverse punten aan de orde komt, zijn omwille van de leesbaarheid doublures en herhalingen bewust gehandhaafd.

## 1.2 Aannames en context

Bij de opzet en uitvoering van het onderzoek is een aantal onderwerpen geïdentificeerd die buiten het bereik van ons onderzoek vallen, maar aanleiding zijn voor verdere discussie en onderzoek. Deze thema's raken de context waarbinnen de Nederlandse Corporate Governance Code tot stand is gekomen. Het voorliggende onderzoek strekt zich niet uit tot het toetsen van de aannames op basis waarvan de Nederlandse Corporate Governance Code tot stand is gekomen. Het onderzoek heeft deze aannames zoals deze zijn beschreven in de Code 2008 in de preambule, de principes, de best practice bepalingen en de verklaring van en toelichting op enkele begrippen, als uitgangspunt voor haar onderzoek genomen. Gedurende het onderzoek is ten aanzien van deze aannames een aantal bevindingen gedaan die de realiteit rondom deze aannames in beeld brengt. Deze bevindingen zijn onderstaand weergegeven.

### *De juridische aandeelhouder en de economisch gerechtigde*

Wanneer in de Code gesproken wordt over de aandeelhouders dan dient bedacht te worden dat ‘de’ aandeelhouder niet bestaat. De aard en omvang van aandeelhouders verschilt en de belangen van institutionele beleggers zijn anders dan de belangen van kleine, veelal particuliere beleggers. Het vaststellen van de juridische bevoegdheid tot het uitbrengen van de stem kan heel lastig zijn. Hoewel het belang in het aandeel economisch aan de uiteindelijke belegger moet worden toegerekend staat daarmee nog niet vast wie juridisch, naar het recht dat toepasselijk is op elk van de partijen die het aandeel als fondsbeheerder of bewaarder houden, aangemerkt moet worden als de stemgerechtigde aandeelhouder. Zowel wereldwijd als op regionaal niveau zijn harmoniseringinitiatieven ontplooid, maar dit is een weerbarstig proces.

Ons onderzoek is gericht op de institutionele belegger. Het perspectief van de particuliere belegger, alsmede de grensoverschrijdende problematiek van stemaanspraken valt buiten het bereik van dit onderzoek, maar verdient aandacht in toekomstig onderzoek.

### *De definitie van ‘institutionele belegger’*

De principes genoemd in hoofdstuk IV.4 van de Code waarin de verantwoordelijkheden van aandeelhouders zijn beschreven, veronderstellen een eenduidige definitie van het begrip aandeelhouder in het algemeen en institutionele belegger in het bijzonder. Maar wie vallen nu eigenlijk onder het begrip ‘institutionele belegger’? De Code, die de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers beschrijft enerzijds en het wettelijk kader, welke de wettelijke verplichtingen van diezelfde institutionele beleggers beschrijft anderzijds, zijn hierin niet eenduidig. Maatgevend voor de Code is dat institutionele beleggers achterliggende begunstigen kennen, ofwel een ‘achterban’. Genoemd kunnen worden pensioenfondsen, beleggingsinstellingen, verzekeringsmaatschappijen en vermogensbeheerders<sup>2</sup>. De wettelijke definitie van institutionele belegger zoals omschreven in artikel 1:1 Wet op het Financieel Toezicht (hierna: Wft) luidt: institutionele beleggers zijn (a) beleggingsinstellingen, (b) levensverzekeraars; en (c) pensioenfondsen. Een vermogensbeheerder wordt niet genoemd als institutionele belegger in artikel 1:1 Wft, maar wel in de Code.

In dit onderzoek is de wettelijke definitie van institutionele beleggers zoals genoemd in artikel 1:1 Wft als uitgangspunt genomen. Aangezien de Code zich in de definitie van institutionele beleggers tevens richt op vermogensbeheerders, strekt het onderzoek zich ook uit tot deze populatie. Vermogensbeheerders nemen in toenemende mate de rol van actief aandeelhouder namens hun cliënten op zich (‘voor veel Nederlandse pensioenfondsen is dit inmiddels gemeengoed geworden’<sup>3</sup>), terwijl op grond van de Wft (art 5:86 Wft) de klanten van deze vermogensbeheerder, bijvoorbeeld het betreffende pensioenfonds dat zijn vermogen heeft uitbesteed, zelf een wettelijke verplichting hebben om over naleving en principes van de Nederlandse Corporate Governance Code mededeling te doen.

---

<sup>2</sup> De Monchy, C.W. e.a. (2009). *Corporate Governance in Nederland*, 2e druk, Boom Juridische uitgevers, 2009.

<sup>3</sup> Quote van een niet nader te noemen pensioenfonds.



De vraag is dan: wie is in geval van uitbesteding van het vermogensbeheer nu eigenlijk de institutionele belegger zoals bedoeld in hoofdstuk IV van de Nederlandse Corporate Governance Code? De vermogensbeheerder of de klant voor wie de vermogensbeheerder het vermogen beheert? In hoeverre kan de Code beiden als institutionele belegger beschouwen? We hebben geconcludeerd dat de Code onduidelijk is over de verdeling van verantwoordelijkheden tussen institutionele beleggers en vermogensbeheerders en dat onvoldoende inzicht bestaat in terzake gemaakte afspraken tussen deze partijen. Heeft de vermogensbeheerder een eigen verantwoordelijkheid of is hij vertegenwoordiger van institutionele beleggers zoals gedefinieerd in de Wft, handelend onder het beheersmandaat? Nader onderzoek is met name gewenst naar de vraag of in situaties waar in geval van uitbesteding van het vermogensbeheer, ook de aandeelhoudersverantwoordelijkheid zoals beschreven in de Code moet worden uitbesteed. De verantwoordelijkheden van aandeelhouders voortvloeiend uit de Code lijken immers een integraal onderdeel te vormen van het vermogensbeheer. Het International Corporate Governance Network (ICGN) zou volgens Eumedion momenteel een guidance voorbereiden om betrokken aandeelhouderschap te verankeren in een mandaat aan vermogensbeheerders. De publicatie van deze guidance is voorzien voor 2010. Bij het ter perse gaan van dit rapport was deze publicatie nog niet beschikbaar.

#### *De werkingssfeer van de Code*

Op grond van art 5:86 van de Wft is er sinds 1 januari 2007 voor institutionele beleggers met zetel in Nederland, uitzonderingen daargelaten, een wettelijke verplichting ten minste éénmaal per jaar mededeling te doen over de naleving van de op hen van toepassing zijnde principes en best practice bepalingen van de Nederlandse Corporate Governance Code<sup>4</sup>. Dit veronderstelt naast een eenduidige definitie van het begrip institutionele belegger: bekendheid met de Code, in het bijzonder de specifieke principes en bepalingen gericht tot institutionele beleggers, bekendheid met de werkingssfeer van de Code, en bekendheid met de wettelijke verplichtingen die gelden voor institutionele beleggers. De mate waarin dit bewustzijn bij institutionele beleggers bestaat, was geen specifieke vraag in de onderzoeksopdracht. De vragen van pensioenfondsen, levensverzekeraars en beleggingsinstellingen, de expert interviews met vermogensbeheerders en belangenorganisaties van institutionele beleggers en de uitgebreide non-respons analyse die is uitgevoerd na sluiting van de survey leiden tot de volgende constatering: de principes en best practice bepalingen in de Nederlandse Corporate Governance Code gericht tot institutionele beleggers, alsmede de daarbij behorende wettelijke verplichtingen, zijn bij deze partijen onvoldoende bekend, ofwel worden door hen onvoldoende relevant geacht.

#### *Naleving van de Code: naar vorm of naar inhoud?*

Zoals in de preambule<sup>5</sup> van de Code is weergegeven, staat de Code niet op zichzelf, maar vormt met de (nationale en Europese) wetgeving en jurisprudentie op het terrein van

---

<sup>4</sup> Uitleg van de verplichtingen is gebaseerd op Kamerstukken II 30 658, nr. 5. Daarnaast zijn de volgende bronnen geraadpleegd: Wet op het financieel toezicht, Tekst & Toelichting, Kluwer 2007 van F.G.B. Graaf en R.A. Stegeman; Commentaar Financieel Recht, Deel 1 en 3, SDU, 2007, onder de redactie van K. Frielink; en de website van Eumedion ([www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl)). Met dank aan mr. J. Elsenburg, advocaat bij Allen & Overy LLP in Amsterdam.

<sup>5</sup> De Nederlandse Corporate Governance Code, Preambule, 5.

corporate governance een bouwwerk dat in zijn geheel moet worden gezien. De toegevoegde waarde van de Code, als instrument van zelfregulering, ligt bij uitstek in de beïnvloeding van het gedrag van bestuurders, commissarissen en aandeelhouders. Bepalend voor de werking van de Code is niet de mate waarin deze naar de letter wordt nageleefd ('afvinkgedrag'), maar de mate waarin de intenties van de Code leidend zijn voor het doen en laten van alle betrokkenen. Het is de vraag welke werkelijkheid aandeelhouders in het algemeen en institutionele beleggers in het bijzonder, als uitgangspunt hanteren. Uit gesprekken met enkele beursvennootschappen is gebleken dat er onder vennootschappen zorg lijkt te bestaan over de mate waarin 'form' over 'substance' gaat regeren. De mate waarin sprake is van 'afvinkgedrag', dan wel het daadwerkelijk overnemen van de best practices zoals beschreven in de Code in het eigen gedrag, valt buiten het bereik van ons onderzoek. De maatregelen die nodig zijn om te komen van 'afvinkgedrag' naar 'de Code als instrument voor zelfregulering' verdienen nader onderzoek.

*Het oogmerk van de aandeelhouder: lange termijn samenwerking en/of beleggingsrendement en liquiditeit*

De Code gaat uit van het in Nederland gehanteerde uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen<sup>6</sup>. De belanghebbenden zijn de groepen en individuen die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of er door worden beïnvloed: werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers, de overheid en maatschappelijke groeperingen. Het bestuur en de Raad van Commissarissen hebben een integrale verantwoordelijkheid voor de afweging van deze belangen, doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming. Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. Is dit uitgangspunt ook de werkelijkheid vanuit het perspectief van de (institutionele belegger) gezien? Welke 'termijn' hanteert de belegger als termijn voor het aangepaste 'samenwerkingsverband', bij het nemen van een direct of indirect belang in de vennootschap?

In hoeverre is sprake van spanning tussen enerzijds het zijn van belegger (gericht op realiseren van een beleggingsrendement bij een bepaald risicoprofiel en mate van liquiditeit in de beleggingsportefeuille) en anderzijds het zijn van een betrokken aandeelhouder met een lange termijn betrokkenheid in beursvennootschappen? En als er sprake is van spanning tussen deze beide uitgangspunten, welk uitgangspunt is leidend? Een volgende vraag in dit kader is: wordt betrokken aandeelhouderschap ingegeven door een op voorhand bestaande visie dat men als institutionele belegger een lange termijn samenwerkingsverband aan wil gaan? Of, wordt de 'shareholder engagement' pas serieus opgepakt als geen beter rendement kan worden gerealiseerd door 'met de voeten te stemmen', bijvoorbeeld bij het ontbreken van voldoende liquiditeit? Hoe is de samenwerking tussen portfoliomanagers enerzijds en corporate governance afdelingen – voor zover aanwezig – anderzijds? De Code gaat uit van een lange termijn samenwerkingsverband tussen vennootschap en belegger. De mate waarin dit voor institutionele beleggers als aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen lange termijn betrokkenheid als uitgangspunt geldt, valt buiten het bereik van ons onderzoek en verdient nader onderzoek.

---

<sup>6</sup> De Nederlandse Corporate Governance Code, Preambule, 7.

## *Het afleggen van 'verantwoording': beursvennootschappen versus institutionele beleggers*

De principes in de Code kunnen worden opgevat als breed gedragen algemene opvattingen over goede corporate governance. De principes zijn uitgewerkt in concrete best practice bepalingen. Deze bepalingen creëren een zekere normstelling voor het gedrag van bestuurders, commissarissen én aandeelhouders<sup>7</sup>. Zij geven de nationale 'best practice' weer en kunnen worden opgevat als een nadere invulling van de algemene beginselen van goede corporate governance. *Beursvennootschappen* kunnen hiervan afwijken. Afwijkingen kunnen onder omstandigheden gerechtvaardigd zijn. De vennootschap vermeldt elk jaar in haar jaarverslag op welke wijze zij de principes en best practice bepalingen van de Code in het afgelopen jaar heeft toegepast en zet, indien van toepassing, zorgvuldig gemotiveerd uiteen waarom een bepaling niet is toegepast. Het is aan de aandeelhouders om het bestuur en de Raad van Commissarissen over de naleving van de Code ter verantwoording te roepen. De Code uit 2003 is bij algemene maatregel van bestuur van 30 december 2004 aangewezen als gedragscode in de zin van artikel 2:391 lid 5 van het Burgerlijk Wetboek (BW). Dit houdt in dat beursvennootschappen sinds 1 januari 2004 verplicht zijn in hun jaarverslag mededeling te doen over de naleving van de Code en daarbij gemotiveerd opgave dienen te doen over de tot het bestuur en de Raad van Commissarissen gerichte principes en best practice bepalingen die niet worden toegepast. De wettelijke vereisten die aan deze corporate governance verklaring worden gesteld worden ter uitvoering van Europese (jaarverslaggevings)richtlijnen uitgebreid.

Maar hoe werkt dit mechanisme van verantwoording voor de principes en best practice bepalingen gericht tot de aandeelhouders van de beursvennootschappen en in het bijzonder de institutionele beleggers? Sinds 1 januari 2007 zijn Nederlandse *institutionele beleggers* op grond van artikel 5:86 Wft verplicht in hun jaarverslag of op hun websites mededeling te doen over de naleving van de tot hen gerichte principes of best practice bepalingen. Volgens principe IV.4 handelen institutionele beleggers primair in het belang van hun achterliggende begunstigden of beleggers en hebben institutionele beleggers een verantwoordelijkheid jegens hun achterliggende begunstigden of beleggers en de vennootschappen waarin zij beleggen om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursvennootschappen.

Maar wie roept de institutionele belegger ter verantwoording over niet-naleving van de op hen toepasselijke principes en best practice bepalingen, zoals aandeelhouders het bestuur en de Raad van Commissarissen over de naleving van de hoofdstukken 1, 2 en 3 van de Code ter verantwoording kunnen roepen? *'Who monitors the monitor?'* De achterliggende begunstigden of beleggers? Voorgenoemde verplichting wordt welbewust niet door een toezichthouder (zoals de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM) of De Nederlandsche Bank (hierna: DNB)) gehandhaafd<sup>8</sup>. Handhaving dient primair plaats te vinden door

---

<sup>7</sup> De Nederlandse Corporate Governance Code, Preambule, 4.

<sup>8</sup> Eumedion schreef op 2 juni 2006 een brief aan de Tweede Kamer. De brief bevatte commentaar op het wetsvoorstel betreffende introductie van publiek toezicht op de financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen. Dit wetsvoorstel werd op 8 juni a.s. door de Tweede Kamer besproken. Volgens Eumedion bood het wetsvoorstel de AFM een opening om de motivering van eventuele afwijkingen op deugdelijkheid te toetsen. Eumedion was hier op tegen. "De vormgeving en uitvoering van corporate governance (de implementatie van de Code Tabaksblat daarbij inbegrepen) is primair een zaak tussen ondernemingsleiding en aandeelhouders", aldus Eumedion.

achterliggende begunstigden van institutionele beleggers, bijvoorbeeld de particulier die zijn pensioen bij het betreffende pensioenfonds heeft ondergebracht. De in de Wft opgenomen verankering van de Nederlandse Corporate Governance Code versterkt de positie van de achterliggende begunstigden. Maar nemen de achterliggende begunstigden ook bewust deze positie in? De AFM heeft als gevolg van deze civielrechtelijke wijze van handhaving geen taak ten aanzien van het toezicht op de naleving van deze verplichting. Bestaat er voor institutionele beleggers dan eigenlijk een ‘incentive’ of een ‘sanctie’ op ‘niet-naleving’? Onderzoek naar de mate waarin en wijze waarop achterliggende begunstigden van institutionele beleggers handhaving van de Code monitoren, alsmede onderzoek naar expliciete en impliciete incentives en sancties voor institutionele beleggers in geval van niet-naleving, vallen beide buiten het bereik van ons onderzoek, maar verdienen nader onderzoek.

#### *De Algemene Vergadering van Aandeelhouders: zinnvolle beraadslaging of formaliteit?*

In hoofdstuk IV van de Code is in IV.1 het principe opgenomen dat stelt dat ‘goede corporate governance een volwaardige deelname veronderstelt van aandeelhouders aan de besluitvorming in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Het is in het belang van de vennootschap dat zoveel mogelijk aandeelhouders deelnemen aan de besluitvorming in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. De vennootschap stelt, voor zover het in haar mogelijkheid ligt, aandeelhouders in de gelegenheid op afstand te stemmen en met alle (andere) aandeelhouders te communiceren. De Algemene Vergadering van Aandeelhouders dient zodanig invloed te kunnen uitoefenen op het beleid van het bestuur en de Raad van Commissarissen van de vennootschap, dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van ‘checks and balances’ in de vennootschap. Besluiten van het bestuur over een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming zijn aan de goedkeuring van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders onderworpen’. Op grond van expert interviews met direct bij de Algemene Vergadering van Aandeelhouders betrokken partijen, alsmede desk research in het kader van ons onderzoek, achten wij het aannemelijk dat ten aanzien van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders een verschil bestaat tussen de juridische werkelijkheid en de werkelijkheid van de beleggers. Vanuit juridisch perspectief geldt: er is een stem of een stemvolmacht nodig op de vergadering om de vergadering te laten besluiten. En besluiten worden genomen nadat deliberatie heeft plaatsgevonden. *‘Besluitvorming is de vrucht van gedachtewisseling ter vergadering’* (HR 15 juli 1968, NJ1969,101 Wijsmuller). In dit arrest is opgenomen: ‘... bij besluitvorming door een meerhoofdig orgaan van een rechtspersoon moet het besluit tot stand komen als vrucht van overleg van alle leden van dat orgaan, die, na daartoe in de gelegenheid te zijn gesteld, aan dat overleg wensen deel te nemen’. In werkelijkheid lijkt de stemming vooraf te zijn bepaald door stemvolmachten, ‘proxies’, die niet de vrucht zijn van gedachtewisseling in de vergadering, maar van besluitvorming voorafgaand aan de vergadering, of op zijn best de vrucht van de gedachtewisseling vóór de vergadering. De communicatie tussen de beleggers en de ondernemingsleiding vóór de vergadering lijkt belangrijker, omdat op basis van die communicatie de aandeelhouders (beleggers) hun proxy bepalen en op basis van die proxy er een besluit tot stand komt. Dit is niet de heersende opvatting: die is dat de besluitvorming in beginsel ter vergadering plaatsvindt. In werkelijkheid lijkt de besluitvorming zijn grondslag te hebben in de vertrouwelijke dialoog en meningsvorming voorafgaand aan de vergadering.

De vraag of de Algemene Vergadering van Aandeelhouders een zinvolle beraadslaging is of een formaliteit, verdient nader onderzoek.

*De Code 2008: nieuwe bepalingen voor aandeelhouders voor het eerst onderzocht*

Het boekjaar 2009 is het eerste jaar waarop de geactualiseerde Nederlandse Corporate Governance Code van toepassing is. In voorgaande jaren zijn diverse onderzoeken gedaan naar de activiteiten van aandeelhouders in relatie tot de Code Tabaksblat (2005, RSM/Erasmus Universiteit; 2006, 2007, 2008 Rematch). Dit jaar wordt voor het eerst onderzoek gedaan naar de wijze en mate van naleving van de codebepalingen (IV.4.1 t/m IV.4.6) in de aangepaste Code 2008. Als gevolg van de herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code, alsmede het verschil in onderzoeksmethode, -vraagstelling, en omvang van de onderzoekspopulatie kan en zal in dit rapport geen vergelijking worden gemaakt met de onderzoeksresultaten van voorgaande jaren.

Voorgenoemde aspecten zijn naar de mening van het onderzoeksteam van groot belang voor de Monitoring Commissie en de nadere invulling van haar monitoring taken in de toekomst en dienen in ogenschouw te worden genomen bij de interpretatie van de onderzoeksresultaten zoals neergelegd in dit rapport.

### **1.3 Algemene conclusies**

De navolgende conclusies hebben een voorlopig karakter. Dit rapport is gebaseerd op desk research, expert interviews en survey onderzoek over onderwerpen die in veel gevallen nader bestudeerd en onderzocht dienen te worden. Wij verwachten dat dit rapport en de onderstaande conclusies vele reacties zullen opleveren die een bijdrage kunnen vormen om te komen tot meer definitieve conclusies, waaraan dan vervolgens invulling kan worden gegeven.

*Naleving (door Nederlandse institutionele beleggers)*

1. Onder institutionele beleggers, met name onder kleinere pensioenfondsen, bestaat onvoldoende duidelijkheid over de toepasselijkheid van hoofdstuk IV van de Corporate Governance Code.
2. De mandaten tussen institutionele beleggers en vermogensbeheerders moeten duidelijkheid verschaffen over de feitelijke uitvoering van de verantwoordelijkheden van de institutionele belegger onder hoofdstuk IV van de Corporate Governance Code.
3. De ‘achterliggende begunstigden of beleggers’ van institutionele beleggers lijken geen effectief belang te hechten aan de wijze waarop door deze institutionele beleggers gebruik wordt gemaakt van hun rechten als aandeelhouders van beursvennootschappen. Dit blijkt uit expert interviews met de grootste Nederlandse vermogensbeheerders. Ons is in deze gesprekken geen situatie bekend geworden waarin de achterliggende begunstigden de betreffende institutionele belegger hebben aangesproken op de wijze waarop door het betreffende pensioenfonds, levensverzekeraar of beleggingsinstelling, danwel door de vermogensbeheerder,

- gebruik is gemaakt van hun recht als aandeelhouder van de beursvennootschappen. Wel is in het verleden maatschappelijke druk uitgeoefend in de ESG sfeer<sup>9</sup>.
4. Een belangrijk deel van de respondenten voldoet niet aan de eis om jaarlijks op hun website een stembeleid te vermelden (best practice bepaling IV.4.1).
  5. Een belangrijk deel van de respondenten voldoet niet aan de eis om over de uitvoering van hun stembeleid jaarlijks verslag uit te brengen op website of in jaarverslag (best practice bepaling IV.4.2).
  6. Een belangrijk deel van de respondenten voldoet niet aan de eis om per kwartaal verslag te doen of en hoe zij als aandeelhouder hebben gestemd (best practice bepaling IV.4.3).
  7. Een belangrijk deel van de respondenten stemt naar eigen zeggen naar eigen inzicht, danwel vormt zich een oordeel over het stembeleid en/of stemadvies van derden (best practice bepaling IV.4.5).
  8. Vrijwel geen van de respondenten heeft onderwerpen op de agenda van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders laten plaatsen (best practice bepaling IV.4.6)
  9. Best practice bepaling IV.4.4 inzake de responstermijn ligt gevoelig. Uit publieke informatie blijkt dat institutionele beleggers willen voorkomen dat ze gehouden kunnen worden aan de responstermijn van 180 dagen.
  10. De naleving van de best practice bepalingen IV.4.1 tot en met IV.4.6 is aanzienlijk beter (88%) door grote Nederlandse institutionele beleggers en grote vermogensbeheerders in Nederland, dan door kleinere Nederlandse institutionele beleggers.
  11. Indien niet wordt nageleefd wordt vaak geen uitleg gegeven.

*Stembeleid en stemgedrag (van Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers)*

12. Het bedrag dat institutionele beleggers uitgeven aan 'betrokken aandeelhouderschap' is beperkt in relatie tot de omvang van de beleggingsportefeuilles.
13. Betrokken aandeelhouderschap van Nederlandse institutionele beleggers lijkt vooral nog het terrein van grotere vermogensbeheerders die hierin tot nu toe overigens op bescheiden schaal investeren en specifiek beleid formuleren.
14. Met name grotere vermogensbeheerders (zowel Nederlandse als buitenlandse) kopen stemadviezen afgestemd op hun eigen stembeleid ('customised stemadvies').

---

<sup>9</sup> Getuige de 'clusterbommen/Zembla uitzending', 18 maart 2007

15. Het stembeleid van institutionele beleggers (zowel Nederlandse als buitenlandse) wordt, ongeacht of men een ‘customised’ of een standaard stemadvies koopt, in belangrijke mate voorafgaand aan de vaststelling van het stemadvies met het stemadviesbureau afgestemd.
16. Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers bedienen zich bij de voorbereiding van het bepalen van hun stem op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders veelal van stemadviezen, uitgebracht door stemadviesbureaus (in Nederland betreft dit met name ISS/RiskMetrics en Glass Lewis & Co.).
17. Het blijkt dat de invloed van de stemadviesbureaus op de uiteindelijk uitgebrachte stem bij Nederlandse vennootschappen minder belangrijk is dan op de uitgebrachte stem in buitenlandse vennootschappen. Buitenlandse vermogensbeheerders actief in Nederland lijken deze conclusies te bevestigen<sup>10</sup>.
18. Uit desk research is gebleken dat de bezorgdheid die wordt gevoeld ten aanzien van stemadviesbureaus betreft: a) mogelijke belangenverstrengelingen, b) het risico dat stemadviezen geformuleerd worden op basis van verouderde en onvolledige data, en c) onvoldoende deskundigheid bij de oordeelsvorming.
19. Nader onderzoek lijkt gerechtvaardigd naar de mate waarin de ondernemingsleiding zich bij het bepalen van agendapunten voor de aandeelhoudersvergadering laat leiden door het oordeel van de stemadviesbureaus.
20. Bij het uitbrengen van de stem bij wijze van proxy zijn veelal een aanzienlijk aantal tussenschakels betrokken, waardoor er geen zekerheid bestaat over de effectieve naleving van de steminstructie door de institutionele belegger, zowel naar het aantal uitgebrachte stemmen als naar de inhoud daarvan. Onderzoek lijkt gerechtvaardigd naar de wijze waarop de instructie in de diverse tussenschakels wordt doorgeleid.
21. Door het veelvuldig gebruik van stemvolmachten, afgegeven voorafgaand aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders, heeft het belang van het overleg tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders aan waarde ingeboet.
22. Institutionele beleggers vinden in meerderheid het bekend maken van de afgegeven proxy votes voorafgaand aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders niet wenselijk; onder vennootschappen blijkt voorafgaand aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders overigens de helft van de respondenten wel in enige mate op de hoogte te zijn van de afgegeven proxy votes.
23. De uitkomsten van de expert interviews doen vermoeden dat een nieuwe, daartoe strekkende codebepaling duidelijkheid kan verschaffen over de vraag of de gevolmachtigde van de proxy verstrekkers (veelal de notaris), de inhoud van de steminstructies kenbaar mag maken voorafgaand aan de stemming ter vergadering.

---

<sup>10</sup> Van de 12 aangeschreven buitenlandse institutionele beleggers, waarvan er 5 hebben gerepsondeerd, hebben slechts 2 deze vraag beantwoord.

*Communicatiegedrag (van Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers)*

24. De dialoog tussen vennootschap en institutionele belegger is een belangrijk fenomeen dat zich in toenemende mate verplaatst naar de bestuurskamers en leidt tot een uitholling van het overleg dat plaatsvindt in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders.
25. Uit expert interviews blijkt dat de omvang van het belang dat Nederlandse institutionele beleggers hebben in Nederlandse beursvennootschappen veelal gering is (veelal <5%) en de duur van de beleggingen kort is om op individuele basis inhoudelijk in de vorm van een dialoog met de onderneming te spreken over onderwerpen als strategie en bedrijfsvoering.
26. Uit expert interviews blijkt dat vanuit de vennootschap belang wordt gehecht aan een meer eenduidig optreden door de institutionele belegger naar de vennootschap. Dit vergt binnen de praktijk van de institutionele belegger een onderlinge afstemming van standpunten tussen enerzijds de portfoliomanagers en anderzijds de corporate governance afdeling, voor zover aanwezig.
27. De dialoog lijkt zich primair af te spelen tussen grotere institutionele beleggers en de CEO, CFO en Investor Relations; de Raad van Commissarissen en in het bijzonder de President-commissaris lijken een beperkte rol te hebben.
28. De dialoog richt zich met name op strategie en beloningsbeleid.
29. Uit expert interviews en desk research blijkt dat de dialoog tussen grote aandeelhouders en de vennootschap mogelijkheden lijkt te bieden voor een verbetering van aandeelhoudersbetrokkenheid, met name wanneer de President-commissaris beschikbaar zou zijn om te overleggen over de samenstelling van het bestuur en remuneratie.



## 2. Recente ontwikkelingen met betrekking tot ‘betrokken aandeelhouderschap’ (*‘shareholders engagement’*)

### 2.1 Inleiding

Tot de taken van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code behoort het zich op de hoogte stellen van (internationale) ontwikkelingen en gebruiken op het terrein van corporate governance, mede met het oog op convergentie van nationale codes. In de hoofdstukken 4 tot en met 6 zijn de onderzoeksresultaten naar de wijze en mate van naleving van de Code door institutionele beleggers beschreven, alsmede de verkenning naar het stem- en communicatiegedrag van deze institutionele beleggers. In dit hoofdstuk beogen wij bij te dragen aan het verkrijgen van inzicht in de actuele ontwikkelingen in internationaal perspectief met betrekking tot de verantwoordelijkheden van institutionele beleggers. In dit hoofdstuk zal allereerst kort worden stilgestaan bij de wijze waarop in 12 belangrijke jurisdicties momenteel de verantwoordelijkheden van institutionele beleggers al dan niet zijn benoemd. Achtereenvolgens zullen worden besproken:

- Initiatieven van de Europese Commissie en de reactie van het Nederlandse kabinet;
- De UK Stewardship Code 2010;
- The ICGN Global Corporate Governance Principles (revised 2009);
- Het Eumedion Handboek 2008 in samenhang met hoofdstuk IV van de Nederlandse Corporate Governance Code.

Op basis van expert interviews en desk research<sup>11</sup> komt de vraag aan de orde of Nederland moet overgaan tot het opstellen van een aparte Code voor institutionele beleggers of het initiatief daarvoor moet overlaten aan de Europese Commissie.

### 2.2 De institutionele belegger en corporate governance in 12 jurisdicties<sup>12</sup>

Vanuit historisch perspectief en grensoverschrijdende belangen van institutionele beleggers is het interessant om te bezien of de grondvorm van de Nederlandse naamloze vennootschap ook de grondvorm is van de kapitaalvennootschap in andere jurisdicties. Dit is een van de onderwerpen van een wetenschappelijk onderzoek dat zich onder meer richt op de vraag of in een aantal geselecteerde jurisdicties sprake is van een vergelijkbare organisatievorm van de kapitaalvennootschap.<sup>13</sup> De geselecteerde jurisdicties betreffen de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, als prominente vertegenwoordigers van de Anglo-Amerikaanse wereld, Frankrijk als het land waar de Code Civil leidend is geweest voor de wetgeving in continentaal Europa, Duitsland als de grootste economie in Europa, Italië als representant van de continentaal-Europese industriële landen, en Japan als representant van de Oosterse economieën. Deze keuze is mede gebaseerd op vergelijkend Amerikaans onderzoek naar deze jurisdicties, welk onderzoek de vergelijking tussen deze landen

---

<sup>11</sup> Met dank aan Martijn van Liempt die over dit onderwerp onder leiding van prof. mr. S.R. Schuit, adviseur van het projectteam, een afstudeerscriptie schreef voor de Master Rechtsgeleerdheid aan de Universiteit Utrecht.

<sup>12</sup> Gebaseerd op een lopend onderzoek van prof. mr. B.T.M. Steins Bisschop MCJ, als hoogleraar verbonden aan de Nyenrode School of Accountancy and Controlling.

<sup>13</sup> Door Nyenrode Business Universiteit in samenwerking met het Institute for Corporate Law Governance and Innovation Policies van de juridische faculteit van de Universiteit van Maastricht.

vergemakkelijkt.<sup>14</sup> Aan de te onderzoeken landen worden toegevoegd de BRIC landen, Brazilië, Rusland, India en China, en tevens Zuid Afrika als *emerging economy* vanwege de moderne wetgeving sinds de afschaffing van de apartheid en Nederland vanwege onder meer de historische relatie met de VOC. In het kader van dat onderzoek is een vergelijking gepleegd van de in die landen van toepassing zijnde corporate governance codes of vergelijkbare regelgeving. De hypothese is dat in de verschillende codes vergelijkbare elementen zijn terug te vinden die wijzen op een zelfde of op zijn minst een vergelijkbaar concept van de kapitaalvennootschap. Als er een min of meer mondiaal concept bestaat van *de* kapitaalvennootschap, zal ook het goed bestuur van de vennootschap op min of meer vergelijkbare wijze gestalte kunnen krijgen. De vergelijking van de verschillende codes kan bovendien nuttig zijn omdat in het ene land toegepaste beginselen en methoden van goed ondernemingsbestuur vanwege de vergelijkbaarheid van de grondvorm nuttige beginselen en methoden kunnen opleveren voor andere landen.

Het Verenigd Koninkrijk kan worden beschouwd als de voorloper op het gebied van corporate governance.<sup>15</sup> In 1998 kwam in het Verenigd Koninkrijk 'The Combined Code on Corporate Governance' ('Combined Code') tot stand. De Combined Code bevatte een *mandatory disclosure framework*, en werd een aantal malen aangepast en naar aanleiding van de financiële crisis in 2010 geheel herzien en opgesplitst in de UK Corporate Governance Code 2010 en de hiervoor genoemde UK Stewardship Code gericht tot institutionele beleggers. Een aantal landen, waaronder Frankrijk, Nederland, Italië, India en Zuid-Afrika heeft hun nationale corporate governance codes mede geïnspireerd op de Britse praktijk.<sup>16</sup>

In de Nederlandse Corporate Governance Code worden institutionele beleggers gezien als een bijzondere categorie aandeelhouders, die primair handelen in het belang van hun achterliggende begunstigen of beleggers en met name aan hen verantwoording verschuldigd zijn. Slechts een beperkt aantal best practice bepalingen heeft betrekking op institutionele beleggers. De overige codes leggen evenmin nadruk op het gedrag van institutionele aandeelhouders als beleggers, al dan niet verwijzend naar andere regelgeving die betrekking heeft op de rechten en plichten van institutionele beleggers, zoals naar het effectenrecht. Zo vermeldt de Zuid Afrikaanse Code in de inleiding: 'Recent experience indicates that market failures in relation to governance are, at least in part, due to an absence of active institutional investors. Institutional investors should be encouraged to vote and engage with companies, or require their agents through mandates to vote and engage. This will ensure that governance best practice principles are more consistently applied'. Daarnaast kent de Britse Corporate Governance Code in Schedule C enige 'engagement principles for institutional

---

<sup>14</sup> Kraakman, Reinier R., J. Armour, P. Davies, L. Enriques, H. Hansmann, G. Hertig, K.J. Hopt, H. Kanda and E.B. Rock (eds) (2009). *The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach*, 2nd ed. Oxford: Oxford University Press.

<sup>15</sup> Clarke, T. (2004). *Theories of Corporate Governance, The theoretical foundations*, London and New York: Routledge, p. 140.

<sup>16</sup> D. Seidl, "Regulating Organizations through Codes of Corporate Governance", Center for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 338, 2006, p. 1; C.A. Mallin, *Corporate Governance*, Oxford: Oxford University Press 2010, p. 35-37; T. Clarke, *International corporate governance, A comparative approach*, Abingdon: Routledge 2007, p. 142 en p. 175; en B.R. Cheffins, "Corporate Governance Reform: Britain as an Exporter", Hume Papers on Public Policy 2000, vol. 8, nr. 1, te raadplegen op: <papers.ssrn.com>, p. 8-9. In de verschillende jurisdicties vonden uiteraard aanpassingen plaats, zoals bijvoorbeeld in Zuid-Afrika, waar het King Report on Corporate Governance 1994 (King I) vanwege het gevoelige politieke klimaat tevens ethische onderwerpen aansneed, aan welke onderwerpen geen aandacht werd besteed in het Cadbury Report.

investors' welke principes gelden tot het moment dat de Stewardschip Code for Institutional Investors van kracht is. Ook de Amerikaanse Principles geven aan dat institutionele beleggers in toenemende mate een belangrijke categorie beleggers vormen en dat het bestuur de belangen van de institutionele beleggers dient te begrijpen en in de besluitvorming moet meewegen. Gezien het belang van de investeringen van institutionele beleggers is het opmerkelijk dat de codes relatief weinig aandacht geven aan de positie en het gedrag van institutionele beleggers.

### 2.3 EU initiatieven

*'The High-level Group on Financial Supervision' en de Europese Commissie*

De financiële crisis heeft het falen binnen het financiële en bancaire systeem blootgelegd en een nadere herziening lijkt noodzakelijk. Reden voor herziening blijkt ook uit de bevindingen van het zogenaamde De Larosière rapport. 'The High-level Group on Financial Supervision' (hierna High-Level Group) onder leiding van Jacques de Larosière heeft onderzoek gedaan en rapport uitgebracht ten aanzien van de aan de financiële crisis ten grondslag liggende feiten en falen<sup>17</sup>. In het rapport wordt gesteld: 'Failures in risk assessment and risk management were aggravated by the fact that the checks and balances of corporate governance also failed. Many boards and senior managements of financial firms neither understood the characteristics of the new, highly complex financial products they were dealing with, nor were they aware of the aggregate exposure of their companies, thus seriously underestimating the risks they were running. Many board members did not provide the necessary oversight or control of management. Nor did the owners of these companies – the shareholders'

De Europese Commissie neemt haar verantwoordelijkheid naar aanleiding van de bevindingen als gesteld in het De Larosière rapport. In het Green Paper; 'Corporate governance in financial institutions and remuneration policies', doet de Commissie een belangrijke constatering<sup>18</sup>. De Commissie stelt zich ervan bewust te zijn dat deze problematiek niet alleen de financiële instellingen betreft. Zij vraagt zich meer in het algemeen af hoe effectief corporate governance regels zijn die uitgaan van de veronderstelling dat de aandeelhouders voor een effectieve controle zorgen. Dit heeft de Commissie ertoe gebracht een bredere denkoefening te starten met betrekking tot beursgenoteerde bedrijven. Het gebrek aan belangstelling van de aandeelhouders voor corporate governance roept de vraag op hoe effectief corporate governance regels zijn indien die er van uitgaan dat de aandeelhouders van alle beursgenoteerde ondernemingen voor een effectieve controle zorgen. Hoewel de discussie zich lijkt toe te spitsen op financiële instellingen heeft de Commissie deze discussie verbreed tot alle beursgenoteerde ondernemingen.

---

<sup>17</sup> High-level group on financial supervision in the E.U. Chaired by Jacques Larosière; report 25-02-2009, hoofdstuk 2, paragraaf 5; [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf)

<sup>18</sup> Europese Commissie; COM (2010) 284 final. *Green Paper; Corporate governance in financial institutions and remuneration policies*, 02-06-2010; hoofdstuk 3.2; [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2010\\_284\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2010_284_en.pdf)

Om de aandeelhouders te motiveren met de financiële instelling in dialoog te treden en de besluitvorming door de bestuurders te controleren, alsook rekening te houden met de levensvatbaarheid op lange termijn van de financiële instelling, heeft de Commissie een consultatie gedaan op de volgende onderwerpen:

- de versterking van de samenwerking tussen aandeelhouders door het oprichten van discussiefora;
- de openbaarmaking door de institutionele beleggers van hun stempraktijken in de vergaderingen van aandeelhouders;
- de inachtneming door de institutionele aandeelhouders van codes voor goede praktijken: 'Stewardship Codes';
- de detectie en bekendmaking van eventuele belangenconflicten door institutionele beleggers;
- de openbaarmaking door de institutionele beleggers van hun beleid inzake de beloning van tussenpersonen;
- het beter informeren van de aandeelhouders inzake risico's.

Vervolgens stelt de Commissie een algemene vraag waarin de belanghebbenden is verzocht aan te geven of zij van oordeel zijn dat de controle door de aandeelhouders van de financiële instellingen realistisch blijft. En zo ja, hoe naar hun mening de inzet van de aandeelhouders in de praktijk zou kunnen worden verbeterd<sup>19</sup>. De termijn voor deze consultatieronde sloot 1 september 2010. Voor de uitkomsten van deze consultatie wordt verwezen naar de beschikbare individuele reacties van belanghebbenden, waaronder in het bijzonder die van Eumedion als belangenorganisatie voor institutionele beleggers in Nederland, waarin wordt gewaarschuwd voor te gedetailleerde Europese corporate governance voorschriften<sup>20</sup>.

#### *Reactie van het Nederlands Kabinet*

Het Kabinet geeft in antwoord op het groenboek de volgende reactie: 'Wat betreft de implementatie van corporate governance principles in de financiële sector kent Nederland een goede wisselwerking tussen regulering en zelfregulering met een stelsel van monitoring, zoals in de inleiding beschreven. Een effectief stelsel van monitoring is naar het oordeel van het Kabinet voor de implementatie van corporate governance principles onontbeerlijk'<sup>21</sup>.

---

<sup>19</sup> Vervolgens worden er nog enkele specifieke vragen gesteld waarop een reactie van belanghebbenden wordt gevraagd:

5.1. Should disclosure of institutional investors' voting practices and policies be compulsory? How often?

5.2. Should institutional investors be obliged to adhere to a code of best practice (national or international) such as, for example, the Code of the International Corporate Governance Network (ICGN)? This Code requires signatories to develop and publish their investment and voting policies, to take measures to avoid conflicts of interest and to use their voting rights in a responsible way.

5.3. Should the identification of shareholders be facilitated in order to encourage dialogue between companies and their shareholders and reduce the risk of abuse connected to 'empty voting'<sup>19</sup>?

5.4. Which other measures could encourage shareholders to engage in financial institutions' corporate governance?

<sup>20</sup> Voor reacties zie:

[www.eumedion.nl/news/item/Eumedion\\_waarschuwt\\_voor\\_te\\_gedetailleerde\\_Europese\\_corporate\\_governance\\_voorschriften/](http://www.eumedion.nl/news/item/Eumedion_waarschuwt_voor_te_gedetailleerde_Europese_corporate_governance_voorschriften/)

<sup>21</sup> Reactie van het Kabinet ten aanzien van het Groenboek corporate governance bij financiële ondernemingen en het beloningsbeleid, (COM) (2010) 284 definitief; 23-07-2010

Gezien de rol van aandeelhouders in het corporate governance systeem, onderschrijft het kabinet het belang van het bevorderen van de betrokkenheid van de aandeelhouders bij de financiële ondernemingen. Aandeelhouders die voor langere tijd betrokken zijn bij de vennootschap kunnen positief bijdragen aan het beleid van de vennootschap en kunnen tevens voor stabiliteit zorgen. Het uitgangspunt van het Kabinet is dat het primair een zaak van vennootschappen zelf is om te kijken of en hoe zij aandeelhouders aan zich willen binden. De relatie tussen aandeelhouders en financiële ondernemingen kan worden bevorderd door een goede onderlinge en constructieve dialoog tussen aandeelhouders en de onderneming. Het Kabinet is van mening dat identificatie van aandeelhouders hieraan kan bijdragen<sup>22c</sup>. In dit rapport hebben wij door expert interviews nader in kaart willen brengen de mogelijkheden en beperkingen met betrekking tot deze door het Nederlandse kabinet aanbevolen ‘goede onderlinge en constructieve dialoog’ (zie hoofdstuk 6). Voorts spreekt de minister zich namens het Kabinet uit over het standpunt om institutionele beleggers verplicht te onderwerpen aan (inter-) nationale best practice bepalingen: ‘Het Kabinet staat positief tegenover eventuele initiatieven van institutionele beleggers om een eigen code op te stellen. Of institutionele beleggers verplicht zouden moeten worden een code na te leven, hangt mede af van het *draagvlak* in de samenleving en *de wijze van monitoring*’<sup>23</sup>.

## 2.4 Bestaande regelingen betreffende ‘betrokken aandeelhouderschap’

### 2.4.1 UK Stewardship Code 2010

De Financial Reporting Council (FRC) van het Verenigd Koninkrijk heeft 1 juli 2010 een aparte Code, de UK Stewardship Code 2010 (hierna UKSC), gepubliceerd voor institutionele beleggers, nadat het ter consultatie aan belanghebbenden was voorgelegd. Deze Code, gericht op de ‘institutionele belegger’, is opgesteld met het navolgende doel: *‘To enhance the quality of engagement between institutional investors and companies to help improve long-term returns to shareholders and the efficient exercise of corporate governance responsibilities by setting out good practice on engagement with investee companies to which the FRC believes institutional investors should aspire’*. De Code erkent hiermee het belang van de institutionele belegger in het zelfregulerende corporate governance systeem en dient vanuit dit perspectief als aanvulling op de UK Corporate Governance Code. Net als de UK Corporate Governance Code dient de naleving van de Stewardship Code te geschieden op ‘comply or explain’ basis.

In een recente bijlage van de Financial Times<sup>24</sup> wordt in het kader van de UK Stewardship Code, gerefereerd aan Lord Myners die ooit refereerde aan aandeelhouders als ‘absentee

---

[http://www.minfin.nl/Actueel/Kamerstukken/2010/07/Kabinetsreactie\\_groenboek\\_corporate\\_governance\\_financiële\\_ondernemingen](http://www.minfin.nl/Actueel/Kamerstukken/2010/07/Kabinetsreactie_groenboek_corporate_governance_financiële_ondernemingen)

<sup>22</sup>Reactie Kabinet ten aanzien van het Groenboek corporate governance bij financiële ondernemingen en het beloningsbeleid (COM (2010) 284 definitief; 23-07-2010; bron:

[http://www.minfin.nl/Actueel/Kamerstukken/2010/07/Kabinetsreactie\\_groenboek\\_corporate\\_governance\\_financiële\\_ondernemingen](http://www.minfin.nl/Actueel/Kamerstukken/2010/07/Kabinetsreactie_groenboek_corporate_governance_financiële_ondernemingen)

<sup>23</sup>Reactie Kabinet ten aanzien van het Groenboek corporate governance bij financiële ondernemingen en het beloningsbeleid (COM (2010) 284 definitief; 23-07-2010; bron:

[http://www.minfin.nl/Actueel/Kamerstukken/2010/07/Kabinetsreactie\\_groenboek\\_corporate\\_governance\\_financiële\\_ondernemingen](http://www.minfin.nl/Actueel/Kamerstukken/2010/07/Kabinetsreactie_groenboek_corporate_governance_financiële_ondernemingen)

<sup>24</sup> 7 oktober 2010, p3, ‘Stewardship code aims to encourage collaboration’

landlords, who were happy to extract economic rent from their shares but neglected their responsibility to hold reckless boards to account'. Lord Myners zegt over de huidige Stewardship Code: 'it fails to clarify the issue of responsibility'. Een andere interessante bevinding in deze bijlage is dat in de UK, institutionele beleggers wel degelijk betrokken zijn en interveniëren, maar als er sprake is van toenemend buitenlands aandeelhouderschap, dan kan het bestaande model in twijfel worden getrokken.

#### **2.4.2 International Corporate Governance Network, The ICGN Global Corporate Governance Principles: Revised (2009) Hoofdstuk 9 en ICGN Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities (2007)**

Het International Corporate Governance Network heeft zich tot doel gesteld: 'to raise standards of corporate governance worldwide. In doing so, the ICGN encourages cross-border dialogue at conferences and influences corporate governance public policy through ICGN Committees. We promote best practice guidance, encourage leadership development and keep our members informed on emerging issues in corporate governance through publications and the ICGN website<sup>25</sup>. Het netwerk is actief in meer dan 50 landen en oefent invloed uit over meer dan 9,5 triljard dollar vermogen.

#### **2.4.3 Eumedion Handboek (2008)**

Eumedion behartigt de belangen van de bij haar aangesloten institutionele beleggers<sup>26</sup> op het terrein van corporate governance. Eumedion stelt zich ten doel het vanuit de verantwoordelijkheid van in Nederland gevestigde institutionele beleggers onderhouden en doorontwikkelen van goede corporate governance en het bevorderen van de acceptatie en naleving van standaarden door beursgenoteerde ondernemingen en institutionele beleggers, met name in Nederland en Europa<sup>27</sup>.

Het Eumedion Handboek (2008) (hierna Handboek) beoogt de institutionele beleggers, die aangesloten zijn bij Eumedion, te ondersteunen bij de invulling van corporate governance. Het Handboek is in belangrijke mate in overeenstemming met de aanbevelingen van ICGN maar is niet bindend. Het Handboek heeft in belangrijke mate bijgedragen aan het ontwikkelen van bewustzijn over 'betrokken aandeelhouderschap' bij de aangesloten institutionele beleggers. Het Handboek bestaat voornamelijk uit aandachtspunten en de uiteenzetting van de rechten die aan aandeelhouders (individueel en collectief) zijn toegewezen, daarnaast geeft het invulling aan de bestaande en ruim geformuleerde verplichtingen van de Nederlandse Code en ICGN bepalingen<sup>28</sup>.

---

<sup>25</sup> Website: <http://www.icgn.org/about/>

<sup>26</sup> De som van het kapitaal van de bij Eumedion aangesloten institutionele beleggers bedraagt meer dan 1 triljard euro.

<sup>27</sup> Website: [http://www.eumedion.nl/Over\\_Eumedion](http://www.eumedion.nl/Over_Eumedion)

<sup>28</sup> In het Handboek is in bijlage IV (gedeeltelijk) opgenomen het ICGN statement over aandeelhoudersverantwoordelijkheden (enkel hoofdstuk 4: "External Responsibilities").

#### 2.4.4 Onderlinge vergelijking

	<u>UKSC</u> <sup>29</sup>	<u>ICGN</u>	<u>Handboek &amp; Hoofdstuk IV.4 Nederlandse Code:</u>
Is de regeling bindend?	Comply or explain	Nee	Code wel/ Handboek niet <sup>30</sup>
Leidt de regeling tot transparantie?	Ja	Ja	Ja
Is de regeling voldoende concreet en daardoor toetsbaar?	Redelijk	Nee	Nee
Houdt de regeling voldoende rekening met het nationale normenkader?	Ja	Ja	Ja

Tabel 1: Onderlinge vergelijking aan de hand van vier criteria

##### *Is de regeling bindend?*

UKSC: De Code is van toepassing op institutionele beleggers met een zetel in het Verenigd Koninkrijk. De UKSC is niet verplicht van toepassing. De UK institutionele beleggers worden echter door publieke druk aanbevolen over deze code mededeling te doen. Dit geschiedt op ‘comply or explain’ basis. De UKSC richt zich met name tot de ‘agents’, die handelen namens de institutionele belegger. Buitenlandse institutionele beleggers vallen niet onder de Code, maar worden echter wel verzocht zich hierbij aan te sluiten.

ICGN: Deze bepalingen zijn niet verbindend ten aanzien van institutionele beleggers en zijn derhalve vrijwillig.

Handboek en Hoofdstuk IV.4 Nederlandse Code: het Eumedion Handboek is niet verbindend, ook niet ten aanzien van haar deelnemers. Aansluiting bij Eumedion en toepassing van de bepalingen en invulling van de bestaande bepalingen in het Handboek geschiedt op vrijwillige basis.

<sup>29</sup> Schematisch overzicht van een ‘in compliance overzicht’ met de UK Stewardship Code als ‘golden standard’ is in bijlage 6 separaat opgenomen.

<sup>30</sup> Hoofdstuk IV.4 van de Nederlandse Corporate Governance Code is van toepassing op alle institutionele beleggers met zetel in Nederland ( zie definitie 1:1 Wft pensioenfondsen, levensverzekeraars, beleggingsinstellingen). Het Handboek is derhalve niet bindend. Kenmerkend voor het Handboek is dat de uitleg die het Handboek geeft aan zijn deelnemers over hoe de Code moet worden nageleefd in grote mate overeenkomt met de ICGN bepalingen en de Stewardship Code maar valt derhalve niet onder de “pas toe of leg uit regel “ van 5:86 Wft, in tegenstelling tot een dergelijke regeling van de SC.

*Leidt de regeling tot transparantie?*

UKSC: Deze Code vraagt in vergaande mate om publicatie van gegevens ten gunste van de achterliggende begunstigen en ter bevordering van de dialoog met het bestuur. De Code dringt aan op transparantie omtrent de ‘Stewardship Responsibilities’.

ICGN: In grote mate komt hetgeen gesteld in de UKSC overeen met de publicatieverplichtingen als gesteld in de ICGN bepalingen, voornamelijk hetgeen het stembeleid en uitvoering betreft. Transparantie wordt hierdoor bevorderd.

Handboek en Hoofdstuk IV.4 Nederlandse Code: Het Handboek zoekt aansluiting bij bestaande regelingen waardoor de transparantie die verlangd wordt van zijn leden een groter terrein bestrijkt. De Nederlandse Code richt zich voornamelijk ten aanzien van institutionele beleggers op de transparantie omtrent het stembeleid en de uitvoering daarvan.

*Is de regeling voldoende concreet en daardoor toetsbaar?*

UKSC: De bepalingen zijn concreet gedefinieerd. Hierdoor zijn de bepalingen ook toetsbaar nu de criteria en de eisen duidelijk zijn en daarmee de ruimte voor interpretatie zoveel mogelijk is beperkt.

ICGN: De bepalingen over verantwoordelijkheden voor aandeelhouders en institutionele beleggers beslaat een statement van 2007 en ICGN ‘principles revised 2009’. Institutionele beleggers worden in hoofdstuk 9 van de ‘global principles’ gehouden tot naleving van het statement 2007. Dit statement is minder concreet geformuleerd dan de plichten voortvloeiend uit hoofdstuk 9 en daardoor ook minder toetsbaar.

Handboek en Hoofdstuk IV.4 Nederlandse Code: De Nederlandse Code is concreet te noemen, maar is ook beperkt waar het verantwoordelijkheden aan institutionele beleggers toewijst. Het ziet voornamelijk toe op publicatie van stembeleid en uitvoering daarvan. De Code dekt geen overige ‘Stewardship Responsibilities’. Dit is echter wel het geval waar het principe 2 en bijkomende best practice bepalingen betreft. Deze worden echter gericht tot alle aandeelhouders. Het Handboek daarentegen bestrijkt een breder terrein nu het ook aansluiting zoekt bij de verantwoordelijkheden van hoofdstuk 4.0 van het ICGN Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities (2007).

*Houdt de regeling voldoende rekening met het nationale normenkader?*

UKSC: De Code is in consultatie gegaan waarbij inspraak van belanghebbende is gevraagd. De Code kent een groot draagvlak onder institutionele beleggers en is toegespitst op het nationale normenkader.

ICGN: De bepalingen zijn toepasbaar in diverse landen en regio's, maar zijn naar hun aard niet toegespitst op het nationale normenkader.

Handboek en Hoofdstuk IV.4 Nederlandse Code: De Code betreft een beperkt terrein en is zorgvuldig opgesteld naar Nederlands model. Het Eumedion Handboek sluit aan bij Internationale regelingen (ICGN) en respecteert het nationale normenkader.



## 2.5 Conclusies

*Corporate governance is sterk verbonden met nationaal geldende regels en opvattingen omtrent de inrichting en het functioneren van een kapitaalvennootschap (naamloze vennootschap).*

Voor Nederland is onder meer kenmerkend de nadruk op het stakeholder model, de structuurvennootschap, het dualistische bestuursmodel (two-tier), de aandelen aan toonder, het wijdverspreid aandelenbezit en het hoge percentage aandelen dat wordt gehouden door buitenlandse beleggers (veelal ondersteund door) Anglo-Amerikaanse asset managers.

*De monitoring van institutionele beleggers in het zelfregulerend corporate governance systeem lijkt afwezig.*

De veronderstelling die ten grondslag ligt aan het totale systeem van ‘checks and balances’, namelijk dat de uiteindelijke kapitaalverschaffers zich doen gelden, komt ter discussie als juist zou zijn dat de achterliggende belanghebbenden van institutionele beleggers onvoldoende belangstelling tonen voor het stemgedrag van de institutionele beleggers. De veronderstelde belangstelling van deze achterliggende belanghebbenden is onbewezen en blijkt ook niet uit de gehouden expert interviews.

*Europese regelingen voor aandeelhoudersbetrokkenheid dreigen onvoldoende rekening te houden met het nationale normenkader en culturele verschillen.*

Institutionele beleggers en vermogensbeheerders moeten hun interventies in de vorm van stemmen of dialoog verantwoorden aan de opdrachtgevers, en dat zijn vrijwel steeds instellingen met een strikt nationale verbondenheid<sup>31</sup>. Dit brengt met zich mee dat de opdrachtgevers hun eigen (nationale) normenkader hebben waarbinnen de belegger of vermogensbeheerder in zijn stemgedrag of dialoog rekening moet houden. Dat normenkader is in iedere Europese lidstaat anders. Een Europese regeling dreigt het nationale normenkader, dat cultuurafhankelijk is, te miskennen, maar leidt natuurlijk in het kader van de internationalisering van aandelenbelangen wel tot een verdere harmonisatie van nationale ‘stewardship’ initiatieven. Uit de door ons gehouden expert interviews is gebleken dat zowel de institutionele beleggers als de ondernemingen groot belang hechten aan deze nationale normenkaders. Een duidelijk geformuleerde nationale regeling biedt beleggers en vermogensbeheerders het voordeel dat in alle concrete gevallen van een interventie door het uitbrengen van stemmen of dialoog met die nationale regeling rekening kan worden gehouden. Internationaal opererende beleggers wijzen tegelijkertijd op het feit dat het bij een wijdverspreid aandelenbezit praktisch onuitvoerbaar is om informatie ten aanzien van compliance aan een groot aantal, onderling zeer verschillende nationale corporate governance codes te publiceren (zoals dit is geregeld in de Stewardship Code). In die gevallen wordt veelal verwezen naar compliance aan algemeen geldende principes zoals de United Nations Principles for Responsible Investment.

---

<sup>31</sup> Zie hierover, ook de speech van toenmalig Lid van de Europese Commissie, verantwoordelijk voor Interne Markt en Belastingzaken F. Bolkestein, “Corporate governance in Europa”, 30 januari 2003.

*Het Kabinet laat initiatief voor een aparte code aan institutionele beleggers.*

Het Kabinet stelt positief tegenover eventuele initiatieven van institutionele beleggers te staan om een eigen code op te stellen. Of institutionele beleggers verplicht zouden moeten worden een code na te leven, hangt mede af van het draagvlak in de samenleving en de wijze van monitoring<sup>32</sup>. Vooral nog wordt het initiatief gelaten aan Eumedion en andere particuliere organisaties. De vraag kan gesteld worden of het Kabinetsstandpunt leidt tot een verbetering van het zelfregulerend stelsel van corporate governance en de gewenste 'aandeelhoudersbetrokkenheid'. De ervaringen in het Verenigd Koninkrijk leren dat zeker niet alle institutionele beleggers het belang onderkennen van deze aandeelhoudersbetrokkenheid en de daaruit voortvloeiende verplichtingen. Ook de wijze waarop deze betrokkenheid vorm moet krijgen door institutionele beleggers leidt niet noodzakelijkerwijs tot een wezenlijke verbetering van het nagestreefde zelfregulerende systeem van corporate governance. De ervaringen in het Verenigd Koninkrijk op dit punt zouden aanleiding kunnen zijn om ook in Nederland het initiatief niet volledig over te laten aan de institutionele beleggers.

---

<sup>32</sup> Reactie van het Kabinet ten aanzien van het Groenboek corporate governance bij financiële ondernemingen en het beloningsbeleid, (COM) (2010) 284 definitief; 23-07-2010; [http://www.minfin.nl/Actueel/Kamerstukken/2010/07/Kabinetsreactie\\_groenboek\\_corporate\\_governance\\_financiële\\_ondernemingen](http://www.minfin.nl/Actueel/Kamerstukken/2010/07/Kabinetsreactie_groenboek_corporate_governance_financiële_ondernemingen)

### 3. Methodologie van het onderzoek

#### 3.1 Drie deelonderzoeken: naleving, stemgedrag en communicatiegedrag

Naar de naleving van en toepassing van de principes en best practice bepalingen van de Nederlandse Corporate Governance Code (2008) door aandeelhouders, specifiek de institutionele beleggers, is nog niet eerder onderzoek gedaan. Dit is zoals in het eerste hoofdstuk is aangegeven pas het eerste boekjaar (2009) waarop de Code Frijns (2008) van toepassing is. Nalevingsonderzoek onder institutionele beleggers betreffende de Code Tabaksblat (2003) is wel in voorgaande jaren gedaan. Onderstaand is een overzicht van de onderzoekpopulaties voor deze onderzoeken.

Onderzoek door:	Jaar	Populatie en steekproef
RSM/Erasmus	2005	Selecte steekproef onder 20 institutionele beleggers, onderverdeeld in pensioenfondsen, banken/verzekeraars, overig, onderverdeeld in groot en klein gemeten naar belegd vermogen.
Rematch	2006	Selecte steekproef onder 66 institutionele beleggers (zijnde alle Eumedion deelnemers op moment bepaling steekproef), onderverdeeld in pensioenfondsen/beleggingsfondsen, banken/verzekeraars, buitenland, overig.
Rematch	2007	Selecte steekproef onder 56 institutionele beleggers (zijnde alle Eumedion deelnemers op moment bepaling steekproef), onderverdeeld in bedrijfstakpensioenfondsen, ondernemingspensioenfondsen, vermogensbeheerders, (levens)verzekeraars.
Rematch	2008	Selecte steekproef onder 20 institutionele beleggers, top 5 van elke subcategorie te weten: bedrijfstakpensioenfondsen, ondernemingspensioenfondsen, vermogensbeheerders, (levens)verzekeraars (gebaseerd op de deelnemers Eumedion in dat jaar)
	2009	Geen separaat onderzoek gedaan naar de naleving en toepassing van de principes en best practice bepalingen van de Code met betrekking tot de (algemene) vergadering van aandeelhouders, noch met betrekking tot specifiek institutionele beleggers.

Tabel 2: Overzicht onderzoekpopulaties en steekproeven *institutionele beleggers* in eerdere onderzoeken in opdracht van de Monitoring Commissie 2005-2009

Het onderzoek van Nyenrode beperkt zich evenals voorgaande onderzoeken tot een deelpopulatie van aandeelhouders, te weten institutionele beleggers en richt zich uitsluitend op de in overleg met de Monitoring Commissie specifiek vastgestelde onderzoeksvragen en relevante codebepalingen. Wij hebben er echter voor gekozen om de drie onderzoeken, waaronder begrepen het nalevingsonderzoek naar de Code 2008 onder de *totale populatie* institutionele beleggers met een zetel in Nederland uit te zetten. Hiermee zijn voor het eerst *alle* institutionele beleggers welke op grond van art 1:1 Wet op het financieel toezicht ('Wft') als zodanig zijn gedefinieerd, gevraagd hun medewerking te verlenen aan een

nalevingsonderzoek. Dit nalevingsonderzoek is in aanvulling op deze populatie tevens uitgezet onder een selecte steekproef van vermogensbeheerders. Naast het nalevingsonderzoek zijn de twee verkennende onderzoeken naar stemgedrag en communicatiegedrag aan genoemde populatie voorgelegd, aangevuld met een selecte steekproef van buitenlandse vermogensbeheerders<sup>33</sup>.

Op grond van de verschillen tussen de drie voorgenoemde deelonderzoeken, zullen de definities en afbakening van de onderzoekspopulatie, de specifieke onderzoeksvragen, alsmede de bevindingen per deelonderzoek in de hierna volgende hoofdstukken separaat worden toegelicht. Dit hoofdstuk beschrijft voor alle drie de deelonderzoeken, de algemeen geldende onderzoeksopzet en -methode.

### 3.2 Onderzoeksmethode

Voor het nalevingsonderzoek is gekozen voor een empirisch kwalitatief beschrijvend onderzoek. Voor de deelonderzoeken naar stemgedrag en communicatiegedrag is gekozen voor een empirisch kwalitatief verkennend onderzoek<sup>34</sup>. Op grond van het relatief grote aantal onderzoekseenheden, te weten alle institutionele beleggers vallende onder de definitie van institutionele belegger volgens art 1:1 Wft, aangevuld met een selectie buitenlandse institutionele beleggers, is gekozen voor een web-based survey onderzoek (beschikbaar in twee talen). Er is geen gebruik gemaakt van bestaande onderzoeksgegevens.

Voor een betrouwbare en complete dataverzameling is gezien het kwalitatieve karakter van het onderzoek gekozen voor een multi-methode-aanpak, waarbij door de onderzoekers in het onderzoeksteam van Nyenrode gebruik is gemaakt van:

- open diepte-interviews met een kleine groep experts (vier grote Nederlandse institutionele beleggers en één buitenlandse institutionele belegger, Eumedion als belangrijkste belangenorganisatie voor institutionele beleggers in Nederland, twee analisten bij het stemadviesbureau ISS/RiskMetrics<sup>35</sup>, een vertegenwoordiger van Glass Lewis & Co.<sup>36</sup>, vijf notarissen<sup>37</sup>, Trustkantoor ANT, RBS als 'registratiebank', Stichting SECVA en Electronic Voting Boxx B.V.;
- web-based surveys waarbij de analyse van de data is gericht op frequenties en subgroepenanalyse<sup>38</sup>;
- desk research onderzoeken die speciaal ten behoeve van het Nyenrode-onderzoek zijn uitgevoerd door of onder directe supervisie van het project team.

---

<sup>33</sup> De selectieve steekproef is gebaseerd op de deelnemerslijst van Eumedion en de tien buitenlandse vermogensbeheerders die het grootste deel van het Nederlands belegd vermogen van pensioenfondsen in Nederland onder hun beheer hebben. De exacte selectie is nader toegelicht in hoofdstuk 5 en 6.

<sup>34</sup> Baarda, de Goede en Teunissen (2005), *'Kwalitatief onderzoek'*, 2e geheel herziene druk, Stenfert Kroese.

<sup>35</sup> Beide analisten maken deel uit van het team bestaande uit drie analisten, dat verantwoordelijk is voor alle standaard stemadviezen voor beursvennootschappen in de Benelux.

<sup>36</sup> Deze deskundige is aangedragen door een van de grotere Nederlandse vermogensbeheerders die gebruik maakt van de diensten van Glass Lewis.

<sup>37</sup> Deze vijf notarissen zijn allen in enige vorm betrokken bij de Algemene Vergadering van Aandeelhouders van het merendeel van de AEX fondsen.

<sup>38</sup> Baarda, de Goede en Teunissen (2005), *'Kwalitatief onderzoek'*, 2e geheel herziene druk, Stenfert Kroese.

De *expert-interviews* dienden als input voor de web-based survey, alsmede voor de beschrijving van de context waarin de te verkrijgen data geïnterpreteerd dienden te worden.

Het gebruik van de *web-based survey* is primair ingegeven door de omvang van de onderzoekspopulatie. Daarnaast kent de web-based survey een aantal voordelen: invulgemak (op een door de respondent te kiezen dag en uur, anonimiteit en een gecontroleerde routing van de vragenlijst). De survey is door Nyenrode in samenwerking met MeyerMonitor ontwikkeld en afgestemd met experts binnen Nyenrode en de leden van de Monitoring Commissie. De survey is mondeling besproken met Eumedion en voorafgaand aan het 'live' gaan on-line getest door een grote Nederlandse vermogensbeheerder, te weten de beheerder van ruim 30% van alle collectieve pensioenen in Nederland. De suggesties uit deze voorbespreking en pretest zijn verwerkt in het definitieve ontwerp van de survey. Deze onderzoeksmethode voor de empirische dataverzameling is, gelet op de grote hoeveelheid beursgenoteerde ondernemingen (respondenten), inmiddels een bestaande praktijk in Duitsland ten aanzien van de Duitse Code. Hier wordt deze onderzoeksmethode reeds een aantal jaren door Von Werder, hoofd van het Berlin Center of Corporate Governance Technische Universität Berlin, tevens lid van de Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Codex gebruikt voor nalevingsonderzoek onder vennootschappen<sup>39</sup>.

Als onderdeel van de web-based surveymethodiek is een non-respons analyse uitgevoerd uitgesplitst naar nationaliteit van de respondent en aard van de belegger (pensioenfonds, levensverzekeraar, beleggingsinstelling of vermogensbeheerder), waarmee inzicht is gekregen in de achterliggende redenen voor non-respons. In het ontwerp van de web-based survey is rekening gehouden met factoren die de respons rate aantoonbaar verhogen: uitnodiging voor deelname per email op naam, follow-up reminders, vooraankondiging van de survey (onder meer via de site van de Monitoring Commissie Corporate Governance), via een persoonlijk schrijven door Eumedion, alsmede via een bericht op de site van het Verbond van Verzekeraars<sup>40</sup>. Tevens is aangegeven dat de resultaten van de survey op geaggregeerd niveau worden gerapporteerd. De individuele antwoorden zullen in de rapportage niet herleidbaar zijn naar de respondent. De survey onder de vennootschappen is vooraf aangekondigd in het nalevingsonderzoek onder de vennootschappen door het Insights Center van de Rijksuniversiteit Groningen<sup>41</sup>. Er is gekozen voor een aansprekend format en een toegankelijke site met helpdeskfunctie. In de afweging tussen de lengte van de survey, welke direct gerelateerd is aan de respons rate, en de vragen die de Monitoring Commissie onderzocht wil hebben, is in overleg met de Commissie gekozen voor een langere versie van de survey met bijbehorende lagere respons.

De *deskresearch*, derde pijler in de multi-methode aanpak, heeft voor het onderzoek met name betrekking op eerdere nalevingsonderzoeken gedaan onder Nederlandse institutionele beleggers en op internationale ontwikkelingen op dit terrein, de invulling van het stembeleid door institutionele beleggers, de totstandkoming van stemadviezen en de rol, invloed en

---

<sup>39</sup> Talaulicar, Till; Von Werder, Axel, 'Patterns of Compliance with the German Corporate Governance Code', Corporate Governance: An International Review, July 2008, Vol. 16 Issue 4, p255-273; v. Werder, Axel/Talaulicar, Till: Kodex Report 2010: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex. In: Der Betrieb, 2010, Nr. 16, S. 853-861.

<sup>40</sup> Cook, 2000; Solomon, 2001.

<sup>41</sup> Nyenrode is prof. dr. H. van Ees zeer erkentelijk voor zijn medewerking in deze.

organisatie van stemadviesbureaus, de rol van de notaris, de rol van de custodian, de invloed van electronic voting, alsmede – maar niet limitatief – de rol van de Raad van Commissarissen in de dialoog tussen belegger en vennootschap en de factoren die een dialoog tussen vennootschap en institutionele belegger zouden belemmeren.

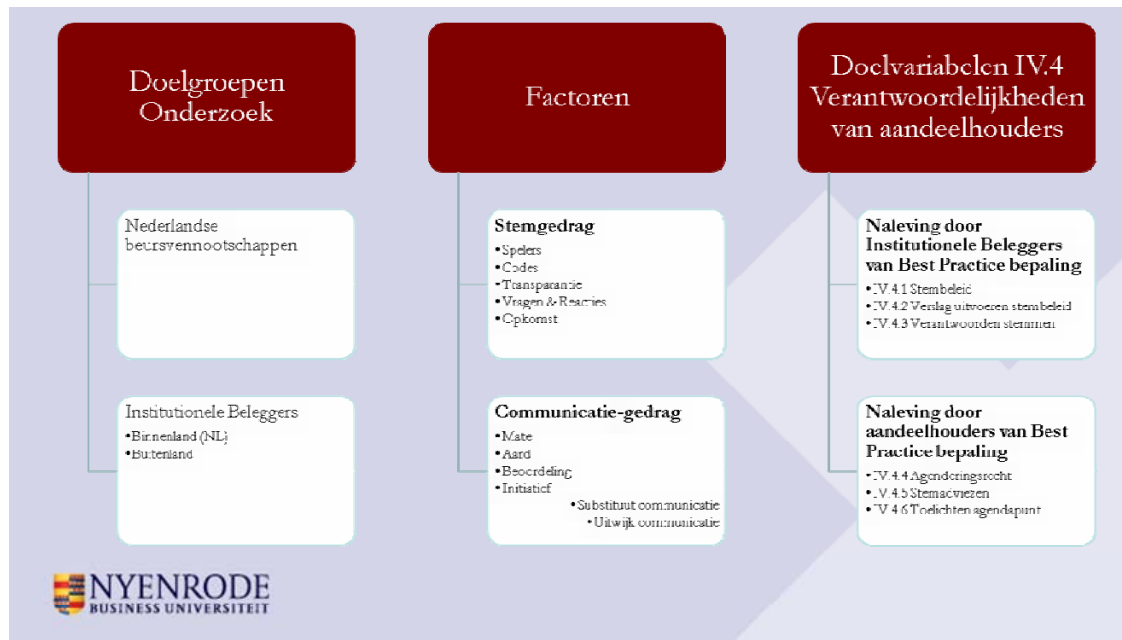
### 3.3 Non-respons analyse

De analyse van de non-respons onder institutionele beleggers is een integraal onderdeel van de onderzoeksopzet. De deelname aan de survey is vrijwillig, gelijk het besluit van institutionele beleggers om de Nederlandse Corporate Governance Code al dan niet toe te passen, dan wel na te leven. De survey onder de institutionele beleggers is aangekondigd via een persoonlijke e-mail, een aankondiging op de website van de Monitoring Commissie Corporate Governance, een persoonlijk schrijven van Eumedion gericht op deelname aan de survey, alsmede een bericht op de website van het Verbond van Verzekeraars<sup>42</sup>.

De belangrijkste beweegreden om deze non-respons analyse uit te voeren is om na te gaan welke redenen Nederlandse institutionele beleggers aanvoeren om, ondanks de bepalingen in de Code, de wettelijke bepalingen, de aankondiging van het onderzoek door zowel de Monitoring Commissie Corporate Governance, als ook Eumedion als belangenorganisatie van institutionele beleggers, niet aan het onderzoek mee te willen of kunnen werken.

### 3.4 Conceptueel onderzoeksmodel

De totale onderzoeksopzet is in onderstaand conceptuele model samengevat.



Figuur 1: Integraal conceptueel raamwerk

<sup>42</sup> Nyenrode is de heer Nico Obolonsky van het Verbond van Verzekeraars zeer erkentelijk voor de door hem verleende medewerking.

Zoals uit bovenstaand integraal conceptueel raamwerk blijkt, zijn de drie hiervoor beschreven deelonderzoeken in de huidige onderzoeksopzet separaat uitgevoerd.

Interessante onderzoeksvragen zijn de mate waarin en wijze waarop het stemgedrag en communicatiegedrag van invloed is op de naleving van de Code door institutionele beleggers en vice versa de mate waarin en de wijze waarop de principes en best practice bepalingen in de Code van invloed zijn op het stemgedrag en communicatiegedrag van institutionele beleggers.

Met name het laatste onderzoeksaspect zou een indicator kunnen zijn voor de mate waarin de Code daadwerkelijk leidt tot aanpassingen in gedrag van institutionele beleggers ('internalisatie van de Code' in plaats van 'afvinkgedrag'). Deze beide aspecten vallen buiten het bereik van dit onderzoek, maar verdienen aanbeveling voor bestudering in toekomstig onderzoek.

## 4. Onderzoek ‘Naleving van hoofdstuk IV van de Code’

### 4.1 Onderzoeksvraag en onderzoekspopulatie

De onderzoeksopdracht zoals door de Monitoring Commissie Corporate Governance gedefinieerd in de offerteaanvraag d.d. 16 april 2010 luidt: *‘Onderzoek de wijze en mate van naleving en toepassing van de principes en best practice bepalingen van de Code 2008 door aandeelhouders’*.

In de aangepaste Code 2008 zijn de volgende principes en best practice bepalingen gericht tot de (Algemene Vergadering van Aandeelhouders van) aandeelhouders van hiervoor genoemde vennootschappen: IV.1 *Bevoegdheden* (best practice bepaling IV.1.1 t/m IV.1.8), IV.2 *Certificering van aandelen* (best practice bepaling IV.2.1 t/m IV.2.8), IV.3 *Informatieverschaffing logistiek Algemene Vergadering van Aandeelhouders* (best practice bepaling IV.3.1 t/m IV.3.13) en IV.4 *Verantwoordelijkheid van aandeelhouders* (best practice bepaling IV.4.1 t/m IV.4.6).

De principes en best practice bepalingen van de aangepaste Code 2008 waarvan de wijze en mate van naleving en toepassing door aandeelhouders in dit onderzoek zullen worden getoetst, beperken zich echter tot de principes en bepalingen zoals genoemd onder IV.4<sup>43</sup>: *Verantwoordelijkheid van aandeelhouders*.

De wijze en mate van naleving van de Code worden in beginsel getoetst op basis van het ‘pas toe of leg uit’-principe. De vennootschap vermeldt elk jaar in haar jaarverslag *op welke wijze* zij de voor haar relevante principes en best practice bepalingen van de Code in het afgelopen jaar heeft toegepast en zet indien van toepassing zorgvuldig gemotiveerd uiteen *waarom een bepaling niet is toegepast*. Het is aan de aandeelhouders om het bestuur en de Raad van Commissarissen over de naleving van de Code ter verantwoording te roepen. Voorts zijn Nederlandse institutionele beleggers zoals reeds eerder vermeld sinds 1 januari 2007 op grond van artikel 5:86 Wft verplicht in hun jaarverslag of op hun websites mededeling te doen over de naleving van de tot hen gerichte principes of best practices.

In navolging van de Nota van toelichting op artikel 3 behorende bij het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag (Staatsblad 2004 No 747) hanteren wij (in lijn met Rijksuniversiteit Groningen) het onderscheid tussen ‘toepassen van de Code’, ‘naleven van codebepalingen (principes en best practice bepalingen)’ en ‘geven van uitleg’. Zoals in de Nota van toelichting is aangegeven, is toepassen ruimer dan naleven, en omvat dit naast het naleven ook het geven van uitleg over het niet-naleven van een principe dan wel best practice bepaling. De Nota van toelichting geeft aan dat de uitleg zowel principes als best practice bepalingen kan omvatten. In de praktijk betreft de uitleg vrijwel alleen best practice bepalingen.

---

<sup>43</sup> Voor een gedetailleerde beschrijving van de relevante bepalingen wordt verwezen naar: [www.commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/Dec\\_2008\\_Code\\_NL.pdf](http://www.commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/Dec_2008_Code_NL.pdf)



## 4.2 Respons

### *Institutionele beleggers: pensioenfondsen, levensverzekeraars en beleggingsinstellingen*

Het onderzoek naar de uitleg van codebepalingen gericht tot de (Algemene Vergadering van Aandeelhouders van) aandeelhouders is gericht op een onderzoekspopulatie bestaande uit *uitsluitend institutionele beleggers*. Startpunt voor de samenstelling van de onderzoekspopulatie is geweest de Wft.: pensioenfondsen, levensverzekeraars, en beleggingsinstellingen met een zetel in Nederland (definitie art 1:1 Wft) staan onder toezicht van DNB en de AFM<sup>44</sup>. Onder toezicht staande instellingen zijn verplicht mededeling te doen over de naleving van de principes en best practice bepalingen van de Nederlandse Corporate Governance Code, die zijn gericht tot deze institutionele beleggers (artikel 5:86 Wft). De mededeling en opgave (in geval van niet of niet geheel naleven) geschieden in het jaarverslag, op de website of aan het adres van iedere deelnemer of cliënt die daarmee vooraf uitdrukkelijk heeft ingestemd<sup>45</sup>. De verplichting uit de Wft geldt overigens niet voor een aantal categorieën institutionele beleggers. Zo is deze verplichting uit de Wft niet van toepassing op banken, vermogensbeheerders en verzekeraars (anders dan levensverzekeraars), omdat ten aanzien van deze instellingen doorgaans ofwel geen sprake is van achterliggende begunstigden, ofwel die begunstigden zelf voldoende invloed kunnen uitoefenen op het stembeleid dat de institutionele beleggers kunnen uitoefenen. Daarnaast zijn bepaalde beleggingsinstellingen (degenen die als financieel product kunnen worden aangemerkt) uitgezonderd<sup>46</sup>. Tenslotte is artikel 5:86 Wft niet van toepassing op buitenlandse institutionele beleggers en derhalve geldt voor hen geen wettelijke verplichting om over naleving van hoofdstuk IV van de Code te publiceren

### *Vermogensbeheerders*

Uit onderzoek blijkt<sup>47</sup> dat ongeveer 93% van het Nederlandse pensioenvermogen (extern) is belegd bij een of meerdere externe danwel gelieerde vermogensbeheerders. Echter, volgens de Wft zijn Nederlandse pensioenfondsen (groot of klein) zelf verplicht om over de naleving van de Code te publiceren. Vermogensbeheerders kunnen in deze wettelijke verplichting – afhankelijk van de formulering van de afspraken tussen institutionele belegger en vermogensbeheerder - een adviserende rol vervullen, maar dragen niet de wettelijke verplichting. Of, zoals De Monchy (2009)<sup>48</sup> in het kader van best practice bepaling IV.4.3 opmerkt, ‘institutionele beleggers die hun vermogensbeheer in handen van derden hebben gegeven zullen er in gevolge deze bepaling voor dienen te zorgen dat zij in de gelegenheid zijn de uitvoering van het beleid te verantwoorden’. Derhalve is voor het nalevingsonderzoek de expliciete keuze gemaakt om alle institutionele beleggers (voor zover

---

<sup>44</sup> Nyenrode dankt Allen & Overy LLP, in het bijzonder mr. J. Elsenburg, voor het nagaan van de betreffende AFM en DNB registers bij de totstandkoming van de respondentenlijst.

<sup>45</sup> De Monchy, C.W., e.a. (2009). *Corporate Governance in Nederland*, 2e druk, Boom Juridische uitgevers, 2009.

<sup>46</sup> Graaf, F.G.B. (2007). Wet op het financieel toezicht, *Tekst & Toelichting*, Kluwer, 2007 en Stegeman, R.A. (2007). *Commentaar Financieel Recht*, Deel 1 en 3, SDU, 2007, onder de redactie van K. Frielink. De uitgezonderde beleggingsinstellingen zijn wel in de onderzoekspopulatie meegenomen, maar hebben zelf kunnen aangeven niet onder de werkingssfeer van de Code te vallen; dan wel hebben dit in de non-respons analyse aan kunnen geven.

<sup>47</sup> “Position Paper Betrokken Aandeelhouderschap”, Eumedion, 12 maart 2010.

<sup>48</sup> De Monchy, C.W., e.a. (2009). *Corporate Governance in Nederland*, 2e druk, Boom Juridische uitgevers, 2009.

uit openbare registers te herleiden en voor zover contactgegevens via de AFM en DNB, dan wel via publieke bronnen ter beschikking worden gesteld) rechtstreeks als respondent te benaderen. Alle namen uit de relevante registers zijn nagebeld, waarbij – voor zover ter beschikking gesteld – contactgegevens van contactpersonen zijn opgevraagd. Entiteiten welke inmiddels zijn geliquideerd, elders zijn ondergebracht, of waarvan geen publieke gegevens meer beschikbaar zijn, dan wel welke expliciet niet wilden meewerken aan het onderzoek, zijn in de uiteindelijke onderzoekspopulatie buiten beschouwing gelaten, respectievelijk direct als non-respons genoteerd. Het is de eerste keer sinds er onderzoek wordt gedaan naar naleving onder institutionele beleggers, dat *alle* institutionele beleggers met een zetel in Nederland die onder de werkingssfeer van de Wft vallen, onderdeel zijn van de onderzoekspopulatie.

Aan deze onderzoekspopulatie zijn toegevoegd een selecte steekproef van vermogensbeheerders (gebaseerd op de registers van de AFM en geselecteerd uit de deelnemerslijst van Eumedion). Met de keuze voor deze vermogensbeheerders met een zetel in Nederland in deze steekproefselectie is het merendeel van het extern belegd vermogen van Nederlandse institutionele beleggers in de selectie vertegenwoordigd<sup>49</sup>.

Op grond van bovengenoemde selectiecriteria bestaat de totale onderzoekspopulatie voor het ‘nalevingsonderzoek’ in totaal uit: 604 institutionele beleggers, onder te verdelen in 418 pensioenfondsen, 53 levensverzekeraars, 121 beleggingsinstellingen en 12 vermogensbeheerders met een zetel in Nederland. In bijlage 3 is de lijst met aangeschreven institutionele beleggers opgenomen.

<i>Aard institutionele belegger</i>	<i>Totale populatie</i>	<i>Respons in aantallen</i>	<i>Respons in % van de totale populatie</i>
Pensioenfondsen met zetel in NL	418	38	9%
Levensverzekeraars met zetel in NL	53	3	6%
Beleggingsinstellingen met zetel in NL	121	11	9%
Vermogensbeheerders met zetel in NL	12	6	50%
Buitenlandse institutionele beleggers	12 <sup>50</sup>	5	41%
Totaal	616	63	10%

Tabel 3: Totale populatie respondenten en responspercentage nalevingsonderzoek

### *Respons rate*

De response rate van de survey Naleving Nederlandse Corporate Governance Code is 10%. In totaal werden 604 Nederlandse institutionele beleggers uitgenodigd om deel te nemen aan het nalevingsonderzoek. In totaal hebben 58 Nederlandse institutionele beleggers (inclusief vermogensbeheerders met een zetel in Nederland, niet zijnde beleggingsinstellingen op grond van art 1:1 Wft) de survey ook daadwerkelijk ingevuld.

<sup>49</sup> Nyenrode is AFM en de heer Riens Abma van Eumedion zeer erkentelijk voor het ter beschikking stellen van de contactgegevens.

<sup>50</sup> Voor dit onderzoek niet van toepassing.

### *Samenstelling populatie respondenten*

Kijkende naar de verhoudingen binnen de totale populatie institutionele beleggers met een zetel in Nederland, vormen de respondenten een goede afspiegeling van de totale populatie institutionele beleggers.

Qua omvang van het belegd vermogen en aard van de institutionele belegger ontstaat het volgende beeld.

- Van de totale respondentengroep van Nederlandse institutionele beleggers hadden 8 respondenten een belegd vermogen per ultimo 2009 van meer dan € 50 miljard. In deze respondentengroep die in dit rapport nader gekwalificeerd is als de groep 'grotere institutionele beleggers' zijn vertegenwoordigd: 1 pensioenfonds, 3 beleggingsinstellingen en 4 vermogensbeheerders. Deze institutionele beleggers met een zetel in Nederland vertegenwoordigen een gezamenlijk belegd vermogen van meer dan € 1.000 miljard. De 8 grootste Nederlandse vermogensbeheerders (en 5 grootste buitenlandse vermogensbeheerders relevant voor de overige twee deelonderzoeken) maken dus deel uit van de groep respondenten en vertegenwoordigen daarmee het overgrote deel van het belegd vermogen van institutionele beleggers in Nederland.
- Onder de respondentengroep *pensioenfondsen* hebben 26 van de 38 (67%) een belegd vermogen tot € 1 miljard, 11 van de 38 (31%) hadden per ultimo 2009 een belegd vermogen tussen de € 1 en 50 miljard en 1 van de 38 (2%) had een belegd vermogen per die datum van meer dan € 50 miljard.
- Binnen de respondentengroep *levensverzekeraars* hadden alle respondenten (3) een belegd vermogen tussen de € 1 en 50 miljard.
- Binnen de respondentengroep *beleggingsinstellingen* hadden: 4 van de 11 een belegd vermogen tot € 1 miljard, 4 van de 11 een belegd vermogen tussen de € 1 en 50 miljard en 3 van de 11 een belegd vermogen per ultimo 2009 van meer dan € 50 miljard.
- Binnen de respondentengroep *vermogensbeheerders* was sprake van 1 vermogensbeheerder met een belegd vermogen tot € 1 miljard, 1 met een belegd vermogen tussen € 1 en 50 miljard en 4 van de 6 hadden een belegd vermogen per ultimo 2009 van meer dan € 50 miljard.

De subgroepen pensioenfondsen en beleggingsinstellingen hebben conform hun aandeel in de totale populatie gerepsondeerd. Relatief gezien was de respons binnen de subgroep vermogensbeheerders het grootst, binnen de subgroep levensverzekeraars het laagst. De buitenlandse institutionele beleggers hebben de vragen over naleving niet behoeven in te vullen. Van de respondenten was 75% aangesloten bij Eumedion, 11% bij Stichting Governance Platform; institutionele beleggers die niet aangesloten zijn bij een belangenorganisatie vinden we met name terug in de subgroep pensioenfondsen.

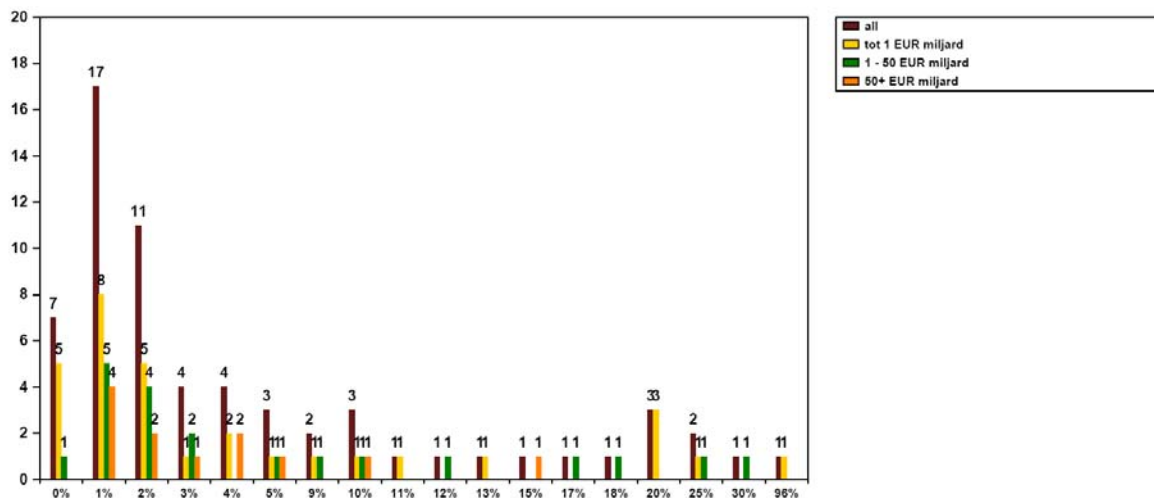
Het responspercentage van 10% wordt verklaard door het feit dat (1) dit het eerste jaar is dat onderzoek wordt verricht onder de totale populatie van institutionele beleggers, (2) de tot institutionele beleggers gerichte bepalingen in de aangepaste Code 2008 pas sinds boekjaar 2009 op institutionele beleggers van toepassing zijn (uitgezonderd de bepalingen IV.4.1 tot en met IV.4.3) en (3) volgens de non-respons analyse, een groot deel van de institutionele beleggers nog niet volledig op de hoogte blijkt te zijn van deze op hen betrekking hebbende bepalingen en bijbehorende verplichtingen. De respons van 10%, gemeten over de totale

onderzoekspopulatie is relatief laag in het licht van het maatschappelijke en politieke belang dat aan de Code wordt gehecht en de wettelijke verplichting van institutionele beleggers om over de naleving te publiceren. De 8 grootste Nederlandse vermogensbeheerders (en 5 grootste buitenlandse vermogensbeheerders) maken deel uit van de groep respondenten en vertegenwoordigen daarmee zoals gezegd het overgrote deel van het belegd vermogen van Nederlandse institutionele beleggers. Vanuit deze optiek is de respons hoog te noemen. De behaalde respons en nuancering naar omvang belegd vermogen dient uiteraard in ogenschouw te worden genomen bij de interpretatie van de bevindingen. Gezien de resultaten van de uitgebreide non-respons analyse die gedaan is onder alle non-respondenten en de samenstelling van de responsgroep, zijn wij van mening dat de conclusies en bevindingen in dit rapport houdbaar zijn.

### 4.3 Resultaten empirisch onderzoek

#### 4.3.1 Algemene bevindingen

*Het belang dat Nederlandse institutionele beleggers per ultimo 2009 direct dan wel indirect hielden in Nederlandse beursvennootschappen is veelal minder dan 5% en in veel gevallen minder dan 3%. Q12<sup>51</sup>*



Uit de survey is gebleken dat 67% van de respondenten per ultimo 2009 minder dan 5% direct dan wel indirect belegd had in Nederlandse beursvennootschappen, 61% had 3% of minder belegd en meer dan 38% heeft aangegeven een belang van 1% of minder direct dan wel indirect te houden. Uit de survey onder de vennootschappen (Q29) blijkt echter dat 45 van de 46 respondenten aangeeft dat zij in 2009 op enig moment een 5% aandeelhouder hebben gehad. De 5% belangen van Nederlandse institutionele beleggers zijn per ultimo 2009 afgebouwd tot onder de 5% of, hetgeen meer voor de hand ligt, deze 5% belangen werden met name gehouden door buitenlandse institutionele beleggers. Dit is niet nader gespecificeerd. Buitenlandse institutionele beleggers hielden derhalve in 2009 het merendeel van de aandelen van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. Zij zijn niet onderworpen aan de Nederlandse Corporate Governance Code.

<sup>51</sup> De verwijzing naar het betreffende Q-nummer betreft de verwijzing naar de vragen in de websurvey. De vragen en antwoorden zijn opgenomen in bijlage 2 en 5.

*Nederland kent een groot aantal kleine institutionele beleggers, veelal pensioenfondsen, die een belangrijke deel het vermogensbeheer heeft uitbesteed aan een kleine groep Nederlandse en buitenlandse vermogensbeheerders.*

*Q15*

Uit de survey blijkt voorts dat 78% van de respondenten het vermogensbeheer aan een externe vermogensbeheerder heeft uitbesteed. Dit betreft met name pensioenfondsen. De groep institutionele beleggers die het vermogensbeheer in eigen hand houden zijn met name beleggingsinstellingen. Uit expert interviews, de non-respons analyse, alsmede vragen die wij van institutionele beleggers hebben mogen ontvangen tijdens het uitstaan van de survey lijkt te kunnen worden opgemaakt dat met het uitbesteden van het vermogensbeheer en daarmee indirect het recht om te stemmen, tevens de verantwoordelijkheid voor naleving van de relevante codebepalingen voor institutionele beleggers in de ogen van deze beleggers geacht wordt te zijn uitbesteed.

*Een gelijk aantal Nederlandse institutionele beleggers vinden de Code 2008 vanuit de positie van aandeelhouder zowel relevant als irrelevant. Q19*

In dit licht is onderzocht hoe relevant institutionele beleggers de aan hen gerichte bepalingen inzake de verantwoordelijkheid van aandeelhouders achten. Op een schaal van 0 tot 100% geeft iets meer dan 50% van de respondenten de Code een relevantiescore van 75% of meer; 28% geeft een relevantiescore van 25% of lager. Deze laatste categorie betreft met name pensioenfondsen. Uit de nadere analyse die gedaan is onder de non-respondenten lijkt het aannemelijk dat een aanzienlijk aantal pensioenfondsen onvoldoende inzicht heeft op de op hen zijnde toepasselijkheid van de Code. Tevens lijkt het aannemelijk dat deze score onder pensioenfondsen verband houdt met de hiervoor beschreven constatering dat de belangen die gehouden worden in Nederlandse beursvennootschappen beperkt zijn en het vermogensbeheer in veel gevallen geheel of gedeeltelijk is uitbesteed.

*De mate van betrokken aandeelhouderschap onder Nederlandse institutionele beleggers is sterk verschillend. Q19B*

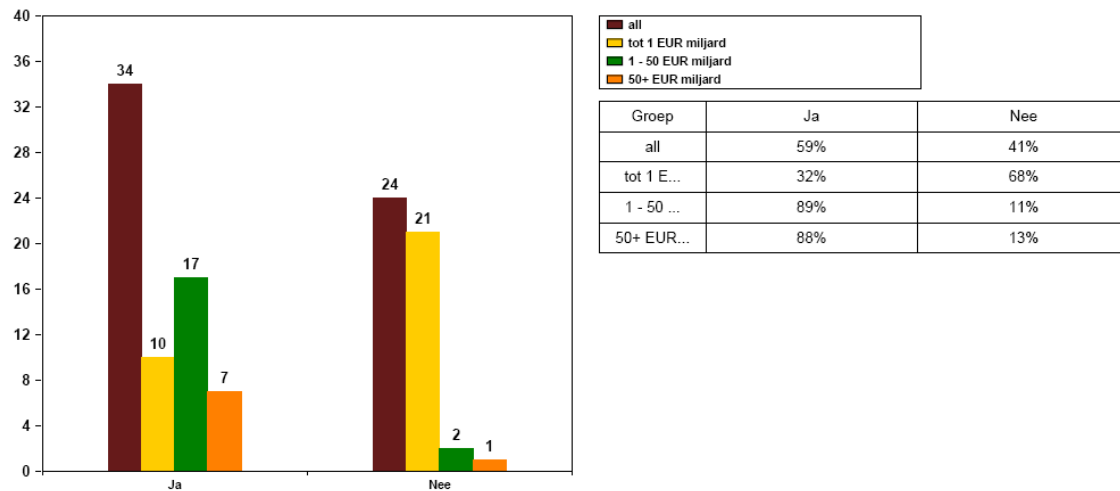
De uitkomst met betrekking tot de relevantie van de Code zien we weerspiegeld in de mate waarin institutionele beleggers zichzelf als een betrokken aandeelhouder beschouwen. Op een schaal van 0 tot 100% geeft 52% zichzelf een score van 70% of hoger; 36% geeft zichzelf een score van 30% of lager. Deze laatste categorie betreft met name pensioenfondsen. De categorie vermogensbeheerders beschouwen zich relatief gezien het meest betrokken als aandeelhouder. Uit de afgenomen expert interviews blijkt dat de bereidheid een rol te spelen bij de corporate governance van Nederlandse beursvennootschappen onder meer wordt beïnvloed door: (i) de wens van vermogensbeheerders om, zo mogelijk te allen tijde, alle gehouden aandelen of een gedeelte daarvan af te kunnen stoten, ongeacht het lange termijn belang van de vennootschap, (ii) de veelal zeer gespreide portefeuille van beleggingen, waardoor praktisch maar beperkte aandacht aan elke afzonderlijke belegging kan worden besteed en (iii) de soms bestaande onduidelijkheid tussen de institutionele belegger en de vermogensbeheerders omtrent feitelijke implementatie van de uit hoofdstuk IV blijkende verplichtingen.

### 4.3.2 Bevindingen per best practice bepaling

Onderstaand zal worden ingegaan op de wijze en mate van naleving per relevante best practice bepaling. De resultaten zijn voor zover mogelijk uitgesplitst naar aard van de institutionele belegger en/of omvang van het belegd vermogen. Gezien het beperkte aantal respondenten binnen enkele subgroepen is bij sommige best practice bepalingen de analyse op subgroepenniveau achterwege gelaten.

*Best practice bepaling IV.4.1: Q30, Q31, Q32*

‘Institutionele beleggers (pensioenfondsen, verzekeraars, beleggingsinstellingen, vermogensbeheerders) publiceren jaarlijks in ieder geval op hun website hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht op aandelen dat zij houden in beursvennootschappen.’



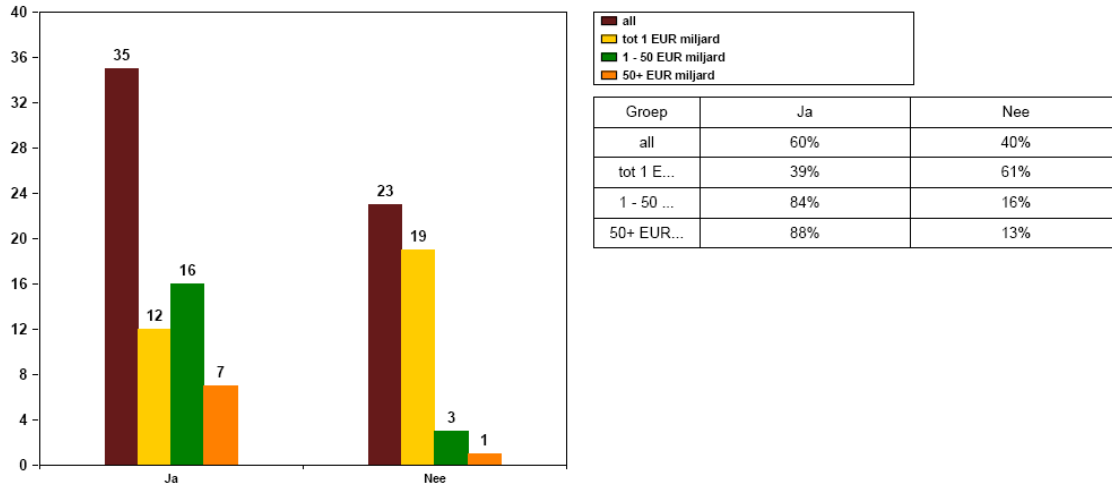
Figuur 2: Naleving best practice bepaling IV.4.1

- 59% Van alle respondenten leeft deze bepaling na; binnen de subgroep pensioenfondsen leeft 50% deze bepaling na<sup>52</sup>.
- Uitgesplitst naar omvang belegd vermogen zien we dat met name grotere institutionele beleggers naleven; binnen de subgroep pensioenfondsen leven met name de (middel)grote pensioenfondsen (met een belegd vermogen vanaf € 1 miljard) na; binnen de subgroep vermogensbeheerders betreft dit met name grotere vermogensbeheerders in Nederland (met een belegd vermogen van meer dan € 50 miljard).
- Van de respondenten die niet naleven, geeft slechts 13% uitleg. Met name de kleinere/middelgrote pensioenfondsen (met een belegd vermogen tot € 1 miljard) verzuimen uitleg te geven.

<sup>52</sup> Gezien het beperkte aantal respondenten kan bij sommige vragen geen conclusies worden getrokken ten aanzien van specifieke subgroepen respondenten. Indien dit het geval is, zijn deze nadere onderverdelingen voor de conclusies achterwege gelaten.

*Best practice IV.4.2: Q33, Q34, Q35*

‘Institutionele beleggers doen jaarlijks op hun website en/of in hun jaarverslag verslag van de uitvoering van hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht in het desbetreffende boekjaar.’



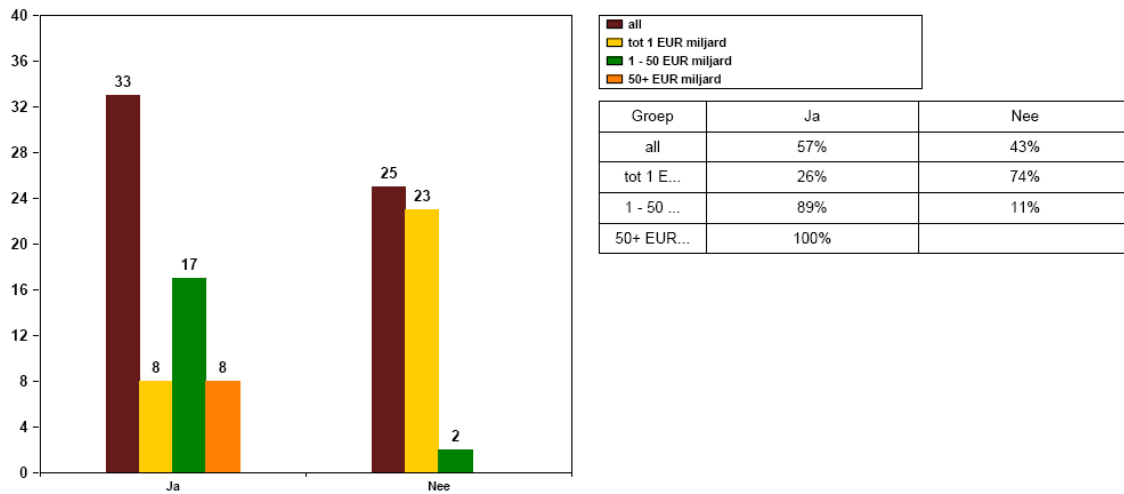
Figuur 3: Naleving best practice bepaling IV.4.2

- 60% Van alle respondenten leeft deze bepaling na; binnen de subgroep pensioenfondsen leeft 50% deze bepaling na.
- Uitgesplitst naar omvang belegd vermogen zien we dat met name grotere institutionele beleggers naleven.
- Van de respondenten die niet naleven, geeft slechts 13% uitleg. Met name de kleinere/middelgrote pensioenfondsen (met een belegd vermogen tot € 1 miljard) verzuimen uitleg te geven.

*Best practice IV.4.3: Q36, Q37, Q38, Q39*

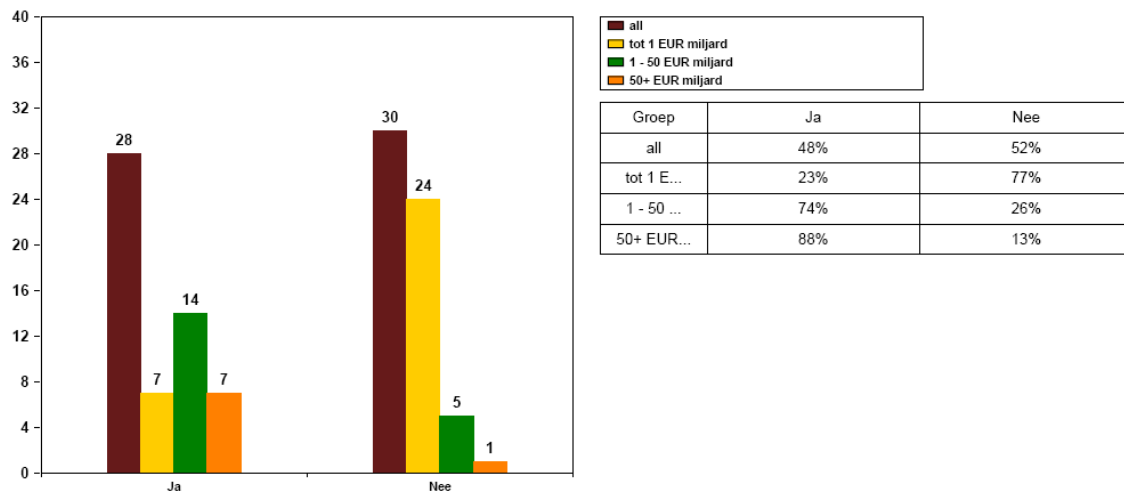
‘Institutionele beleggers brengen ten minste eenmaal per kwartaal op hun website verslag uit of en hoe zij als aandeelhouders hebben gestemd op Algemene Vergaderingen van Aandeelhouders.’

*Of* wordt gestemd:



Figuur 4: Naleving best practice bepaling IV.4.3

*Hoe* wordt gestemd:



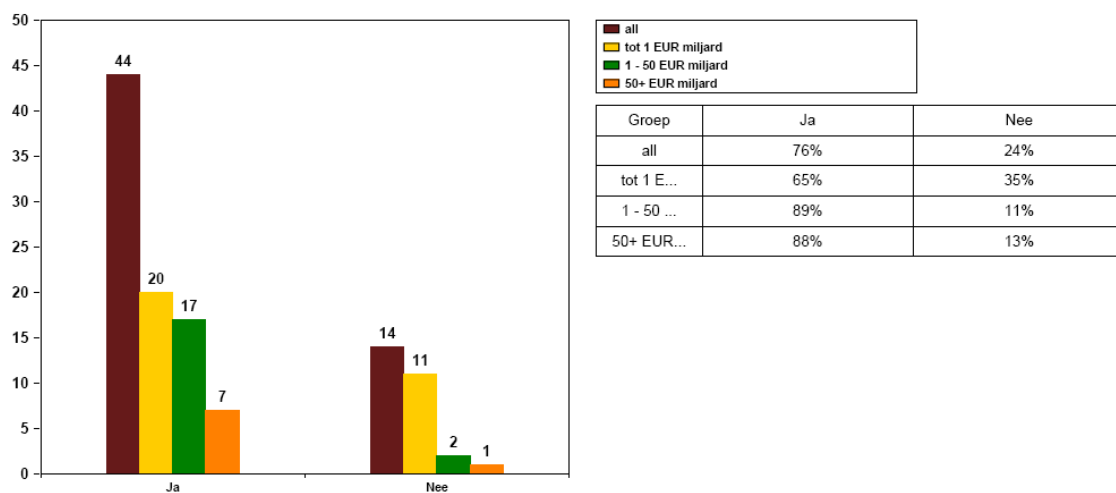
Figuur 5: Naleving best practice bepaling IV.4.3

- 57% Van alle respondenten geeft aan te publiceren of men als aandeelhouders gestemd heeft op (B)AVA's<sup>53</sup>; 48% van alle respondenten geeft aan te publiceren hoe men als aandeelhouders gestemd heeft op (B)AVA's.
- Van de respondenten die publiceren geeft 85% aan dit ook per kwartaal te doen.
- 48% Van alle respondenten leeft deze bepaling derhalve letterlijk na; binnen de subgroep pensioenfondsen leeft 37% deze bepaling na.
- Uitgesplitst naar omvang belegd vermogen zien we dat met name grotere institutionele beleggers naleven.
- Van de respondenten die niet naleven<sup>54</sup>, geeft vrijwel niemand uitleg; de beperkte uitleg die wordt gegeven betreft uitleg over het niet per kwartaal publiceren *hoe* gestemd is.

<sup>53</sup> Op verzoek van de Monitoring Commissie is deze vraag voorgelegd aan Nederlandse institutionele beleggers. De letterlijke codebepaling gaat uit van publicatie per kwartaal. Middels deze vraag is inzicht verkregen in de vraag of er überhaupt wordt gepubliceerd.



‘Een aandeelhouder oefent het agenderingsrecht slechts uit nadat hij daaromtrent in overleg is getreden met het bestuur. Wanneer een of meer aandeelhouders het voornemen heeft de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, bijvoorbeeld door het ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen, wordt het bestuur in de gelegenheid gesteld een redelijke termijn in te roepen om hierop te reageren (de responstijd). Dit geldt ook voor een voornemen als hiervoor bedoeld dat strekt tot rechterlijke machtiging voor het bijeenroepen van een Algemene Vergadering van Aandeelhouders op grond van artikel 2:110 BW. De desbetreffende aandeelhouder respecteert de door het bestuur ingeroepen responstijd in de zin van best practice bepaling II.1.9.’



Figuur 6: Naleving best practice bepaling IV.4.4

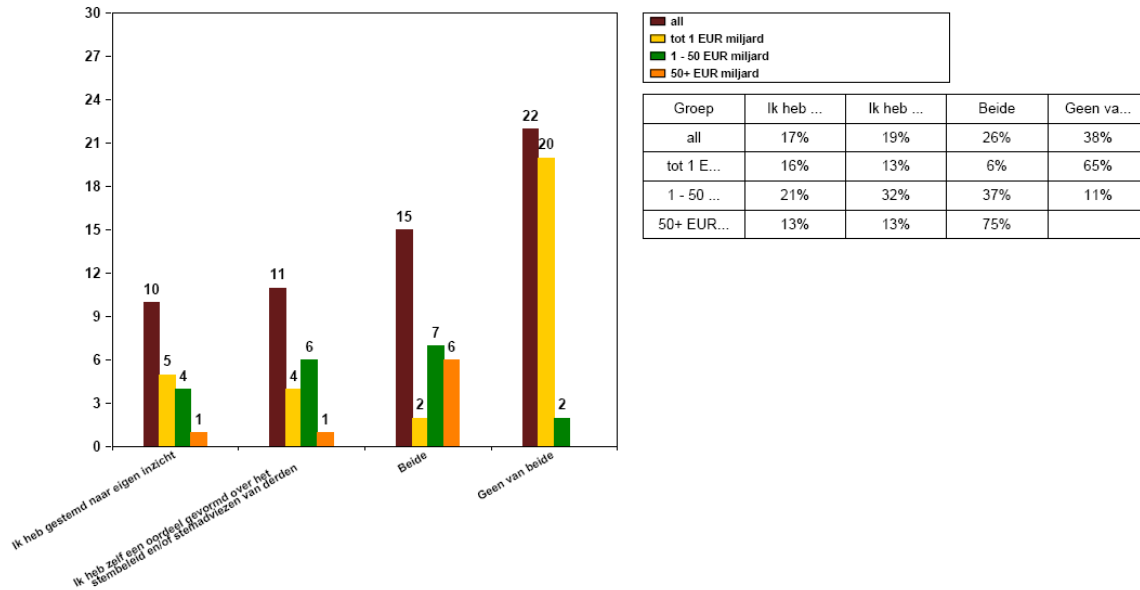
- Vrijwel alle respondenten achten een termijn <180 dagen als een ‘redelijke termijn’ in het kader van deze bepaling.
- 88% Van de respondenten acht een termijn van 90 dagen of korter lang genoeg.
- 69% Van de respondenten geeft aan een termijn <60 dagen als ‘redelijk’ te vinden.
- 41% Van de respondenten geeft zelfs aan een termijn <30 dagen als ‘redelijk’ te vinden.
- 76% Van alle respondenten geeft aan deze bepaling na te leven, hetgeen betekent dat zij het agenderingsrecht slechts uitoefenen nadat daaromtrent in overleg is getreden met het bestuur en dat wanneer een of meer aandeelhouders het voornemen heeft de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, zij het bestuur in de gelegenheid zal stellen een redelijke termijn in te roepen om hierop te reageren; binnen de subgroep pensioenfondsen leeft 71% deze bepaling na.
- Van de respondenten die niet naleven, geeft 43% uitleg; ook hier levert een onderscheid binnen de subgroepen geen additionele informatie<sup>55</sup>.

<sup>54</sup> Uitgaande van de letterlijke tekst in de bepaling dat per kwartaal verslag dient te worden uitgebracht.

<sup>55</sup> In haar Evaluatie van Aandeelhoudersseizoen 2010 noemt Eumedion dat ten aanzien van de responstijd sprake is geweest van verwarring over de verhouding tussen best practice bepaling II.1.9 en IV.4.4. Eumedion zou de Monitoring Commissie willen aanbevelen om in het monitoring rapport over boekjaar 2009 duidelijk te

Best practice IV.4.5: Q47, Q48, Q49

‘Een aandeelhouder stemt naar zijn eigen inzicht. Van een aandeelhouder die gebruik maakt van stemadviezen van derden wordt verwacht dat hij zich een eigen oordeel vormt over het stembeleid van deze adviseur en de door deze adviseur verstrekte stemadviezen.’



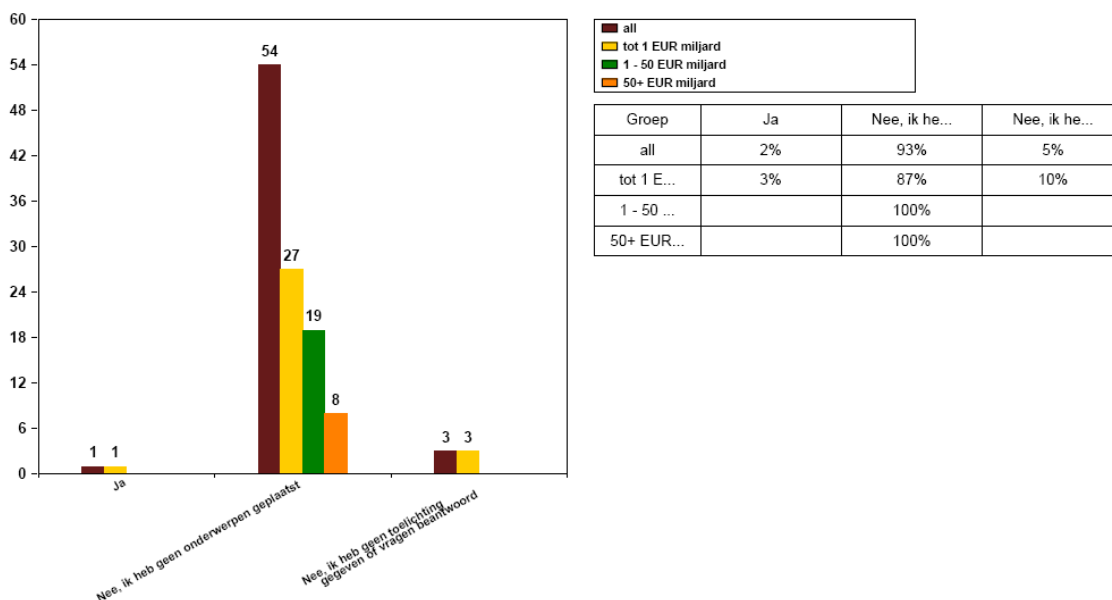
Figuur 7: Naleving best practice bepaling IV.4.5

- 62% Van alle respondenten leeft deze bepaling na; binnen de subgroep pensioenfondsen leeft 50% deze bepaling na.
- Binnen de subgroep pensioenfondsen leven met name (middel)grote pensioenfondsen (met een belegd vermogen vanaf € 1 miljard) na
- Van de respondenten die niet naleven, geeft slechts 9% uitleg. Met name de kleinere/middelgrote pensioenfondsen (met een belegd vermogen tot € 1 miljard) verzuimen uitleg te geven.

Best practice IV.4.6: Q50, Q51, Q52

‘Indien een aandeelhouder een onderwerp op de agenda heeft laten plaatsen, licht hij dit ter vergadering toe en beantwoordt hij zo nodig vragen hierover.’

maken dat i) alleen aandeelhouders zich horen uit te laten over het wel of niet toepassen van best practice bepaling IV.4.4 en ii) dat in het geval een aandeelhouder heeft aangegeven af te wijken van best practice bepaling IV.4.4 en hij gebruik maakt van zijn wettelijke recht om het bestuur te verzoeken een onderwerp op de agenda van de eerstvolgende aandeelhoudersvergadering te plaatsen (inclusief een voorstel tot wijziging van de strategie), het bestuur niet conform codebepaling II.1.9 eenzijdig een responstijd kan invoeren, aangezien de wettelijke bepaling over het agenderingsrecht boven deze codebepaling gaat.



Figuur 8: Naleving best practice bepaling IV.4.6

- 93% Van alle respondenten geeft aan geen onderwerpen op de agenda te hebben laten plaatsen<sup>56</sup>.
- Nadere analyse over de mate en wijze van naleving van deze bepaling is niet relevant<sup>57</sup>.

Voor een nadere toelichting op de functie van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders en de rol van de notaris wordt verwezen naar 5.4.1 en 5.4.4.

#### Samenvatting naleving door Nederlandse institutionele beleggers (ongeacht omvang belegd vermogen)

Best practice bepaling	Naleving		Uitleg		
	Leeft na	Leeft niet na	Past toe	Geen uitleg	Past toe of legt uit'
IV.4.1	59%	41%	13%	87%	64% (37/58)
IV.4.2	60%	40%	13%	87%	66% (38/58)
IV.4.3	48%	52%	13%	87%	55% (32/58)
IV.4.4	76%	24%	43%	57%	86% (50/58)
IV.4.5	62%	38%	9%	91%	66% (38/58)
IV.4.6	2%	98%	3%	97% <sup>58</sup>	

Tabel 4a: Overzicht wijze en mate van naleving best practice bepaling IV.1 t/m IV.6

<sup>56</sup> Zie ook Eumedion Evaluatie Aandeelhoudersseizoen 2010, [www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl), waarin wordt gesteld dat in het afgelopen AVA-seizoen is gebleken dat beursvennootschappen in toenemende mate bereid zijn om voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering, vooral ten aanzien van de onderwerpen die op de agenda (komen te) staan, de dialoog met aandeelhouders daadwerkelijk aan te gaan, teneinde in een vroege fase aandeelhouders uitleg te verschaffen over mogelijke voorstellen ("reguliere" corporate governance onderwerpen, van niet-strategische aard), om voorlopige opvattingen van de aandeelhouders te vernemen en om dit mee te wegen in het uiteindelijke voorstel dat aan de aandeelhoudersvergadering wordt voorgelegd.

<sup>57</sup> Voor een nadere uiteenzetting van de bevindingen ten aanzien van de betekenis van de (B)AVA als formeel orgaan, verwijzen wij naar hoofdstuk 5 en 6.

<sup>58</sup> Deze vraag of uitleg is gegeven is slechts door 29 respondenten (in plaats van 58) beantwoord.

Met name onder kleine pensioenfondsen lijkt de mate van naleving (en uitleg) beperkt; onder vermogensbeheerders lijkt de mate van naleving (ondanks het feit dat deze groep geen wettelijke verplichtingen kent) het grootst (zie onderstaande tabel 4b). Mogelijk hangt deze uitkomst samen met het feit dat kleinere pensioenfondsen voor een belangrijk deel hun vermogensbeheer hebben ondergebracht bij externe vermogensbeheerders. Uit vragen die wij van kleinere pensioenfondsen hebben mogen ontvangen ten aanzien van het nalevingsonderzoek, alsmede uit de antwoorden van de non-respons analyse, zou kunnen worden opgemaakt dat deze groep pensioenfondsen bij het uitbesteden van het vermogen ervan uit gaat dat de vermogensbeheerder ook de eindverantwoordelijkheid voor naleving draagt, hetgeen volgens de nu geldende uitleg van de Code onjuist is. Deze problematiek is door ons niet nader onderzocht. Hiervoor zouden de individuele afspraken tussen vermogensbeheerder en pensioenfonds, zoals reeds in hoofdstuk 1 werd genoemd, in detail moeten worden gezien.

*Samenvatting naleving door Nederlandse institutionele beleggers (met een belegd vermogen > € 50 miljard)<sup>59</sup>*

<i>Best practice bepaling</i>	<i>Naleving</i>		<i>Uitleg</i>		
	<i>Leeft na</i>	<i>Leeft niet na</i>	<i>Past toe</i>	<i>Geen uitleg</i>	<i>Past toe of legt uit'</i>
<i>IV.4.1</i>	88%	12%	0%	100%	88%
<i>IV.4.2</i>	88%	12%	0%	100%	88%
<i>IV.4.3</i>	88%	12%	0%	100%	88%
<i>IV.4.4</i>	88%	12%	0%	100%	88%
<i>IV.4.5</i>	100%	0%	0%	0%	100%
<i>IV.4.6</i>	0%	100%	0%	100%	0%

Tabel 4b: Overzicht wijze en mate van naleving best practice bepaling IV.1 t/m IV.6<sup>60</sup>

#### 4.4 De non-respons analyse: 'non-respons is ook respons'

Zoals uit paragraaf 4.2 blijkt bedroeg de respons rate van de survey Naleving Nederlandse Corporate Governance Code 10%. In totaal werden 604 Nederlandse institutionele beleggers uitgenodigd om deel te nemen aan het nalevingsonderzoek. In totaal hebben 58 Nederlandse institutionele beleggers de survey daadwerkelijk ingevuld.

De verdeling van de non-respondenten naar aard:

<i>Aard non-respondenten:</i>	<i>Non-respons in aantallen:</i>	<i>Non-respons in %:</i>
Pensioenfondsen met een zetel in NL	380	69%
Levensverzekeraars met een zetel in NL	50	9%
Beleggingsinstellingen met een zetel in NL	110	20%
Vermogensbeheerders met een zetel in NL	6	1%
Buitenlandse institutionele beleggers	7	1%
Totaal	553	100%

Tabel 5: De verdeling van de non-respondenten naar aard

<sup>59</sup> Deze subpopulatie bestaat uit 8 Nederlandse institutionele beleggers met een belegd vermogen groter dan € 50 miljard..

<sup>60</sup> We merken hierbij op dat deze tabel is toegevoegd op expliciet verzoek, maar dat de percentages gezien de subpopulatie van N=8, niet stabiel zijn.

De non-respons analyse is uitgevoerd onder alle Nederlandse non-respondenten ('100% steekproef'). Alle non-respondenten is telefonisch een tweetal vragen voorgelegd. De antwoorden op deze vragen zijn gecategoriseerd en zijn hieronder weergegeven.

<i>Vraag 1:</i> <i>Bent u inhoudelijk bekend met de relevante bepalingen van hoofdstuk IV in de Code Frijns en de daarbij horende wettelijke verplichtingen, specifiek gericht op institutionele beleggers?</i>	#	%
Ja	152	28%
Nee	189	35%
Geen antwoord <sup>61</sup>	205	37%

<i>Vraag 2:</i> <i>Zou u ons willen aangeven wat de belangrijkste reden is waarom u geen medewerking heeft kunnen verlenen aan de Survey Naleving Corporate Governance Code 2008?<sup>62</sup></i>	#	%
a. Wij achtten de survey niet op ons van toepassing omdat .....		
i. We vermogensbeheer volledig hebben uitbesteed	17	3%
ii. Herverzekerd zijn	8	1%
iii. We geen aandeelhouders hebben	3	0%
iv. We zijn vrijgesteld op grond van de Wft	5	1%
v. Anders.....	41	8%
b. Wil niet meewerken aan een survey	69	13%
c. Vond de survey niet duidelijk	6	1%
d. Heeft hier geen tijd voor dan wel geen prioriteit kunnen geven	190	35%
e. Technische problemen	5	1%
f. Niet bereikbaar	57	10%
g. Geliquideerd	31	5%
h. Anders: nl: .....	190 <sup>63</sup>	35%

Op grond van de non-respons analyse onder alle non-respondenten kunnen wij de volgende conclusies trekken.

*De werkingssfeer van de Code voor institutionele beleggers in Nederland, alsmede de bepalingen in de Code gericht tot institutionele beleggers in Nederland en bijbehorende wettelijke verplichtingen ten aanzien van publicatie over naleving lijken in beperkte mate bekend te zijn onder de non-respondenten.*

Deze algemene bevinding vloeit rechtstreeks voort uit voorgenoemde non-respons analyse waarin 35% van de non-respondenten aangeeft niet bekend te zijn met de inhoud van de bepalingen in de Code specifiek gericht tot institutionele beleggers en de daarbij behorende

<sup>61</sup> Deze categorie betreft non-respondenten die ofwel na vaststelling van de onderzoekspopulatie alsnog geliquideerd bleken te zijn, ofwel na herhaaldelijk telefonisch en email contact niet bereikbaar waren, of geen antwoord op deze vraag wensten te geven.

<sup>62</sup> Meerdere antwoorden waren mogelijk. De respondenten waren vrij in de beantwoording. De antwoorden zijn achteraf gecategoriseerd in de hier opgenomen antwoord categorieën.

<sup>63</sup> Deze categorie betreft met name partijen waarbij de contactpersoon van het pensioenfonds zoals bekend in publieke bronnen het verzoek tot deelname aan de survey niet heeft doorgeleid naar de betreffende ons niet bekende contactpersoon binnen het betreffende pensioenfonds.

wettelijke verplichtingen. Dit probleem is het grootst onder de Nederlandse pensioenfondsen 64% van de niet-respondenten betreft pensioenfondsen; 9% betreft levensverzekeraars; 25% betreft beleggingsinstellingen. Zoals in hoofdstuk 1 reeds als contextuele bevinding werd beschreven, lijkt dit gebrek aan bekendheid, ook op grond van de vragen die wij van diverse institutionele beleggers op de helpdesk mochten ontvangen, rechtstreeks verband te houden met:

- een niet-eenduidige definitie van het begrip institutionele belegger;
- de verantwoordelijkheid van de vermogensbeheerder in geval van gedeeltelijke of gehele uitbesteding van het vermogensbeheer en bijbehorende stemgedrag door met name pensioenfondsen aan derden.

*Een deel van de non-respondenten acht de Code niet op hen van toepassing.*

Deze algemene bevinding vloeit rechtstreeks voort uit voorgenoemde non-respons analyse waarin 13% van de non-respondenten aangeeft de Code niet op hen van toepassing te achten. In 49% van de gevallen betreft dit beleggingsinstellingen.

*De afbakening van de verantwoordelijkheden van vermogensbeheerders ten aanzien van naleving van de codebepalingen lijkt in voorkomende gevallen onvoldoende duidelijk onder non-respondenten die hun vermogen geheel of gedeeltelijk hebben uitbesteed aan vermogensbeheerders (zijnde de pensioenfondsen, levensverzekeraars en beleggingsinstellingen).*

Non-respondenten geven in 3% van de gevallen expliciet aan dat het invullen van de survey waarmee onderzoek wordt gedaan naar de wijze en mate van naleving, de verantwoordelijkheid is van de vermogensbeheerder aan wie het vermogen geheel of gedeeltelijk is uitbesteed. Vermogensbeheerders geven daarentegen aan dat zij hierin voor een belangrijk deel input kunnen verstrekken aan betreffende klanten, maar dat de verantwoordelijkheid voor naleving, alsmede de publicatie hierover op grond van de wettelijke verplichtingen bij de pensioenfondsen, levensverzekeraars en beleggingsinstellingen (zoals gedefinieerd in de Wft) ligt.

*Uit de non-respons analyse blijkt dat men geen tijd dan wel prioriteit heeft gegeven aan de survey.*

- Een belangrijk deel van de non-respondenten 35% geeft aan geen tijd te hebben, dan wel geen prioriteit heeft kunnen geven. Wij hebben bij de vaststelling van de responstermijn rekening gehouden met de algemeen geldende normen voor deze onderzoeksvorm en hebben het advies van Eumedion opgevolgd om respondenten ten minste een termijn van één maand te geven. Tevens hebben wij op expliciet verzoek een additionele responstermijn verleend van een aantal dagen aan een tweetal grote institutionele beleggers.
- Een aantal partijen geeft aan geen medewerking aan surveys te willen verlenen. Wij kunnen hieraan geen conclusies verbinden. Wij hebben zoals in hoofdstuk 2 omschreven alle instrumenten ingezet voor de maximalisatie van de respons.
- Een aantal partijen geeft aan de survey onduidelijk te vinden. Wij hebben de opzet van de survey gebaseerd op de hiervoor geldende methodologie. De survey is afgestemd met experts binnen Nyenrode, de leden van de Monitoring Commissie, MeyerMonitor en is

besproken met Eumedion en vooraf getest door grote institutionele belegger in Nederland.

- De contactgegevens welke blijken uit de relevante registers bij DNB/AFM, alsmede de contactgegevens die via publieke bronnen (websites van betreffende institutionele beleggers) beschikbaar zijn, waren niet altijd juist. Hierdoor is 10% van de respondenten van de survey niet bereikt. Wij hebben gewerkt met de via openbare registers beschikbaar gestelde, via publieke bronnen (met name websites) gecheckte en via Eumedion verkregen contactdata en zijn niet verantwoordelijk voor de juistheid van deze data. Noch zijn wij verantwoordelijk voor het op de juiste wijze doorgeleiden van e-mails binnen organisaties.

#### **4.5 Conclusies deelonderzoek ‘Naleving (door Nederlandse institutionele beleggers)’**

- Hoofdstuk IV van de Nederlandse Corporate Governance Code is van toepassing op Nederlandse institutionele beleggers met de gedachte dat Nederlandse institutionele beleggers een belangrijke rol hebben bij de corporate governance van Nederlandse beursvennootschappen. Uit de afgenomen expert interviews blijkt dat de bereidheid een rol te spelen bij de corporate governance van Nederlandse beursvennootschappen onder meer wordt beïnvloed door (i) de wens van vermogensbeheerders om, zo mogelijk te allen tijde, alle gehouden aandelen of een gedeelte daarvan af te kunnen stoten, ongeacht het lange termijn belang van de vennootschap, (ii) de veelal zeer gespreide portefeuille van beleggingen, waardoor praktisch maar beperkte aandacht aan elke afzonderlijke belegging kan worden besteed en (iii) de soms bestaande onduidelijkheid tussen de institutionele belegger en de vermogensbeheerders omtrent feitelijke implementatie van de uit hoofdstuk IV blijkende verplichtingen.
- De mate waarin Nederlandse institutionele beleggers de aan hen gerichte bepalingen uit de Code inzake verantwoordelijkheden van aandeelhouders’ relevant achten, verschilt. Grotere vermogensbeheerders lijken de Code relevanter te achten dan kleinere pensioenfondsen.
- Ten aanzien van de best practice bepalingen IV.4.1 t/m IV.4.3 en IV.4.5:
  - leeft respectievelijk 59%, 60%, 48%, 62% na;
  - met name grotere institutionele beleggers leven na;
  - indien niet wordt nageleefd, wordt nauwelijks uitleg gegeven.
- Ten aanzien van best practice bepaling IV.4.4 (inzake de responstermijn):
  - geeft het merendeel van de institutionele beleggers aan een responstermijn korter dan 60 dagen redelijk te vinden;
  - leeft 76% deze bepaling na, hetgeen betekent dat zij het agenderingsrecht slechts uitoefenen nadat daaromtrent in overleg is getreden met het bestuur en dat wanneer een of meer aandeelhouders het voornemen hebben de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, zij het bestuur in de gelegenheid zullen stellen een redelijke termijn in te roepen om hierop de reageren;

- indien niet wordt nageleefd, wordt deze best practice bepaling in vergelijking tot de andere onderzochte best practice bepalingen vaker uitgelegd (43%).
- Naar aanleiding van onderzoek naar de naleving van best practice bepaling IV.4.4 inzake de responstermijn is gebleken dat institutionele beleggers willen voorkomen dat ze gehouden kunnen worden aan de responstermijn van 180 dagen.
- Een belangrijk deel van de respondenten stemt naar eigen zeggen naar eigen inzicht, dan wel vormt zich een oordeel over het stembeleid en/of stemadvies van derden (best practice bepaling IV.4.5). De institutionele beleggers met een belegd vermogen groter dan € 50 miljard zeggen zelf allemaal naar eigen inzicht te stemmen, dan wel zich een oordeel te vormen over het stembeleid en/of stemadvies van derden.
- Van het agenderingsrecht blijkt spaarzaam gebruik gemaakt te worden. Ten aanzien van best practice bepaling IV.4.6 geldt dat 93% geen onderwerpen op de agenda van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders heeft laten plaatsen.
- Met name onder kleine pensioenfondsen is naleving (en uitleg) van de best practice bepalingen uit hoofdstuk IV van de Code beperkt; onder vermogensbeheerders (die geen wettelijke verplichtingen kennen) lijkt naleving het grootst. Deze conclusie hangt mogelijk samen met de eerdere conclusie dat met de uitbesteding van het vermogen tevens de naleving van de in dit kader onderzochte best practice bepalingen wordt verondersteld te zijn uitbesteed.
- De werkingssfeer van de Code voor institutionele beleggers in Nederland en de bijbehorende wettelijke verplichtingen lijken onvoldoende bekend onder met name kleinere pensioenfondsen.



## 5. Onderzoek ‘Stembeleid en stemgedrag van institutionele beleggers’

### 5.1 Onderzoeksvraag en onderzoekspopulatie

De onderzoeksopdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance luidt: ‘Onderzoek het [stem]gedrag van aandeelhouders’.

*Definitie ‘gedrag van aandeelhouders’*

Op verzoek van de Monitoring Commissie Corporate Governance dient het onderzoek in te gaan op het ‘gedrag van aandeelhouders voorafgaand aan en tijdens aandeelhoudersvergaderingen’. In het bijzonder is met dit onderzoek bedoeld dat kennis en inzicht dient te worden verkregen in: het ‘stemgedrag van institutionele beleggers voorafgaand aan en tijdens de (Bijzondere) Algemene Vergadering van Aandeelhouders (hierna ook wel genoemd de (B)AVA)’.

*Definitie ‘stemgedrag’*

Onder ‘stemgedrag’ zal in het kader van dit onderzoek worden verstaan: het gedrag van Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers voorafgaand aan en tijdens (Bijzondere) Algemene Vergaderingen van Aandeelhouders, waarvoor deze beleggers als stemgerechtigden zijn uitgenodigd als per de Registratiedatum<sup>64</sup> geregistreerde houders van aandelen of certificaten van aandelen van Nederlandse beursvennootschappen. Onder gedrag wordt in dit kader in ieder geval verstaan: het al dan niet bezoeken van de (B)AVA, het al dan niet op afstand of tijdens de (B)AVA direct of indirect uitbrengen van een stem, het al dan niet stellen van vragen aan de vennootschap voorafgaand aan en tijdens de (B)AVA, het gedrag dat samenhangt met het daadwerkelijk (kunnen) uitbrengen van de stem tijdens de (B)AVA (gebruik van stemadviesbureaus, rol van custodians, de notaris en voting platforms).

Ter afbakening van ons onderzoek heeft de Monitoring Commissie een aantal specifieke deelvragen geformuleerd. De onderzoeksvragen voor het verkennend onderzoek naar het stemgedrag van institutionele beleggers zoals neergelegd in een separate brief van de Monitoring Commissie d.d. 19 mei jl. luiden:

- Hoe komen aandeelhouders (Nederlandse en buitenlandse) tot hun stemgedrag en wat/wie is daarin doorslaggevend c.q. speelt een belangrijke rol?
- Hoe is de keten tussen de oorspronkelijke aandeelhouder en het uiteindelijke stemgedrag (onder meer stemadviesbureaus, personen die het stemgedrag overnemen)?
- Wat is de rol van stemadviesbureaus in het stemgedrag van aandeelhouders?
- In welke mate wordt gestemd op basis van adviezen van derden/stemadviesbureaus?
- Hoe komen de adviezen van stemadviesbureaus tot stand (door wie en op welke wijze)?
- Wat is de rol van de ‘custodians’ en op welke wijze gaat de ‘custodian’ al dan niet expliciet en transparant om met het uitoefenen van stemrechten namens hun cliënten?
- In hoeverre worden andere codes dan de Nederlandse Corporate Governance Code<sup>65</sup> in het stemgedrag van aandeelhouders betrokken?

---

<sup>64</sup> Art 2: 119 BW.

<sup>65</sup> Bijvoorbeeld codes van belangenorganisaties van aandeelhouders.

De onderzoeksvragen voor het verkennend onderzoek naar het stemgedrag van institutionele beleggers, tevens te onderzoeken onder Nederlandse beursvennootschappen, luiden:

- In hoeverre is het stemgedrag van de aandeelhouders voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering bij de vennootschap bekend en in hoeverre wordt ook aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders bekend gemaakt hoeveel stemmen vooraf zijn uitgebracht?
- Is sprake van (voorafgaand aan en) tijdens de aandeelhoudersvergadering gestelde vragen (en reacties hierop)<sup>66</sup>?
- Wat zijn de opkomsterpercentages in de (B)AVA (uitgesplitst naar direct en indirect op de aandeelhoudersvergadering vertegenwoordigd en vooraf vastgelegd en uitgebracht)?

Wij hebben ons expliciet *niet* gericht op een inhoudelijke en procedurele evaluatie van het aandeelhoudersvergaderingseizoen 2010. In dit kader verwijzen wij naar de jaarlijkse analyse van Eumedion die in juli 2010 is uitgebracht<sup>67</sup>.

#### *Nederlandse institutionele beleggers*

De totale onderzoekspopulatie voor het ‘onderzoek naar stemgedrag’ is voor wat betreft pensioenfondsen, levensverzekeraars, beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders identiek aan de onderzoekspopulatie voor het ‘nalevingsonderzoek’ zoals beschreven in paragraaf 4.1 en betreft de institutionele beleggers met een zetel in Nederland.

#### *Buitenlandse institutionele beleggers*

Voor het deelonderzoek naar stemgedrag is deze onderzoekspopulatie van 604 institutionele beleggers aangevuld met een selectie van 12 buitenlandse institutionele beleggers. Het belang van buitenlandse beleggers in grote Nederlandse ondernemingen is namelijk sinds 1995 gestegen van 37% naar ongeveer 72% in 2009<sup>68</sup>. Uit de in dit onderzoek genoemde top-10 zijn de volgende 12 buitenlandse institutionele beleggers geselecteerd: Capital Research and Management, BlackRock, Fidelity als de grootste buitenlandse vermogensbeheerders in Nederland, aangevuld met de overige buitenlandse deelnemers van Eumedion. Norges Bank Investment Management (het Noorse staatsfonds) is op grond van haar positie als belangrijke investeerder in Nederlandse beursvennootschappen tevens meegenomen. Het Noorse staatsfonds wordt in de markt genoemd als houder van gemiddeld 2-3 procent van de aandelen van alle Nederlandse AEX-fondsen.

Ook het buitenlands aandelenbezit van Nederlandse institutionele beleggers is de afgelopen jaren sterk toegenomen. Uit recente cijfers van het CBS (2010) blijkt dat ultimo 2009, € 797

---

<sup>66</sup> De gevraagde overige publieke gedragingen van aandeelhouders zullen niet via desk research in het onderzoek worden meegenomen. Voor zover door de vennootschappen en benaderde institutionele beleggers zelf aangegeven zullen ze in het ‘communicatie onderzoek’ worden geïnventariseerd. Hetzelfde geldt voor de voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering gestelde vragen. Voor zover door de vennootschappen en benaderde institutionele beleggers zelf aangegeven zullen ze in het ‘communicatieonderzoek’ worden geïnventariseerd.

<sup>67</sup> Evaluatie aandeelhoudersseizoen 2010, 30 juni 2010, [www.Eumedion.nl](http://www.Eumedion.nl)

<sup>68</sup> Van Uffelen, Xander. *De Anglo-Amerikaanse investeerder rukt op*, Volkskrant, 10 april 2010; tabel 8 in dit hoofdstuk inzake ‘Aandeelhouderschap in AEX vennootschappen’, Commissie Peters, DNB, jaarverslagen vennootschappen, databank Eumedion.

miljard in het buitenland is belegd. Hiervan is € 380 miljard (47.7% van het totaal aan buitenlandse beleggingen) belegd in buitenlandse aandelen en deelnemingen. Ultimo 1995 bedroeg het totaal aan buitenlandse beleggingen van Nederlandse institutionele beleggers nog € 98.6 miljard, waarvan € 55,6 miljard (56%) in buitenlandse aandelen en deelnemingen.

### *Vennootschappen*

Het onderzoek richt zich exclusief op de institutionele beleggers. Daar waar wordt gerefereerd aan input van beursvennootschappen, dient deze uitsluitend ter beantwoording van specifieke onderzoeksvragen, dan wel ter vergelijking van de bevindingen onder institutionele beleggers met de bevindingen onder vennootschappen. Het onderzoek naar naleving en handhaving van de Code door beursvennootschappen valt expliciet buiten het bereik van ons onderzoek.

Voor het verkennend onderzoek naar stemgedrag zijn alle Nederlandse AEX-, AMX- en AscX vennootschappen alsmede de zogeheten lokale vennootschappen betrokken, die per 31 december 2009 een notering hadden aan Euronext Amsterdam, uitgenodigd voor het survey onderzoek. Op grond van dit criterium zijn 104 Nederlandse beursvennootschappen in de onderzoekspopulatie opgenomen.

## **5.2 Respons**

### *Institutionele beleggers*

<i>Aard institutionele belegger</i>	<i>Totale populatie</i>	<i>Respons in aantallen</i>	<i>Respons in % van de totale populatie</i>
Pensioenfondsen met zetel in NL	418	38	9%
Levensverzekeraars met zetel in NL	53	3	6%
Beleggingsinstellingen met zetel in NL	121	11	9%
Vermogensbeheerders met zetel in NL	12	6	50%
Buitenlandse institutionele beleggers	12 <sup>69</sup>	5	41%
Totaal	616	63	10%

Tabel 6: Totale populatie respondenten en responspercentage stemgedragonderzoek

De totale respons rate op dit deelonderzoek in de survey is 10%. In totaal werden 616 Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers uitgenodigd om deel te nemen aan het nalevingsonderzoek. In totaal hebben 58 Nederlandse en 5 buitenlandse institutionele beleggers aan de survey deelgenomen. Van de 5 buitenlandse institutionele beleggers hadden 4 partijen een belegd vermogen van meer dan € 50 miljard.

Voor de nadere analyse van de respons naar aard van de activiteiten en omvang van het belegd vermogen verwijzen we naar paragraaf 4.3. Voor specifiek de buitenlandse respondenten geldt dat twee van de drie grootste buitenlandse vermogensbeheerders hebben deelgenomen, alsmede 1 buitenlands pensioenfonds (met een belegd vermogen tussen € 1 en

<sup>69</sup> Voor dit onderzoek niet van toepassing.

50 miljard), 2 buitenlandse beleggingsinstellingen (met een belegd vermogen groter dan € 50 miljard). Deze buitenlandse institutionele beleggers zijn tevens deelnemer van Eumedion.

### *Vennootschappen*

<i>Vennootschappen:</i>	<i>Totale populatie</i>	<i>Respons in aantallen</i>	<i>Respons in % van de totale populatie</i>
AEX	21	15	71%
AMX	21	12	57%
AscX	20	11	55%
Lokaal	42	8	19%
Totaal	104	46	44%

Tabel 7: Totale populatie respondenten en responspercentage stemgedragonderzoek

Kijkende naar de verhoudingen binnen de totale populatie Nederlandse beursvennootschappen, zijn de vennootschappen welke per ultimo 2009 waren opgenomen in de AEX, AMX en AscX relatief oververtegenwoordigd. De lokale vennootschappen zijn in de respondentengroep ondervertegenwoordigd.

## **5.3 Resultaten empirisch onderzoek**

De resultaten van het empirisch onderzoek naar stemgedrag weerspiegelen onze bevindingen van onderzoek verricht onder zowel de Nederlandse als buitenlandse institutionele beleggers. Wij hebben geen afwijkende bevindingen geconstateerd tussen beide populaties, tenzij expliciet genoemd.

### **5.3.1 Betrokken aandeelhouderschap**

Voortgaand op de conclusies uit het nalevingsonderzoek (4.3.1) waarin we constateerden dat de mate van betrokken aandeelhouderschap onder Nederlandse institutionele beleggers sterk verschilt, is in dit onderzoek gekeken naar hoe deze bevinding zich verhoudt tot het stemgedrag op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders en de investering van (Nederlandse) institutionele beleggers in een ‘apparaat’ gericht op het kunnen zijn van een betrokken aandeelhouder.

*De opkomst tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders was in 2010 50%; het stemmen per ‘proxy’ is gemeengoed geworden. Q56, Q57, Q58, Q59 en Q60*

- Het aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen is bij Nederlandse AEX vennootschappen in aandeelhoudersseizoen 2010 gestegen tot 50%<sup>70</sup>. De participatiegraad van aandeelhouders bij de besluitvorming in de aandeelhoudersvergaderingen van de grootste Nederlandse beursvennootschappen behoudt daarmee volgens Eumedion de stijgende trend. Vijf van de 21 AEX-

<sup>70</sup> Eumedion Evaluatie Aandeelhoudersseizoen 2010, [www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl).

vennootschappen met statutaire zetel in Nederland zagen volgens Eumedion dit jaar het ter vergadering aantal uitgebrachte stemmen afnemen in vergelijking met vorig jaar. Uit - onderzoek blijkt dat enkele belangrijke bewaarbanken hun cliënten waarschuwen dat een vennootschap de eis tot blokkering van aandelen stelde om te kunnen stemmen in de aandeelhoudersvergadering. Als deze waarschuwing wordt gegeven zullen veel institutionele beleggers afzien van het stemmen, aangezien de potentiële kosten van het niet kunnen handelen in de aandelen te hoog zijn. Dit feit laat zien dat er nog steeds problemen lijken te zijn in de stemketen tussen beursvennootschappen en hun aandeelhouders en typeert het eerder genoemde (1.3) spanningsveld tussen betrokken aandeelhouderschap enerzijds en beleggingsrendement en liquiditeit anderzijds. Indien één van de schakels, in dit geval de bewaarbanken, fouten maakt, heeft dit direct consequenties voor het aantal uitgebrachte stemmen. De vennootschap wordt dan kwetsbaarder voor besluitvorming door een toevallige meerderheid op de aandeelhoudersvergadering. Aangezien er momenteel nog steeds vennootschappen zijn die de eis tot blokkering van aandelen ten onrechte stellen, wordt Nederland bij sommige bewaarbanken nog steeds aangemerkt als ‘blocking market’ en zullen (vooral buitenlandse) institutionele beleggers afzien van deelname aan de stemming in de aandeelhoudersvergadering.

- Respondenten in onderhavig onderzoek geven aan in 43% van de vergaderingen waarin men in aandeelhoudersseizoen 2010 stemgerechtigd was, voorafgaand aan de (B)AVA de stem te hebben uitgebracht. Onder vermogensbeheerders bedroeg dit zelfs 93%. Met name grotere institutionele beleggers brengen hun stem voorafgaand aan de vergadering uit.
- Slechts bij 9% van de vergaderingen is de respondent daadwerkelijk zelf aanwezig geweest en heeft ter plekke gestemd.
- In 13% van de vergaderingen waarin respondenten stemgerechtigd waren, werd door een gevolmachtigde derde aanwezig op de vergadering gestemd.

<i>Het bedrag dat institutionele beleggers uitgeven aan ‘betrokken aandeelhouderschap’ is beperkt. Q14</i>
--

- Uit de onderzoeksresultaten blijkt dat het bedrag voor 43% van de respondenten nihil is. Nadere analyse laat zien dat dit met name kleinere/middelgrote pensioenfondsen zijn. Grotere institutionele beleggers lijken op beperkte schaal te investeren in separate afdelingen gericht op corporate governance en betrokken aandeelhouderschap.
- 61% Van de respondenten geeft aan minder dan € 100.000 uit te geven aan ‘betrokken aandeelhouderschap’ en 25% geeft aan meer dan € 200.000 uit te geven aan ‘betrokken aandeelhouderschap’.

In het kader van deze vraag hebben respondenten de kanttekening geplaatst dat het bedrag dat wordt uitgegeven aan corporate governance niet altijd te scheiden is van het totaal aan ‘environmental’, ‘social’ en ‘corporate governance’ uitgaven. Deze kanttekening dient bij de interpretatie van deze gegevens in ogenschouw te worden genomen.

*Het al dan niet publiceren van een beleid voor 'betrokken aandeelhouderschap' verschilt sterk. Q61*

- Circa 50% van alle respondenten geeft aan specifiek beleid te publiceren ten aanzien van 'betrokken aandeelhouderschap'.
- Naarmate de omvang van het belegd vermogen groter is, is bij meer respondenten sprake van het publiceren van een beleid voor 'betrokken aandeelhouderschap'.

Een logische conclusie bij deze en de voorgaande bevinding is dat de antwoorden van respondenten zich verhouden tot de mate waarin men zichzelf beschouwt als betrokken aandeelhouder (4.3.1). Het feit dat men zich niet betrokken voelt als aandeelhouder, lijkt verband te houden met het feit dat men geen specifiek beleid publiceert voor 'betrokken aandeelhouderschap'.

*Van de in het onderzoek van Kemna en Van de Loo onderzochte maatregelen ter stimulering van lange termijn betrokkenheid, is het aldaar beschreven principe van 'Stewardship' het vaakst genoemd<sup>71</sup>. Q61b*

Kemna en Van de Loo hebben in oktober 2009 in opdracht van Eumedion onderzocht hoe eventueel kan worden gestimuleerd dat institutionele beleggers voor langere tijd worden gebonden aan de onderneming. Een van de maatregelen die in dit kader is onderzocht, is 'Stewardship'. Hieronder wordt in het onderzoek van Kemna en Van de Loo verwezen naar de huidige situatie in het Verenigd Koninkrijk. Daar wil men komen tot lange termijn betrokken aandeelhouderschap door institutionele beleggers te dwingen door middel van een Code expliciet aan te geven of ze wel of niet meedoen ('comply or explain') en diegenen die mee willen doen een 'Stewardship' verklaring te laten tekenen naast de 'Combined Code'. De redenering is dat de uiteindelijke klant zelf zal kiezen voor betrokken fondsmanagers of pensioenfondsen.

In dit onderzoek is aan respondenten de vraag voorgelegd in welke mate de in het onderzoek van Kemna en Van de Loo genoemde instrumenten een positieve incentive zouden zijn voor betrokken aandeelhouderschap in Nederlandse beursvennootschappen:

- 'Stewardship';
- loyaliteitsdividend;
- het verdienen van stemrecht;
- opkomst-/stemfee en
- prudentiële voorkeursbehandeling voor 5% belangen.

Van de vijf onderzochte maatregelen genoemd in dit onderzoek, wordt de aldaar genoemde 'Stewardship' door 46% van de respondenten gezien als meest positieve beloning voor betrokken aandeelhouderschap in Nederlandse vennootschappen.

<sup>71</sup> Onder verwijzing naar de incentives zoals deze worden omschreven in: Loo, E.L.H.M. van de & A. Kemna (2009), *Rol Institutionele beleggers in relatie tot raden van bestuur en commissarissen, een drieboeksverkenning*, Een kwalitatief onderzoek in opdracht van Eumedion, oktober 2009

### 5.3.2 Stembeleid: differentiatie, stocklending en diverse Codes

In de afgelopen jaren is het aandeel van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen in handen van Nederlandse institutionele beleggers afgenomen. Het opkomstpercentage op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders is relatief laag. In dit deel van het onderzoek is onderzocht op welke wijze aan het stembeleid invulling wordt gegeven door institutionele beleggers. In 5.4.2 wordt dit nader toegelicht met een beperkte desk research naar de inhoud van het stembeleid van een selectie van zes grote Nederlandse vermogensbeheerders en hun klanten, zijnde pensioenfondsen. Onderstaand zijn de empirische bevindingen weergegeven van de uitvoering van stembeleid.

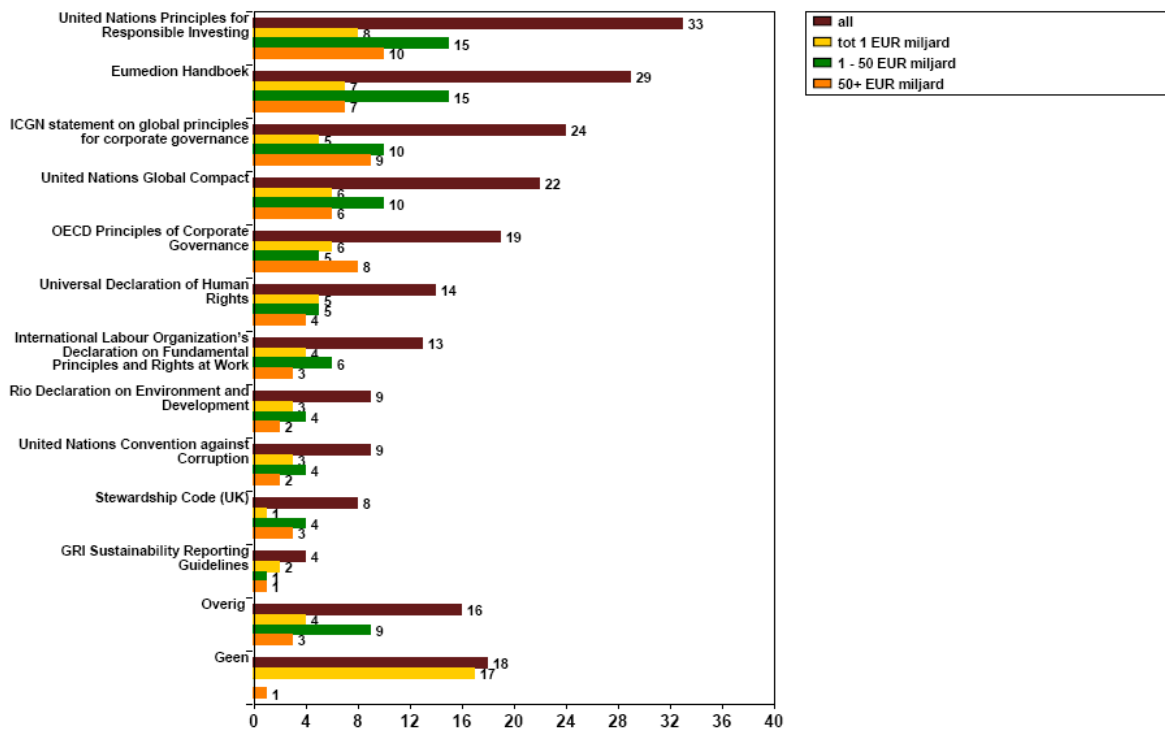
*In de uitvoering van het stembeleid lijken vooral vermogensbeheerders het van belang te achten of sprake is van een Nederlandse vennootschap of een buitenlandse vennootschap. Q63*

67% Van de respondenten geeft aan in de uitvoering van het stembeleid in het geheel geen onderscheid te maken tussen verschillende categorieën van vennootschappen. Dat onderscheid zou bijvoorbeeld gemaakt kunnen worden aan de hand van het criterium of er sprake is van een Nederlandse vennootschap, een vennootschap die op de non-compliant list staat, een uitgesloten vennootschap of van een ander onderscheid bij de uitvoering van het stembeleid. Subgroepenanalyse laat zien dat met name vermogensbeheerders dit soort onderscheid bij de uitvoering van het stembeleid maken: 75% van de responderende vermogensbeheerders geeft aan te differentiëren. Deze conclusie wordt bevestigd door de bevindingen uit expert interviews.

*Als 'stocklending' is toegestaan, lijkt het hebben van specifiek beleid voor de stemrechten op uitgeleende aandelen ('stocklending') usance. Q63a*

48 % Van de respondenten doet aan stocklending. 61% Van de respondenten die aangeeft aan stocklending te doen, zegt een specifiek beleid te hebben ten aanzien van stemrechten. Dit betreft wederom met name de vermogensbeheerders; 52% zegt in het geheel niet aan stocklending te doen. Dit betreft met name kleinere/middelgrote pensioenfondsen die veelal het vermogensbeheer aan derden hebben uitbesteed.

*Het stembeleid van institutionele beleggers is gebaseerd op diverse Codes. Q64*



Figuur 9: Codes waarop het stembeleid is gebaseerd, uitgesplitst naar omvang vermogen

Het vaakst genoemd in dit kader zijn: de United Nations Principles of Responsible Investing, het Eumedion Handboek, ICGN Statement on Global Principles of Corporate Governance en de OECD Principles of Corporate Governance.

### 5.3.3 Stemadviesbureaus

Gesteld wordt dat het belang van stemadviesbureaus in het stemgedrag van zowel Nederlandse als buitenlandse institutionele beleggers is toegenomen. In ons onderzoek is de rol van stemadviesbureaus en mate van stemmen op basis van deze stemadviezen nader onderzocht. In 5.3.3. en bijlage 6 en 7 zijn de stemadviesbureaus, met name de praktijk van totstandkoming van de stemadviezen, aan een nadere deskresearch onderworpen.

*Er wordt in grote mate gebruik gemaakt van stemadviesbureaus, met name door grotere institutionele beleggers, zowel Nederlandse als buitenlandse. ISS/RiskMetrics wordt het meest ingebouwd. Q77a, Q77*

56% Geeft aan gebruik te maken van een stemadviesbureau. De subgroep vermogensbeheerders geeft aan dit in alle gevallen te doen. Met name kleinere pensioenfondsen geven aan geen gebruik te maken van stemadviesbureaus. Naarmate de omvang van het belegd vermogen van de institutionele belegger toeneemt, is het gebruik van een stemadviesbureau vaker het geval. ISS/RiskMetrics wordt onder respondenten het vaakst genoemd; 57% van de respondenten noemt deze partij als stemadviesbureau. Glass



Lewis & Co. neemt een tweede plaats in; 26% van de respondenten geeft aan Glass Lewis & Co. in te zetten; 17% geeft aan van een ander stemadviesbureau gebruik te maken.

*Het lijkt aannemelijk dat met name grotere vermogensbeheerders een 'customised' stemadvies kopen. Q78*

In geval van gebruikmaking van een stemadvies, is de verdeling tussen het kopen van een standaard ('off-the-shelf') advies en 'customised' advies evenredig verdeeld (54% versus 46%). Met name grotere vermogensbeheerders kopen een customised stemadvies. Grotere beleggingsinstellingen lijken, evenals grotere pensioenfondsen met name standaard adviezen af te nemen.

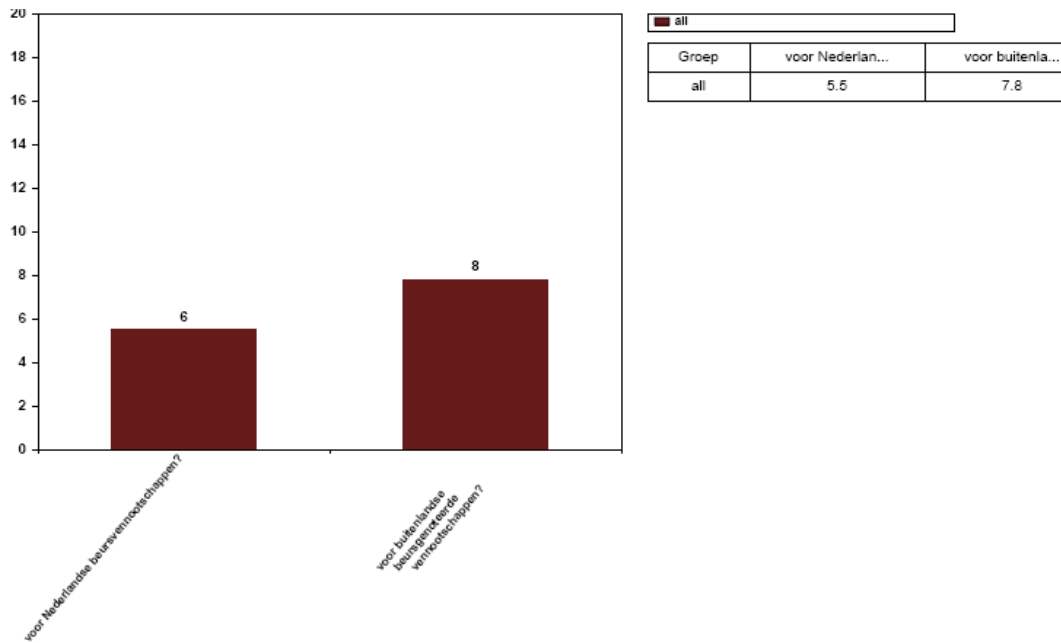
*Het stembeleid wordt in belangrijke mate vooraf besproken met stemadviesbureaus, ook in geval men een standaard stemadvies afneemt. Q79*

Het merendeel (58%) van de institutionele beleggers die een stemadvies inwinnen, stemt het stembeleid in belangrijke mate vooraf af met het betreffende stemadviesbureau. Ook hier geldt weer dat met name de vermogensbeheerders deze werkwijze volgen. Interessant in het licht van de voorgaande conclusie is dat ook de institutionele beleggers die een standaard advies kopen, het van belang achten om vooraf hun stembeleid met het stemadviesbureau te bespreken. Uit de deskresearch onder de stemadviesbureaus ISS/RiskMetrics en Glass Lewis & Co. is gebleken dat standaard stemadviezen voortvloeien uit de algemene proxy paper guidelines die deze stemadviesbureaus opstellen en veelal jaarlijks updaten aan de hand van analyses van het vorige stemseizoen, het stemgedrag, ontwikkelingen in wet- en regelgeving en trends, alsmede consultaties van institutionele beleggers en vennootschappen.

#### **5.3.4 Het stemadvies**

*Institutionele beleggers geven aan dat de invloed van het extern stemadvies op het bepalen van de stem voor Nederlandse vennootschappen geringer is dan op het bepalen van de stem voor buitenlandse vennootschappen. Q81a*

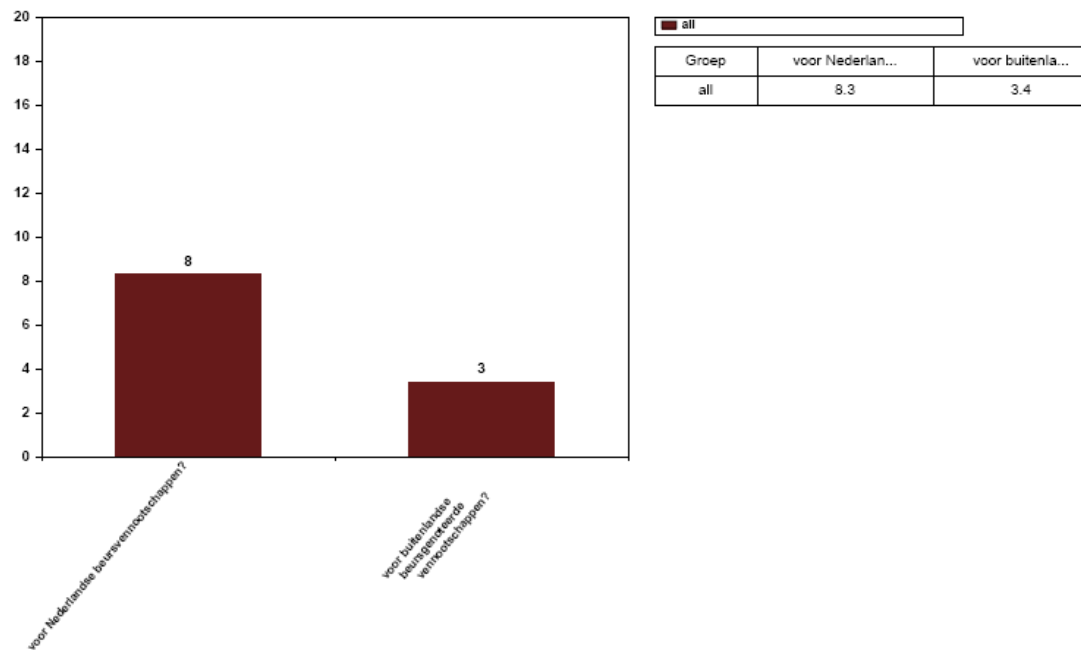
Op een schaal van 0 tot 10 geven respondenten (zowel in Nederland actieve buitenlandse als Nederlandse institutionele beleggers) aan dat de invloed van het externe stemadvies voor Nederlandse vennootschappen 5.5 is en voor buitenlandse vennootschappen 7.8.



Figuur 10: Invloed extern stemadvies

*Institutionele beleggers geven aan dat het externe stemadvies voor Nederlandse vennootschappen in grotere mate wordt gecontroleerd dan het geval is bij stemadviezen voor buitenlandse vennootschappen. Q85a*

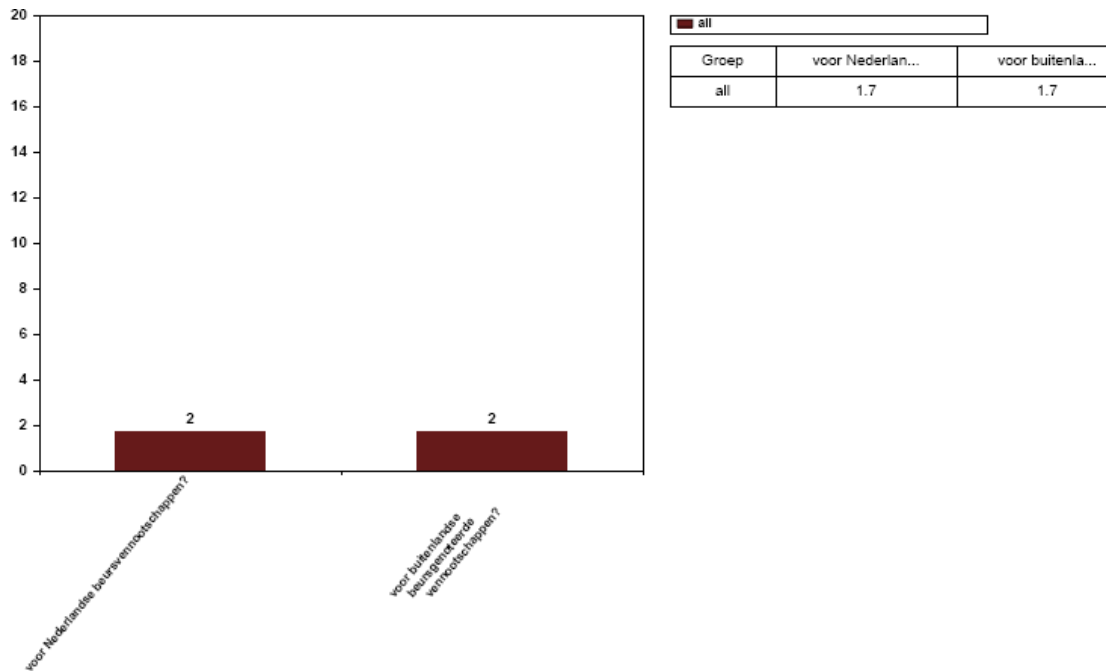
Op een schaal van 0 tot 10 geven respondenten aan dat de mate van controle van het externe stemadvies voor Nederlandse vennootschappen 8.3 is en voor buitenlandse vennootschappen 3.4. Het belang van het controleren van het externe stemadvies wordt voor Nederlandse vennootschappen belangrijker geacht.



Figuur 11: Controle extern stemadvies

*Institutionele beleggers geven aan dat zij in het aandeelhoudersseizoen 2010 slechts in zeer beperkte mate zijn afgeweken van ontvangen stemadviezen voor zowel Nederlandse als buitenlandse vennootschappen. Q88b*

Op een schaal van 0 tot 10 geven respondenten aan dat de mate van afwijking van het externe stemadvies voor zowel Nederlandse vennootschappen en voor buitenlandse vennootschappen 1.7 is geweest. Institutionele beleggers wijken slechts in zeer beperkte mate af van het verkregen stemadvies. Uit gesprekken met institutionele beleggers blijkt dat met name in geval van een advies om tegen te stemmen, kritisch wordt gezien of het stemadvies gehandhaafd moet blijven. Indien institutionele beleggers het negatieve stemadvies handhaven wordt in de meeste gevallen de vennootschap hierover vooraf geïnformeerd.

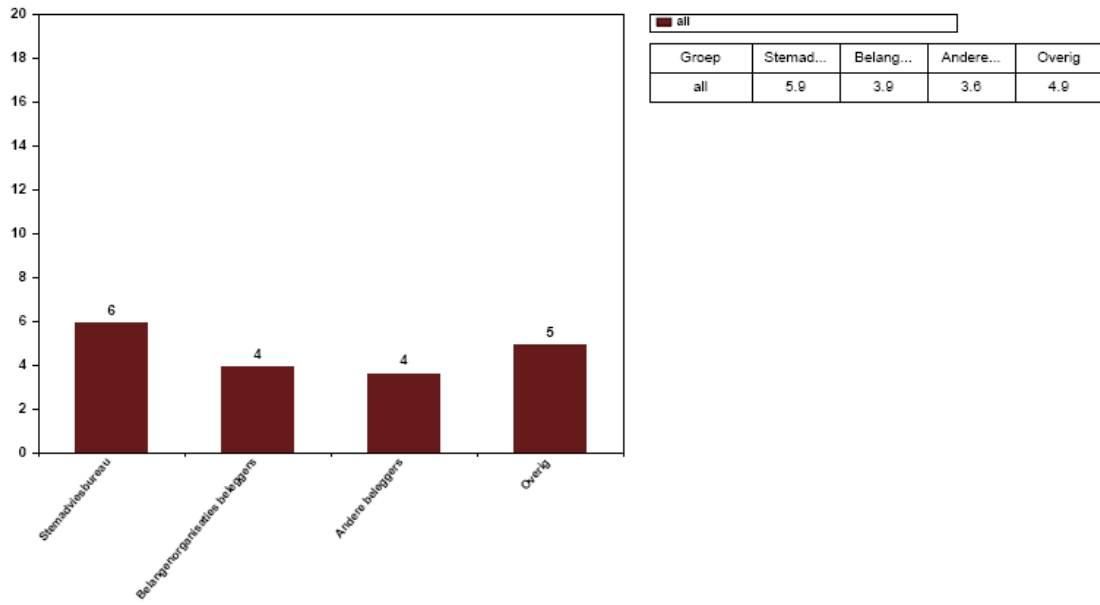


Figuur 12: Afwijking van extern stemadvies

### 5.3.5 Invloed op het bepalen van de stem

Institutionele beleggers zijn vervolgens gevraagd in welke mate partijen van invloed zijn op het bepalen van de stem. Respondenten zijn gevraagd de mate van invloed aan te geven op een schaal van 0 tot 10. De partijen waarover zij hun oordeel moesten geven waren: stemadviesbureaus, belangenorganisaties en andere beleggers. De bevindingen uit de antwoorden op deze vragen zijn als volgt:

*Op de vraag in welke mate externe partijen (te weten stemadviesbureaus, belangenorganisaties en andere institutionele beleggers) invloed hebben op het bepalen van de stem, wordt aan stemadviesbureaus in verhouding de meeste invloed toebedeeld. Q96a*



Figuur 13: Partijen van invloed op bepaling stem

### 5.3.6 Bijdrage aan de succesvolle executie van de stem

Aan de hand van expert interviews met onder meer notarissen, custodians en proxy voting service providers is getracht de stemketen van institutionele beleggers nader in beeld te brengen. De resultaten van deze desk research zijn in 5.4.4. nader beschreven. De mate waarin institutionele beleggers deze partijen van invloed achten bij het succesvol executeren van de stem is empirisch onderzocht en de bevindingen zijn hieronder weergegeven.

Institutionele beleggers zijn gevraagd in welke mate partijen van invloed zijn op het succesvol uitbrengen (executeren) van de stem. Respondenten zijn gevraagd de huidige mate aan te geven op een schaal van 0 tot 10. De partijen waarover respondenten hun oordeel moesten geven waren: clearing houses, custodians, sub-custodians en notarissen. De bevindingen uit de antwoorden op deze vragen zijn als volgt:

*De rol van voting platforms is in hoge mate van invloed op het succesvol uitbrengen van de stem. Institutionele beleggers scoren de mate van invloed op 8.4. Q90*

*De rol van clearing houses is in beperkte mate van invloed op het succesvol uitbrengen van de stem. Institutionele beleggers scoren de mate van invloed op 2.3. Q91*

*De rol van custodian en sub-custodians is in hoge mate van invloed op het succesvol uitbrengen van de stem. Institutionele beleggers scoren de mate van invloed op 8.0 respectievelijk 8.3. Q92, Q93*

*De rol van notarissen is in hoge mate van invloed op het succesvol uitbrengen van de stem. Institutionele beleggers scoren de mate van invloed op 8.0. Q94*

### 5.3.7 Proxy holders: een ‘keten’ die controle vereist?

Ten slotte is verkend onder institutionele beleggers in hoeverre een controle op de keten van stemmen in de ogen van institutionele beleggers gewenst dan wel vereist is.

*Proxy holders lijken een expliciete stemopdracht te krijgen, waarbij in onvoldoende mate duidelijk is of deze stemopdracht ook daadwerkelijk conform wordt uitgevoerd. De helft van de respondenten is van mening dat een controle hierop gewenst is. Q97*

Het merendeel van de respondenten (60%) geeft aan haar proxy holder expliciet opdracht te geven hoe de stem uit te brengen. De vraag of de proxy holder ook uiteindelijk die stemopdracht uitvoert is moeilijker te beantwoorden. Meer dan 50% van de respondenten geeft aan dit in beperkte mate (25 op een schaal van 0 tot 100) te weten; 17% geeft aan dit exact te weten (Q98). Op de vervolgvraag in welke mate de keten tussen aandeelhouder en het uiteindelijk uitbrengen van de stem gecontroleerd zou moeten worden geeft 44% aan dit in het geheel niet nodig te vinden; 30% geeft aan dat dit zeker moet gebeuren, met name de grote institutionele beleggers; 20% is verdeeld.

### 5.3.8 Transparantie stemgedrag voorafgaand aan de (Bijzondere) Algemene Vergadering van Aandeelhouders

*Institutionele beleggers lijken transparantie ten aanzien van de proxy votes voorafgaand aan de (B)AVA niet wenselijk te achten; voor de vennootschappen lijkt het bijna ‘best practice’. Q101*

*Tussen institutionele belegger en vennootschap*

Een belangrijk deel (45%) van de institutionele beleggers geeft aan niet te willen dat een proxy holder voorafgaand aan de (B)AVA de uit te brengen stem aan de vennootschap bekend maakt. Het merendeel is van mening dat de proxy holder de stem *ook* niet tijdens de (B)AVA aan de vennootschap bekend mag maken; 28% vindt dat bekendmaking aan de vennootschap alleen tijdens de (B)AVA wel mogelijk moet zijn.

Onder de vennootschappen blijkt dat 51% van de respondenten in enige mate bekend was met de voorafgaand aan de (B)AVA uitgebrachte stemmen (Q104a). Dit in tegenstelling tot de expliciete wens van de institutionele belegger die per proxy stemt.

*Tussen institutionele beleggers onderling*

Respondenten geven aan dat de uit te brengen stemmen slechts in zeer beperkte mate voorafgaand aan de behandeling van het agendapunt op de (B)AVA bekend waren bij andere aandeelhouders.

## 5.4 Onderzoek naar functioneren Algemene Vergadering van Aandeelhouders

In de voorgaande paragraaf zijn de survey resultaten van het verkennend onderzoek naar stemgedrag weergegeven. Teneinde het stemgedrag van aandeelhouders in het algemeen, institutionele beleggers in het bijzonder, empirisch te kunnen onderzoeken, hebben wij het -

mede in het licht van de onderzoeksvraag van de Monitoring Commissie - van belang geacht om aanvullend onderzoek te doen naar de keten tussen de oorspronkelijke aandeelhouder en het uitbrengen van de uiteindelijke stem op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. De keten van schakels, de partijen die hierin diverse rollen vervullen, de impliciet veronderstelde en expliciete verantwoordelijkheden die elke partij hierin geacht wordt te nemen, lijken materieel af te wijken van wat formeel is geregeld. De resultaten van dit aanvullende onderzoek zijn in deze paragraaf weergegeven en pogen op generlei wijze een volledige beschrijving van deze complexe keten te beschrijven. Diverse wetenschappelijke onderzoeken hebben inmiddels onderdelen nader empirisch onderzocht en er ligt nog een uitgebreid onderzoeksterrein dat nadere verkenning behoeft.

Dit verkennend onderzoek beziet op hoofdlijnen de belangrijkste schakels in de keten en de actuele problematiek hieromtrent en koppelt deze bevindingen op hoofdlijnen aan het survey onderzoek wat is gedaan onder de in paragraaf 5.2 genoemde populatie en waarvan de bevindingen in de vorige paragraaf zijn beschreven. De belangrijkste conclusies van de aanvullende desk research zijn in deze paragraaf weergegeven<sup>72</sup>.

Ten eerste wordt ingegaan op de werking van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Ten tweede wordt de stembehoefte en het stembeleid van institutionele beleggers nader in kaart gebracht. Voorts wordt de invloed van stemadviesbureaus op het stemgedrag van institutionele beleggers omschreven. Tot slot wordt de rol van de notaris bij de Algemene Vergadering van Aandeelhouders, de onafhankelijke derde en andere externe partijen beschreven, die onder meer het stemmen per volmacht faciliteren.

#### **5.4.1 De Algemene Vergadering van Aandeelhouders**

##### *Inleiding*

In de Code is opgenomen dat goede corporate governance uitgaat van een volwaardige deelname van aandeelhouders aan de besluitvorming in de vergadering. De Algemene Vergadering van Aandeelhouders dient hierbij een zodanige invloed te kunnen uitoefenen op het beleid van de vennootschap, dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van ‘checks and balances’ in de vennootschap. Een belangrijke beperking van de bevoegdheid van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders is dat deze zich niet mag begeven op het door de wet aan het bestuur en commissarissen voorbehouden terrein.

##### *Stemmen*

Iedere aandeelhouder heeft de rechten, in persoon of bij wijze van een schriftelijke gevolmachtigde, de Algemene Vergadering van Aandeelhouders bij te wonen, daarin het woord te voeren en het stemrecht uit te oefenen<sup>73</sup>. In de praktijk van het vennootschapsrecht neemt het belang van het stemrecht af naarmate de vennootschap

---

<sup>72</sup> Het onderzoeksteam van Nyenrode Business Universiteit is de volgende personen in het bijzonder zeer erkentelijk voor de bijdrage aan dit hoofdstuk: Erick Bastmeijer, Henny Bax, Dick Berghout, Stefan Coolen, Peter Grootheest, Marleen de Nijs, Noel Roerman, Joost Schippers, Rene Smits, Luc Versteijlen en Corine Wagemakers.

<sup>73</sup> Art. 2:117 en 2:227 lid 1 BW.

groter wordt en de aandelen meer gespreid zijn<sup>74</sup>. In dit geval wordt aandeelhouder in plaats van ‘deelnemer’ in de vennootschap, een ‘belegger’ in de vennootschap. Voor aandeelhouders lijkt het recht op dividend dan veelal belangrijker te zijn geworden in vergelijking met het stemrecht. Door internationale spreiding van beleggingsportefeuilles van institutionele beleggers geven zij vaak een stemvolmacht aan een derde. In principe kan elke persoon gevolmachtigd worden. In de praktijk is de gevolmachtigde een vermogensbeheerder, een custodian, een gespecialiseerde partij (bijvoorbeeld EV-Boxx of ANT-Trust) of de notaris. Het is mogelijk om via internet een volmacht te verlenen waarna de gevolmachtigde in de vergadering stemt. Feitelijk is dit niets meer dan een elektronisch gegeven stemvolmacht voor het bijwonen van en stemmen tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Bij 17 van de 25 AEX vennootschappen treedt de Royal Bank of Schotland N.V. (RBS) op als deponerings- respectievelijk registratiekantoor van beursgenoteerde vennootschappen. Het e-voting systeem van RBS biedt de aandeelhouder van de beursgenoteerde vennootschappen de mogelijkheid zijn stem in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders elektronisch uit te brengen, waarbij tevens een controle wordt uitgevoerd of de betreffende aandeelhouder als aandeelhouder staat geregistreerd. Naast RBS zijn er in Nederland andere partijen die systemen aanbieden waarmee elektronisch een steminstructie kan worden ingediend. Voorbeelden hiervan zijn ANT Trustkantoor, de Stichting communicatiekanaal en Electronic Voting Boxx Nederland.

Sinds de invoering van de ‘Wet Elektronische Communicatiemiddelen’ is tevens de mogelijkheid ontstaan om voorafgaand aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders een elektronische stem uit te brengen. Dit systeem is vergelijkbaar met ‘proxy voting’ met als verschil dat de vooraf uitgebrachte stem niet meer gewijzigd kan worden. Dit kan een nadeel zijn voor de aandeelhouder, bijvoorbeeld wanneer een bepaald agendapunt commotie oplevert in de pers en de vennootschap als reactie nadere uitleg geeft. Na deze uitleg kan de aandeelhouder zijn stem niet meer wijzigen, ook niet wanneer de aandeelhouder als gevolg van de uitleg anders zou willen stemmen. Uit interviews met notarissen<sup>75</sup> blijkt dat de behoefte om vooraf te stemmen laag is in tegenstelling tot het vooraf kunnen uitbrengen van een *instructie* tot het stemmen in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Op dit moment zijn er bijna geen vennootschappen die de mogelijkheid bieden aan aandeelhouders om voorafgaand aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders te stemmen.

#### *Functie van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders in de praktijk*

Uit onderzoek blijkt dat ‘proxy voting’ op de Nederlandse jaarvergaderingen de afgelopen jaren sterk is gegroeid van gemiddeld 35% in 2006 naar 49% in 2008 en naar verwachting nog verder zal toenemen<sup>76</sup>. De toename van ‘proxy voting’ heeft gevolgen voor het verloop van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Idealiter worden besluiten genomen nadat overleg heeft plaatsgevonden. De gedachtewisseling tijdens de vergadering zou moeten leiden tot een stemming, waarbij de uitkomst van de stemming de ‘vrucht’ is van het overleg.

---

<sup>74</sup> Van Schilfgaarde, P., Winter, J. (2009), *Van de BV en de NV*, Kluwer 2009, p. 190.

<sup>75</sup> Door Nyenrode is een kwalitatief exploratief onderzoek uitgevoerd gericht op het verkrijgen van inzicht in de rol van notarissen bij de algemene vergadering. In totaal zijn 5 notarissen gesproken die allen vooral betrokken zijn bij algemene vergaderingen van AEX fondsen. Tevens zijn interviews afgenomen bij andere experts met betrekking tot de rol van ‘onafhankelijke derde’ (Bpb IV.3.12) en andere externe partijen, die ondermeer het stemmen per volmacht faciliteren.

<sup>76</sup> Broadridge, *A perspective on proxy voting in the Netherlands*, Februari 2009, p.5.

Het gevolg van het volmachten van derden is dat een groot deel van de aandeelhouders niet aanwezig is op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders en niet participeert in de gedachtewisseling tijdens de vergadering. Aandeelhouders met veel stemmen bepalen derhalve via volmachten de stemuitslag op de vergadering.

Het bovenstaande is anders bij de besloten vennootschap. Wanneer we in Nederland praten over een procesanalyse van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders dan ligt de nadruk op de BV-structuur. Daarbij is het uitgangspunt dat aandeelhouders betrokken zijn bij de onderneming, weten waarover ze het hebben en een besloten gezelschap vormen. Aandeelhouders van beursvennootschappen lijken minder geïnteresseerd te zijn om naar de vergadering komen. Grote buitenlandse aandeelhouders hebben vooraf hun stemvolmacht ingeleverd. De problematiek van proxy voting is typisch ingegeven door het feit dat aandeelhouders weinig belangstelling lijken te hebben om de besluitvorming mee te bepalen tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Het overgrote deel van de in Nederland gehouden aandelen in beursfondsen wordt gehouden door buitenlandse beleggers en vermogensbeheerders. In onderstaande tabel is het aandeelhouderschap van Nederlandse AEX-vennootschappen per jaareinde weergegeven.

	2009	2008	2005	1995
Buitenlandse beleggers	72%	74%	75%	37%
Nederlandse institutionele beleggers	12%	8%	10%	24%
Nederlandse niet-financiële ondernemingen	10%	10%	2%	19%
Nederlandse particuliere beleggers	6%	8%	5%	19%
Nederlandse overheid	-	-	1%	-
Onbekend	0	0	7%	1%

Tabel 8: Aandeelhouderschap van Nederlandse AEX-vennootschappen (%; administratiekantoren uitgezonderd, jaareinde)<sup>77</sup>

Anglo-Amerikaanse aandeelhouders werken doorgaans volgens het principaal-agent principe. Als principaal zijn aandeelhouders in hun ogen de hoogste macht. In Nederland zijn de aandeelhouders echter één van de stakeholders. Hun belangen moeten door het bestuur en de Raad van Commissarissen worden meegenomen in de afweging van alle belangen, ook van de andere stakeholders. Dat is voor Anglo-Amerikaanse asset managers moeilijk te bevatten. In Nederland is de regulering van de beursvennootschappen gebaseerd op het stakeholder model. Beursvennootschappen hebben echter te maken met beleggers, die als aandeelhouders (op een minderheid na) vooral rendement nastreven binnen een bepaald risicoprofiel en minder belangstelling hebben voor de onderneming als geheel. In die zin bestaat dus een contrast tussen de juridische werkelijkheid van het stakeholdermodel en de werkelijkheid van de beleggers.

Uit onderzoeken blijkt tevens dat de gemiddelde opkomst op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders laag is<sup>78</sup>. Tot en met heden was nog niet de helft van het geplaatste kapitaal op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (middels volmacht) aanwezig, zie onderstaande tabel, waarin de ter vergadering uitgebrachte stemmen (in percentage van het totaal; administratiekantoren uitgezonderd) zijn opgenomen.

<sup>77</sup> Bron: Commissie Peters, DNB, jaarverslagen vennootschappen, databank Eumedion (ontleend aan de Evaluatie aandeelhoudersseizoen 2010 door Eumedion).

<sup>78</sup> Website: [www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl)



	2010	2009	2008	2007	2006	2005
AEX-vennootschappen	49,8%	47,9%	47,5%	43,4%	35,9%	33,3%
AMX-vennootschappen	46,4%	46,4%	45,0%	42,9%	39,6%	35,9%

Tabel 9: Aantal tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders uitgebrachte stemmen<sup>79 80</sup>

Daarnaast is de representativiteit van de aandeelhouders op de vergadering gebrekkig. Uit het nalezen van notulen van vergaderingen en het bijwonen van een Algemene Vergadering van Aandeelhouders blijkt dat in de vergadering de aanwezigheid van institutionele beleggers beperkt is. Hierdoor krijgen kleine particuliere aandeelhouders of kleine stichtingen naar verhouding zeer veel spreektijd. Dit heeft tot gevolg dat er tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders geen representatieve inhoudelijke dialoog wordt gevoerd met de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen, wat het functioneren van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders niet ten goede komt. De rol van professionele stemadviesbureaus wordt in paragraaf 5.4.3 beschreven.

#### 5.4.2 Stembehoefte en stembeleid

Zoals in paragraaf 5.3.2 werd vermeld, is in de afgelopen jaren het aandeel van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen in handen van Nederlandse institutionele beleggers afgenomen. Deze paragraaf presenteert de bevindingen van onderzoek naar de stembehoefte en het stembeleid van institutionele beleggers. De stembehoefte is onderzocht aan de hand van bestaande literatuur. Daarnaast is het stembeleid onderzocht van twaalf grote Nederlandse pensioenfondsen en vermogensbeheerders.

##### *Stembehoefte*

Het gebruik van stemrecht wordt verklaard door de scheiding van kapitaal en bestuur bij een beursgenoteerde vennootschap. Deze scheiding brengt de zogenaamde agency problemen met zich mee die informatieasymmetrie en belangenverstrengelingen tot gevolg kunnen hebben. De Algemene Vergadering van Aandeelhouders biedt een platform aan de aandeelhouders om middels het stemrecht invloed uit te oefenen op het beleid van de beursgenoteerde onderneming. Een wijdverspreid aandelenbezit onder een groot aantal beleggers waarbij een individuele aandeelhouder een relatief klein belang vertegenwoordigt, heeft echter tot gevolg dat de betrokkenheid laag is. De opbrengsten van de inspanningen die geleverd zijn om invloed uit te oefenen op het beleid van de onderneming worden immers gedeeld door alle beleggers. Uitkomsten van eerdere empirisch onderzoeken die zijn uitgevoerd in de Verenigde Staten over het effect van de betrokkenheid van aandeelhouders op de prestaties van de onderneming, zijn niet eenduidig. Sommige onderzoeken vinden positieve effecten op prestaties van de ondernemingen<sup>81</sup>, terwijl andere onderzoeken een negatief of verwaarloosbaar effect rapporteren.<sup>82</sup>

<sup>79</sup> Bron: Eumedion.

<sup>80</sup> Percentages op basis van de in Nederland gezetelde vennootschappen die in het betreffende jaar in de betreffende index zijn opgenomen.

<sup>81</sup> Positieve effecten werden gemeten door: Bjzjak, J.M., Marquette, C.J. (1998). *Are shareholder proposals all bark and no bite? Evidence from shareholder resolutions to rescind poison pills*, Journal of financial and quantitative analysis, 33 (4), p. 499-521; Carleton, W.T., Nelson, J.M., Weisbach, M.S. (1998). *The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: Evidence from TIAA-CREF*, Journal of Finance, 53 (4), p. 1335-

De stembehoefte van institutionele beleggers is echter aanzienlijk beïnvloed door wet- en regelgeving. De Amerikaanse wetgeving met betrekking tot betrokkenheid van aandeelhouders kwam tot stand in 1942. De introductie van regel 14a-8 met betrekking tot 'Shareholder Proposals'<sup>83</sup> door de U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) had tot gevolg dat de betrokkenheid van de aandeelhouders bij het beleid van de beursgenoteerde onderneming werd vergroot. Wat betreft de Nederlandse wetgeving heeft de institutionele belegger als aandeelhouder meer invloed verkregen door de wijziging van de structuurregeling en de invoering van Europese wetgeving. De veranderingen in de wetgeving hebben bijgedragen aan een vergrote stembehoefte van institutionele beleggers. Ondanks de veranderingen in wetgeving blijven de stempercentages in Nederland ten opzichte van de Verenigde Staten vooralsnog laag. In 2006 heeft Abma het gemiddeld aantal uitgebrachte stemmen op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders in 2005 onderzocht. In Nederland werd 33% van de stemmen uitgebracht, tegen 85% in de Verenigde Staten.<sup>84</sup> Een mogelijke verklaring hiervoor is dat vele Amerikaanse pensioenfondsen, in tegenstelling tot Nederlandse pensioenfondsen, verplicht zijn om hun stem uit te brengen. Daarnaast heeft Nederland een historie met relatief veel beschermingsconstructies en belemmeringen (blokkeren van aandelen) die de effectieve invloed van aandeelhouders kunnen beperken of minder interessant maken.

Met de introductie van de Code Tabaksblat in 2003, de wijziging van de Code in 2008 en de invoering van de Wft werd een beroep gedaan op institutionele beleggers om in het kader van hun fiduciaire verantwoordelijkheid te handelen in het belang van de begunstigden en belanghebbenden bij hun eigen instelling. De transparantie inzake het stembeleid van institutionele beleggers wordt verbeterd door een publicatie van het stembeleid op de website te verlangen.

Naast de invloed van de wet- en regelgeving op het stemgedrag van institutionele beleggers, is tevens de maatschappelijke druk vergroot om verantwoord te beleggen. Meerdere onderzoeken tonen aan dat politieke en sociale factoren een invloed hebben op de stembehoefte van beleggers.<sup>85</sup> Politieke en sociale factoren hebben geleid tot regelgeving en diverse corporate governance codes die het activisme van institutionele beleggers zien als fiduciaire verantwoordelijkheid tegenover de belanghebbenden bij hun eigen instelling of als een sociaal wenselijke activiteit.

---

1362, Del Guercio, D., Hawkins, J. (1999). *The motivation and impact of pension fund activism*, Journal of Financial Economics, 52 (3), p. 293-340; Smith, T.A. (1997). *Institutions and entrepreneurs in American corporate finance*, California Law Review, 85 (1), p. 1-78.

<sup>82</sup> Negatieve effecten worden gemeten door: Gillan, S.L., en Starks, L.T. (2000). *Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors*, Journal of Financial Economics 57, p. 275-305; Wagster, J., Prevost, A. (1996). *Wealth effects of the Calpers 'hit list' to SEC changes in the proxy rules*, Wayne State University and Massey University; Wahal, S. (1996). *Pension fund activism and firm performance*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 31 (1), p. 1-23; Woods, J.D. (1996). *The effects of pension fund activism on corporate performance: Evidence from shareholder proposals*, Ph.D dissertation, Texas A&M University.

<sup>83</sup> Rule 14a-8 provides shareholders with an opportunity to place certain proposals in a company's proxy materials for a vote at an annual or special meeting of shareholders: <http://www.sec.gov/rules/final/2007/34-56914fr.pdf>.

<sup>84</sup> Abma, R., (2006), *Het aandeelhoudersvergaderingenseizoen: feiten en trends*, Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur, nr. 5.

<sup>85</sup> Camara, C.A.D., (2005). *Classifying Institutional Investors*, The Journal of Corporation law, winter, p 220-253.

## *Stembeleid*

De inhoud van het stembeleid van Nederlandse institutionele beleggers is in een aparte studie in opdracht van het onderzoeksteam nader onderzocht voor het boekjaar 2009. De populatie van Nederlandse institutionele beleggers is gedefinieerd als de groep institutionele beleggers die medio 2010 aangesloten waren bij Eumedion. De zes grootste Nederlandse vermogensbeheerders aangesloten bij Eumedion zijn geselecteerd als steekproef voor nader onderzoek. Tevens is per vermogensbeheerder één pensioenfonds nader onderzocht, die het vermogensbeheer gedeeltelijk of in zijn geheel heeft uitbesteed aan de betreffende beheerder. Het stembeleid van de pensioenfondsen en vermogensbeheerders is geëvalueerd op basis van hun publicatie op de website en inhoud van het beleid. Als toetsingskader voor de inhoud van het stembeleid, is de handreiking gebruikt, zoals gepubliceerd door Eumedion in het Handboek Corporate Governance 2008. Deze handleiding formuleert richtlijnen aan de hand van de best practice bepalingen uit de Code 2008. De inhoud kan alleen worden getoetst als de institutionele belegger het stembeleid heeft gepubliceerd op de website. De resultaten van het onderzoek zijn geanonimiseerd. Wat betreft de Nederlandse pensioenfondsen kan op basis van dit onderzoek geconcludeerd worden dat het stembeleid voor de meeste geselecteerde fondsen niet gepubliceerd is.

De resultaten met betrekking tot de vermogensbeheerders geven aan dat vrijwel alle onderzochte vermogensbeheerders het stembeleid hebben gepubliceerd. De Code stelt geen eisen aan de inhoud van het stembeleid, zodat het publiceren van 'een stembeleid' voldoende is, in welke vorm dan ook. De handreiking zoals door Eumedion gepubliceerd in haar Handboek Corporate Governance, is opgesteld voor de formulering en verantwoording van de minimale inhoud van een stembeleid. Echter, naar aanleiding van onze beperkte deelwaarneming kan worden geconcludeerd dat deze handreiking vooralsnog niet door de Nederlandse pensioenfondsen en vermogensbeheerders algemeen wordt toegepast bij het opstellen van het stembeleid.

### **5.4.3 Stemadviesbureaus**

De Code verlangt van de aandeelhouders, de institutionele beleggers in het bijzonder, een prominente(re) rol bij de uitoefening van hun stemrecht. Een dergelijke betrokkenheid wordt belemmerd door het feit dat institutionele beleggers doorgaans over een breed portfolio beschikken met deelnemingen in verschillende vennootschappen. Ook is het vrijwel ondoenlijk om betrokken te zijn bij alle ondernemingen waarin zij een belang hebben en de analyses uit te voeren nodig voor een transparant en verantwoord stembeleid.

Tegen die achtergrond is het belang van de stemadviesbureaus toegenomen. Zij voorzien de institutionele beleggers van een stemadvies over de agendapunten van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Steeds meer institutionele beleggers volgen het advies van professionele stemadviesbureaus. Opvallend hierbij is, zoals blijkt uit 5.3.3 en 5.3.4, dat de invloed van bureaus als ISS/RiskMetrics en Glass Lewis & Co. aanzienlijk is, met name bij het tot stand komen van de '*proxy paper guidelines*'. Stemadviesbureaus lijken soms een doorslaggevende rol te spelen bij de besluitvorming in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Voorbeelden lijken de goedkeuring van de fusie van HewlettPackard en Compaq, het gedwongen vertrek van Eisner als bestuurvoorzitter van Walt Disney en in Nederland het wegstemmen van het bonusbeleid van Philips, Corporate Express en Fortis.

## Markt

Deze paragraaf presenteert de bevindingen van het verkennend onderzoek naar de markt en werkwijze van stemadviesbureaus en de eventuele gevolgen voor corporate governance. Het onderzoek richt zich op de stemadviesbureaus die primair in Nederland actief zijn: ISS/RiskMetrics en Glass Lewis & Co.

Internationaal zijn vijf grote spelers actief op het gebied van het geven van stemadvies aan institutionele beleggers.<sup>86</sup> Onderstaande tabel geeft de kerncijfers van deze bureaus. Deze kerncijfers zijn ontleend aan het in 2007 verschenen rapport van de United States Government Accountability Office (GAO). Deze cijfers zijn de meest recente publiek beschikbare kerncijfers van deze vijf professionele stemadviesbureaus.

Firm	Founded	Number of employees	Number of clients	Clients' equity assets (dollars)
RiskMetrics Group (ISS)	1985	630*	1.700*	25,5 trillion*
Marco Consulting Group (MCG)	1988	85	350	85 billion
Glass Lewis & Co.	2003	110	600	17 trillion
Proxy Governance, Inc. (PGI)	2004	31*	100	1 trillion*
Egan-Jones Proxy Services (Egan-Jones)	2001	Not available	400*	Not available

\* betreft cijfers uit 2007 vanuit GAO-rapportage (recentere cijfers zijn vanuit GAO niet beschikbaar)

Tabel 10: Kerncijfers vijf grootste professionele (internationale) stemadviesbureaus

ISS/RiskMetrics beschikt internationaal over het grootste marktaandeel wat betreft het aantal klanten. De overige vier organisaties hebben een kleiner klantenbestand en bestaan minder lang. Op de Nederlandse markt zijn vooral ISS/RiskMetrics en op afstand Glass Lewis & Co. actief. Het onderzoek naar stemadviesbureaus van de GAO (juni 2007) stelt dat de dominantie van ISS/RiskMetrics tot gevolg heeft dat beleggers veelal verwachten dat ISS/RiskMetrics over meer informatie beschikt dan kleinere spelers. Deze verwachting is niet geheel onterecht, aangezien ISS/RiskMetrics vanwege haar werkzaamheden voor veel opdrachtgevers ook veel informatie verzamelt over veel bedrijven. Om gefundeerd stemadvies tegen een redelijke prijs te kunnen verschaffen dienen de stemadviesbureaus met behulp van kostbare informatiesystemen en informatietechnologie veel informatie te verzamelen en te verwerken. Dit betekent dat het relatief lastig is voor nieuwe spelers om de markt te betreden en voor de bestaande concurrerende stemadviesbureaus om hun marktaandeel te vergroten.

## Kwaliteit stemadvies

ISS/RiskMetrics is ontstaan uit een fusie van Institutional Shareholder Services (ISS) en RiskMetrics in het jaar 2007. Glass Lewis & Co. is opgericht door professionals met een financiële, accounting en juridische achtergrond in 2003.

<sup>86</sup> United States Government Accountability Office, *Corporate Shareholder Meetings – Issues relating to firms that advise institutional investors on proxy voting*, June, 2007.

Glass Lewis & Co. en ISS/RiskMetrics hanteren verschillende werkwijzen en technologieën voor het opstellen van een stemadvies. Een beknopte beschrijving van de werkwijze van de twee professionele stemadviesbureaus is te vinden in bijlage 7 en 8. Het stemadvies van Glass Lewis & Co. aan de institutionele belegger komt tot stand op basis van de zogenoemde Proxy Paper Policy Guidelines. Dit zijn richtlijnen voor het opstellen van het stemadvies en bevatten de Glass Lewis & Co. uitgangspunten. Daarin worden in het algemeen standpunten geformuleerd over agendapunten die aan bod kunnen komen tijdens aandeelhoudersvergaderingen, die in belangrijke mate zijn gebaseerd op Nederlandse wetgeving en de Code. Concrete stemadviezen worden verstrekt in de vorm van een Proxy Paper, dat per agendapunt zowel het voorstel van het bestuur als het commentaar en advies van Glass Lewis & Co. bevat. In uitzonderingsgevallen kunnen naast de Guidelines ook andere factoren een rol spelen bij het tot stand komen van het advies, bijvoorbeeld bij een verandering in wet- en regelgeving en recente ontwikkelingen in de (omgeving van) onderneming met impact op de markt. Glass Lewis & Co. heeft er voor gekozen om geen contact te onderhouden met beursgenoteerde ondernemingen waarover stemadvies wordt uitgebracht.

Het stemadvies van ISS/RiskMetrics komt evenals bij Glass Lewis & Co. tot stand op basis van richtlijnen. De richtlijnen van ISS/RiskMetrics zijn gepubliceerd in haar Proxy Voting Policy.<sup>87</sup> Dit beleid wordt elk najaar aangepast om nieuwe ontwikkelingen op de markt te verwerken in de stemadviezen. Alle belanghebbenden krijgen de mogelijkheid om feedback te geven in de jaarlijkse herziening van de Proxy Voting Policy.

Een opvallend verschil tussen ISS/RiskMetrics en Glass Lewis & Co. is gelegen in de mate waarin zij beursgenoteerde ondernemingen bij het proces betrekken. Glass Lewis & Co. neemt *geen* contact op met de onderneming waarover zij stemadvies geeft. ISS/RiskMetrics onderhoudt daarentegen *wel* contact met de beursgenoteerde instelling voordat zij advies uitbrengt. ISS/RiskMetrics geeft de ondernemingen de gelegenheid om commentaar en toelichting te geven op eventuele afwijkingen van het ondernemingsbeleid ten opzichte van de Proxy Voting Policy. Het concept stemadvies wordt in de regel voor het moment van publicatie voorgelegd aan de betreffende onderneming. De onderneming kan dan beoordelen of alle publieke informatie is meegenomen en kan onjuistheden of onvolledigheden nog rechtzetten. Een uitzondering op deze werkwijze volgt wanneer het stemadvies een zeer grote invloed kan hebben op de koers van het aandeel of het beleid van de onderneming. In dergelijke gevallen vindt geen overleg met de onderneming plaats om het risico te vermijden dat de organisatie zal trachten het stemadvies te beïnvloeden, bijvoorbeeld door bepaalde informatie te lekken in geval van reorganisatie of acquisities. Een voorbeeld is een situatie waarbij gestemd wordt over een eventuele koop of verkoop van bedrijfsonderdelen. In de VS wordt communicatie met beursgenoteerde ondernemingen door de SEC als positief aangemerkt<sup>88</sup>.

Klanten van zowel ISS/RiskMetrics en Glass Lewis & Co. kunnen kiezen uit standaard stemadviezen of maatwerk adviezen, waarbij door de stemadviesbureaus rekening wordt gehouden met de keuzes in het stembeleid van de klant. De tarieven zijn afhankelijk van de omvang van het aantal afgenomen stemadviezen. Stemadviesbureaus zijn in de eerste plaats

---

<sup>87</sup> Website: <http://www.riskmetrics.com/policy>

<sup>88</sup> Security and Exchange Commission (2010). *Concept Release on the U.S. Proxy System*, p. 118, sub B.

gericht op de Amerikaanse markt en in toenemende mate op de Europese markt. Tevens worden er ook adviezen gegeven ten aanzien van internationale ondernemingen. Institutionele beleggers hebben de keuze uit abonnementen of incidentele analyses. In samenspraak wordt een pakket naar de wens van de institutionele belegger samengesteld. Hierbij kan de institutionele belegger aangeven wat zijn specifieke wensen zijn, bijvoorbeeld op basis van zijn stembeleid. Het is ook mogelijk dat standaard stemadviezen op basis van de eigen richtlijnen van de stemadviesbureaus worden afgenomen. Uit het jaarverslag 2008 van ISS/RiskMetrics blijkt dat 93,9% van de omzet gerealiseerd is met jaarabonnementen ten aanzien van producten en services welke door de klanten worden vooruitbetaald.

### *Bezorgdheid omtrent professionele stemadviesbureaus*

Nu steeds meer institutionele beleggers de stemadviezen van professionele stemadviesbureaus in beginsel volgen, lijkt een situatie te zijn ontstaan waarin de zogenaamde Corporate Governance ratings van deze adviseurs sterk is toegenomen.<sup>89</sup> Indirect lijkt hierdoor een situatie te zijn ontstaan dat de professionele stemadviesbureaus een aanzienlijke invloed hebben op het verloop en vooral de uitkomst van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Een belangrijk nevenverschijnsel is dat vele beleggers vaak hetzelfde bureau inschakelen, waardoor één stemadviesbureau doorslaggevend kan zijn in een aandeelhoudersvergadering. Het rapport van de GAO meldt in 2007 dat hierbij ook de bedenkingen ten aanzien van stemadviesbureaus die de institutionele beleggers adviseren zijn toegenomen. Er leeft bezorgdheid ten aanzien van de dominantie van enkele grote stemadviesbureaus (vooral ISS/RiskMetrics). De wellicht meest gehoorde bezorgdheid met betrekking tot stemadviesbureaus betreft echter de vermeende ‘*conflicts of interest*’ en mogelijke tegengestelde belangen wanneer stemadviesbureaus beursgenoteerde ondernemingen adviseren, soms zelfs over dezelfde onderwerpen waarover ook een stemadvies wordt opgesteld. Ook adviezen aan beursgenoteerde ondernemingen om bijvoorbeeld de corporate governance ranking te verbeteren leidt tot mogelijke belangenverstrengeling met corporate governance ratings die aan institutionele beleggers worden geleverd.<sup>90</sup> Om belangenverstrengeling te voorkomen is de onafhankelijkheid van de analisten die stemadvies uitbrengen essentieel.

Een ander punt van kritiek betreft het risico dat stemadviezen wellicht verstrekt worden op basis van verouderde en onvolledige data, of dat het advies zelf niet accuraat en compleet is, dan wel neerkomt op ‘ticking the box’. Volgens het conceptrapport van de SEC is de gebrekkige openheid en transparantie inzake het opstellen van stemadviezen een mogelijke bedreiging voor hun verantwoordelijkheid voor hun stemgedrag. In het eindrapport van de NYSE Commission on Corporate Governance (23 september 2010) wordt de zorg als volgt omschreven: ‘*Shareholders have a responsibility to vote shares in a thoughtful manner based upon the particular situation, in alignment with their economic interest. If these shareholders are institutional investors, then this includes considering the long-term interests of their investors. This may include obtaining the assistance of advisors, including proxy advisory firms as appropriate. Nevertheless, shareholder agents who rely on third parties to assist them in their voting decisions remain responsible for the votes that are cast by them or on their behalf, and are responsible for ensuring that their votes are cast only after the exercise of*

---

<sup>89</sup> Prof. dr. Pruijm, R.A.M., (2008). *Evenwichtig ondernemingsbestuur: een wensdroom?*, Oratie 7 nov 2008, p. 29.

<sup>90</sup> Security and Exchange Commission (2010). *Concept Release on the U.S. Proxy System*, p. 116, sub B

*thoughtful judgment.*<sup>91</sup>

Het concept rapport van de SEC over het stemadviesstelsel in de Verenigde Staten van juli 2010 bevestigt de bovengenoemde zorgen.<sup>92</sup>

#### *Nederlandse regelgeving & toezicht*

Met betrekking tot de Nederlandse situatie moet worden vastgesteld dat er geen Nederlandse of Europese regelgeving bestaat ten aanzien van de kwaliteit en onafhankelijkheid van stemadviesbureaus. Doordat ISS/RiskMetrics en Glass Lewis & Co. als Amerikaanse ondernemingen opereren, zijn ook hun activiteiten op de Nederlandse markt momenteel slechts indirect onderworpen aan Amerikaans toezicht en regelgeving.

#### *Belangenverstrengeling*

ISS/RiskMetrics en Glass Lewis & Co. volgen beide een eigen beleid ten aanzien van belangenverstrengelingen en kwaliteit van advies. Glass Lewis & Co. biedt aan beursgenoteerde ondernemingen geen aparte Corporate Governance rating- of consultancy diensten aan. Tevens heeft Glass Lewis & Co. speciaal beleid geformuleerd en maatregelen getroffen ter waarborging van de onafhankelijkheid. Om de onafhankelijkheid in onderzoek en advies te waarborgen is een onafhankelijke raad van toezicht ingesteld, de zogenaamde Research Advisory Council (RAC). Conform de onafhankelijkheidsverklaring ziet de RAC erop toe dat het onderzoek blijft voldoen aan de kwaliteitsnormen objectiviteit en onafhankelijkheid. ISS/RiskMetrics geeft daarentegen stemadviezen over ondernemingen die eveneens door ISS/RiskMetrics worden geadviseerd. Hierbij waarborgt ISS/RiskMetrics weliswaar een strakke scheiding tussen beide diensten, waarbij de medewerkers van de adviestak aan beursgenoteerde ondernemingen fysiek elders zijn ondergebracht en elk contact met de stemadviestak wordt vermeden. Het blijft echter de vraag of de getroffen maatregelen voldoende zijn om onafhankelijkheid te waarborgen.

---

<sup>91</sup> Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance, September 23, 2010, p. 30.

<sup>92</sup> Security and Exchange Commission (2010). *Concept Release on the U.S. Proxy System*, July 2010.

### Vergelijking professionele stemadviesbureaus

In onderstaande tabel zijn de twee in Nederland actieve professionele stemadviesbureaus ISS/RiskMetrics en Glass Lewis & Co. onderling vergeleken.

	ISS/RiskMetrics	Glass Lewis & Co.
<b>Kerngegevens</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1.700 klanten</li> <li>• 630 medewerkers</li> <li>• Tot stand gekomen door fusie ISS en RiskMetrics in 2007</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 600 klanten</li> <li>• 110 medewerkers</li> <li>• Ontario Teachers' Pension Plan voor 100% eigenaar sinds 2007</li> </ul>
<b>Totstandkoming Stemadvies</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Legt het conceptadvies in de meeste gevallen voor aan de betreffende onderneming</li> <li>• Mogelijkheid voor de onderneming om feedback te geven bij de jaarlijkse herziening van het stembeleid</li> <li>• 11 analisten actief bij de totstandkoming stemadvies Europa (drie voor het standaard stemadvies Benelux en zeven voor het gespecialiseerd stemadvies, waaronder vijf in Brussel en twee in het VK)</li> <li>• 'one size fits all' methode voor het standaard stemadvies; maakt geen onderscheid tussen branches, wel tussen geografische locaties van ondernemingen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Treedt bij het maken van het stemadvies en het stemadviesbeleid niet in contact met de onderneming waarover het advies wordt verstrekt</li> <li>• 12 analisten actief bij totstandkoming stemadvies Europese markt</li> <li>• Stemadvies voor elke onderneming komt tot stand op basis van standaard richtlijnen en aparte analyse per onderneming</li> </ul>
<b>Onafhankelijkheid</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hanteert strikte (fysieke) scheiding adviestak en stemadviestak, staat contact tussen onderneming en ISS/RiskMetrics toe om de kwaliteit van het advies te waarborgen</li> <li>• Overleg tussen de onderneming en het stemadviesbureau wordt als positief aangemerkt door de SEC</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hanteert strikt beleid ten aanzien van het contact tussen de onderneming en Glass Lewis &amp; Co., waarbij geen adviestaken voor en contact met de onderneming waarover stemadvies wordt verstrekt is toegestaan</li> <li>• Heeft een raad van toezicht ingesteld ter bewaking van de onafhankelijkheid</li> </ul>

Tabel 11: Vergelijking professionele stemadviesbureaus ISS/RiskMetrics en Glass Lewis & Co.

#### 5.4.4 De 'onafhankelijke derde'

De Code bevat bepaling IV.3.12, welke luidt; 'De vennootschap biedt aandeelhouders en andere stemgerechtigden de mogelijkheid om voorafgaand aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders stemvolmachten, respectievelijk steminstructies aan een onafhankelijke derde te verstrekken.' In de praktijk bekleden verschillende partijen, waaronder de notaris, de



rol van ‘onafhankelijke derde’. In deze paragraaf wordt de rol van de partijen die in de praktijk optreden als ‘onafhankelijke derde’ in het stemproces bij een Algemene Vergadering van Aandeelhouders uiteengezet aan de hand van resultaten uit een onderzoek. Het onderzoek is tot stand gekomen op basis van expertinterviews. Er zijn gesprekken gevoerd met onder meer notarissen en andere ‘derden’. Achtereenvolgens wordt de notaris, de custodian en andere proxy voting service providers besproken.

### *De notaris*

De Algemene Vergadering van Aandeelhouders wordt geleid door de voorzitter die waakt over de vergaderorde. De wet zegt niets over het voorzitterschap van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. In de Code daarentegen is opgenomen dat de voorzitter van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders verantwoordelijk is voor een goede vergaderorde, teneinde een zinvolle discussie in de vergadering te faciliteren. Bij de beoordeling van de rol van de notaris in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders is van belang na te gaan voor wie hij optreedt. Hij kan optreden als ‘onafhankelijke derde’ of als partijadviseur of een combinatie van beide. In principe kan en wil de notaris geen invloed uitoefenen op het stemgedrag.

De geïnterviewde notarissen vervullen niet allen dezelfde rol in het proces van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Eén van de geïnterviewde notarissen treedt uitsluitend op als partijnotaris en is in die zin adviseur van de vennootschap, terwijl een andere notaris aangeeft *de* onafhankelijke notaris te zijn die de volmachtgevers desgewenst kan vertegenwoordigen. De overige geïnterviewde notarissen zijn van mening beide rollen te kunnen uitvoeren. De notaris handelt daarnaast vaak afhankelijk van de wensen van zijn cliënt. Bij sommige cliënten is de notaris al in een vroeg stadium betrokken bij de voorbereiding, bijvoorbeeld bij het opstellen van de agenda, het opstellen van de volmachten en de vergaderorde.

Notarissen zijn niet verantwoordelijk voor het verloop van de stemming. Het is niet de taak van de notaris om te controleren of de volmacht is verstrekt door de uiteindelijke belanghebbende. De voorzitter van de vergadering bepaalt of iemand bevoegd is om een stem uit te brengen. Een stem in strijd met in de volmacht omvatte instructie is in beginsel ongeldig. Hoewel vrijwel geen specifieke gevallen van onjuiste volmachten en onjuist uitgebrachte stemmen bekend zijn, geven geïnterviewde notarissen aan niet de illusie te hebben dat in de praktijk alle volmachten kloppen.

Na ontvangst van de volmachten kent de notaris vooraf een groot deel van de uitkomsten van de stemming op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. In de praktijk bestaat geen consensus tussen de geïnterviewde notarissen over de vraag of vooroverleg met de vennootschap wel of niet is toegestaan. Twee van de vijf geïnterviewde notarissen geven aan dat er geen algemene regel is die zich verzet tegen het delen van informatie met de vennootschap en dat vooroverleg afhangt van de vraag wat is afgesproken met de vennootschap. Deze notarissen geven aan dat er geen duidelijke regel bestaat die vooroverleg verbiedt en motiveren hiermee het standpunt dat, wanneer er vooraf niets is afgesproken, het dan aan de notaris is om te besluiten wel of geen vooroverleg te hebben. Andere notarissen hanteren het standpunt dat de notaris als volmachtnemer de inhoud en uitkomsten van de volmachten niet vooraf moet bespreken met de vennootschap.

## *Custodians*

De custodian is als financiële partij onder meer verantwoordelijk voor het bewaren, beheren en administreren van effecten. Custodians houden en beheren aandelen voor andere buitenlandse beleggers. Aandeelhouders kunnen rekeningen aanhouden bij custodians en op grond van het systeem van de Wet giraal effectenverkeer is de achterliggende belanghebbende ook de aandeelhouder, ook al houdt hij de aandelen via een rekening bij de custodian. De custodian faciliteert dat de achterliggende belanghebbende zijn aandeelhoudersrechten kan uitoefenen (zoals: zorgen voor het doorsturen van informatie van de aandeelhouder en het verstrekken van bewijs van aandeelhouderschap aan de bank bij wie de aanmelding voor de Algemene Vergadering van Aandeelhouders moet geschieden).

Tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders heeft de custodian geen rol meer, tenzij de custodian is aangewezen als gevolmachtigde. Uit de praktijk blijkt dat de custodian dan de volmacht ook weer doorgeeft aan een notaris of andere derde. Kortom, de rol van custodians in de aanloop naar de Algemene Vergadering van Aandeelhouders bestaat vooral uit het doorgeven van de gegevens uit hun administratie. De juridische posities van de notaris en de custodian zijn dan ook volstrekt verschillend en de rol van de custodian is niet anders dan die van een intermediair.

Op basis van de informatie van aangesloten instellingen kan vastgesteld worden wie aandeelhouder is. De notaris controleert deze informatie niet maar vertrouwt op de juistheid van de informatie. Custodians zijn verplicht een juiste weergave te doen vanuit hun administratie en dienen te faciliteren in de aanmelding bij de aangesloten instellingen die de aanmeldingen in ontvangst nemen. De notaris vertrouwt erop dat de lijsten die hij ontvangt volledig en juist zijn.

## *Proxies en betrokken partijen in Nederland*

### *- Communicatiekanaal Aandeelhouders*

Om het stemmen via volmacht te faciliteren heeft een aantal AEX genoteerde ondernemingen in 1999 het Communicatiekanaal Aandeelhouders opgericht. Het systeem van het Communicatiekanaal komt erop neer, dat aan de aandeelhouders die op deze wijze hun stem willen uitbrengen door de vennootschap een steminstructieformulier wordt gezonden. Het steminstructieformulier kan worden vergezeld met voor de Algemene Vergadering van Aandeelhouders relevante informatie. De aandeelhouder geeft vervolgens op het steminstructieformulier aan op welke wijze hij zijn stem wil uitbrengen, waarna het formulier per post wordt teruggestuurd naar het Communicatiekanaal, waarna een gevolmachtigde de stemmen overeenkomstig de volmacht zal uitbrengen. Het Communicatiekanaal ondersteunt zowel de papieren als de elektronische volmacht. Het Communicatiekanaal fungeert als een soort postorderbedrijf waarmee alleen houders van Nederlandse effectenrekeningen mee worden bereikt. Tegenwoordig kan deze informatie ook op websites van ondernemingen worden teruggevonden. Tijdens de introductie van dit systeem was het voordeel dat een aandeelhouder zich tot de vennootschap kon wenden via het kanaal om een verzoek tot informatieverschaffing en er konden volmachten worden georganiseerd. Dit laatste blijft een voordeel want het kan nog steeds, maar het gebruik ervan neemt af.

- *ANT-Trust & Corporate Services N.V.*

De aandelen op naam van meerdere beursgenoteerde vennootschappen zijn geregistreerd bij ANT. Het trustkantoor treedt bij een deel van de jaarvergaderingen op als onafhankelijke partij die gebonden volmachten (steminstructies) van aandeelhouders ontvangt om namens hen te stemmen op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. In 2005 heeft ANT een belang genomen van 10% in EV-Boxx omdat dit bedrijf destijds een elektronisch systeem had ontwikkeld en beschikte over de technologische kennis op het gebied van 'proxy e-voting'.<sup>93</sup> Ook ANT stemt in overeenstemming met de ontvangen instructie. ANT is derhalve een 'onafhankelijke derde', zoals genoemd in de Code, waar de volmachten de steminstructie kan achterlaten. Dit doet ANT bij voorkeur zonder dat de vennootschap inzage heeft in de volmachten. In de opdrachtbevestiging die ANT afsluit met de vennootschap is dan ook de bepaling opgenomen dat vooroverleg over de inhoud van de steminstructies niet zal plaatsvinden.

- *Electronic Voting Boxx Nederland B.V.*

EV-Boxx is opgericht in 2003. In samenwerking met Getronics PinkRocade is destijds een applicatie gebouwd waarbij de aandeelhouder zich aanmeldt via de website van een bij EV-Boxx aangesloten vennootschap of via [www.evboxx.com](http://www.evboxx.com). Tot nu wordt de software-applicatie alleen gebruikt voor, tijdens en na de Algemene Vergadering van Aandeelhouders om het stemproces op de vergadering te ondersteunen. De applicatie is eigenlijk bedoeld om 365 dagen per jaar met stakeholders, werknemers maar ook met aandeelhouders te kunnen communiceren. Vooralsnog wordt de applicatie ingezet om de custodians te ondersteunen, maar 'in the end' zou iedere individuele aandeelhouder (of groepen van aandeelhouders) de applicatie kunnen gebruiken.

EV-Boxx voegt geen waarde toe en geeft geen stemadvies. EV-Boxx faciliteert alleen de logistiek en is hiermee naar eigen zeggen 'neutral facilitator' in de arena van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders door bij te dragen aan een neutrale infrastructuur. Het bezoeken van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders geschiedt door SECVA, Stichting Elektronische Communicatie Vennootschappen en Aandeelhouders, die als neutrale partij op de vergadering verschijnt. Hiertoe is een netwerk van vertegenwoordigers opgezet. EV-Boxx komt op nagenoeg 150 Algemene Vergaderingen van Aandeelhouders van Nederlandse beursfondsen met stemposities variërend van 15 tot 60 procent van de stemmen. Hierbij is meestal sprake van splitvoting omdat de steminstructies een cumulatie zijn van de custodians en die zijn weer een cumulatie van hun klanten. In de praktijk stemt EV-Boxx voor grote klanten als: Kasbank, Deutsche Bank, Bank National Paribas en SNS (via Kasbank). Het systeem biedt aan institutionele beleggers de mogelijkheid om op elektronische wijze gebonden stemvolmachten te werven van andere institutionele beleggers.

---

<sup>93</sup> Website: [http://www.ant-trust.nl/site/service/asset\\_administration\\_services/electronic\\_voting.html](http://www.ant-trust.nl/site/service/asset_administration_services/electronic_voting.html) press release

- *The Royal Bank of Scotland N.V.*

RBS ziet zichzelf als het verlengstuk van de uitgevende instelling naar de markt en geeft geen stemadviezen. RBS treedt ook niet op als volmachtneer omdat zij van mening is dat dergelijke activiteiten als een mogelijk 'conflict of interest' gezien kunnen worden. RBS geeft aan het systeem zodanig te hebben ingericht, dat medewerkers van RBS geen inzage hebben in de ingevulde steminstructies. RBS kan dan ook niet met de vennootschap overleggen over de inhoud van de ontvangen steminstructies. Wel ziet RBS aan wie de elektronische volmacht gericht is. Na afloop van de vergadering verstuurt het e-voting systeem automatisch een e-mail met daarin de bevestiging dat de stem is uitgebracht. Aangesloten instellingen kunnen via RBS e-voting systeem stemmen. RBS accepteert geen steminstructies van niet aangesloten instellingen.

## **5.5 Conclusies deelonderzoek 'Stembeleid en stemgedrag (van Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers)'**

### *Betrokken aandeelhouderschap*

- Betrokken aandeelhouderschap van Nederlandse institutionele beleggers lijkt vooralsnog het terrein van grotere vermogensbeheerders, die hier tot nu toe op bescheiden schaal in investeren en specifiek beleid formuleren; voor een groot deel van de Nederlandse institutionele beleggers lijkt betrokken aandeelhouderschap een fenomeen dat in de belangstelling staat.
- Om lange termijn betrokkenheid van institutionele beleggers te stimuleren, lijkt een (separate) Code, zoals onderzocht door Kemna en Van de Loo (2009), gericht tot institutionele beleggers het vaakst door respondenten aangegeven als stimuleringsmaatregel.

### *Stembeleid*

- Bij de vaststelling van het stembeleid worden diverse internationale Codes als uitgangspunt gehanteerd: de United Nations Principles for Responsible Investing (UNPRI) en het Eumedion Handboek worden het meest genoemd.
- De handreikingen voor de nadere formulering en verantwoording van de inhoud van een stembeleid, zoals neergelegd in het Eumedion Handboek, lijken nog slechts in beperkte mate te worden toegepast.
- Differentiatie in stembeleid lijkt met name gebruikelijk onder vermogensbeheerders.

### *Stemadviesbureaus*

- De inhuur van stemadviesbureaus, met name ISS/RiskMetrics, is gebruikelijk onder zowel Nederlandse als buitenlandse institutionele beleggers.
- Met name grotere vermogensbeheerders, zowel Nederlandse als buitenlandse, kopen op hun eigen stembeleid afgestemde stemadviezen ('customised stemadvies').
- Het stembeleid van institutionele beleggers, zowel Nederlandse als buitenlandse, wordt ongeacht of men een 'customised' of standaard stemadvies koopt in belangrijke mate vooraf met een stemadviesbureau afgestemd.

- Het blijkt dat de invloed van de stemadviesbureaus op de uiteindelijk uitgebrachte stem bij Nederlandse vennootschappen minder belangrijk is dan op de uitgebrachte stem in buitenlandse vennootschappen. Buitenlandse vermogensbeheerders actief in Nederland lijken deze conclusies te bevestigen<sup>94</sup>.
- Controle van het stemadvies wordt vooral door Nederlandse institutionele beleggers voor hun belangen in Nederlandse beursvennootschappen uitgevoerd; voor buitenlandse belangen lijkt het stemadvies nauwelijks gecontroleerd te worden.
- Stemmen in afwijking van het stemadvies komt in de praktijk zelden voor. Uit gesprekken met institutionele beleggers blijkt dat met name in geval van een advies om tegen te stemmen, kritisch wordt gezien of het stemadvies gehandhaafd moet blijven. Indien institutionele beleggers het negatieve stemadvies handhaven wordt in de meeste gevallen de vennootschap hierover vooraf geïnformeerd.
- Institutionele beleggers achten de invloed van stemadviesbureaus op het bepalen van de stem geringer dan vennootschappen (achtergronden bij deze constatering zijn onder de vennootschappen niet nader onderzocht).
- Uit desk research is gebleken dat de bezorgdheid die wordt gevoeld ten aanzien van stemadviesbureaus de volgende drie aspecten betreft: a) mogelijke belangenverstrengelingen, b) het risico dat stemadviezen geformuleerd worden op basis van verouderde en onvolledige data en c) onvoldoende deskundigheid bij de oordeelsvorming.

#### *Executie van de stem*

- Uit expert interviews blijkt dat over het uitbrengen van de stem op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders via diverse intermediairs geen zekerheid bestaat over de effectieve naleving van de steminstructie van de institutionele belegger, zowel naar aantal, als naar inhoud.
- De rol van voting platforms, custodians en notarissen op proces om te komen tot het succesvol uitbrengen van de stem is volgens institutionele beleggers van grote invloed.
- Voor de controle op de rechtsgeldigheid van stemvolmachten wijzen de diverse betrokken partijen vooral naar elkaar.
- Een controle op de keten van het geven van de stemopdracht tot en met het uitbrengen van de stem lijkt gewenst.

#### *Transparantie stemgedrag*

- Institutionele beleggers vinden in meerderheid het bekend maken van de afgegeven proxy votes voorafgaand aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders niet wenselijk; onder vennootschappen blijkt voorafgaand aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders overigens de helft van de respondenten wel in enige mate op de hoogte te zijn van de afgegeven proxy votes.

---

<sup>94</sup> Opmerkelijk is dat van de 12 aangeschreven buitenlandse institutionele beleggers, waarvan er 5 hebben gerespondeerd, er slechts 2 deze vraag hebben beantwoord.

## 6. Onderzoek ‘Communicatiegedrag van institutionele beleggers’

### 6.1 Onderzoeksvraag en onderzoekspopulatie

De onderzoeksopdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance luidt: ‘Onderzoek het communicatiegedrag van aandeelhouders’.

De Code 2008 bepaalt in best practice IV.3.13 dat de vennootschap een beleid op hoofdlijnen inzake *bilaterale contacten* met aandeelhouders formuleert en publiceert<sup>95</sup>. Onder communicatie tussen de vennootschap en (belangenorganisaties van) institutionele beleggers wordt in dit onderzoek verstaan: de contacten tussen vennootschap en (belangenorganisaties van) institutionele beleggers buiten de (B)AVA om.

Wij hebben ons gericht op bilaterale informele contacten. Voor dit onderzoek zijn uitgezonderd de contacten die plaatsvinden vanuit regulier portfoliomanagement (te weten roadshows, analistenmeetings, ‘one-to-one’s’, en andere vergelijkbare contacten voortvloeiend uit regulier portfoliomanagement).

Het onderzoek betreft de bilaterale contacten die betrekking hebben op het boekjaar 2009. Deze contacten hebben zich derhalve gemanifesteerd tussen de Algemene Vergaderingen van Aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen in 2009 en de Algemene Vergaderingen van Aandeelhouders in 2010.

Ter afbakening van het onderzoek heeft de Monitoring Commissie een aantal specifieke vragen geformuleerd. De onderzoeksvragen voor het verkennend onderzoek naar het communicatiegedrag van institutionele beleggers zoals neergelegd in een separate brief van de Monitoring Commissie d.d. 19 mei jl. luiden:

- Kwantitatief inzicht in contacten tussen vennootschap en (belangenorganisaties van) aandeelhouders [lees: institutionele beleggers] buiten aandeelhoudersvergaderingen;
- Inzicht in de aard van het contact/de communicatie (o.m. over welke onderwerpen) tussen de vennootschap en (belangenorganisaties van) aandeelhouders [lees: institutionele beleggers];
- Inzicht in de beoordeling van deze contacten door de vennootschap en (belangenorganisaties van) aandeelhouders [lees: institutionele beleggers];
- Inzicht in de wijze waarop/op wiens initiatief de contacten tot stand komen.

Ons onderzoek is expliciet *niet* gericht op een gedetailleerde inhoudelijke evaluatie van de communicatie tussen de vennootschap en (belangenorganisaties) van institutionele beleggers. Deze data zijn namelijk niet openbaar.

---

<sup>95</sup> De Commissie Frijns beoogde hiermee de spanning te verminderen tussen het stimuleren van de dialoog tussen vennootschap en aandeelhouders en de voorschriften inzake marktmisbruik. Zie Consultatiedocument 2006: [www.monitoringcommissiecorporategovernance.nl](http://www.monitoringcommissiecorporategovernance.nl).

## *Institutionele beleggers en vennootschappen*

De totale onderzoekspopulatie voor het ‘onderzoek naar communicatiegedrag’ is geheel identiek aan de onderzoekspopulatie voor het ‘nalevingsonderzoek’ zoals beschreven in paragraaf 5.2.

### **6.2 Respons**

#### *Institutionele beleggers*

<i>Aard institutionele belegger</i>	<i>Totale populatie</i>	<i>Respons in aantallen</i>	<i>Respons in % van de totale populatie</i>
Pensioenfondsen met zetel in NL	418	38	9%
Levensverzekeraars met zetel in NL	53	3	6%
Beleggingsinstellingen met zetel in NL	121	11	9%
Vermogensbeheerders met zetel in NL	12	6	50%
Buitenlandse institutionele beleggers	12 <sup>96</sup>	5	41%
Totaal	616	63	10%

Tabel 12: Totale populatie respondenten en responspercentage communicatieonderzoek

#### *Vennootschappen*

<i>Vennootschappen:</i>	<i>Totale populatie</i>	<i>Respons in aantallen</i>	<i>Respons in % van de totale populatie</i>
AEX	21	15	71%
AMX	21	12	57%
AscX	20	11	55%
Lokaal	42	8	19%
Totaal	104	46	44%

Tabel 13: Totale populatie respondenten en responspercentage communicatieonderzoek

Voor de analyse van de respons wordt in het geheel verwezen naar paragraaf 5.3.

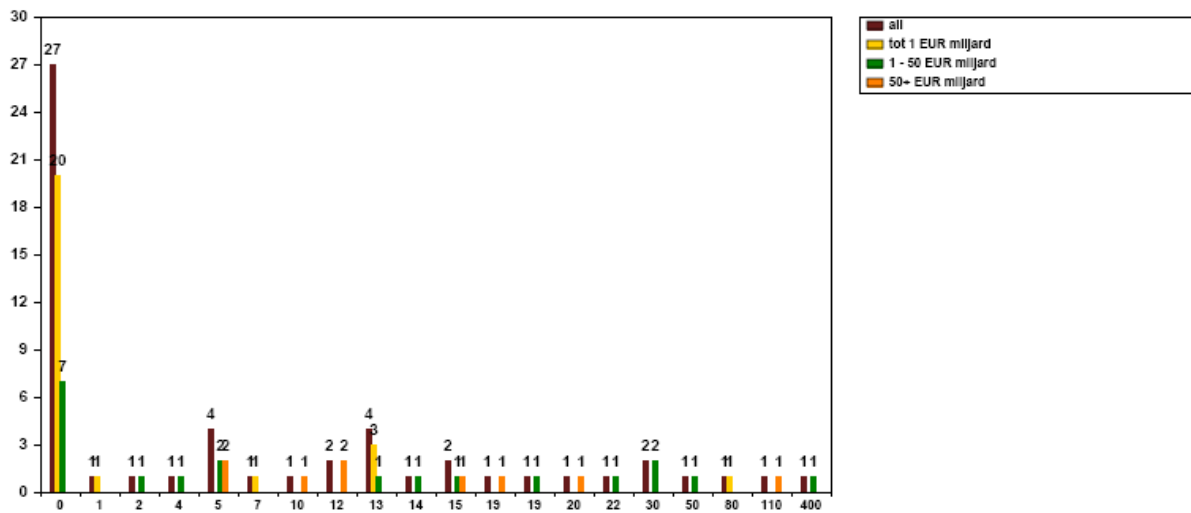
### **6.3 Resultaten empirisch onderzoek**

Naast een algemene verkenning aan de hand van bestaande onderzoeken en evaluaties naar het fenomeen dialoog, waarvan de belangrijkste relevante bevindingen in de vorige paragraaf zijn weergegeven, hebben wij een verkennend empirisch onderzoek gedaan onder institutionele beleggers. De belangrijkste conclusies uit dit empirisch onderzoek zijn onderstaand weergegeven.

---

<sup>96</sup> Voor dit onderzoek niet van toepassing.

*De frequentie van dialoog tussen vennootschap en institutionele beleggers verschilt onderling sterk. Q112*

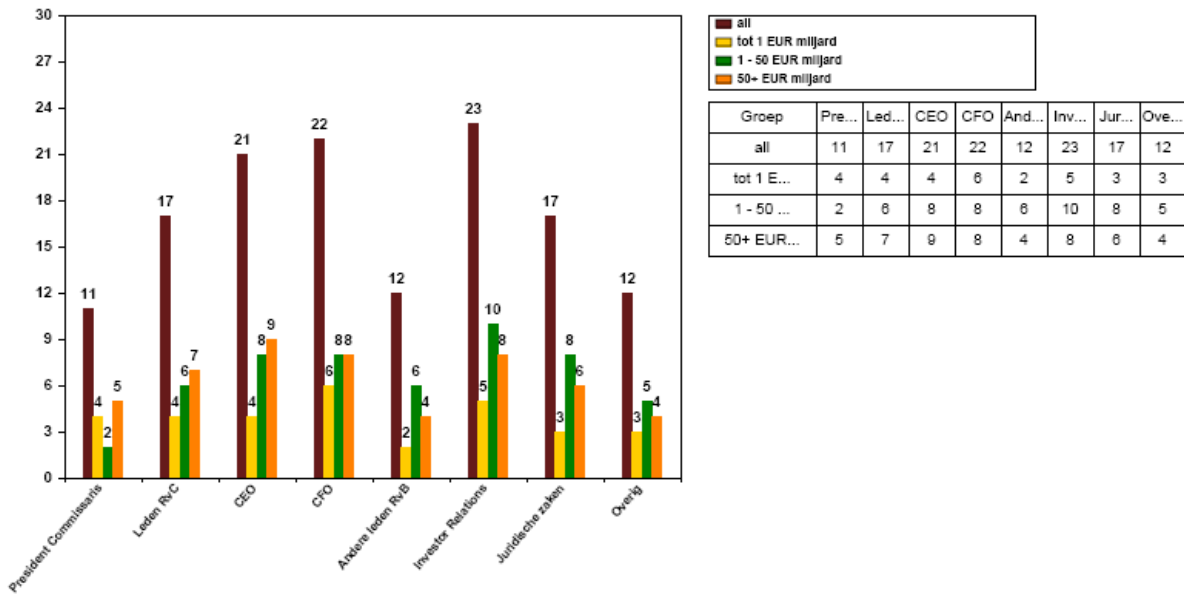


Op de vraag: ‘Hoe vaak heeft u, uit hoofde van betrokken aandeelhouderschap, gedurende het aandeelhoudersseizoen 2010 over boekjaar 2009 contact gehad met bestuurders dan wel vertegenwoordigers van individuele vennootschappen buiten de (B)AVA’s om?’ antwoordt slechts een beperkte groep respondenten dat zij twaalf keer of meer op deze wijze contact met een vennootschap hadden. Het aantal respondenten dat meer dan vijftig keer contact heeft gehad met de vennootschap is zeer beperkt (4). Uit expert interviews komt naar voren dat de omvang van belegd vermogen hier een rol in lijkt te spelen (zie ook Q112), evenals het belang dat een belegger houdt in de betreffende vennootschap.

Interessant is dat in de respondentengroep vennootschappen door 56% wordt aangegeven dat zij twaalf keer of meer met één of meer individuele aandeelhouders contact hebben gehad; 34% geeft zelfs aan meer dan vijftig keer contact te hebben gehad met individuele aandeelhouders. Deze discrepantie is als volgt verklaarbaar. De vraag die gesteld dient te worden is of de discrepantie te wijten is aan het verschil in onderzoekspopulaties: het kan namelijk zijn dat de institutionele beleggers in de groep respondenten niet per definitie – of zeer waarschijnlijk niet – dezelfde beleggers zijn als die een belang hebben in de respondentengroep vennootschappen.

*In de dialoog tussen vennootschap en institutionele belegger lijkt de vennootschap zich primair te laten vertegenwoordigen door de CEO, CFO en/ of Investor Relations. De Raad van Commissarissen en in het bijzonder de President-commissaris lijken hierin een beperkte rol te hebben. Q112a.*





De dialoog lijkt zich primair tussen voorgenoemde partijen af te spelen. Zowel de institutionele beleggers als de vennootschappen schetsen dit beeld. Juridische zaken, de overige leden van de Raad van Bestuur, alsmede de overige leden van de Raad van Commissarissen worden slechts in beperkte mate door institutionele beleggers genoemd als hun gesprekspartners. Volgens Schuit (2010)<sup>97</sup> is het in de Verenigde Staten en alle ons omringende landen (met uitzondering van Duitsland) gebruikelijk dat de Chairman contacten heeft met de grootaandeelhouders. In Nederland bestaat grote terughoudendheid bij het hebben van contact tussen de Chairman en de grootaandeelhouders. De Code kent op een beperkt aantal plaatsen een bijzondere rol toe aan de voorzitter van de Raad van Commissarissen in het overleg met aandeelhouders buiten de aandeelhoudersvergadering. Volgens principe III.4 is de voorzitter van de Raad van Commissarissen het voornaamste aanspreekpunt voor aandeelhouders over het functioneren van bestuurders en commissarissen. Grote buitenlandse investeerders in Nederlandse aandelen zijn veelal onbekend met de Nederlandse tradities op dit punt en verwachten eenzelfde vorm van overleg als in de meeste ons omringende landen het geval is.

*De dialoog is goed maar kan inhoudelijk verbeteren. Q114*

Ten aanzien van de beoordeling van de inhoudelijkheid van de dialoog, zijn de volgende bevindingen gedaan. Zowel de institutionele beleggers als de vennootschappen beoordelen de contacten met de vennootschappen qua inhoudelijkheid als goed. De institutionele beleggers, met name de pensioenfondsen en vermogensbeheerders geven aan dat de inhoudelijkheid van de dialoog kan verbeteren.

<sup>97</sup> Schuit, S.R., "The Chairman makes or breaks the Board: de rol van de Chairman van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen", Gopher B.V., mei 2010.

*De frequentie van dialoog lijkt goed, maar met name voor grotere beleggers. Q114a*

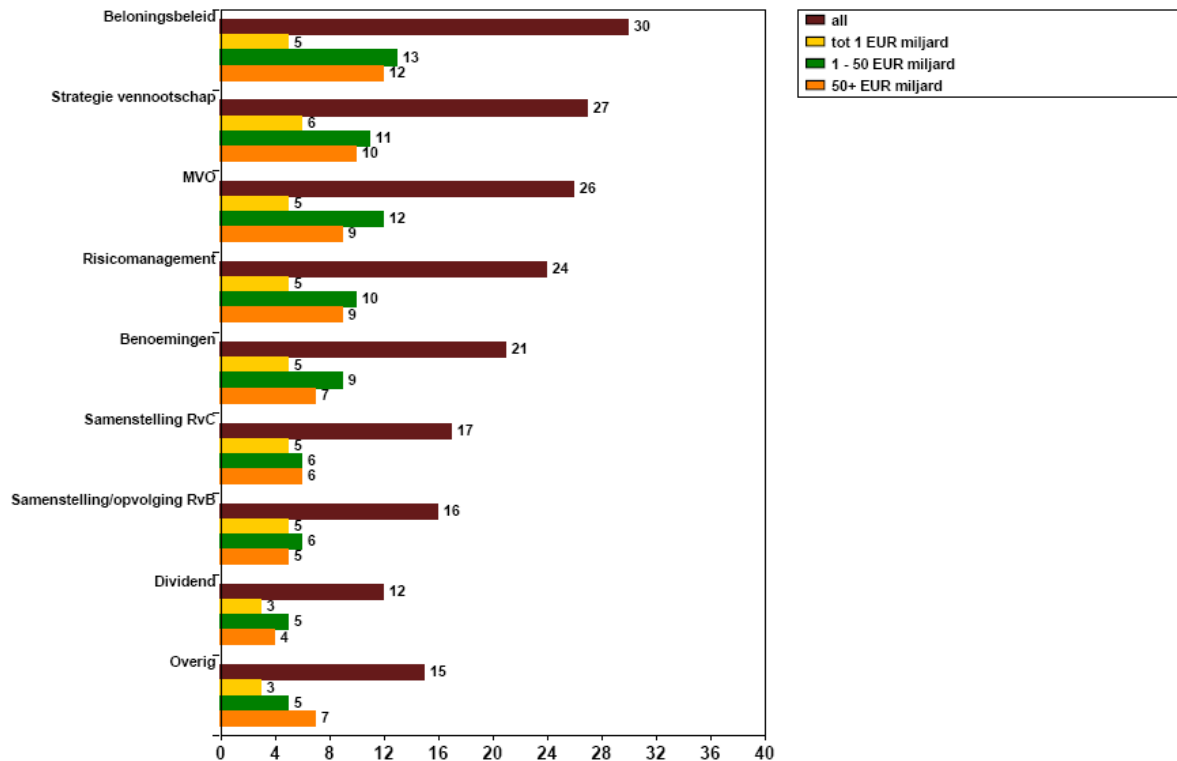
Ten aanzien van de frequentie van de dialoog, ‘scoort’ de respondentengroep institutionele beleggers evenals de vennootschappen de contacten qua frequentie goed. De institutionele beleggers, met name pensioenfondsen en vermogensbeheerders geven aan dat de frequentie omhoog mag. Omvang van belegd vermogen lijkt een factor te zijn die van invloed is op de beoordeling van de inhoudelijkheid en frequentie van dialoog.

*Het initiatief voor dialoog komt zowel van de vennootschap als van de institutionele belegger. Q115*

Naast inhoudelijkheid en frequentie is onderzocht wie het initiatief neemt voor de dialoog. Uit onze bevindingen blijkt dat zowel vennootschap als institutionele beleggers in gelijke mate het initiatief nemen voor de dialoog. Vanuit beide kanten lijkt de dialoog derhalve gewenst. De rol van de belangenorganisatie lijkt hierin beperkt. Voor zover sprake is van een initiatief vanuit een belangenorganisatie wordt primair Eumedion genoemd.

*De dialoog lijkt zich primair te richten op strategie en beloningsbeleid. Q119*

Ten aanzien van de onderwerpen waarover buiten de (B)AVA overleg plaatsvindt tussen vennootschap en aandeelhouder, tonen onze bevindingen dat dit primair de strategie van de vennootschap en het beloningsbeleid betreft. Hierna worden genoemd het risicomangement, MVO en benoemingen (zie onderstaand figuur). Vennootschappen responderen dat de dialoog met name gaat over de strategie en het beloningsbeleid.



Figuur 14: Onderwerpen dialoog

*Grotere institutionele beleggers en vennootschappen lijken zich belemmerd te voelen in het voeren van de dialoog door voorwetenschap en 'acting in concert' bepalingen. Q123ev*

Ten slotte is in dit onderzoek gekeken naar de mate waarin institutionele beleggers zich vrij voelen om in dialoog over allerlei onderwerpen met de vennootschap te spreken. Grotere institutionele beleggers, die ook vaker dan kleinere partijen de dialoog aangaan, lijken zich beperkt te voelen door de Nederlandse regels met betrekking tot voorwetenschap en 'acting in concert' bepalingen. Respondenten geven aan zich niet belemmerd te voelen door de vennootschappen zelf, noch door andere institutionele beleggers.

## **6.4 Onderzoek naar de dialoog: 'de invloed achter de schermen'**

### **6.4.1 Evaluatie Eumedion aandeelhoudersseizoen 2010**

In de evaluatie aandeelhoudersseizoen 2010 stelt Eumedion dat in de afgelopen jaren steeds sterker het belang van dialoog tussen de vennootschap en haar aandeelhouders, zowel voor als tijdens de aandeelhoudersvergadering, wordt benadrukt.

In het afgelopen aandeelhoudersseizoen is volgens Eumedion gebleken dat beursvennootschappen in toenemende mate bereid zijn om voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering, vooral ten aanzien van de onderwerpen die op de agenda (komen te) staan, de dialoog met aandeelhouders daadwerkelijk aan te gaan, teneinde in een vroege fase aandeelhouders uitleg te verschaffen over mogelijke voorstellen ('reguliere' corporate governance onderwerpen, van niet-strategische aard), om voorlopige opvattingen van de aandeelhouders te vernemen en om dit mee te wegen in het uiteindelijke voorstel dat aan de aandeelhoudersvergadering wordt voorgelegd.

Ook komt het volgens Eumedion voor dat aandeelhouders wordt gevraagd naar hun wensen en input ten aanzien van specifieke onderdelen van het jaarverslag. Van de kant van de vennootschappen wordt volgens de analyse van Eumedion de dialoog met aandeelhouders door verschillende functionarissen gedaan, vaak afhankelijk van het karakter van het onderwerp. Soms wordt de bestuursvoorzitter of CFO 'ingezet', soms de President-commissaris of de voorzitter van de remuneratiecommissie, veelal bijgestaan door de secretaris van de vennootschap en – afhankelijk van het onderwerp – het hoofd van de juridische afdeling, het hoofd 'human resources', het hoofd 'corporate control' of de interne accountant. De dialoog vangt in de praktijk volgens Eumedion veelal aan met de laatste groep van functionarissen. Voorts constateert Eumedion dat de kwaliteit van de dialoog verschillend is. De kwaliteit van de dialoog wordt volgens Eumedion voor een groot deel bepaald door de lengte van de periode waarbinnen aandeelhouders hun mening over (concept)voorstellen kunnen geven; het tijdig opstarten van de consultatie kan onnodige polarisatie kort voor of tijdens de aandeelhoudersvergadering voorkomen. Dit alles laat onverlet dat bestuur en Raad van Commissarissen altijd een eigen afweging moeten maken bij het uiteindelijke voorstel dat aan de aandeelhoudersvergadering wordt gepresenteerd. Bestuur en Raad van Commissarissen dienen immers ook andere belangen bij het voorstel te betrekken dan alleen het aandeelhoudersbelang. Bestuur en Raad van Commissarissen zijn uiteindelijk ook verantwoordelijk voor het voorstel dat wordt gepresenteerd.

#### 6.4.2 Beperkende factoren bij de gewenste dialoog tussen onderneming en aandeelhouder

Zoals in hoofdstuk 2 aan de orde kwam beoogt de dialoog een bijdrage te leveren aan de verbetering van de ‘aandeelhoudersbetrokkenheid’, die wordt nagestreefd om te komen tot een verbetering van de ‘checks and balances’ binnen de onderneming. In het VK is deze shareholders engagement uitgewerkt in de Stewardship Code (die op 1 juli van kracht werd), in aanvulling op de UK Corporate Governance Code. In Nederland komt de dialoog aan de orde in het tweede Principe van hoofdstuk IV.4 in de Code en is ingegeven door dezelfde overwegingen als genoemd voor het VK. Deze bepaling geldt in de Code voor alle aandeelhouders, en ziet derhalve niet, althans niet primair, op het belang van de achterliggende belanghebbenden van de institutionele belegger toe. De Nederlandse bepaling is 'passief' geformuleerd: 'de aandeelhouders zijn bereid om een dialoog met de vennootschap en medeaandeelhouders aan te gaan'. Hieruit volgt geen oproep tot een actieve betrokkenheid. Een dialoog vergt naar haar aard twee of meer partijen. Opmerkelijk is dat de Code veronderstelt dat de vennootschap met elke aandeelhouder een dialoog zou moeten aangaan, hetgeen onwenselijk lijkt. Anders dan in het VK, wordt de dialoog met een Nederlandse vennootschap altijd gevoerd binnen het stakeholder model, waardoor de aandacht voor het belang van de aandeelhouder enigszins is afgezwakt. Bovendien houden Nederlandse aandeelhouders zelden grote pakketten die aandeelhoudersbetrokkenheid voor de vennootschap interessant maken.

Hierna wordt onderscheid gemaakt tussen informatievervalsing binnen en buiten de Algemene Vergadering van Aandeelhouders, met als tussenconclusie dat de informatierechten voor de individuele aandeelhouders buitengewoon beperkt zijn. Als het al komt tot dialoog tussen de vennootschap en een aandeelhouder kan deze beperkt worden door het verbod van voorwetenschap. Een indicatieve vergelijking tussen Nederland en het VK leert dat de aantrekkelijkheid van de dialoog voor grootaandeelhouders mede gelegen is in de mogelijkheid om met de Chairman te spreken over het functioneren van het management en de bezoldiging. Het VK kent, in tegenstelling tot Nederland, een traditie voor dergelijk overleg. Tot slot wordt een aanbeveling gedaan over de toekomstige formulering van de dialoog in de Nederlandse Code. De nadruk van dit deelonderzoek ligt op de beperkingen die de onderneming bij een dialoog met aandeelhouders in acht heeft te nemen<sup>98</sup>.

#### *Dialoog*

De Code verplicht de aandeelhouder om bereid te zijn om een dialoog met de vennootschap en medeaandeelhouders aan te gaan.<sup>99</sup> De preambule van de Code stelt dat het om een continue en constructieve dialoog dient te gaan.<sup>100</sup> De UK Corporate Governance Code stelt dat de ‘board as a whole’ verantwoordelijk is voor het tot stand komen van een deugdelijke dialoog.<sup>101</sup> Daarnaast is door de FRC per 1 juli 2010 de Stewardship Code opgesteld, als

---

<sup>98</sup> Met dank aan Roland Wiedhaup die over dit onderwerp onder leiding van prof. mr. S.R. Schuit, adviseur van het projectteam, een afstudeerscriptie schreef voor de Master Rechtsgeleerdheid aan de Universiteit Utrecht. Voor deze scriptie heeft hij een aantal interviews gehouden, in Nederland en in het VK.

<sup>99</sup> Corporate Governance Code 2008, 2e Principe van IV.4.

<sup>100</sup> Corporate Governance Code 2008, Preambule 10.

<sup>101</sup> UK Corporate Governance Code 2010, E1 main Principle.

aanvulling op de UK Corporate Governance Code. Deze Code richt zich tot de institutionele belegger en beoogt een bijdrage te leveren aan de verbetering van de 'shareholder engagement'. De dialoog neemt in Nederland verscheidene vormen aan, zowel constructief als controversieel, en het kan een enkel e-mailverkeer omvatten tot het 'one-on-one' gesprek.<sup>102</sup> Het nut van een dergelijk rechtstreeks gesprek wordt in Nederland breed ondersteund.<sup>103</sup> Bij een controversiële dialoog ontbreekt veelal het continue en constructieve aspect; het gaat in dergelijke gevallen vaak om de korttermijn winst van de aandeelhouder en dat is meestal niet het oogmerk van de ondernemingsleiding.

### *Bereidheid*

Indien men de Nederlandse Code naast die van het VK legt is er een aantal verschillen dat tekstueel als ook inhoudelijk in het oog springt. De oproep tot 'bereidheid' voor een dialoog richting aandeelhouder lijkt een onvoldoende stimulans te zijn tot een actieve opstelling van de aandeelhouder om in dialoog te treden met de vennootschap. Een meer indringende bewoording zou tot een beter resultaat kunnen leiden.

### *Aandeelhouder*

Daarnaast valt op dat bovenstaand principe, in de Code van 2003 nog geschreven voor de institutionele belegger, zich thans richt tot de 'aandeelhouder'.<sup>104</sup> In de wetenschap dat een beursvennootschap zich kenmerkt door een zeer divers aandeelhoudersbestand met onder hen (particuliere) beleggers met slechts enkele aandelen, is het praktisch onuitvoerbaar en daarbij voor een vennootschap ook onwenselijk om met iedere aandeelhouder in dialoog te gaan. Om die reden zou een afbakening plaats moeten vinden met betrekking de aandeelhouder die aanspraak kan maken op een dialoog. De aandacht zou overigens ook weer niet beperkt moeten worden tot enkel een 'institutionele belegger', doch een significant (intrinsiek) minimum belang zou hier wellicht beter op zijn plaats zijn. Voor deze afbakening zou aangesloten kunnen worden bij de ondergrens die wordt gebruikt bij het huidige agenderingsrecht.<sup>105</sup> Op een dergelijke manier kan worden bepaald wanneer de aandeelhouder '*recht van spreken*' heeft. Het is van evident belang voor een vruchtbare dialoog dat de hoofdrolspelers bekend zijn.<sup>106</sup>

---

<sup>102</sup> De mogelijkheid tot het aangaan van een 'one-on-one gesprek' volgt o.a. uit de best practice bepalingen IV.3.4 en IV.3.13.

<sup>103</sup> Zie o.a.: Monitoring Commissie Corporate Governance Code, rapport over de evaluatie en actualisering van de Nederlandse Corporate Governance Code, juni 2008, pag. 81; en: Raaijmakers, G.T.M.J. (2007). *Communicatie tussen beursondernemingen en aandeelhouders in en buiten de AVA*, Tijdschrift voor ondernemingsbestuur 2007/14, p.10; en: Strik, D.A.M.H.W. (2007), *To play or to be in Play; over de preventie van aandeelhoudersactivisme*, Tijdschrift Ondernemingsrecht 2007/72, p.9.

<sup>104</sup> Zie: Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Rapport over de evaluatie en actualisering van de Nederlandse Corporate Governance Code*, juni 2008, pag. 82.

<sup>105</sup> Art. 2:114a lid 2 BW .

<sup>106</sup> Zie voor het belang van het besef van de eigen rol ook : Loo, E.L.H.M. van de & A. Kemna (2009), *Rol Institutionele beleggers in relatie tot raden van bestuur en commissarissen, een drieboekverkenning*, Een kwalitatief onderzoek in opdracht van Eumedion, oktober 2009.

### *Stakeholder model*

Het is moeilijk voor de aandeelhouder om het bestuur tot verantwoording te roepen indien de vennootschap, zoals in het Nederlandse stakeholder model geldt, niet verplicht is primair het belang van de aandeelhouders te dienen. In geval van een doelstellingen-arbitrage van de kant van het bestuur ligt derhalve een beperking van een vruchtbare dialoog op de loer. Een krachtige stimulans richting bestuur zou daarom wenselijk zijn. Het principe aangaande de dialoog hoort derhalve niet uitsluitend thuis in hoofdstuk IV van de Code, maar tevens bij de verantwoordelijkheden van het bestuur in hoofdstuk II.

### *Informatierecht binnen de Algemene Vergadering van Aandeelhouders*

In Nederland wordt de fysieke vergadering traditioneel gezien als middel voor uitoefening van invloed door aandeelhouders door middel van een zinvolle discussie en door communicatie met de ondernemingsleiding. Tegenwoordig is 84% van de aandelen die wordt verhandeld in de AEX-index in handen van institutionele beleggers en daarvan is 72% in handen van buitenlandse beleggers.<sup>107</sup> Gezien het feit dat de aandeelhouders in het overgrote deel grote beleggers zijn die fysiek ver van de vennootschap af staan wordt een zinvolle discussie ter vergadering ernstig bemoeilijkt. Het stemgedrag wordt meestal reeds voor de vergadering bepaald, waarna een bindende steminstructie wordt meegegeven aan een partij die wel aanwezig zal zijn (proxy-voting). Ondanks de vaak grote opkomst van aandeelhouders, vertegenwoordigen zij vaak een relatief klein deel van het stemgerechtigd kapitaal.<sup>108</sup>

Het gaat bij de informatierechten van de institutionele beleggers niet om de rechten van het orgaan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders, doch om individuele informatierechten. Vrij algemeen wordt aangenomen dat de individuele aandeelhouder, hoewel de wet hierover niet spreekt, recht heeft op inlichtingen tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Dit sluit ook aan bij de Code en de per 1 juli 2010 in Nederland in werking getreden wet betreffende de Richtlijn Aandeelhoudersrechten<sup>109</sup>. Desalniettemin kan het bestuur zich altijd beroepen op een zwaarwegend belang van de vennootschap die zich tegen beantwoording van een vraag van een aandeelhouder verzet<sup>110</sup> (dit speelt natuurlijk minder buiten de Algemene Vergadering van Aandeelhouders). In de praktijk belemmert dit veelal een dialoog tussen aandeelhouder en bestuur.

De regels omtrent voorwetenschap<sup>111</sup> vormen in theorie een ernstige belemmering om aandeelhouders (op specifieke, strategische punten) informatie te verstrekken die koersgevoelig is, zo heeft de AFM duidelijk gemaakt.

---

<sup>107</sup> Eumedion rapport, Evaluatie AVA-Seizoen 2010, pag. 16.

<sup>108</sup> Abma, R. (2009). *Ontwikkelingen in en conclusies uit de jaarlijkse algemene vergaderingen*, Ondernemingsrecht, 2009/116, paragraaf 2.2.

<sup>109</sup> Richtlijn Aandeelhoudersrechten, 36/2007/EG, *PbEU 2007, L 184/17*.

<sup>110</sup> Art. 2:107 lid 2 BW.

<sup>111</sup> Koersgevoelige informatie meegedeeld door vennootschap dient aan derden gelijktijdig dan wel onverwijld te worden verschaft, krachtens art. 5:25i lid 5 Wft, jo. art. 5:53 Wft.

### *Informatierecht buiten de Algemene Vergadering van Aandeelhouders*

Een vruchtbare dialoog kan vermoedelijk enkel buiten de Algemene Vergadering van Aandeelhouders plaatsvinden, in de vorm van ‘selectieve contacten’, bij voorkeur in de vorm van een of meer ‘one-on-one’s’. Deze vorm van dialoog is niet onbesproken, maar verdient de nodige nadere aandacht en heroverweging.

Hoewel de Code uitvoerige bepalingen bevat over informatieverstrekking tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders, blijkt er uit de Code (en de wet) geen individueel informatierecht voor de aandeelhouder. In het recente ASMI-arrest<sup>112</sup> heeft de Hoge Raad zich hier over uitgesproken. Hij stelt dat de Ondernemingskamer ‘uit het oog verloren heeft dat het bestuur van ASMI primair verantwoordelijk is voor de te volgen strategie en voor de corporate governance.’ Volgens de Hoge Raad is het aan het bestuur om te bepalen of over het beleid al dan niet wordt overlegd met de aandeelhouders. Daarnaast is het bestuur niet verplicht vooraf de Algemene Vergadering van Aandeelhouders te betrekken bij de besluitvorming. Advocaat-generaal Timmerman schrijft het volgende hierover in zijn conclusie: ‘Hoewel ik uitzonderingen niet bij voorbaat wil uitsluiten, kan ik voorshands geen situatie bedenken waarin toch een individueel informatierecht van een aandeelhouder buiten de Algemene Vergadering van Aandeelhouders moet worden aangenomen’. In de Stork-uitspraak<sup>113</sup> in 2007 verplichtte de Ondernemingskamer nog min of meer tot een dialoog tussen belangrijke aandeelhouders en het bestuur. Met de huidige opvatting lijkt de rol van de aandeelhouder, waarschijnlijk gevoed door de problematiek omtrent activistische aandeelhouders, sterk teruggedrongen.

### *Het verbod op mededeling van voorwetenschap buiten de Algemene Vergadering van Aandeelhouders*

Wellicht de belangrijkste beperking op een dialoog buiten de Algemene Vergadering van Aandeelhouders vormt het verbod op mededeling van koersgevoelige informatie. De Richtlijn Marktmissbruik heeft middels de maximum harmonisatie en de zogenaamde ‘Lamfalussy-procedure’ gezorgd voor een strikte implementatie in de Nederlandse en ook in Britse wet. Voornamelijk de art. 5:57 Wft en 5:25i Wft vormen in ons land een beperkende factor voor de dialoog. Voor de onderneming beperkt dit haar mogelijkheid om informatie te verschaffen door de strenge sancties ingeval van overtreding, zoals schadevergoeding aan andere beleggers die niet de beschikking hebben gehad over de (selectief) verstrekte informatie. Aan de kant van de aandeelhouder is daarbij een grote zorg om vooral niet in het bezit te geraken van nog niet (onverwijld) ‘bekend gemaakte’ informatie. Ongewenste vergaring van dergelijke informatie leidt tot een verplichte handelsrestrictie en belemmert de belegger in haar liquiditeit.

Daarbij speelt nog aanvullend dat in Nederland de institutionele beleggers overwegend niet in het bezit zijn van grote pakketten aandelen. Zij hebben daarom wellicht niet voldoende interesse in het bedrijf aangezien zij met de eventueel vergaarde informatie toch minder kunnen uitrichten. Aldus zal het risico om tot het ‘uiterste’ te gaan om informatie te vergaren minder snel genomen worden. In het VK bijvoorbeeld bezitten de institutionele beleggers overwegend grote pakketten en zijn daarom meer geneigd zich te richten tot het bestuur.

---

<sup>112</sup> HR 9 juli 2010, LJN BM0976 (ASMI), r.o. 3.6.7.

<sup>113</sup> OK 17 januari 2007, JOR 2007/42 (Stork).

### *Het standpunt van de AFM*

De AFM heeft een belangrijke rol in deze problematiek en is gehouden tot een interpretatie van de regels betreffende marktmisbruik.<sup>114</sup> Het is juist de AFM die de nodige onduidelijkheid heeft gecreëerd; zij heeft door uitspraken bij de betrokkenen de perceptie doen ontstaan dat zij een sterke terughoudendheid adviseert bij het aangaan van de 'one-on-one's'. Na de daarop ontstane kritiek heeft de AFM geprobeerd duidelijkheid te verschaffen door middel van persberichten en publicaties op haar website. Thans stelt zij dat het de onderneming en de belegger vrij staat om in een dialoog informatie te delen over algemene onderwerpen waaronder begrepen ontwikkelingen (kansen en bedreigingen) binnen de sector van de onderneming, maar daarbij mag geen koersgevoelige informatie over tafel gaan. Dit lijkt inderdaad een zekere verduidelijking te zijn, maar zowel vennootschappen als beleggers blijven zitten met de vraag wat nu precies 'koersgevoelig' is. De AFM definieert dit als: 'concrete, nog niet algemeen verkrijgbare informatie'<sup>115</sup>. Relevante informatie, in zinvolle gesprekken, zal hier vrij snel onder vallen.

### *Acting in Concert*

Buiten de onduidelijkheid die bestaat vanwege de regels omtrent voorwetenschap, is er enige terughoudendheid bij partijen door de 'acting in concert' regels. Door samen op te trekken met andere (institutionele) beleggers<sup>116</sup> kan onder omstandigheden de verplichting ontstaan tot een zeggenschapsmelding of tot een verplicht openbaar bod indien het gezamenlijke belang ten minste 30% bedraagt.<sup>117</sup> Veelal blijken institutionele beleggers de afspraak te maken wie een vergadering bijwoont, wie de dialoog voert met de onderneming en hoe er wordt gestemd. Bij beleggers die in het bezit zijn van de aandelen van AEX-bedrijven speelt deze terughoudendheid in mindere mate dan bijvoorbeeld bij de AMX of AscX, vanwege het feit dat door de omvang van de marktkapitalisatie van AEX-fondsen de gezamenlijke belangen veelal onder de drempelwaarden blijven.<sup>118</sup>

### *One-tier/two-tier*

Een ander groot verschil tussen het VK en Nederland ligt in het feit dat Nederlandse ondernemingen (overwegend) gebruik maken van de two-tier bestuursstructuur. In de praktijk zijn het dan meestal de CEO of de CFO, die samen met de Investor Relations Officer de contacten met de beleggers onderhouden. Vaak is het ook de afdeling Investor Relations zelf die het contact met de beleggers onderhoudt. De omvang van het belang dat een aandeelhouder heeft in de onderneming lijkt te bepalen met wie het overleg plaatsvindt. Het is in Nederland niet gebruikelijk dat een lid van de Raad van Commissarissen in dialoog

---

<sup>114</sup> Art. 1:25 lid 2 Wft.

<sup>115</sup> Website: <http://www.afm.nl/nl/professionals/afm/marktmisbruik/koersgevoelige-informatie>.

<sup>116</sup> Corporate Governance Code 2008, 2e Principe van IV.4: "Hieronder valt de bereidheid om een dialoog met de vennootschap en medeaandeelhouder aan te gaan".

<sup>117</sup> O.a. art. 5:70 Wft jo. Art.1:1 Wft .

<sup>118</sup> De AFM heeft duidelijk gemaakt dat van 'acting in concert' geen sprake is indien samenwerking is gericht op voorbereiding op een enkele vergadering of t.a.v. de reguliere punten. Enkel indien meerdere malen wordt samengewerkt met strategiewijziging of aanwijzing van bestuurders als doel kan hiervan sprake zijn. Over het verplicht openbaar bod is meer duidelijkheid gewenst, zie o.a:

[http://eumedion.nl/page/downloads/Commentaar\\_Wft\\_wijziging\\_2012\\_deel\\_II.pdf](http://eumedion.nl/page/downloads/Commentaar_Wft_wijziging_2012_deel_II.pdf)



treedt met de belegger. In de Code heeft men geen dwingende bepaling willen opnemen om de voorzitter van de Raad van Commissarissen (ook wel genoemd de Chairman) als aanspreekpunt te maken voor de belegger (behalve wanneer er problemen zijn met het bestuur).<sup>119</sup> De eerdergenoemde ASMI-uitspraak van de Hoge Raad betreft eveneens de rol van de Raad van Commissarissen. Duidelijk is gemaakt dat de Raad van Commissarissen niet gedwongen kan worden zich te bemoeien met conflicten tussen bestuur en aandeelhouders. In het VK (one-tier) ligt er, naast de verantwoordelijkheid van de CEO en CFO, juist een grote verantwoordelijkheid bij de Chairman. Deze '*non-executive director*' wordt door de UK Corporate Governance Code aangewezen als de persoon die in veel gevallen het contact met grootaandeelhouders onderhoudt. Hij dient op constructieve wijze een continue dialoog te voeren met aandeelhouders over Corporate Governance onderwerpen en ook over de strategie.<sup>120</sup>

### *Samenvatting*

De dialoog tussen grote institutionele beleggers en de vennootschap biedt ruimte voor verbetering van 'aandeelhoudersbetrokkenheid', mits aan een aantal voorwaarden is voldaan:

1. De dialoog moet in vertrouwen kunnen plaatsvinden.
2. Desgevraagd zou de Chairman voor overleg beschikbaar moeten zijn en niet noodzakelijk steeds in aanwezigheid van de CEO.
3. Niet alle aandeelhouders moeten aanspraak kunnen maken op een dialoog met de vennootschap, doch slechts 'grootaandeelhouders'. Het agenderingsrecht kan hierbij als ondergrens dienen.
4. De bepaling inzake het aangaan van de dialoog hoort niet uitsluitend thuis in Hoofdstuk IV van de Code, maar ook in Hoofdstuk II.
5. De dialoog moet niet worden geformuleerd als een 'recht', maar als een wenselijkheid om aandeelhoudersbetrokkenheid te bevorderen. Het besef van de betrokken partijen van hun rol hierbij blijkt daarbij van evident belang.
6. De passieve formulering 'bereidheid' zoals omschreven in het tweede principe van hoofdstuk IV van de Code dient te worden heroverwogen en zou een oproep kunnen inhouden tot een actieve betrokkenheid.
7. Van de AFM is een duidelijk en eenduidig standpunt gewenst aangaande de inhoudelijke toelaatbaarheid van de dialoog. Er is daarom meer 'guidance' gewenst omtrent de begrippen 'koersgevoeligheid' en 'acting in concert'.

---

<sup>119</sup> Zie verder voor de rol van de Chairman: Prof. mr. Steven Schuit (2010). *The Chairman Makes or Breaks the Board*, De rol van de Chairman van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, Gopher, Mei 2010.

<sup>120</sup> UK Corporate Governance Code, Provision E.1.1.

## 6.5 Conclusies deelonderzoek ‘Communicatiegedrag (van Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers)’

- De dialoog tussen vennootschap en institutionele belegger is een belangrijk fenomeen dat zich in toenemende mate verplaatst naar de bestuurskamers en leidt tot een uitholling van het overleg dat plaatsvindt in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders.
- Zowel vennootschappen als institutionele beleggers lijken de dialoog te initiëren.
- Uit expert interviews blijkt dat de omvang van het belang dat Nederlandse institutionele beleggers hebben in Nederlandse beursvennootschappen veelal te gering is (veelal <5%) en de tijdsduur gedurende welke van het belang wordt gehouden te kort is om op individuele basis inhoudelijk in de vorm van een dialoog met de onderneming te spreken over onderwerpen als strategie en bedrijfsvoering.
- Uit expert interviews blijkt dat *vanuit de vennootschap* belang wordt gehecht aan een meer eenduidig optreden door de institutionele belegger naar de vennootschap. Dit vergt binnen de praktijk van de institutionele belegger een onderlinge afstemming van standpunten tussen enerzijds de portfoliomanagers en anderzijds de corporate governance afdeling, voor zover aanwezig.
- Uit expert interviews en desk research blijkt dat de dialoog tussen grote aandeelhouders en de vennootschap mogelijkheden lijkt te bieden voor een verbetering van aandeelhoudersbetrokkenheid, met name wanneer de President-commissaris beschikbaar zou zijn om te overleggen over de samenstelling van het bestuur en remuneratie.
- De dialoog lijkt zich primair af te spelen tussen grotere institutionele beleggers en de CEO, CFO en Investor Relations; de Raad van Commissarissen en in het bijzonder de President-commissaris lijken een beperkte rol te hebben.
- De frequentie van de dialoog wordt met name door grotere institutionele beleggers als voldoende ervaren, maar de dialoog kan inhoudelijk verbeterd worden.
- De dialoog richt zich met name op strategie en beloningsbeleid van beursvennootschappen.
- Grotere institutionele beleggers lijken zich in zekere mate beperkt te voelen bij het voeren van dialoog door voorwetenschap en ‘acting in concert’ bepalingen.

## **Bijlagen**

1. Lijst met gebruikte afkortingen en uitleg tabellen
2. Data tabellen
3. Lijst met institutionele beleggers
4. Lijst met vennootschappen
5. Surveys
6. Schema UK Stewardship Code als 'golden standard'
7. Totstandkoming stemadviezen Glass Lewis & Co.
8. Totstandkoming stemadviezen ISS/RiskMetrics
9. De Algemene Vergadering van Aandeelhouders en de rol van de notaris

## **Bijlage 1      Lijst met gebruikte afkortingen en uitleg tabellen**

AEX	Asterdam Exchange Index
AMX	Amsterdam Midkap Index
AFM	Autoriteit Financiële Markten
AscX	Amsterdam Small Cap Index
(B)AVA	(Bijzondere) Algemene Vergadering van Aandeelhouders
BP	Best Practice
BRIC	Brazilië, Rusland, India en China
BV	Besloten Vennootschap
BW	Burgerlijk Wetboek
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
DNB	De Nederlandsche Bank
EU	Europese Unie
FRC	Financial Reporting Council
GAO	United States Government Accountability Office
IB	Institutionele Belegger
ICGN	International Corporate Governance Network
MCCG	Monitoring Commissie Corporate Governance
MCG	Marco Consulting Group
MVO	Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen
(N)CGC	Nederlandse Corporate Governance Code
NGO	Non Governmental Organisation
NL	Nederland
NV	Naamloze Vennootschap
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OK	Ondernemingskamer
PGI	Proxy Governance Inc.
RAC	Research Advisory Council
RBS	The Royal Bank of Schotland
RvB	Raad van Bestuur
RvC	Raad van Commissarissen
SC	Stewardship Code
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
SECVA	Stichting Elektronische Communicatie Vennootschappen en Aandeelhouders
UK	United Kingdom
UKSC	UK Stewardship Code
VK	Verenigd Koninkrijk
Wft	Wet op het financieel toezicht

### **Uitleg tabellen (Current – Desired kwadranten)**

De grootte van een bol is de weergave van het verschil (de ‘gap’) tussen de huidige en de gewenste score. Deze gap is berekend volgens de MeyerMonitor Gap-Index™.

De verkorte formule van deze index luidt:  $\text{Gap} = (\text{gewenst} \times (\text{gewenst} - \text{huidig}))$ .

Gapscores worden berekend op individueel niveau en op groepsniveau. Bij het berekenen van de gapscore op groepsniveau wordt rekening gehouden met de variatie van individuele scores. Een groep met meer gedifferentieerde individuele scores vertoont een hogere gap dan een groep met meer soortgelijke scores.

De horizontale positie vertegenwoordigt de gemiddelde score op ‘huidig’ niveau. De verticale positie vertegenwoordigt de gemiddelde gewenste score, het ambitieniveau. Beide assen hebben een schaal van 0 tot 10.

**Bijlage 2      Data tabellen**

Deel I:      **Base data All** – Antwoorden per surveyvraag (Q nummer) van alle respondenten (vennootschappen en institutionele beleggers), niet uitgesplitst naar omvang belegd vermogen, noch naar aard.

Deel II:      **Base data Institutionele Beleggers** – Antwoorden per surveyvraag (Q nummer) van respondenten (uitsluitend institutionele beleggers), uitgesplitst naar omvang belegd vermogen en aard.

Deel III:      **Base data Vennootschappen** – Antwoorden per surveyvraag (Q nummer) van respondenten (uitsluitend vennootschappen), zonder nadere uitsplitsing.



  
Naleving aangepaste Nederlandse Corporate  
Governance Code door aandeelhouders

**Base data**  
All  
20 - 10 - 2010

**Onderzoek**  
Geopend : 16 - 08 - 2010  
Gesloten : 20 - 10 - 2010

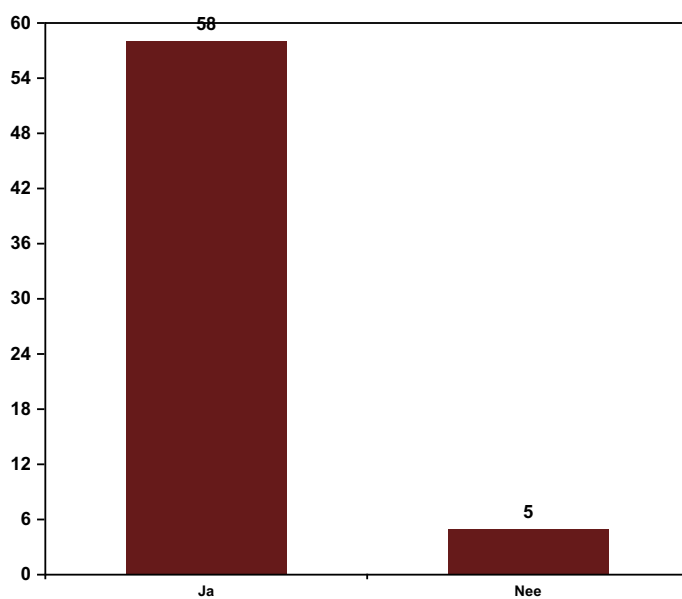
**Participatie**  
Uitgenodigd : 720  
Ingevuld : 109  
Participatie : 15%



## Respondenten samenstelling

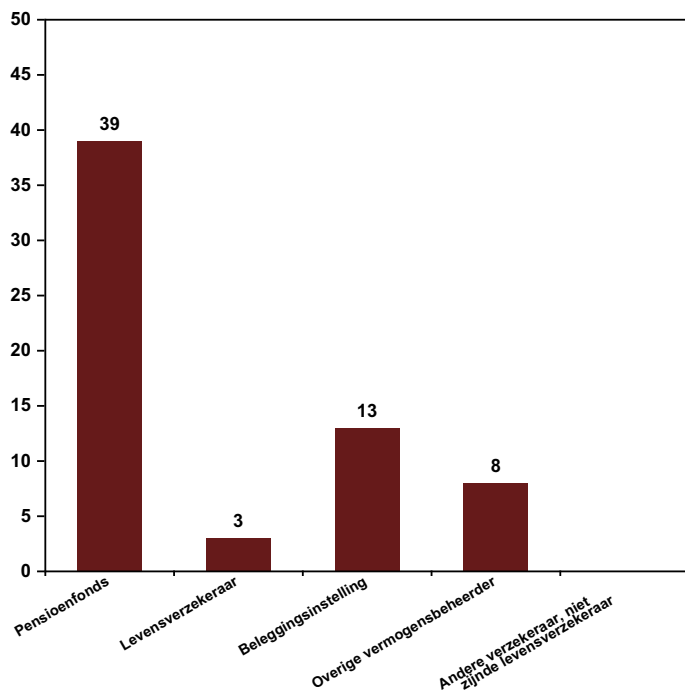
Groep	Pensioenfonds	Levensverzekeraar	Beleggingsinstell...	Overige vermogens...	Andere verzekeraa...
all	39	3	13	8	

## Is Nederlands recht van toepassing op de rechtsvorm van Uw onderneming?(Q01a)



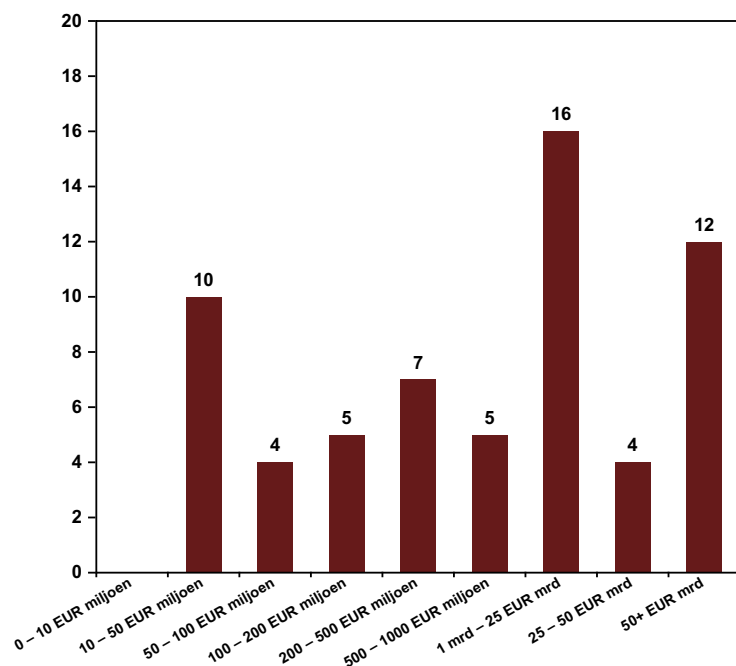
■ all (63)		
Groep	Ja	Nee
all	92%	8%

### Wat is de aard van uw hoofdactiviteiten als institutionele belegger?(Q08)



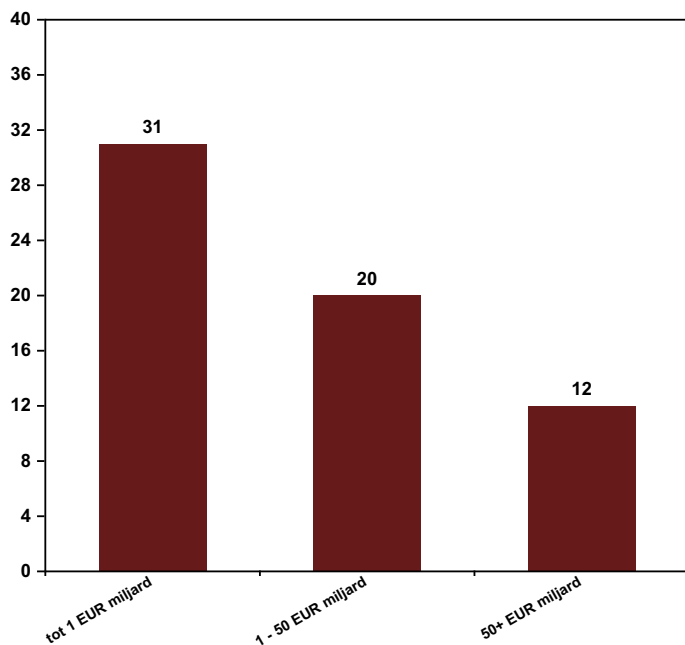
Groep	Pensio...	Levens...	Belegg...	Overig...	Andere...
all	62%	5%	21%	13%	

### Hoe groot was het totaal belegd vermogen (assets under management) ultimo 2009?(Q11)



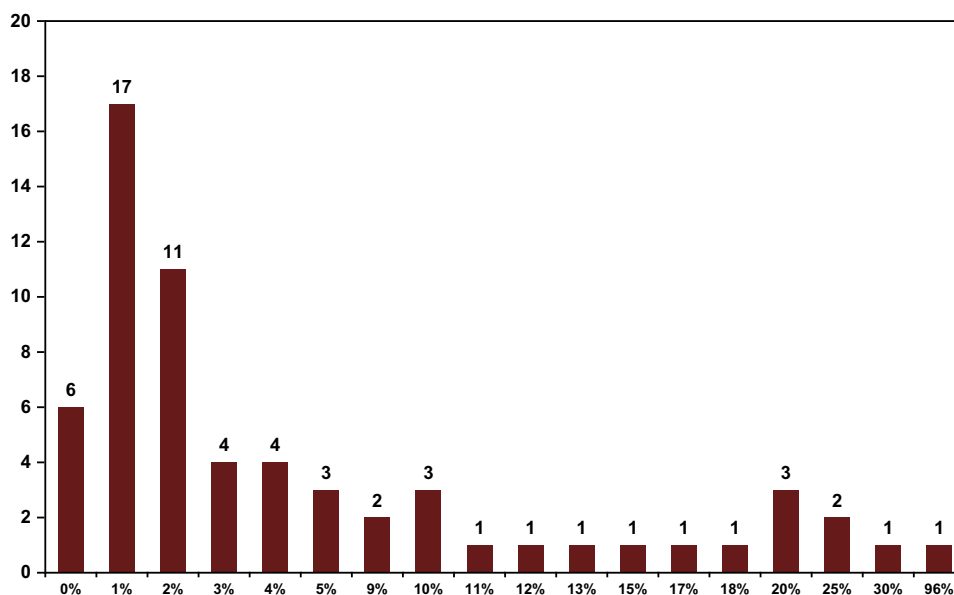
Groep	0 -...	10 ...	50 ...	100...	200...	500...	1 m...	25 ...	50+...
all		16%	6%	8%	11%	8%	25%	6%	19%

### Q11a(Q11a)



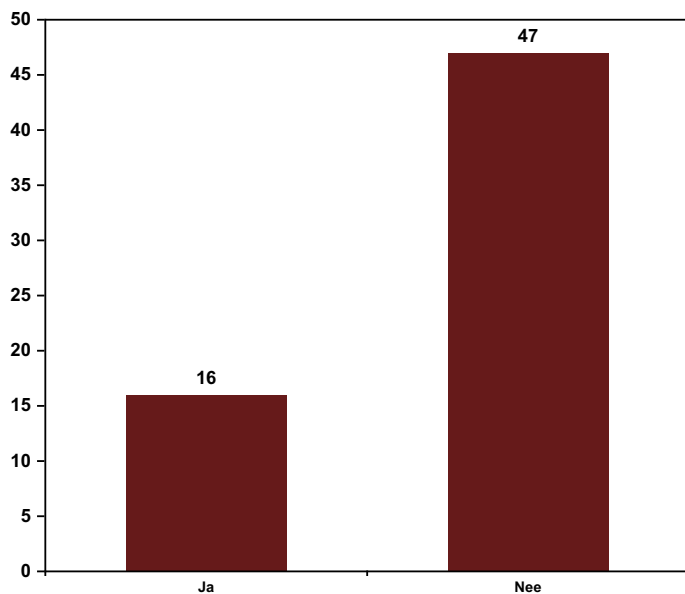
all (63)			
Groep	tot 1 EUR ...	1 - 50 EUR...	50+ EUR mi...
all	49%	32%	19%

### Hoeveel procent van uw belegd vermogen had u ultimo 2009 direct dan wel indirect belegd in aandelen van Nederlandse beursvennootschappen?(Q12\_question)



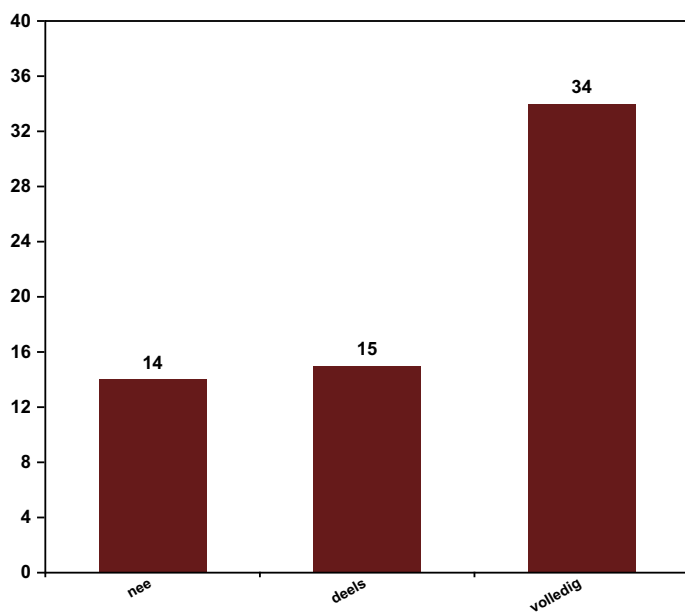
all (63)

Heeft u over het kalenderjaar 2009 op enig moment een aanmerkelijk belang ( 5%+) gehad in een Nederlandse beursvennootschap?(Q13)



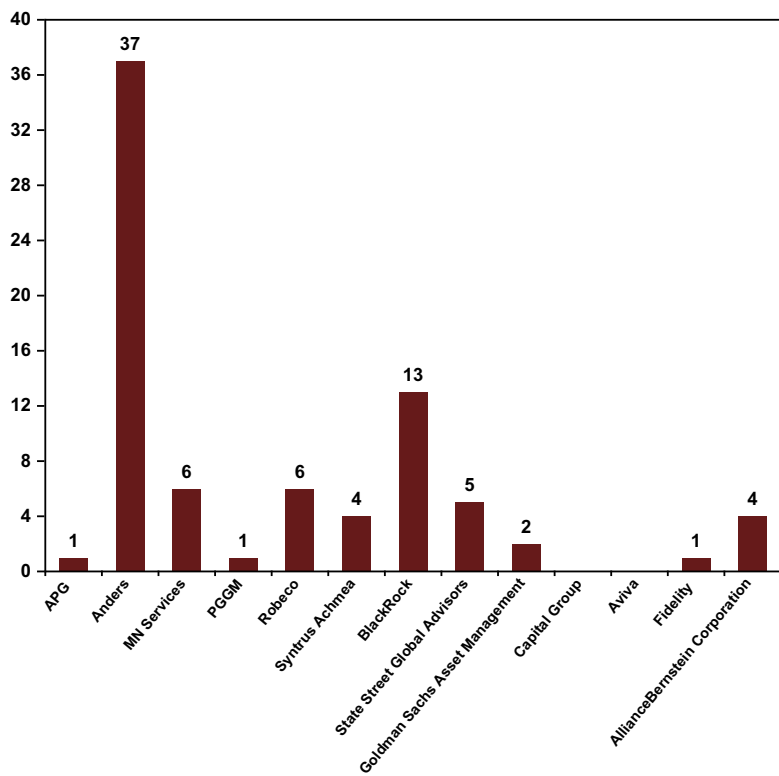
all (63)		
Groep	Ja	Nee
all	25%	75%

Heeft u het vermogensbeheer over uw belegd vermogen uitbesteed aan een externe vermogensbeheerder?(Q15)



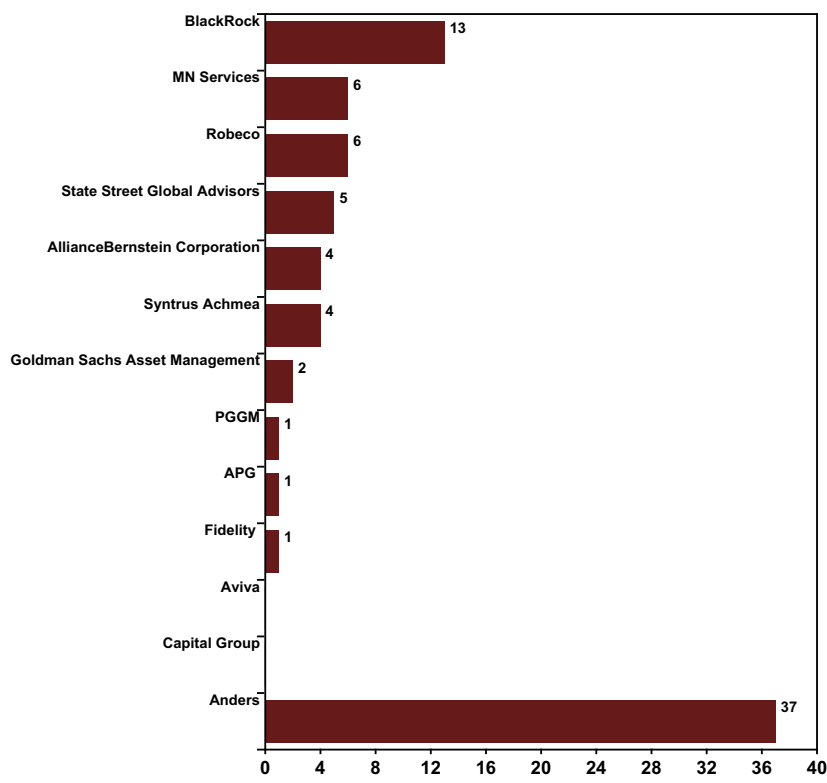
all (63)			
Groep	nee	deels	volledig
all	22%	24%	54%

### Zo ja, welke vermogensbeheerder? (Meerdere antwoorden mogelijk)(Q16)



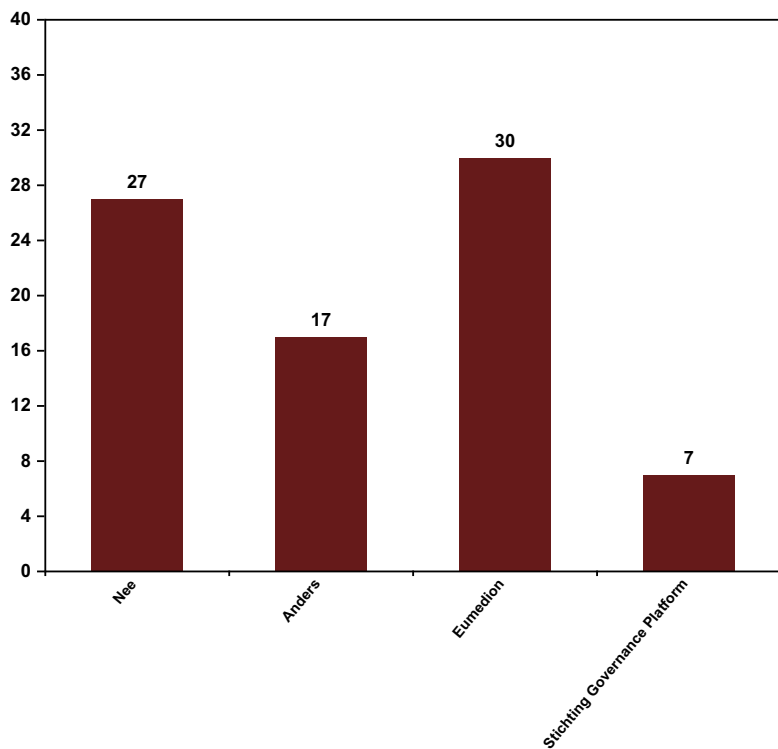
Groep	AP..	An..	MN..	PG..	Ro..	Sy..	Bl..	St..	Go..	Ca..	Av..	Fi..	Al..
all (80)	1	37	6	1	6	4	13	5	2			1	4

### Zo ja, welke vermogensbeheerder? (Meerdere antwoorden mogelijk)(Q16)



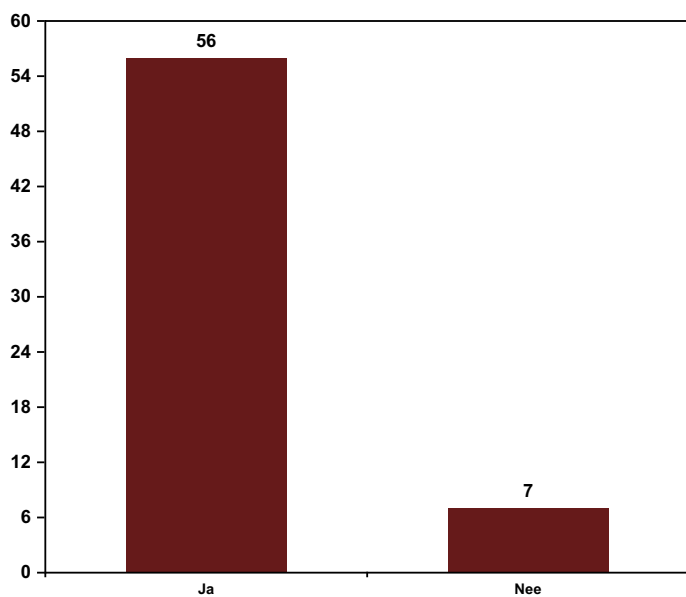
Groep	AP..	An..	MN..	PG..	Ro..	Sy..	Bl..	St..	Go..	Ca..	Av..	Fi..	Al..
all (80)	1	37	6	1	6	4	13	5	2			1	4

Bent u aangesloten bij een belangenorganisatie voor institutionele beleggers, zo ja welke?(Q17)



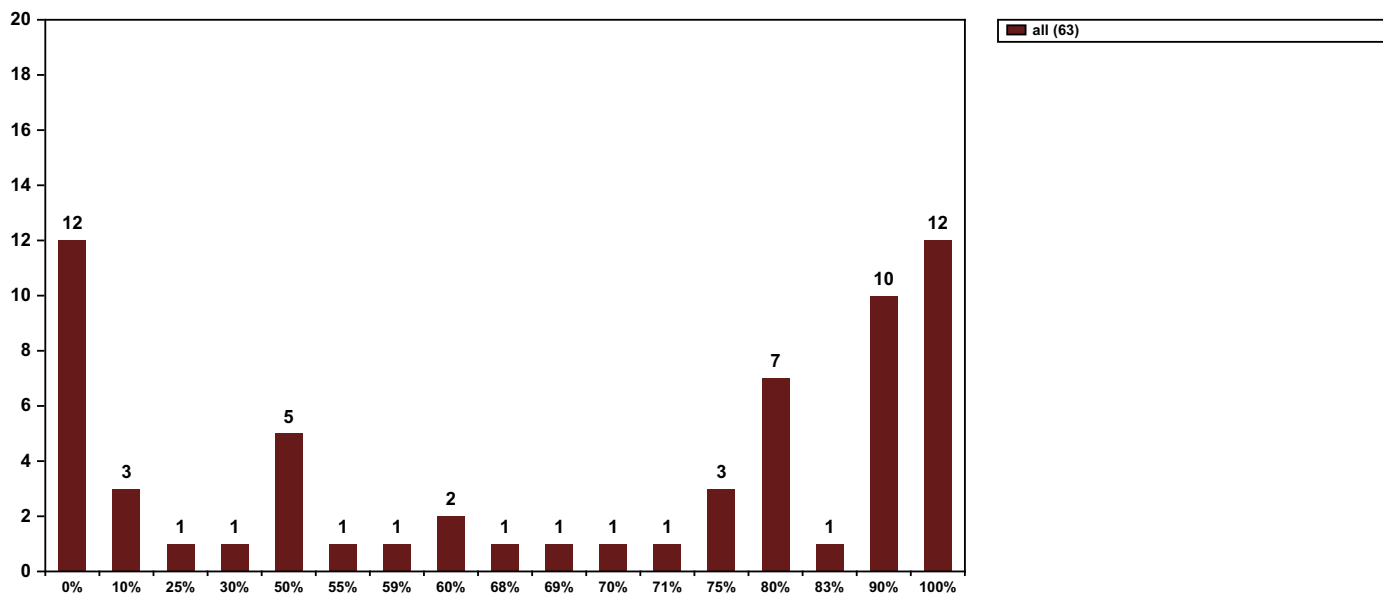
all (81)				
Groep	Nee	Anders	Eumedi...	Sticht...
all	27	17	30	7

Bent u bekend met de bepalingen in de Nederlandse Corporate Governance Code 2008 die gelden voor aandeelhouders/institutionele beleggers: principes IV.4 en de best-practice bepalingen IV.4.1, IV.4.2, IV.4.3, IV.4.4, IV.4.5 en IV.4.6? (Q18)

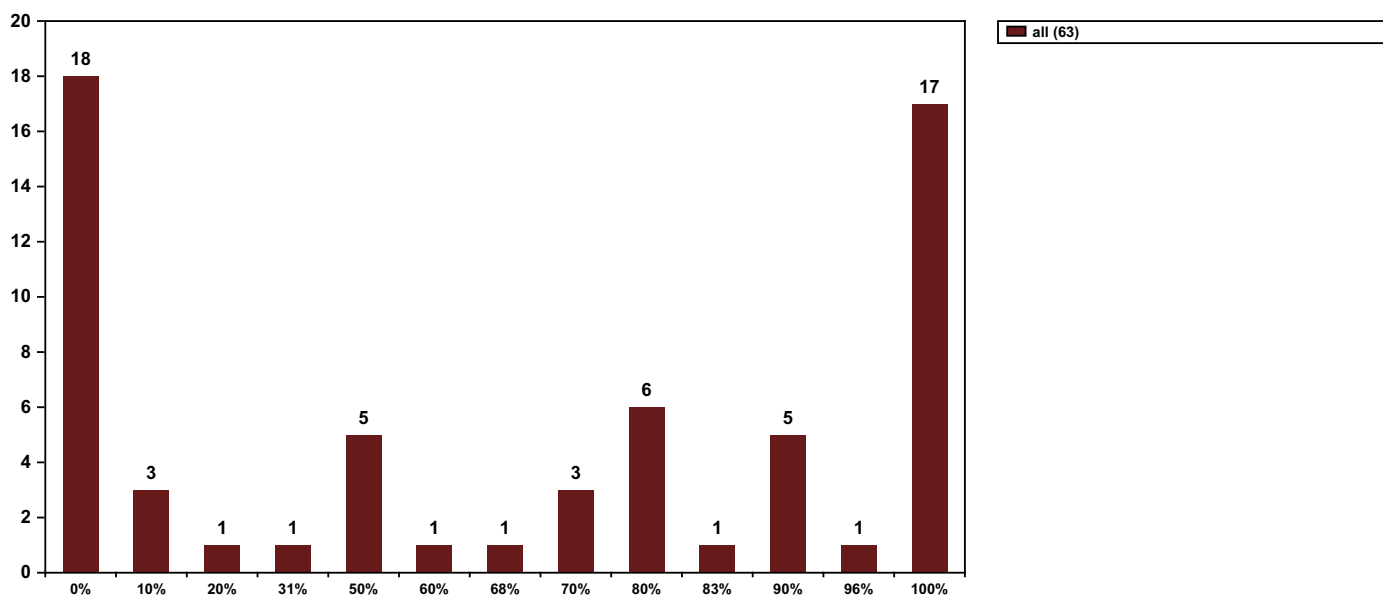


all (63)		
Groep	Ja	Nee
all	89%	11%

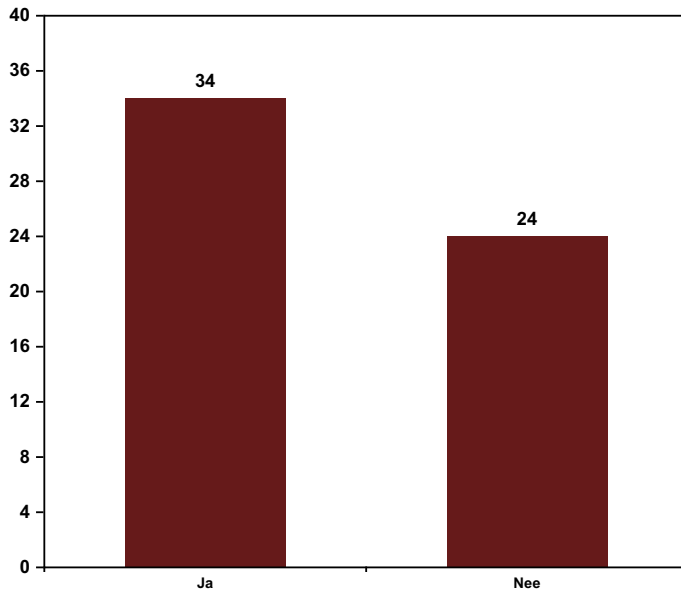
Hoe relevant vindt u de code 2008 vanuit uw positie als aandeelhouder?(Q19\_question)



In hoeverre beschouwt u zichzelf als betrokken aandeelhouder? (betrokken aandeelhouderschap)(Q19B\_question)

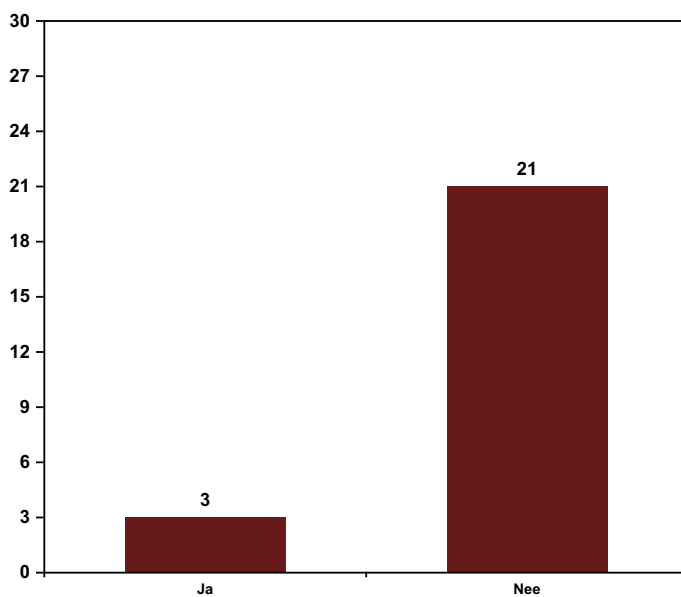


Publiceert u uw stembeleid op aandelen gehouden in Nederlandse beursvennootschappen op uw website?  
(Q30)



all (58)		
Groep	Ja	Nee
all	59%	41%

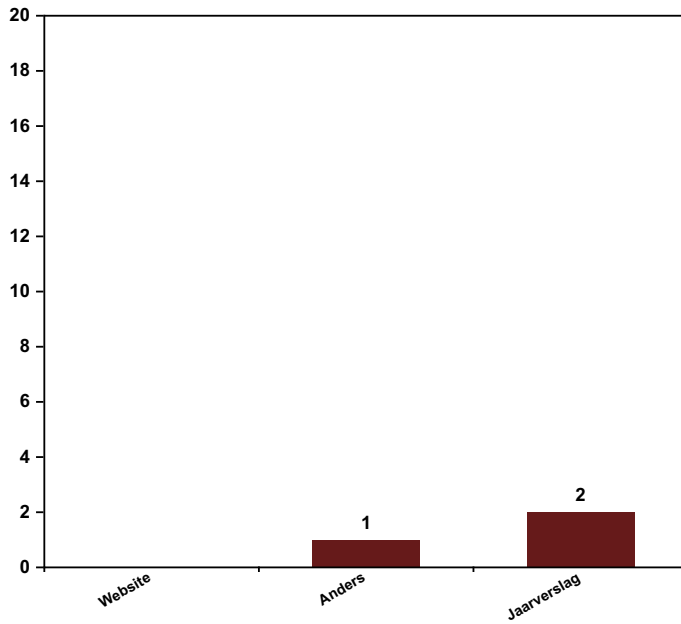
Zo niet, heeft u uitgelegd waarom u uw stembeleid niet heeft gepubliceerd?(Q31)



all (24)		
Groep	Ja	Nee
all	13%	88%

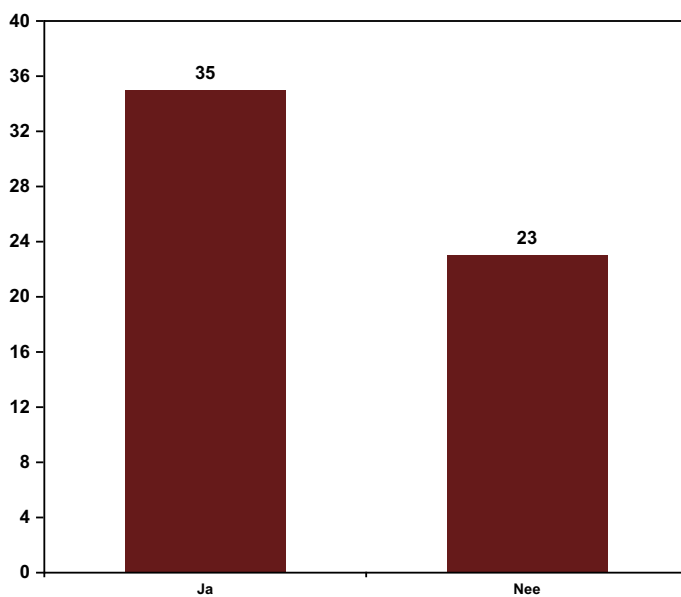


### Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q32)



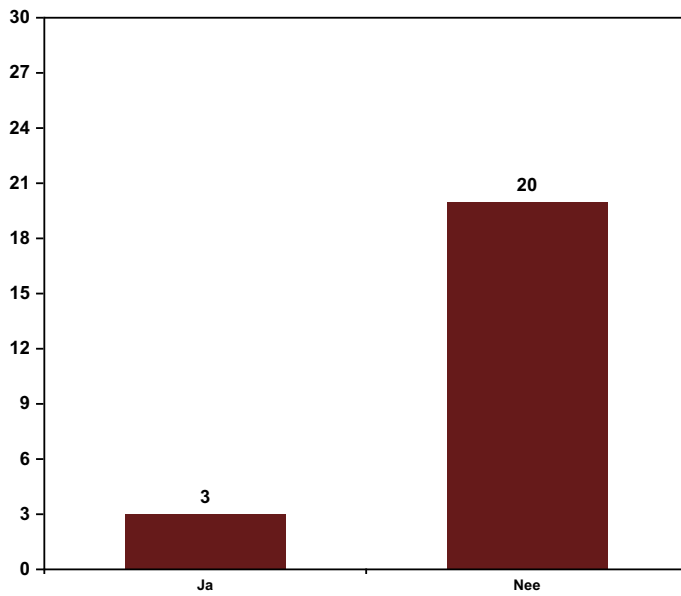
all (3)			
Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all		33%	67%

### Heeft u op uw website en/of in uw jaarverslag verslag gedaan van de uitvoering van uw beleid aangaande het uitoefenen van het stemrecht? (Q33)



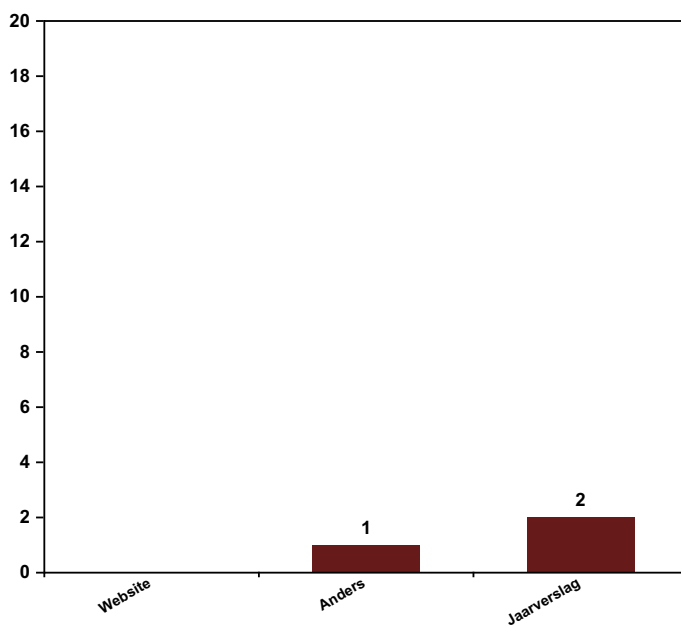
all (58)		
Groep	Ja	Nee
all	60%	40%

Zo niet, heeft u uitgelegd waarom u geen verslag deed over de uitvoering van dit beleid?(Q34)



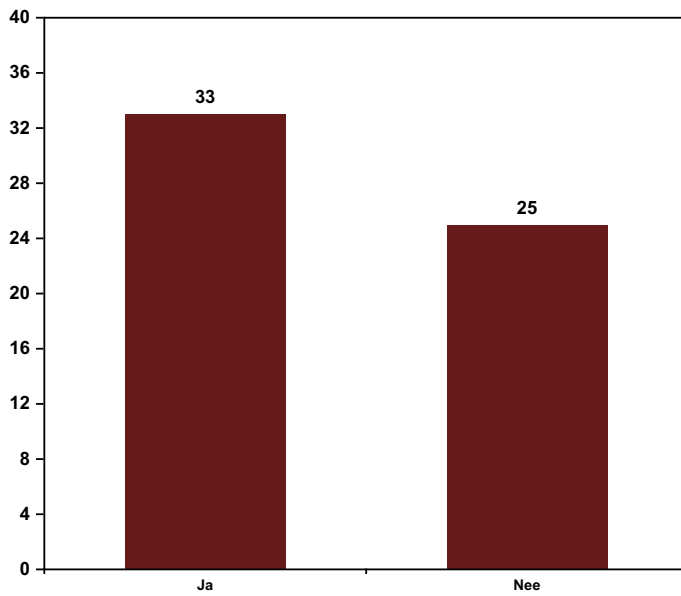
all (23)		
Groep	Ja	Nee
all	13%	87%

Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q35)



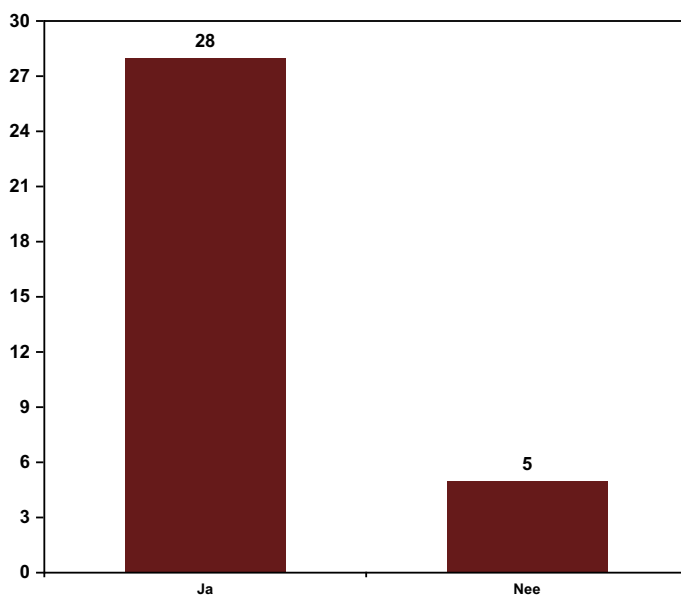
all (3)			
Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all		33%	67%

### Publiceert u of u als aandeelhouder heeft gestemd op B-AvA's?(Q36)



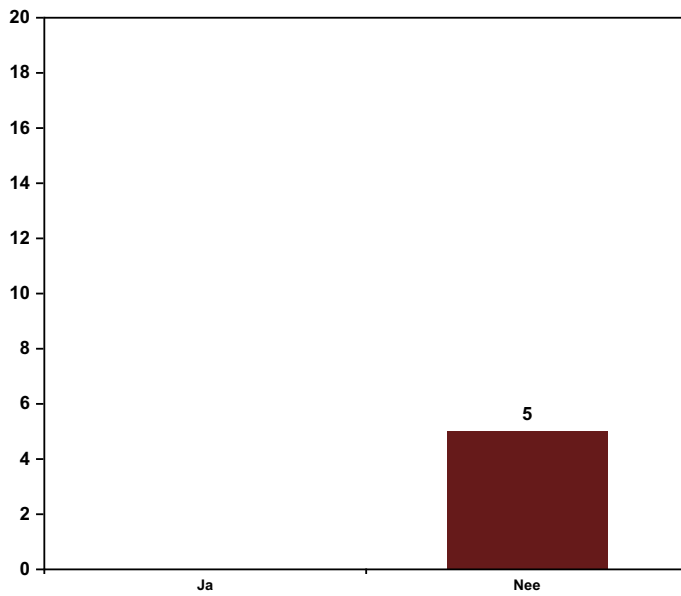
Groep	Ja	Nee
all	57%	43%

### Zo ja, publiceert u per kwartaal?(Q36a)



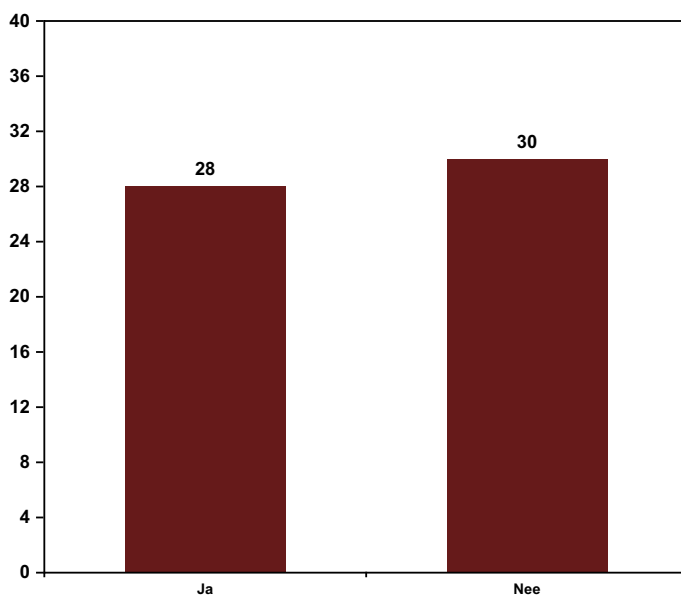
Groep	Ja	Nee
all	85%	15%

Zo niet, heeft u uitgelegd waarom u hierover niet (per kwartaal) heeft gepubliceerd?(Q37)



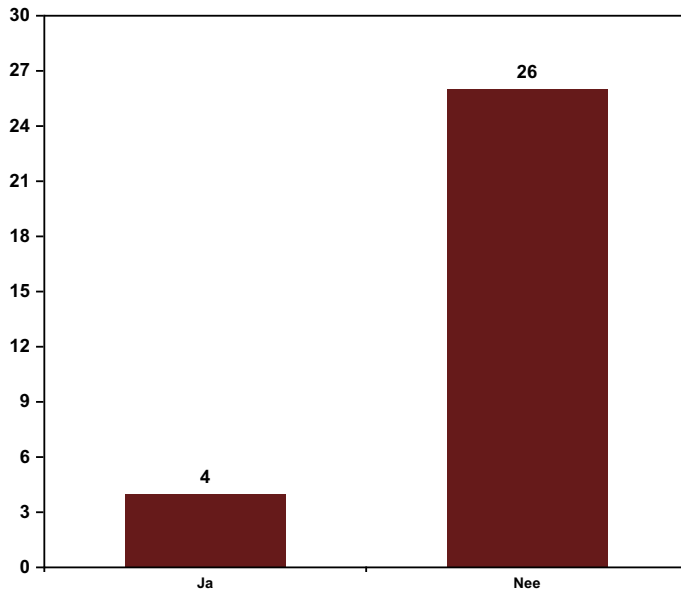
all (5)		
Groep	Ja	Nee
all		100%

Publiceert u per kwartaal hoe u als aandeelhouder hebt gestemd op B-AvA's?(Q39)



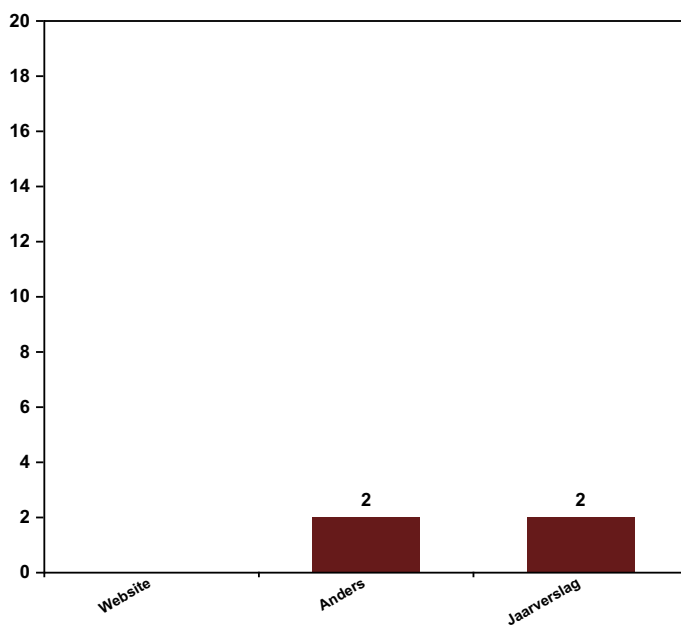
all (58)		
Groep	Ja	Nee
all	48%	52%

### Zo niet, heeft u uitgelegd waarom u hierover niet per kwartaal heeft gepubliceerd?(Q40)



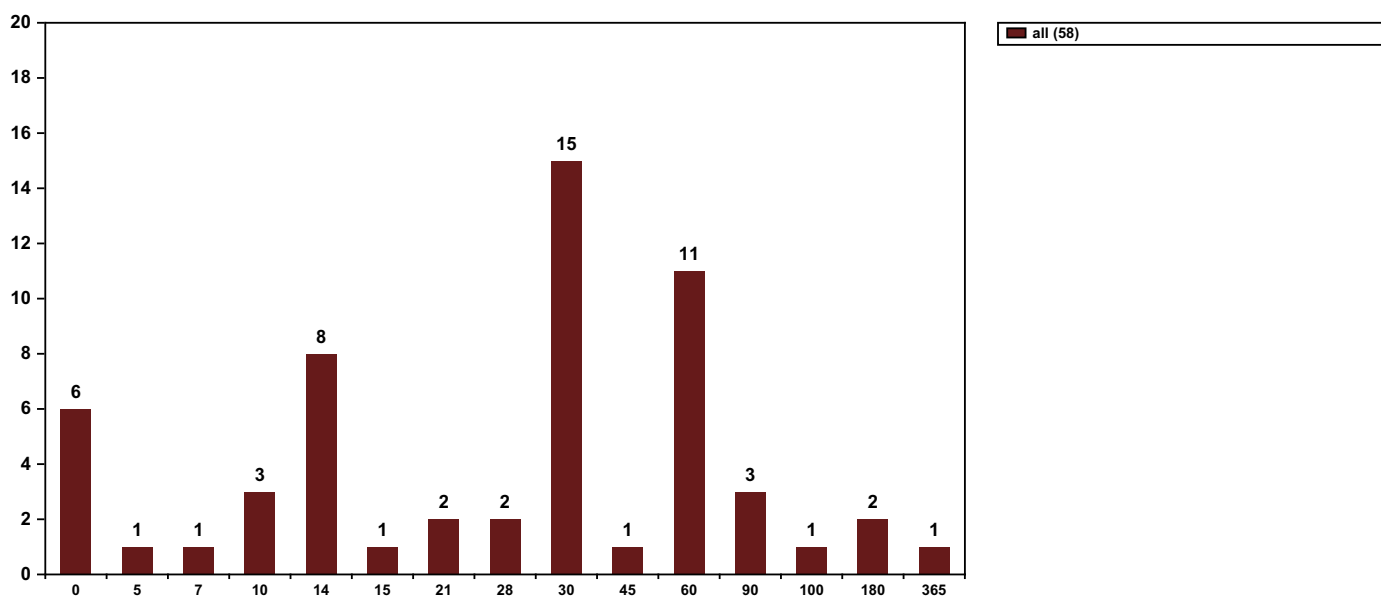
all (30)		
Groep	Ja	Nee
all	13%	87%

### Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q41)

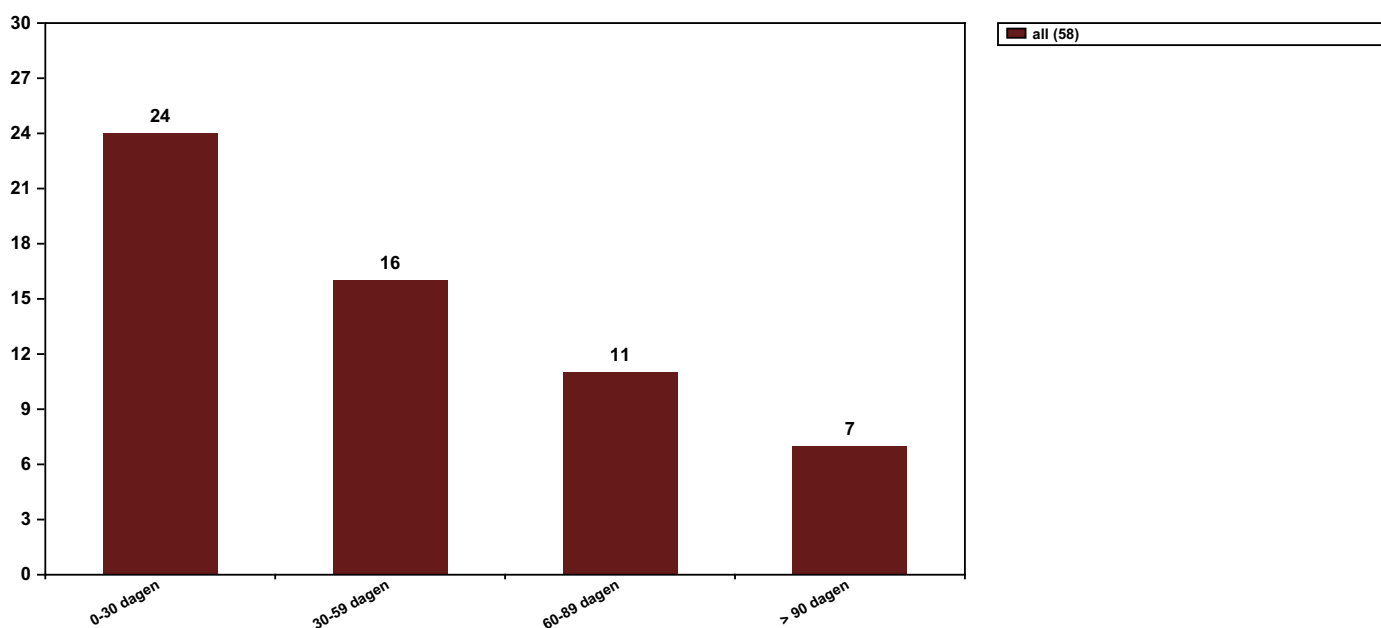


all (4)			
Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all		50%	50%

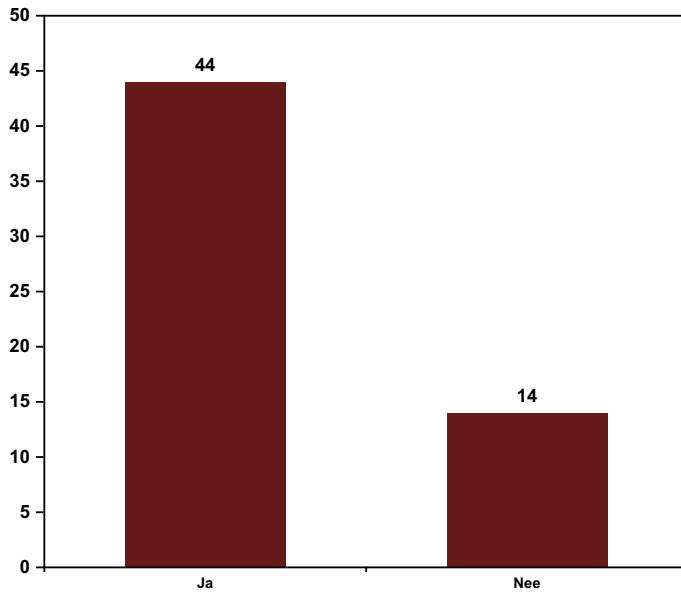
Wat vindt u in het algemeen een redelijke termijn voor het bestuur om op uw voorstel tot agendering te reageren? (in dagen)(Q46)



Q46a(Q46a)

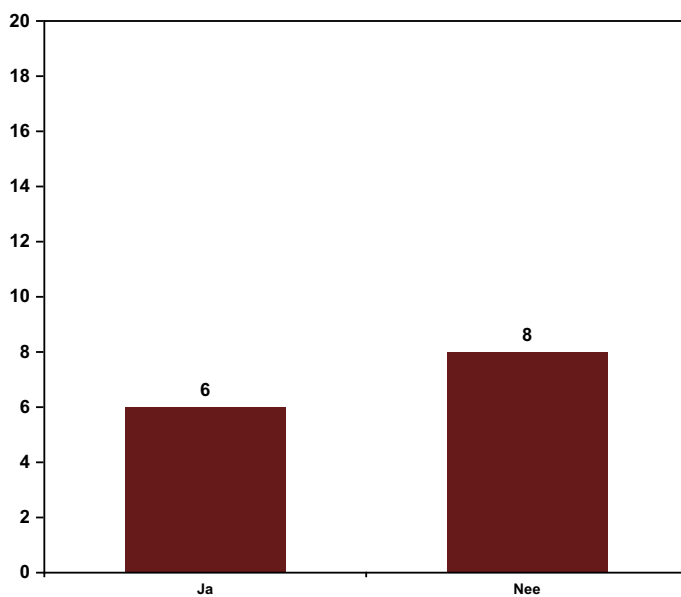


Indien u gebruik zou maken van het agenderingsrecht zoals beschreven in best-practice bepaling IV.4.4, zou u dan het bestuur in de gelegenheid stellen om een redelijke termijn in te roepen om op uw voorstel tot agendering te reageren?(Q42)



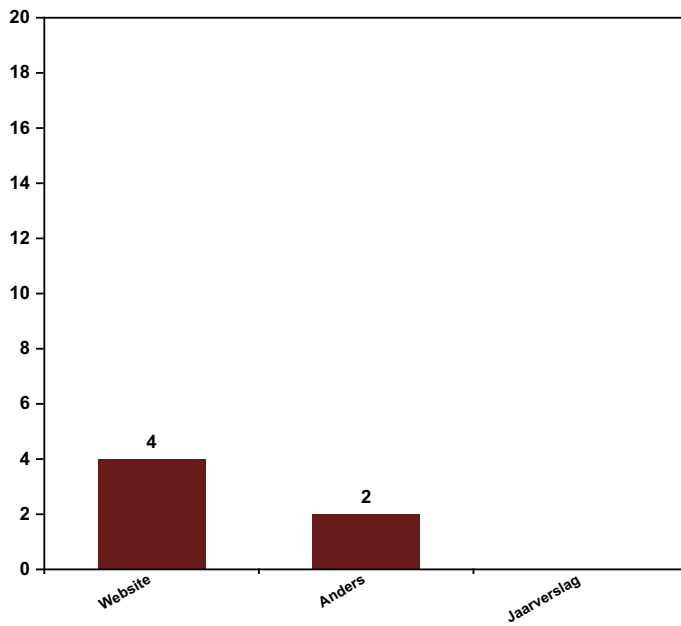
all (58)		
Groep	Ja	Nee
all	76%	24%

Zo nee, heeft u uitgelegd waarom u best-practice bepaling IV.4.4 inzake het uitoefenen van het agenderingsrecht niet naleeft?(Q44)



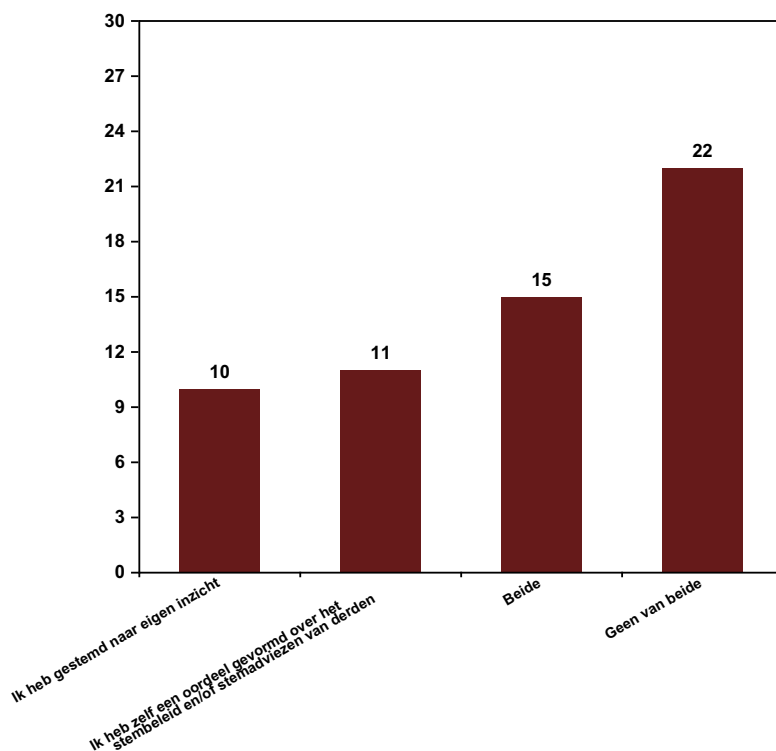
all (14)		
Groep	Ja	Nee
all	43%	57%

### Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q45)



all (6)			
Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all	67%	33%	

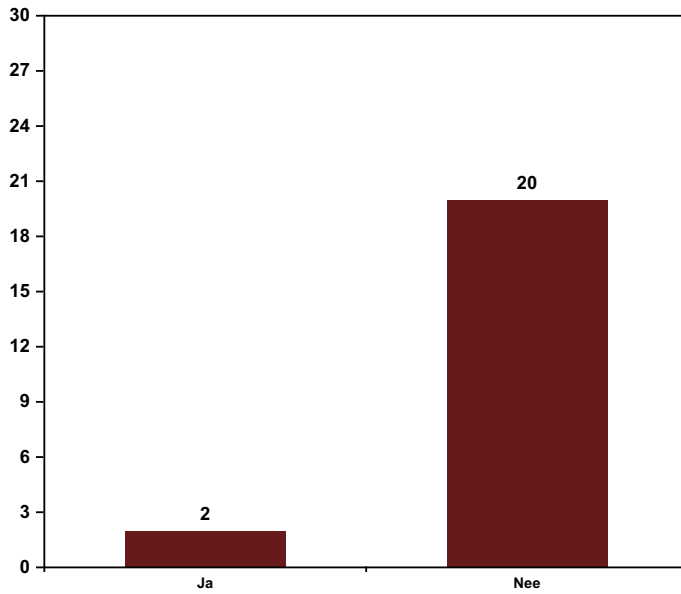
### Heeft u gestemd naar eigen inzicht of heeft u een oordeel gevormd over het stembeleid en/of stemadviezen van derden of heeft u gebruik gemaakt van stem adviezen van derden en over stembeleid en stemadvies een eigen oordeel gevormd?"(Q47)



all (58)				
Groep	Ik heb ...	Ik heb ...	Beide	Geen va...
all	17%	19%	26%	38%

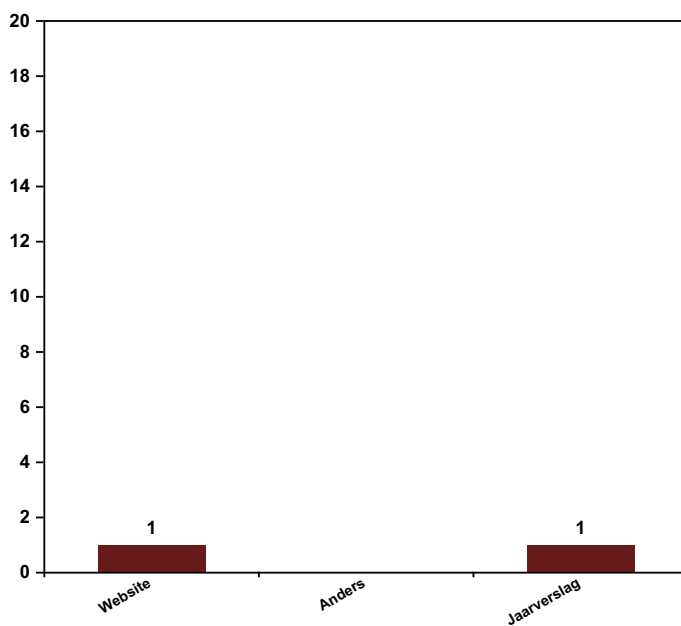


### Indien geen van beide, heeft u uitgelegd waarom u niet naar eigen inzicht stemt?(Q48)



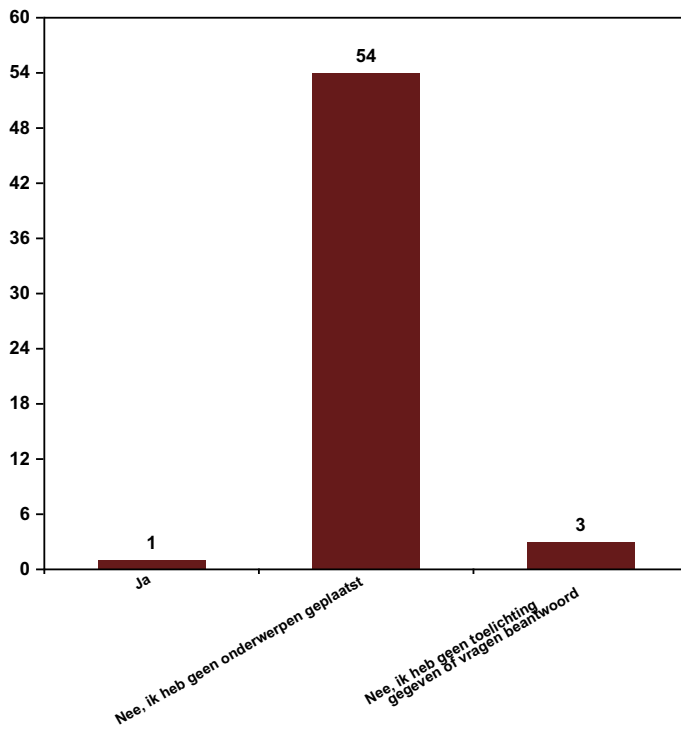
Groep	Ja	Nee
all	9%	91%

### Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q49)



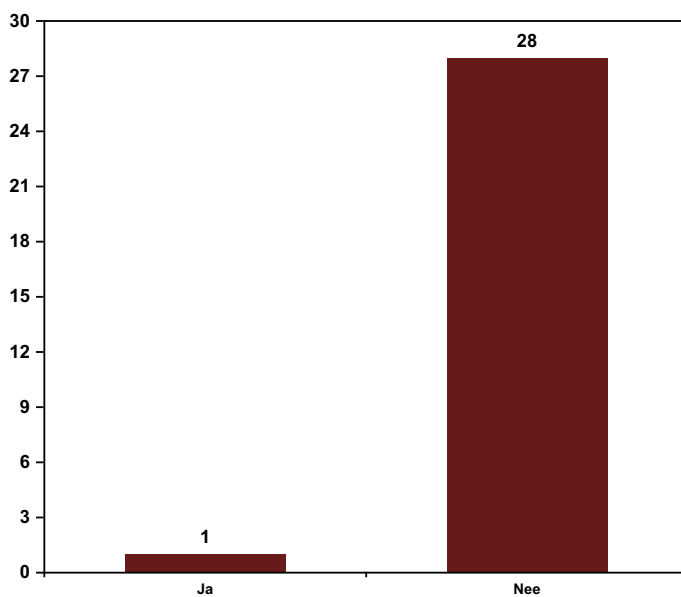
Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all	50%		50%

Heeft u een onderwerp op de agenda van een B-AvA laten plaatsen en dit tijdens de vergadering toegelicht en zo nodig vragen beantwoord?(Q50)



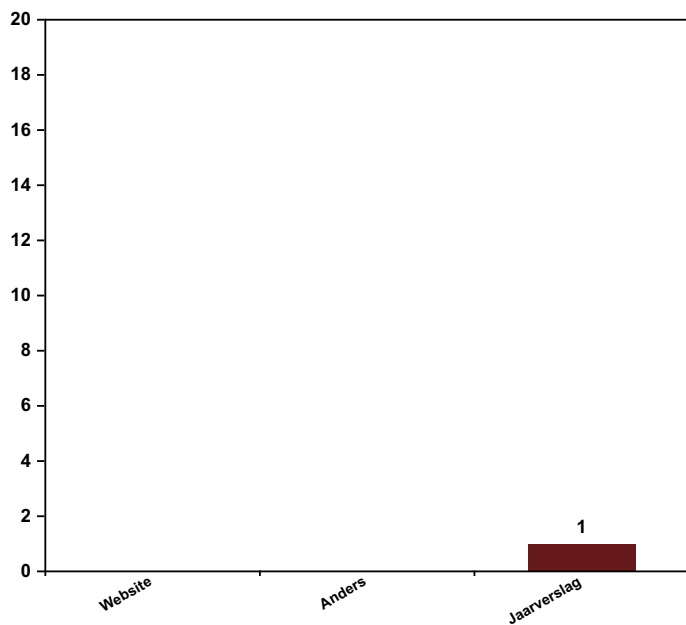
all (58)			
Groep	Ja	Nee, ik he...	Nee, ik he...
all	2%	93%	5%

Zo nee, heeft u uitgelegd waarom u geen toelichting heeft gegeven of zo nodig vragen heeft beantwoord tijdens de B-AvA?(Q51)



all (29)		
Groep	Ja	Nee
all	3%	97%

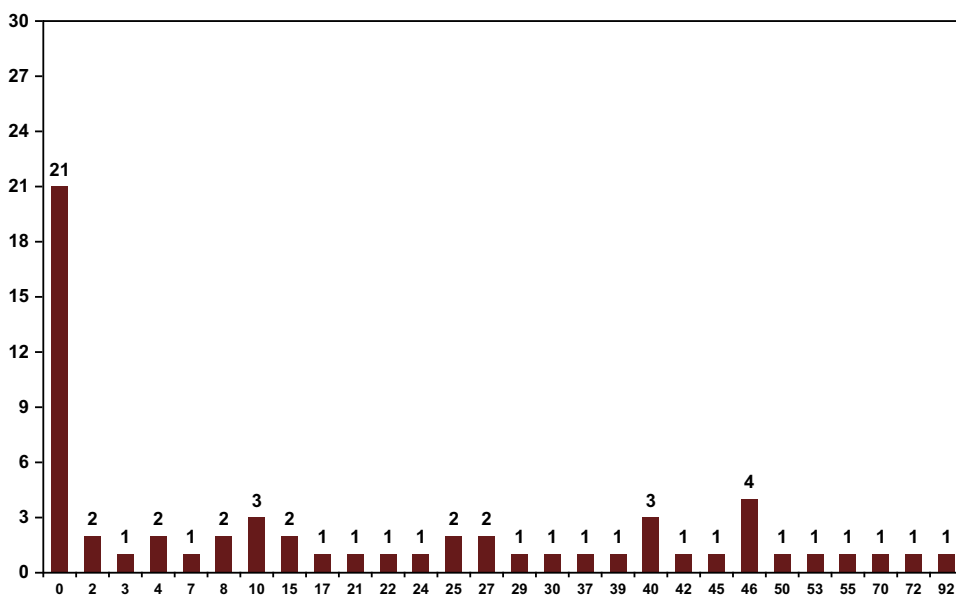
### Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q52)



all (1)

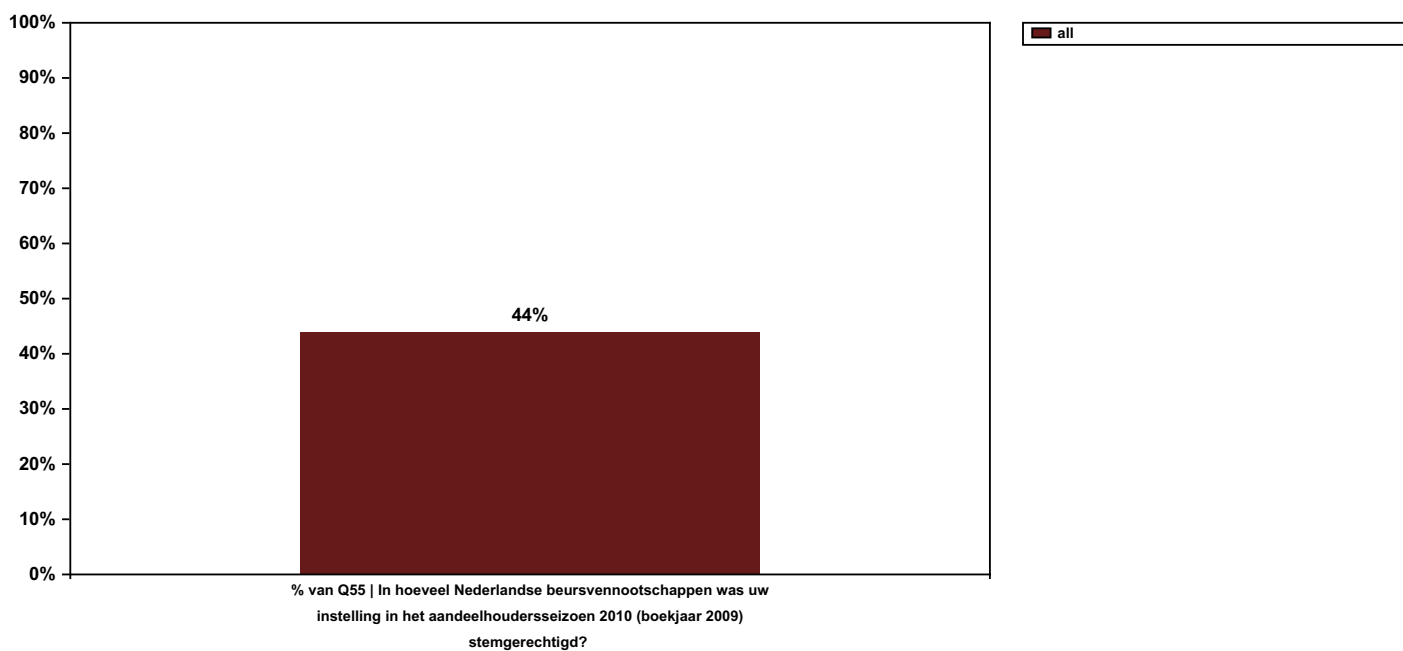
Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all			100%

### In hoeveel Nederlandse beursvennootschappen was uw instelling in het aandeelhoudersseizoen 2010 (boekjaar 2009) stemgerechtigd? (Q55)

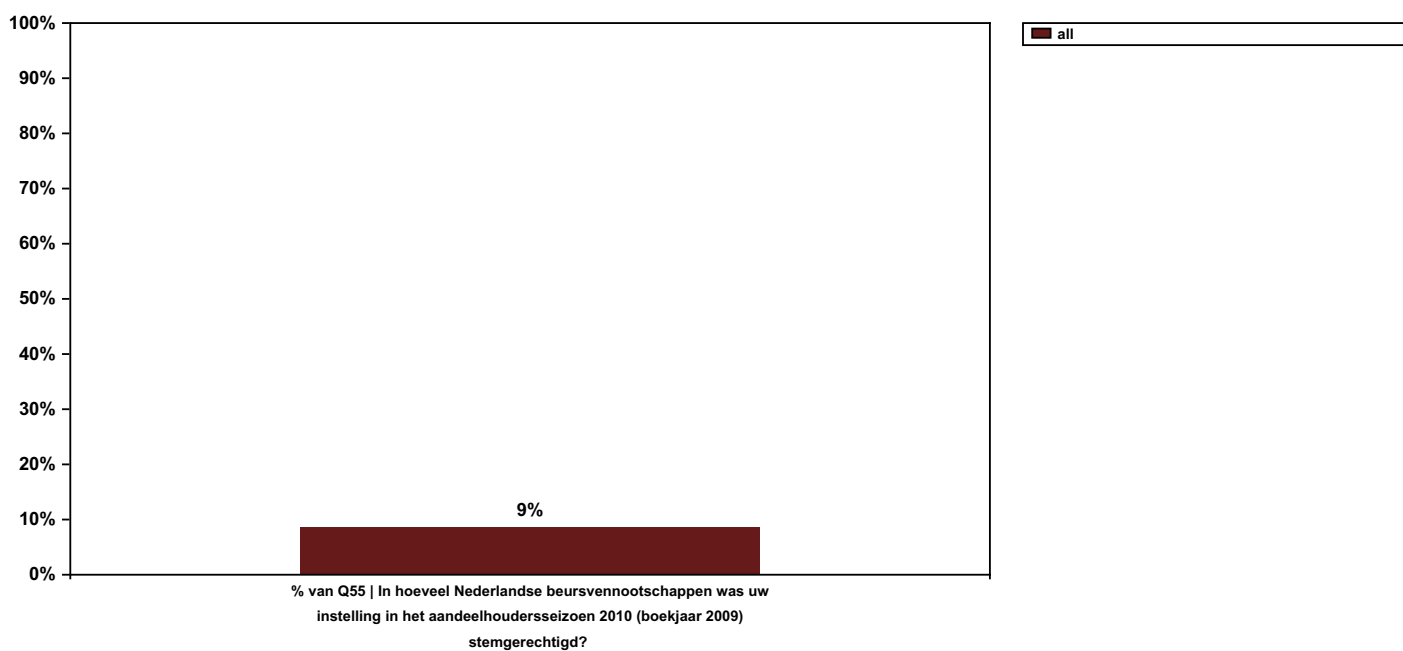


all (61)

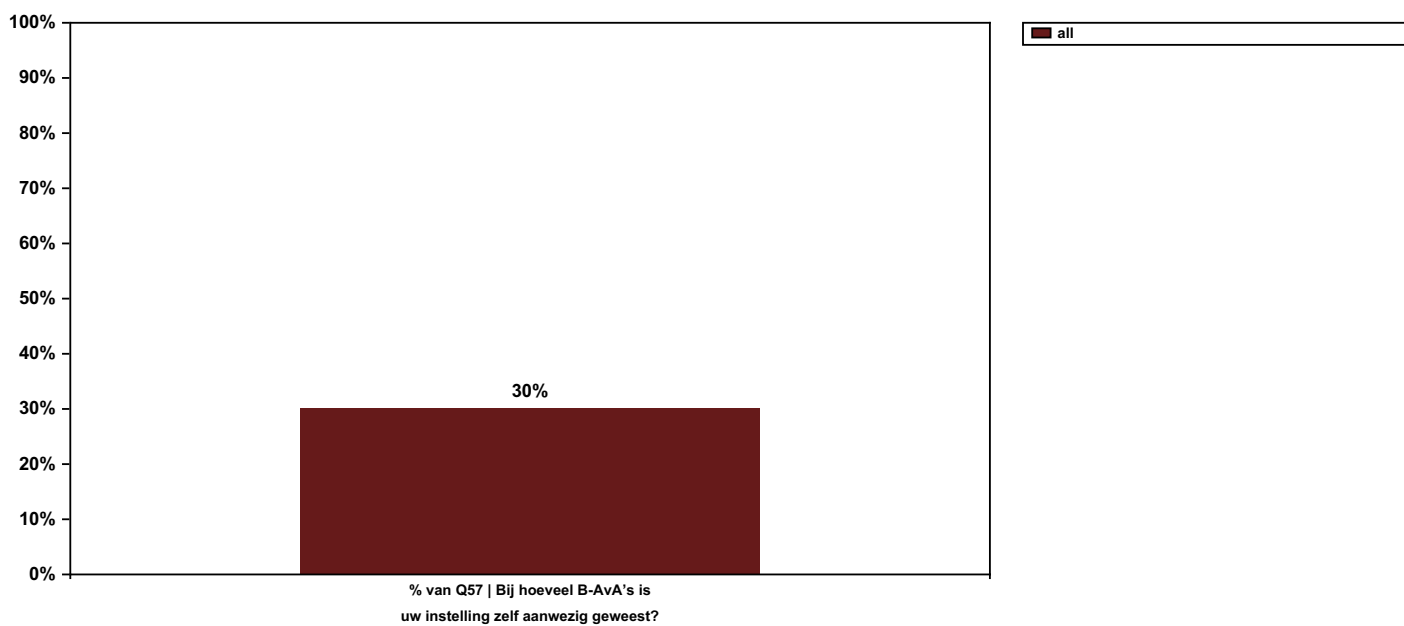
## Hoe vaak heeft uw instelling op de B-AvA's van deze Nederlandse beursvennootschappen vooraf aan de vergadering gestemd?(Q56)



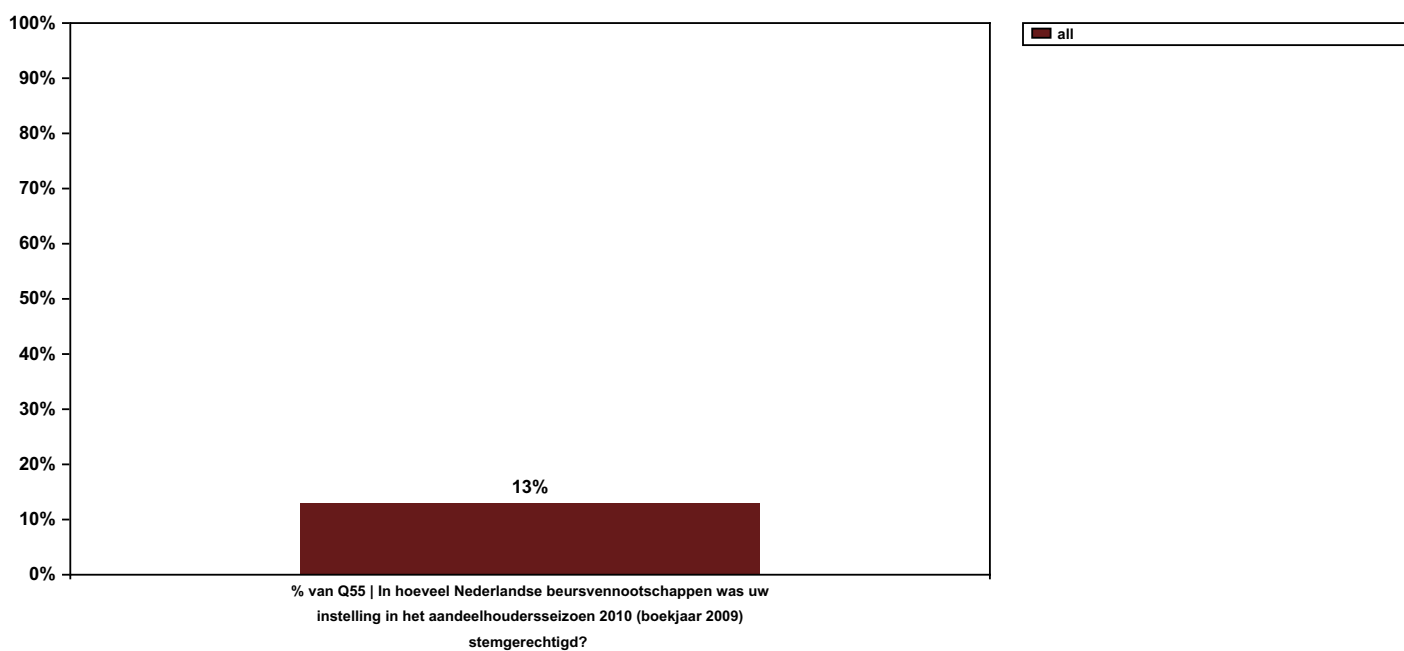
## Bij hoeveel B-AvA's is uw instelling zelf aanwezig geweest? (Q57)



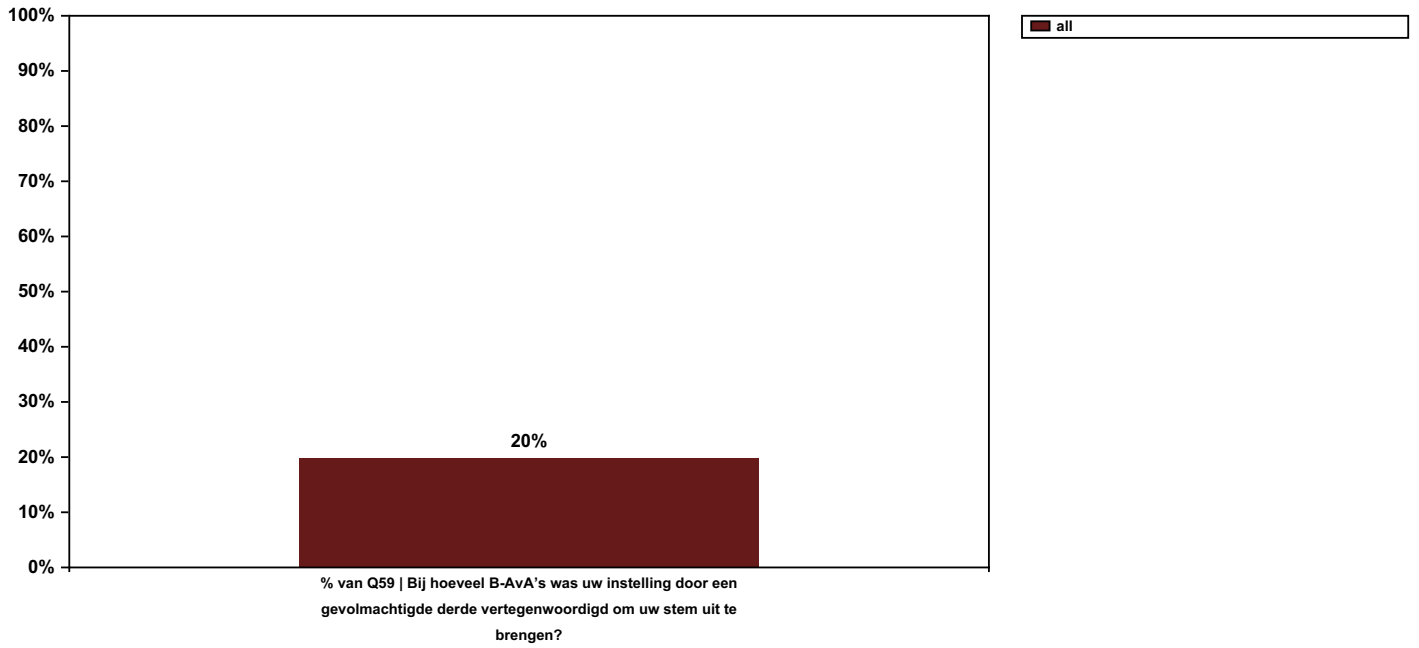
## Bij hoeveel van deze B-AvA's heeft u gestemd?(Q58)



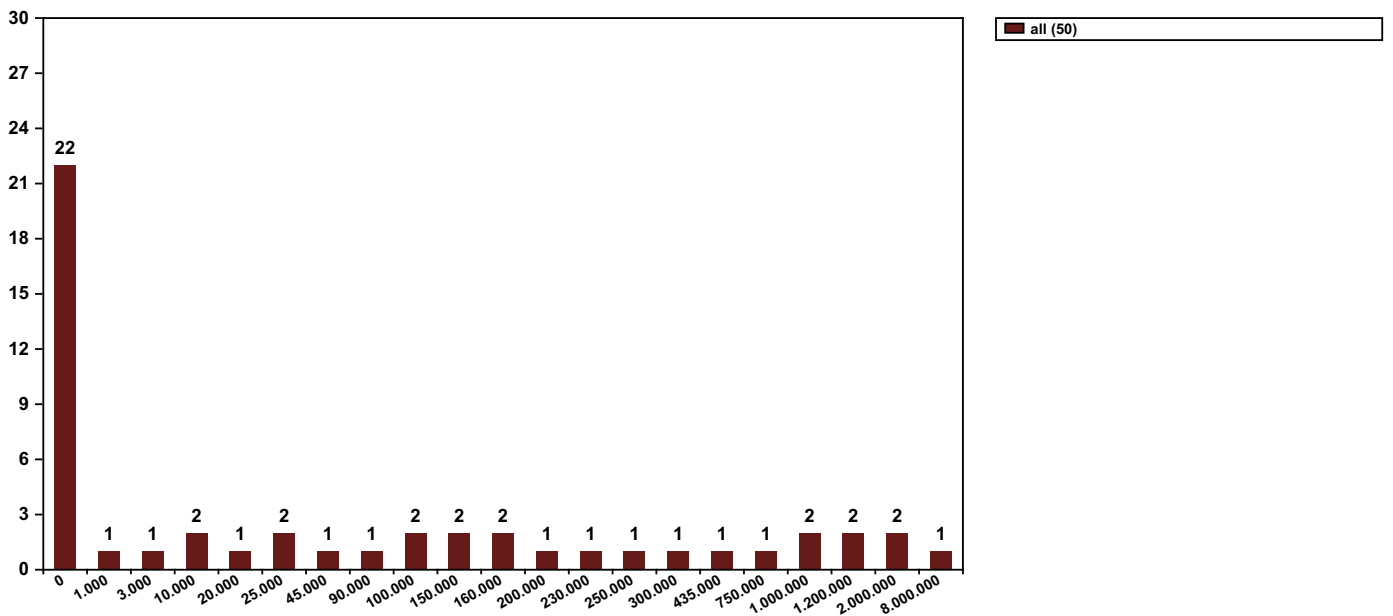
## Bij hoeveel B-AvA's was uw instelling door een gevolmachtigde derde vertegenwoordigd om uw stem uit te brengen?(Q59)



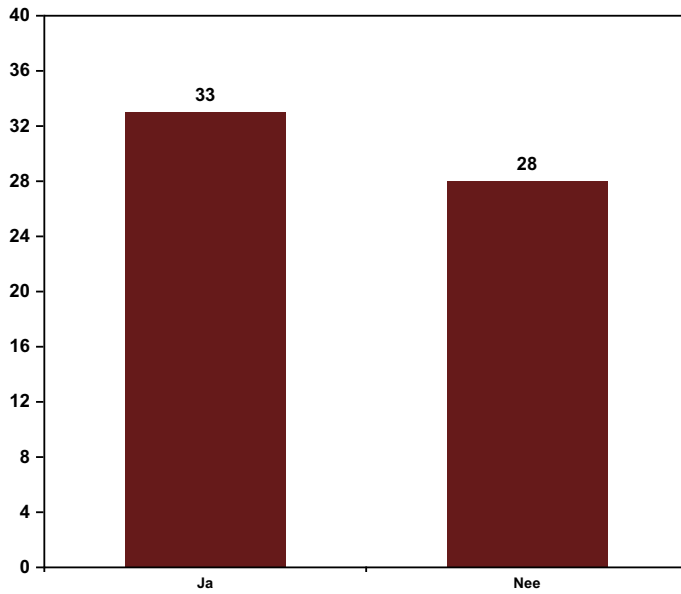
### Bij hoeveel van deze B-AvA's heeft uw gevolmachtigde derde gestemd?(Q60)



### Welk bedrag heeft u in 2009 in totaal uitgegeven aan 'betrokken aandeelhouderschap'? Directe kosten(uitgaven) en indirecte kosten samennemen.(Q14)

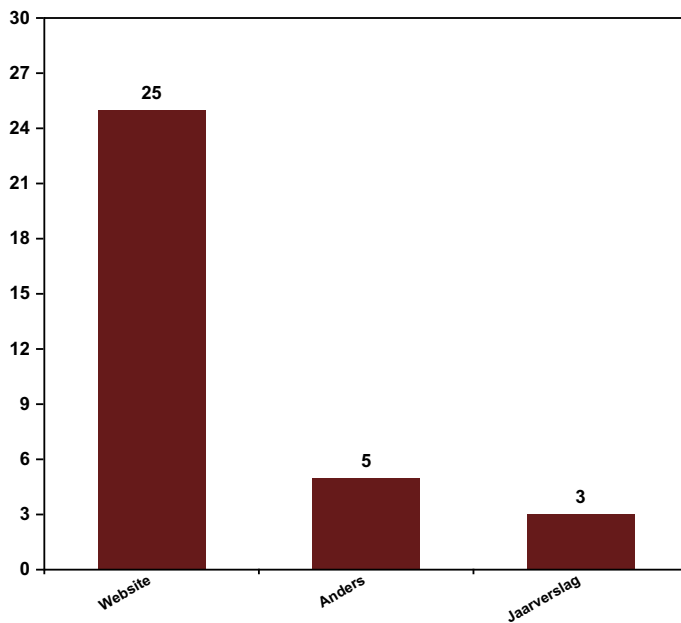


### Heeft u specifiek beleid gepubliceerd voor 'betrokken aandeelhouderschap'?(Q61)



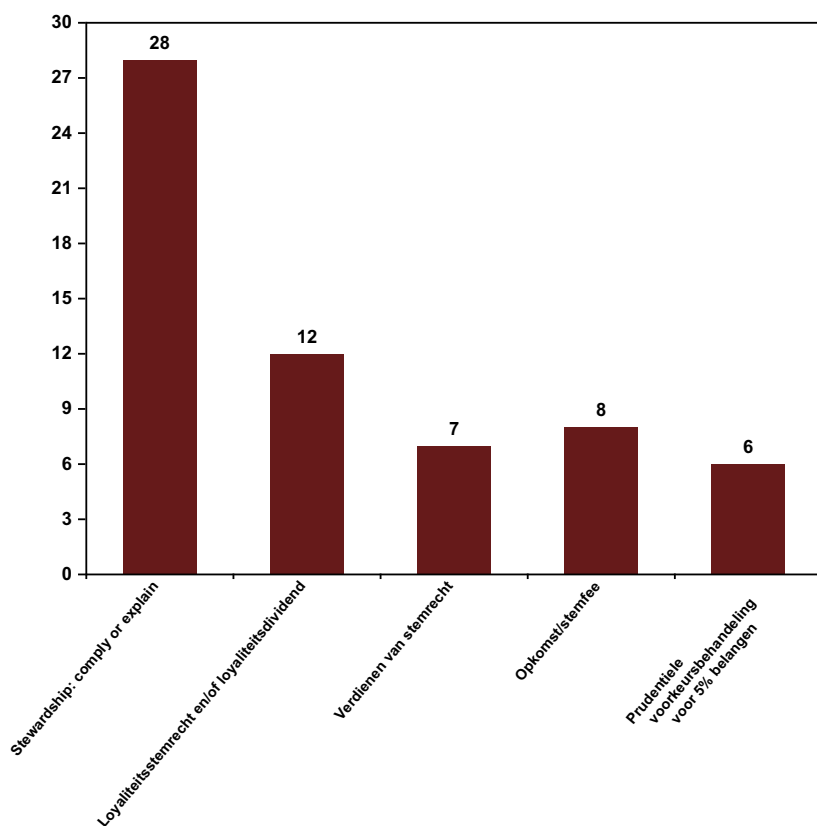
all (61)		
Groep	Ja	Nee
all	54%	46%

### Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q61a)



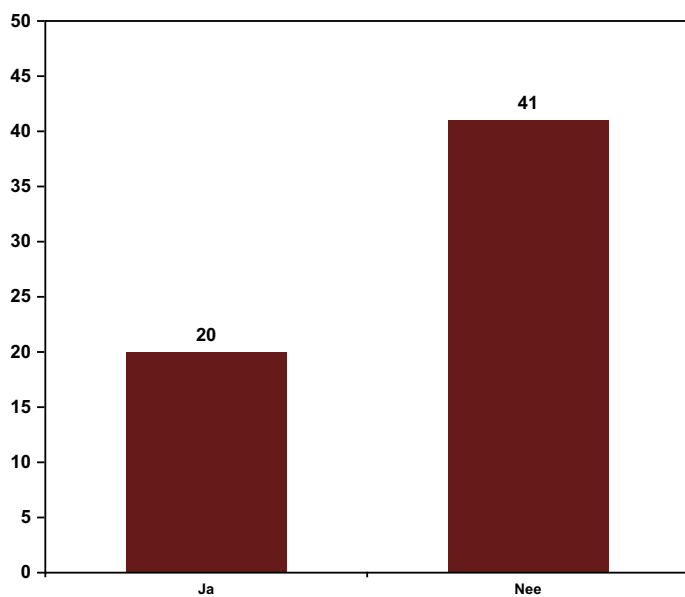
all (33)			
Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all	76%	15%	9%

In welke mate zouden onderstaande instrumenten voor uw instelling een positieve incentive zijn voor betrokken aandeelhouderschap in Nederlandse beursvennootschappen?.(Q61b)



Groep	Stewa...	Loyal...	Verdi...	Opkom...	Prude...
all	28	12	7	8	6

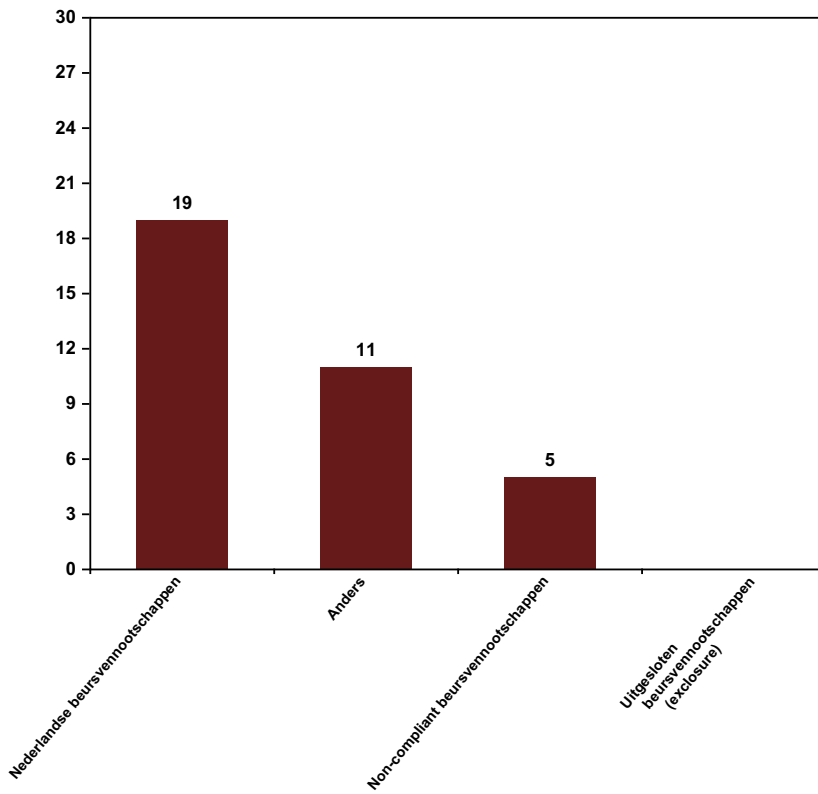
Maakt u in de uitvoering van uw stembeleid een onderscheid tussen vennootschappen waarin u belangen heeft?(Q62)



Groep	Ja	Nee
all	33%	67%

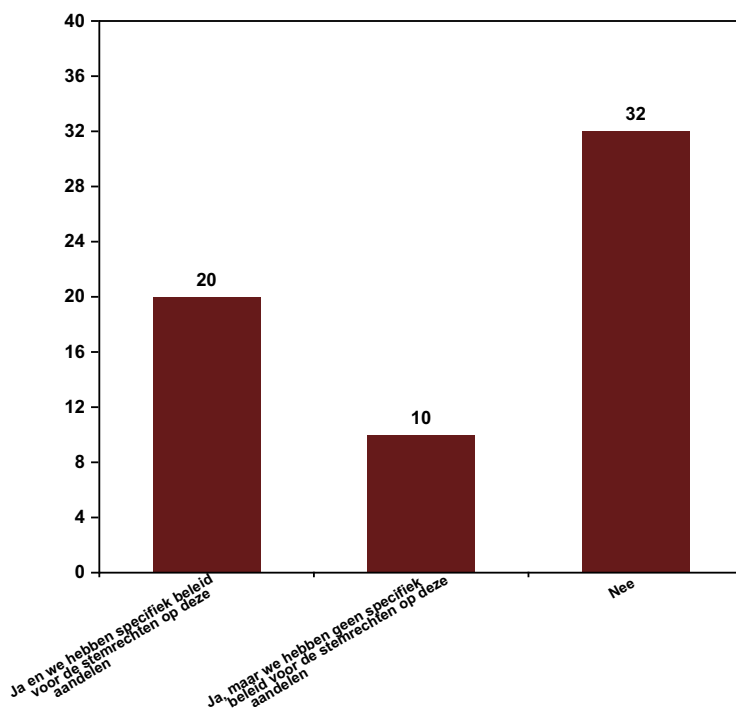


### Zo ja, welke categorieën onderscheidt u in de uitvoering van uw stembeleid?(Q63)



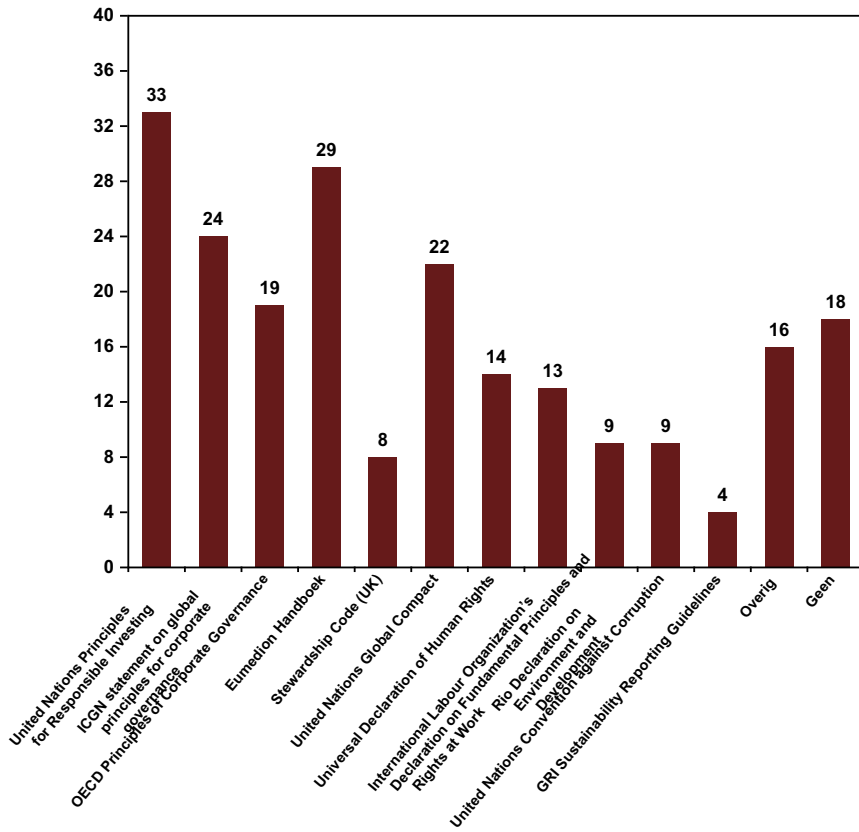
all (35)				
Groep	Nederl...	Anders	Non-co...	Uitges...
all	19	11	5	

### Doet uw instelling aan stock-lending?(Q63a)



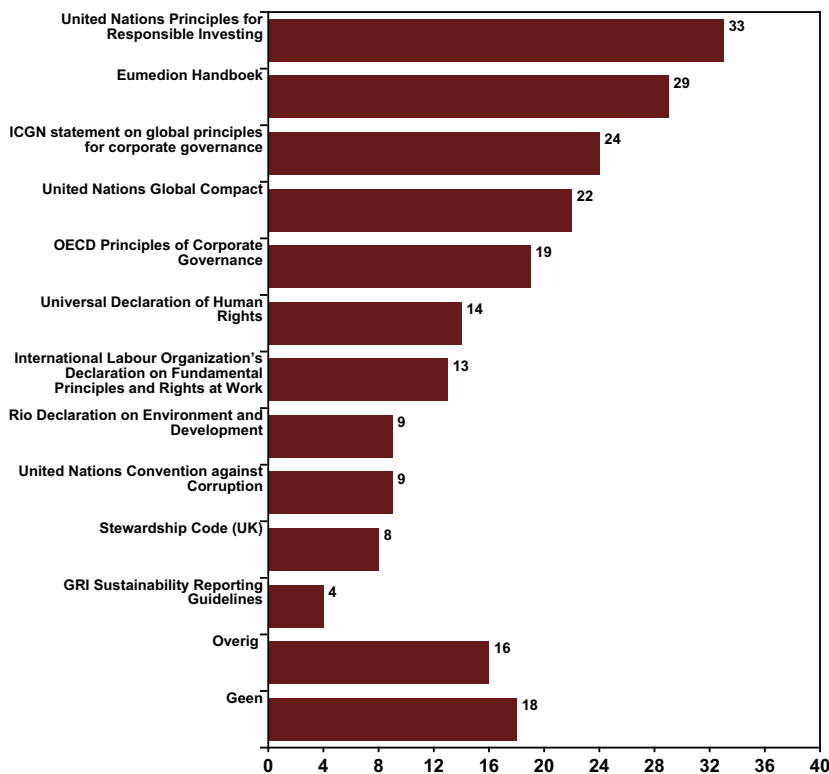
all (62)			
Groep	Ja en we h...	Ja, maar w...	Nee
all	32%	16%	52%

Op welke van de onderstaande codes is uw stembeleid gebaseerd? Kruis de gebruikte code of codes aan. (Meerdere antwoorden mogelijk.)(Q64)



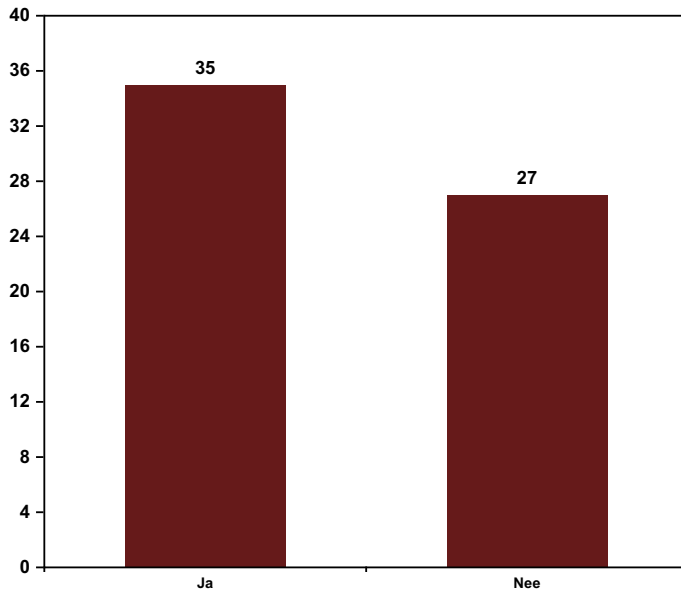
Groep	Jn..	IC..	OE..	Eu..	St...	Jn..	Jn..	In...	Ri...	Jn..	GR..	Dv..	Ge..
all (218)	33	24	19	29	8	22	14	13	9	9	4	16	18

Op welke van de onderstaande codes is uw stembeleid gebaseerd? Kruis de gebruikte code of codes aan. (Meerdere antwoorden mogelijk.)(Q64)



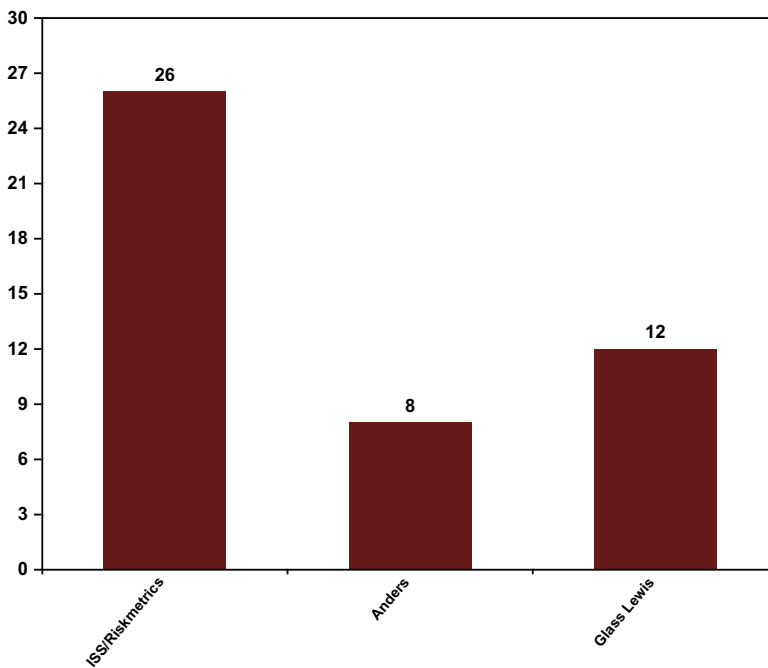
all (218)
-----------

### Maakt u van een stemadviesbureau gebruik? (Q77a)



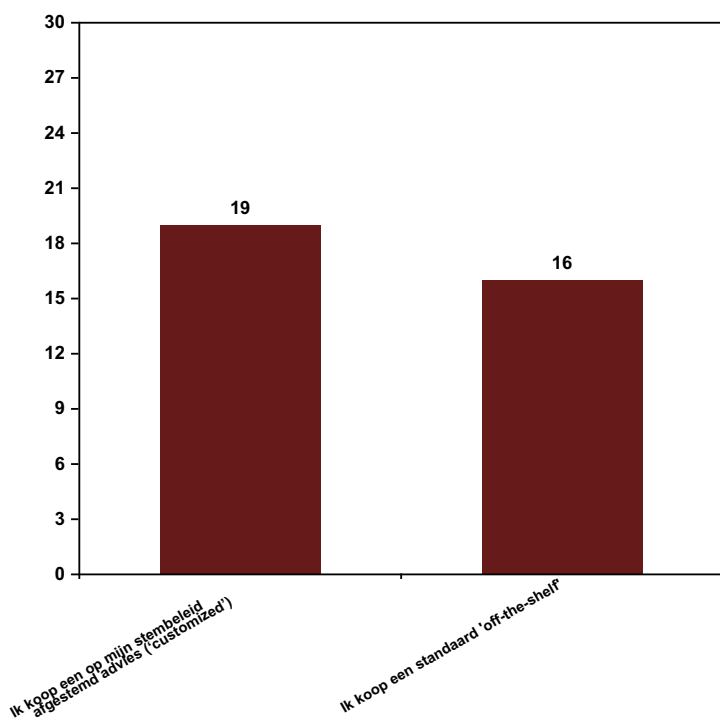
all (62)		
Groep	Ja	Nee
all	56%	44%

### Zo ja, welke?(Q77)



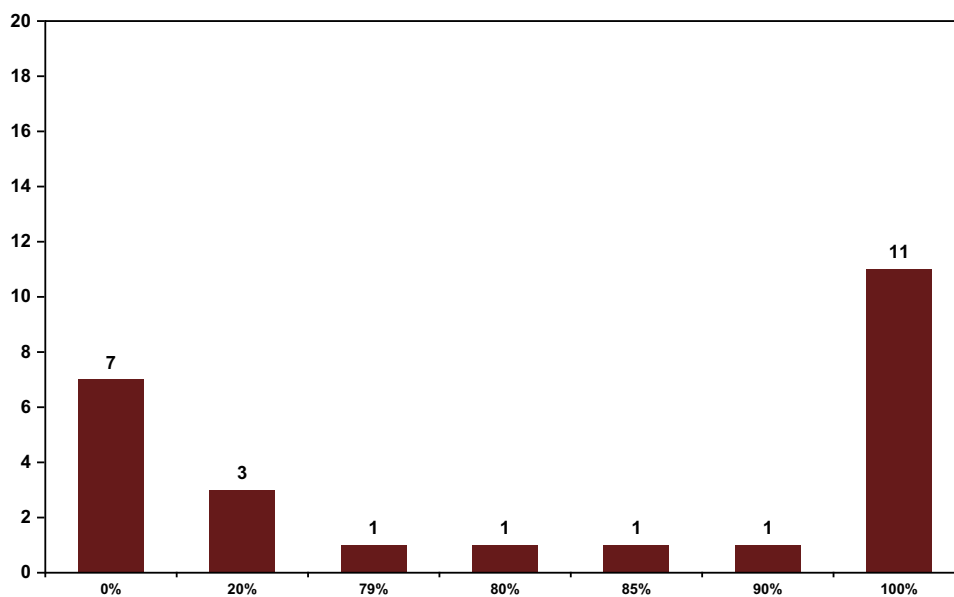
all (46)			
Groep	ISS/Risk...	Anders	Glass Le...
all	26	8	12

### Wat voor soort stemadvies koopt u?(Q78)



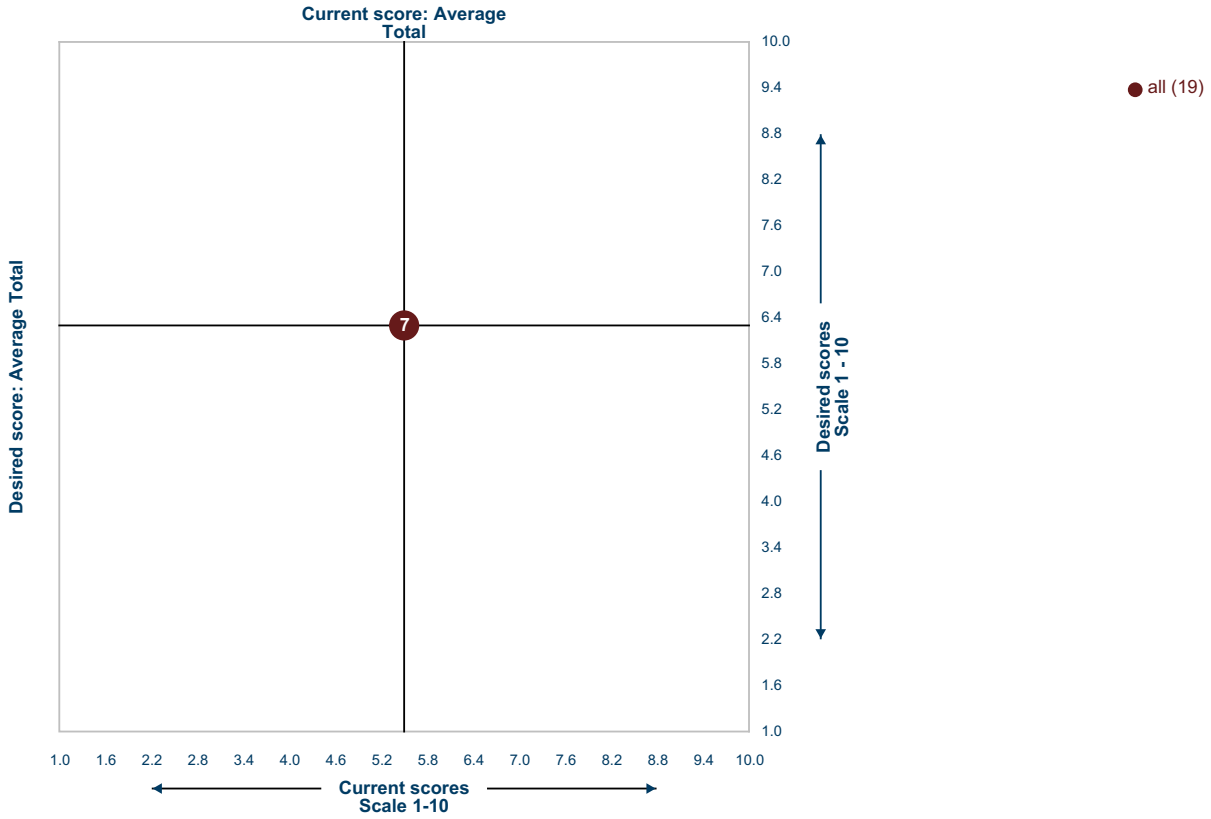
all (35)		
Groep	Ik koop een op ...	Ik koop een sta...
all	54%	46%

### In welke mate bespreekt u vooraf uw stembeleid met het stemadviesbureau?(Q79\_question)

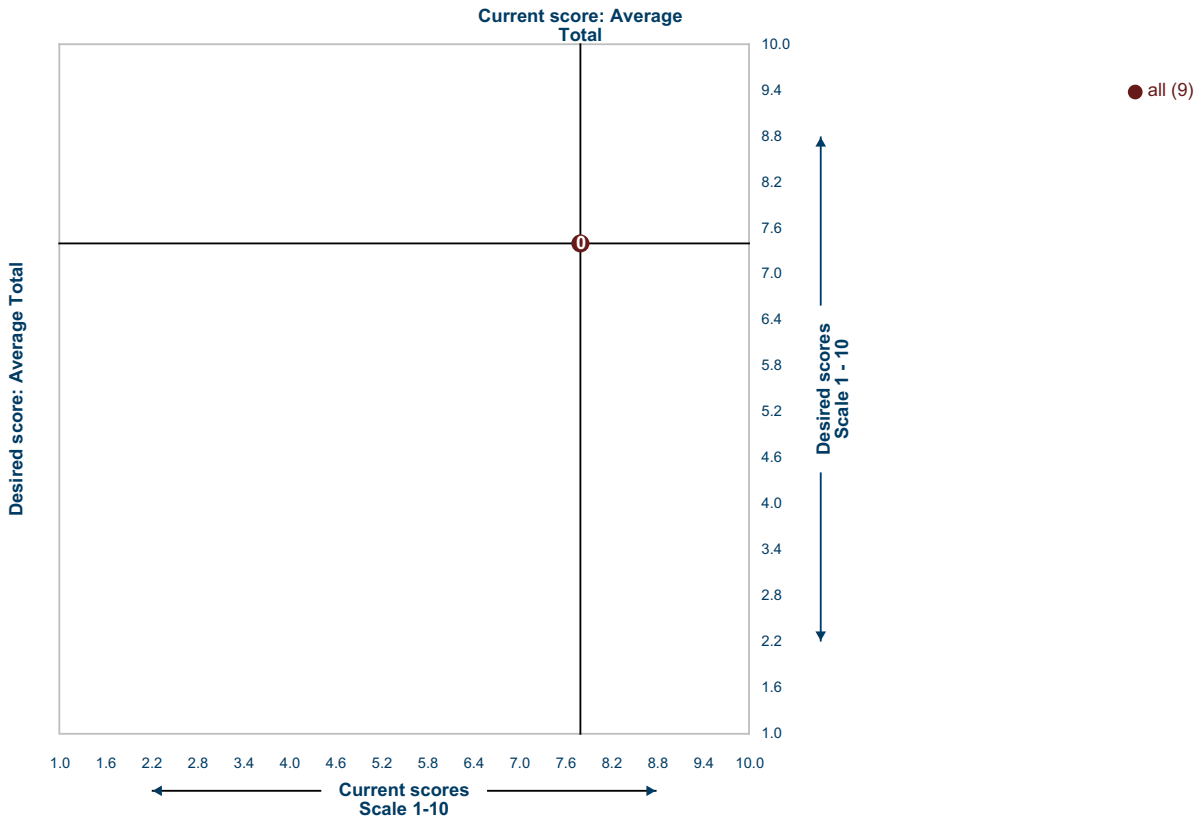


all (25)

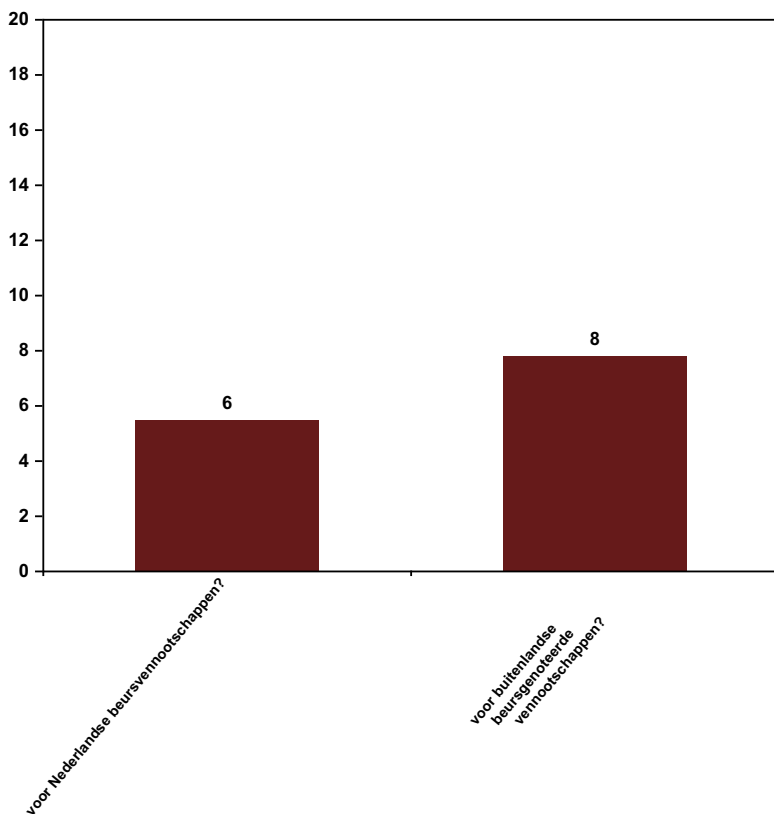
### In welke mate is het extern stemadvies van invloed bij het bepalen van uw stem? - voor Nederlandse beursvennootschappen?(Q80)



### In welke mate is het extern stemadvies van invloed bij het bepalen van uw stem? - voor buitenlandse beursgenoteerde vennootschappen?(Q81)

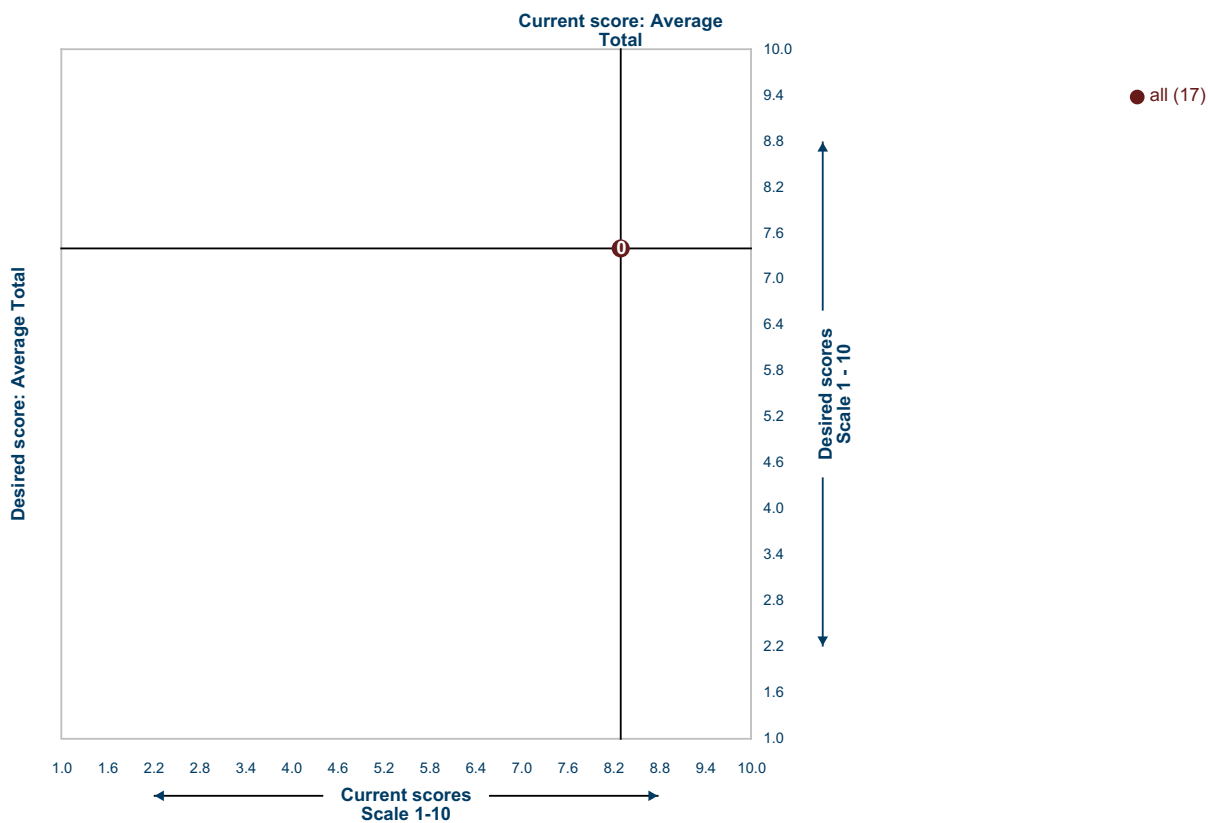


### In welke mate is het extern stemadvies van invloed bij het bepalen van uw stem? - Q81a(Q81a)

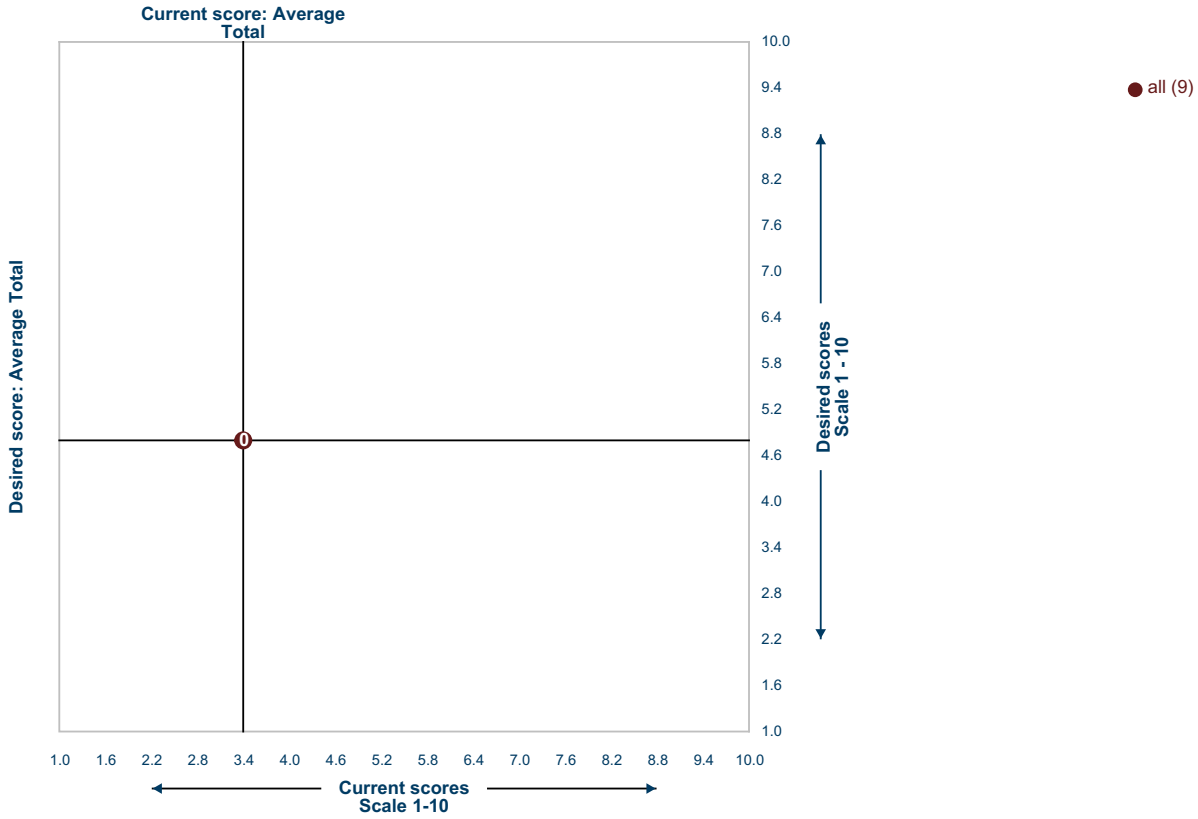


all (13.3)		
Groep	voor Nederlan...	voor buitenla...
all	5.5	7.8

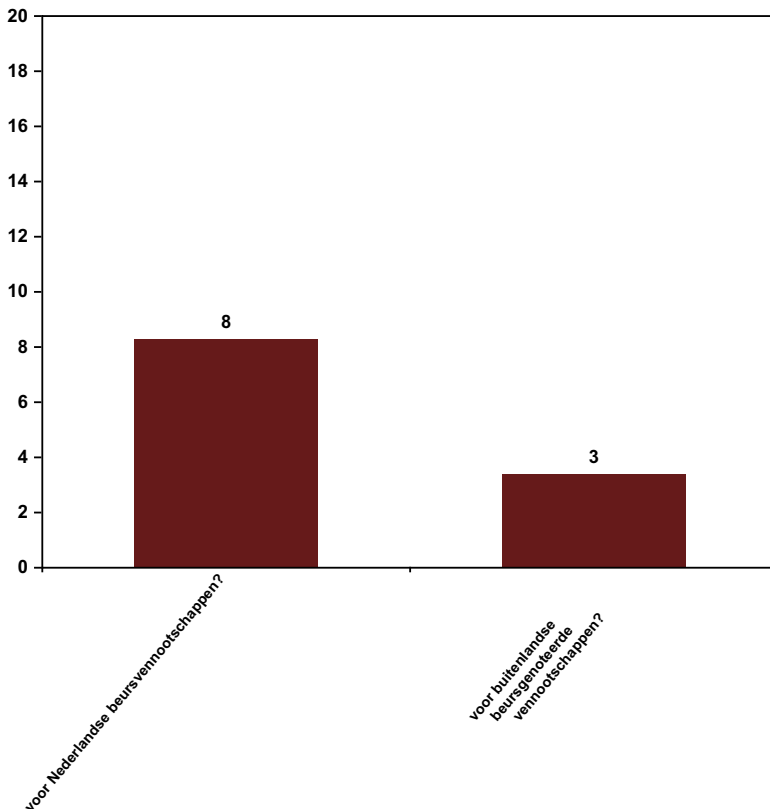
### In welke mate controleert u inhoudelijk het stemadvies dat u ontvangt? - voor Nederlandse beursvennootschappen?(Q84)



In welke mate controleert u inhoudelijk het stemadvies dat u ontvangt? - voor buitenlandse beursgenoteerde vennootschappen?(Q85)

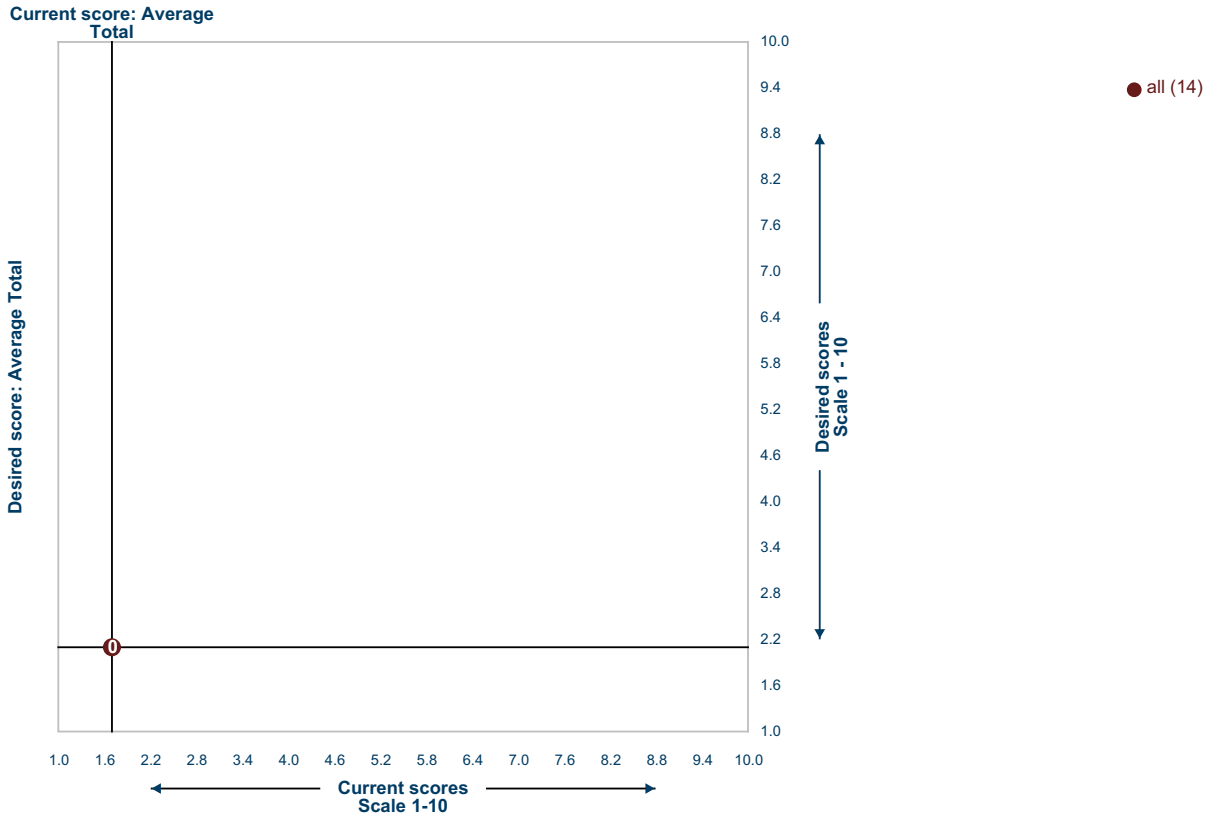


In welke mate controleert u inhoudelijk het stemadvies dat u ontvangt? - Q85a(Q85a)

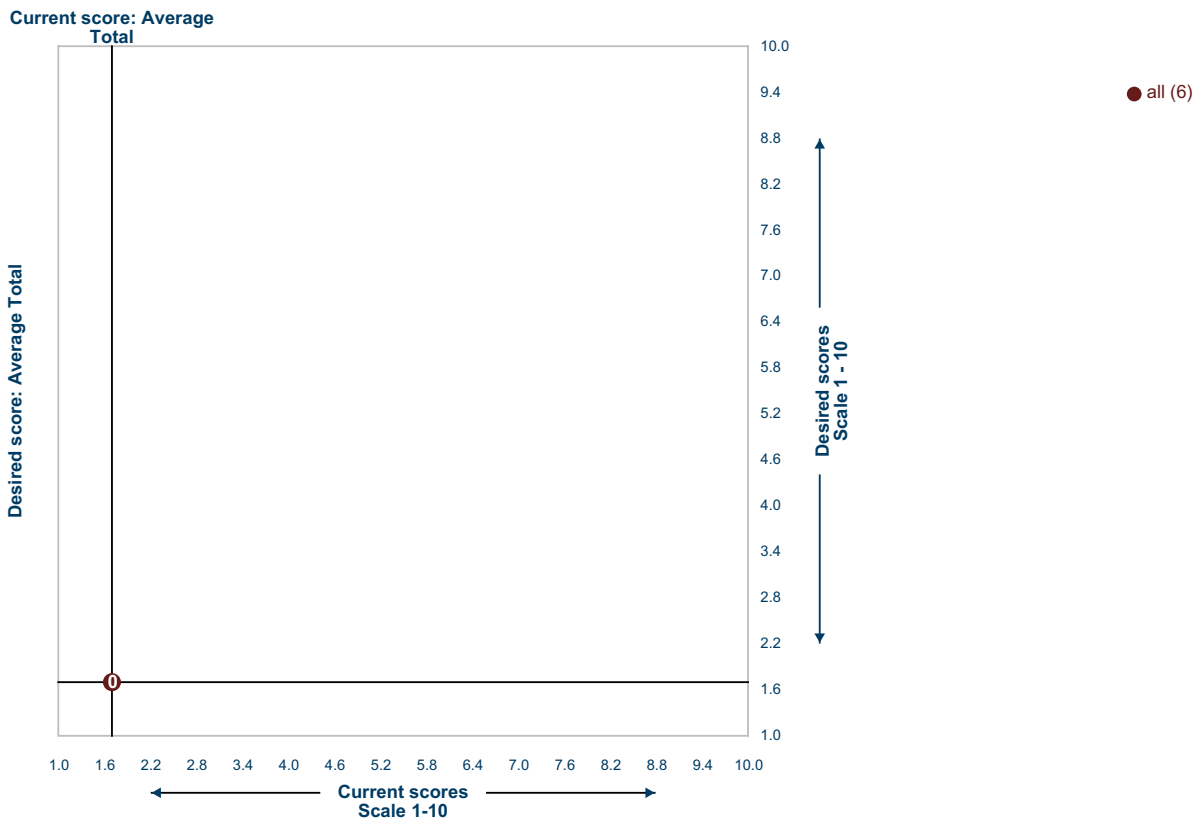


Groep	voor Nederlan...	voor buitenla...
all (11.7)	8.3	3.4

In welke mate bent u het B-AvA seizoen 2010 (boekjaar 2009) afgeweken van het ontvangen stemadvies? - voor Nederlandse beursvennootschappen?(Q88)

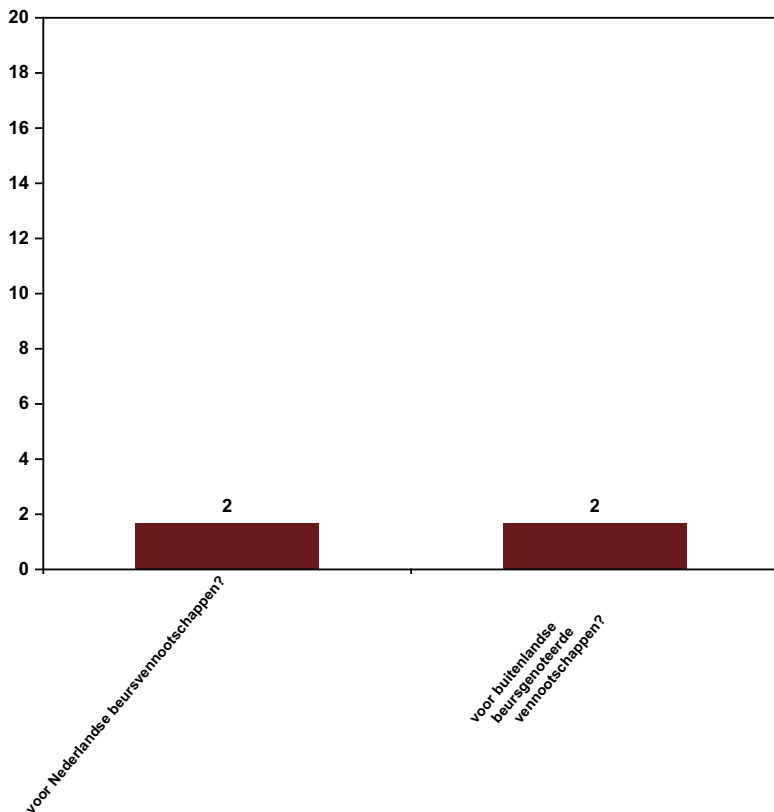


In welke mate bent u het B-AvA seizoen 2010 (boekjaar 2009) afgeweken van het ontvangen stemadvies? - voor buitenlandse beursgenoteerde vennootschappen?(Q88a)



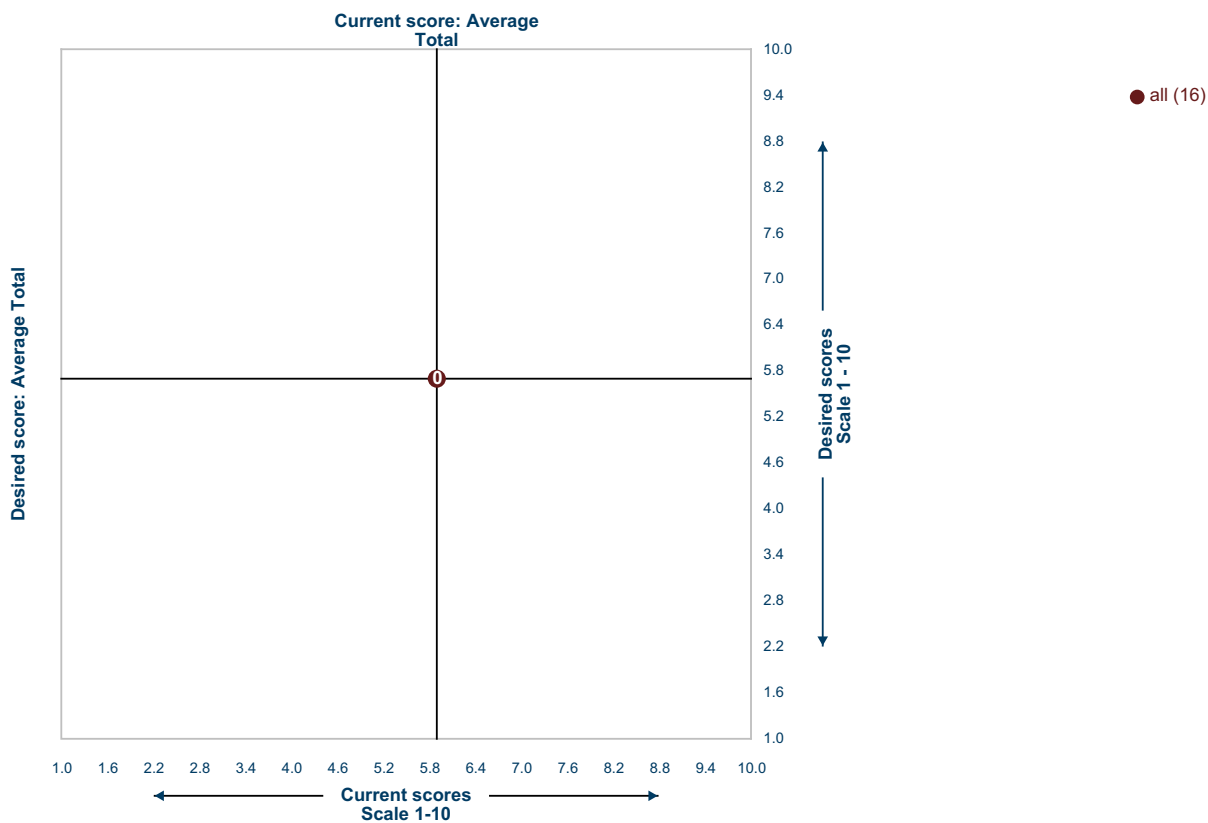


In welke mate bent u het B-AvA seizoen 2010 (boekjaar 2009) afgeweken van het ontvangen stemadvies? - Q88b(Q88b)

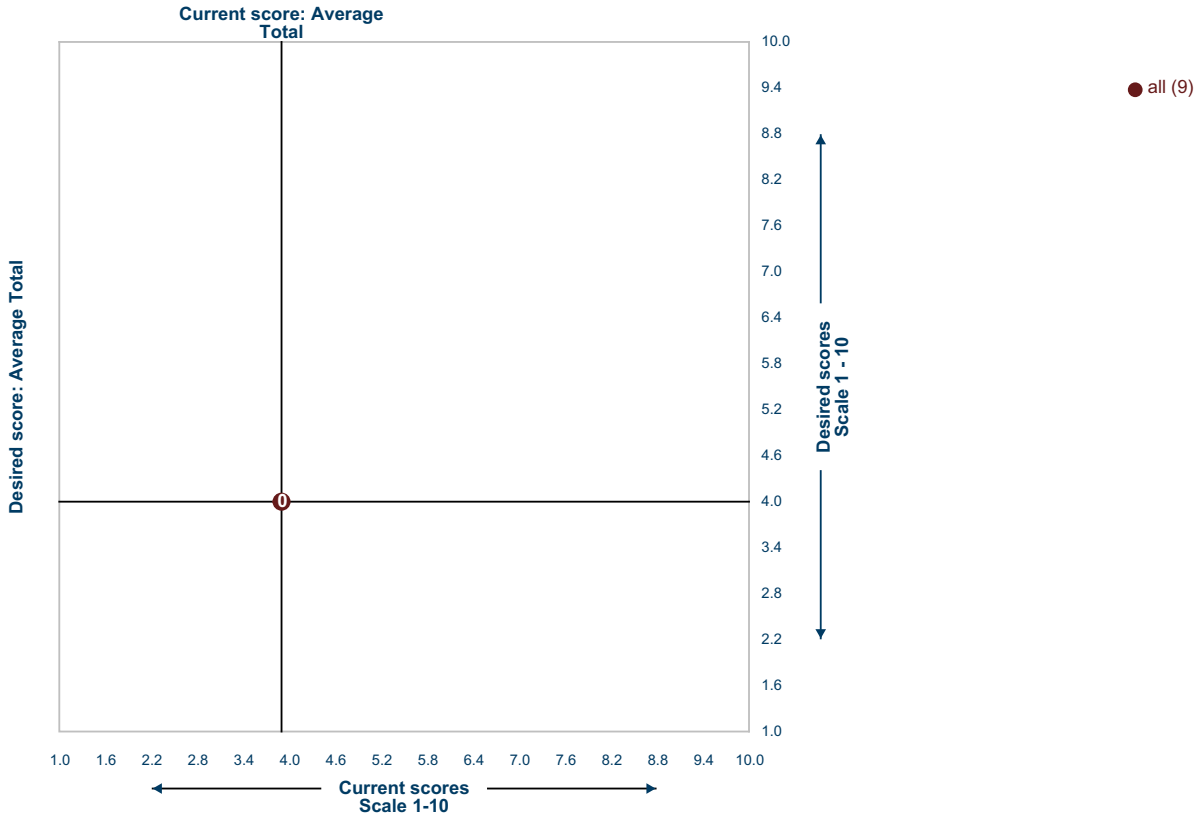


Groep	voor Nederlan...	voor buitenla...
all (3.4)	1.7	1.7

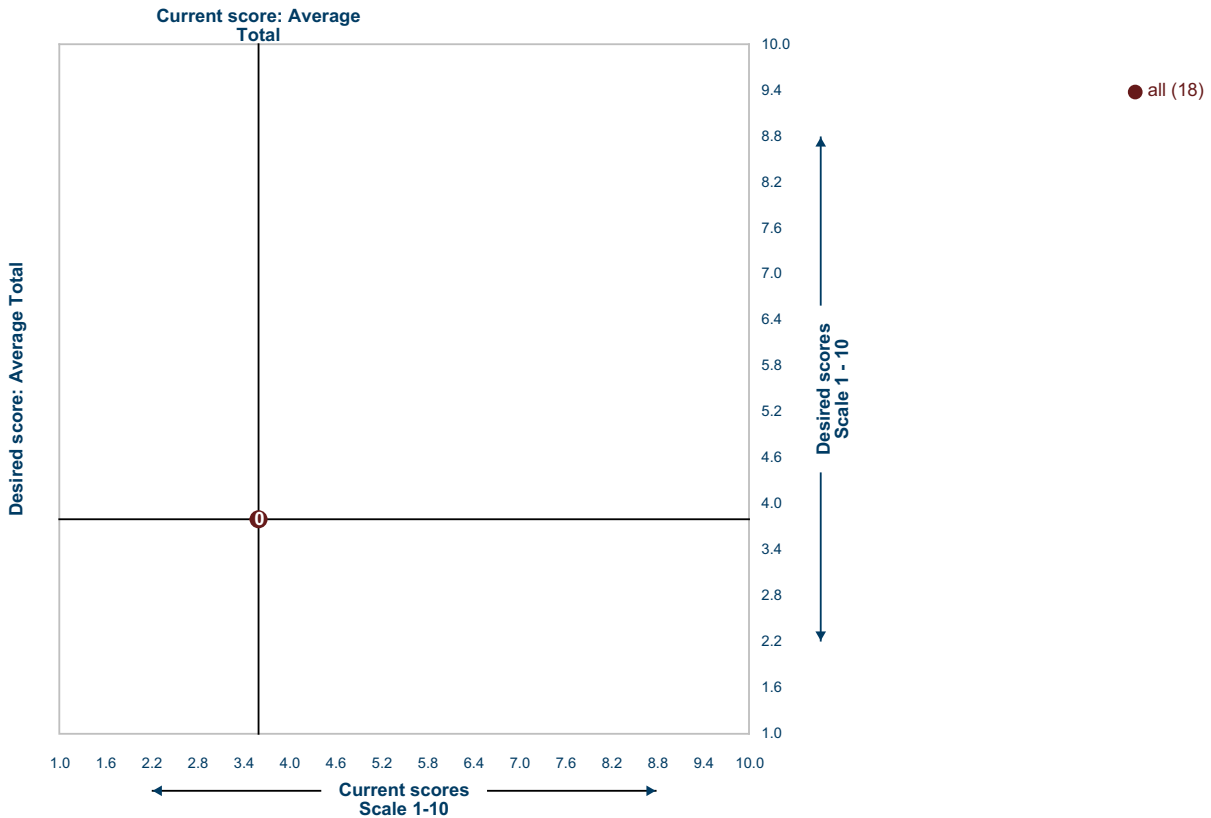
In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het bepalen van uw stem? - Stemadviesbureau(Q89)



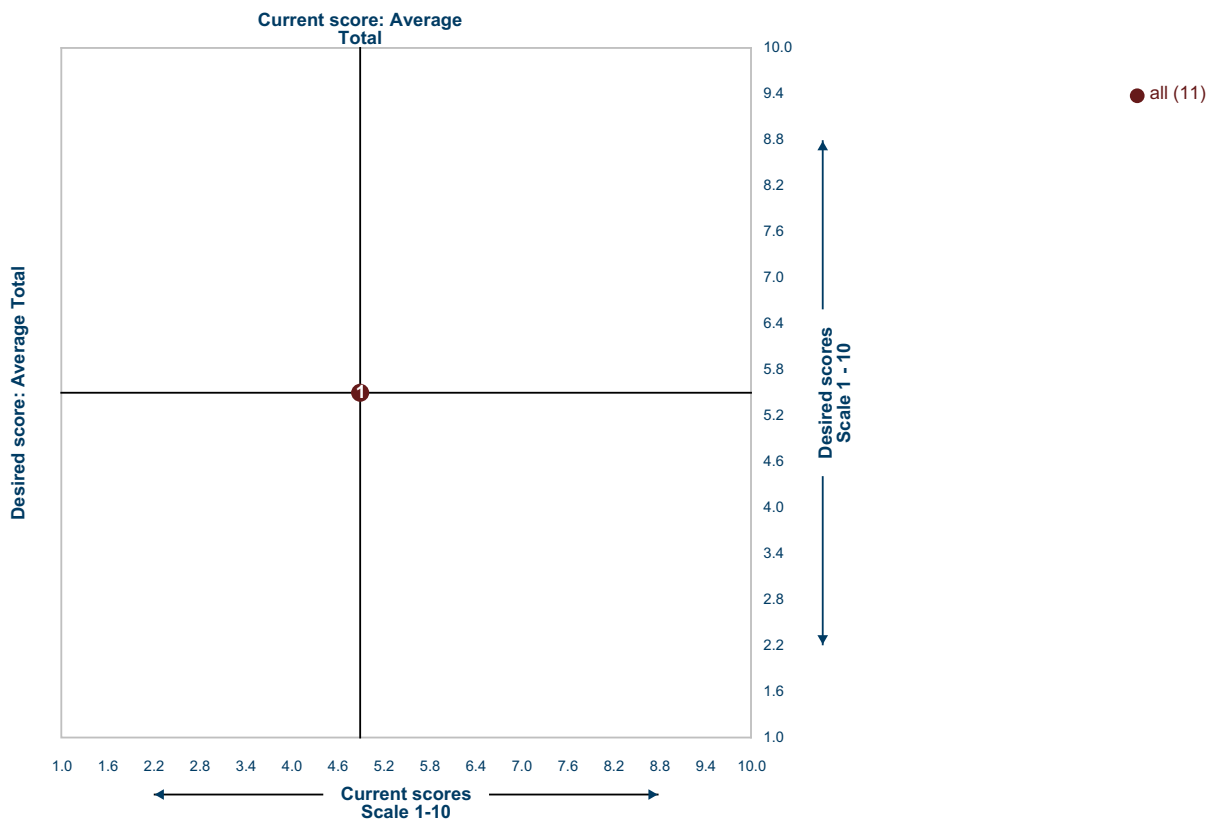
### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het bepalen van uw stem? - Belangenorganisaties beleggers(Q95)



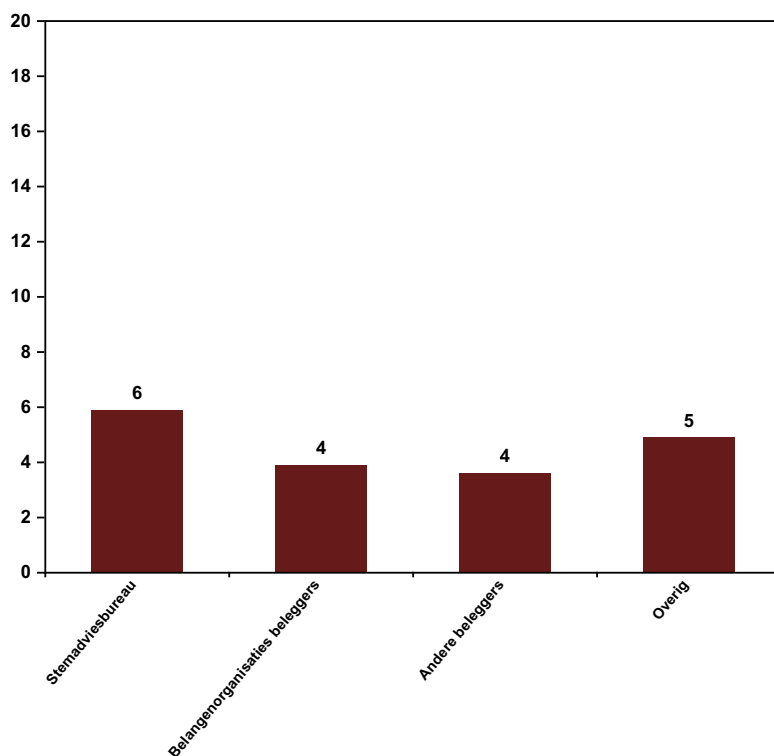
### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het bepalen van uw stem? - Andere beleggers(Q95a)



### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het bepalen van uw stem? - Overig(Q96)

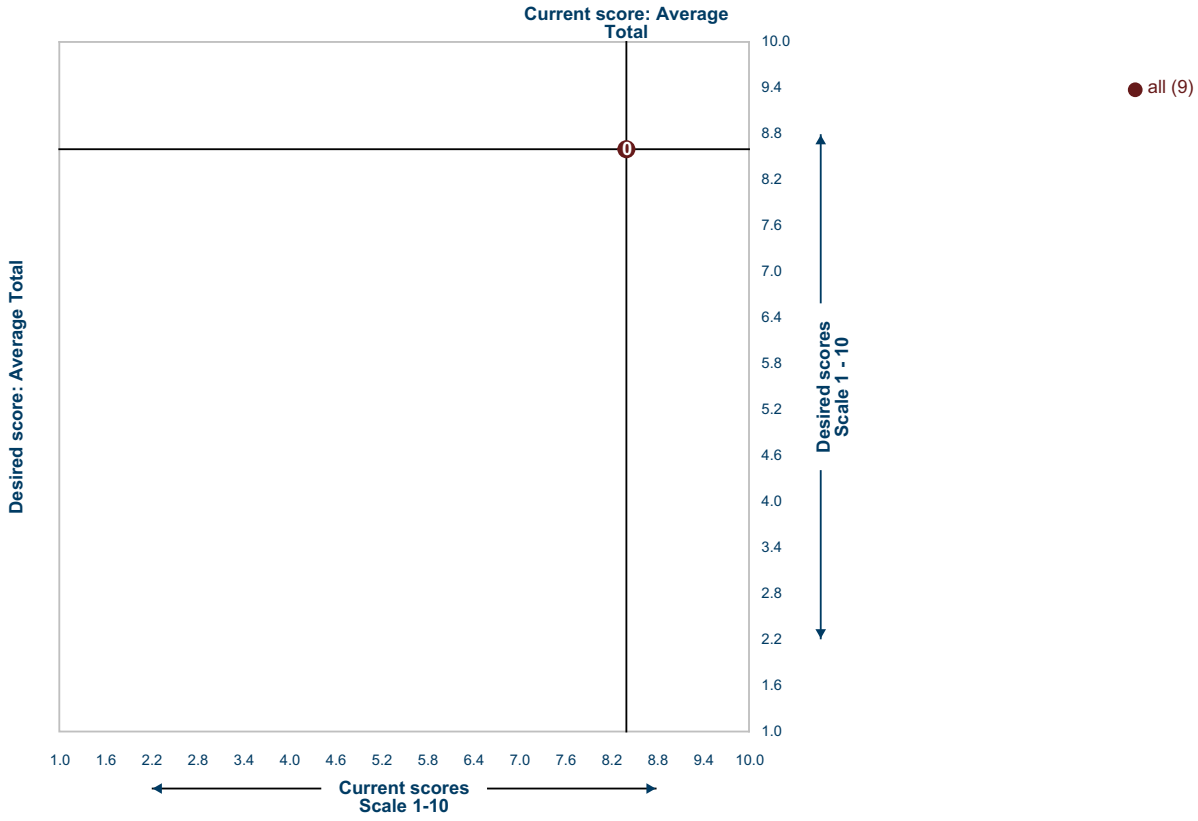


### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het bepalen van uw stem? - Q96a(Q96a)

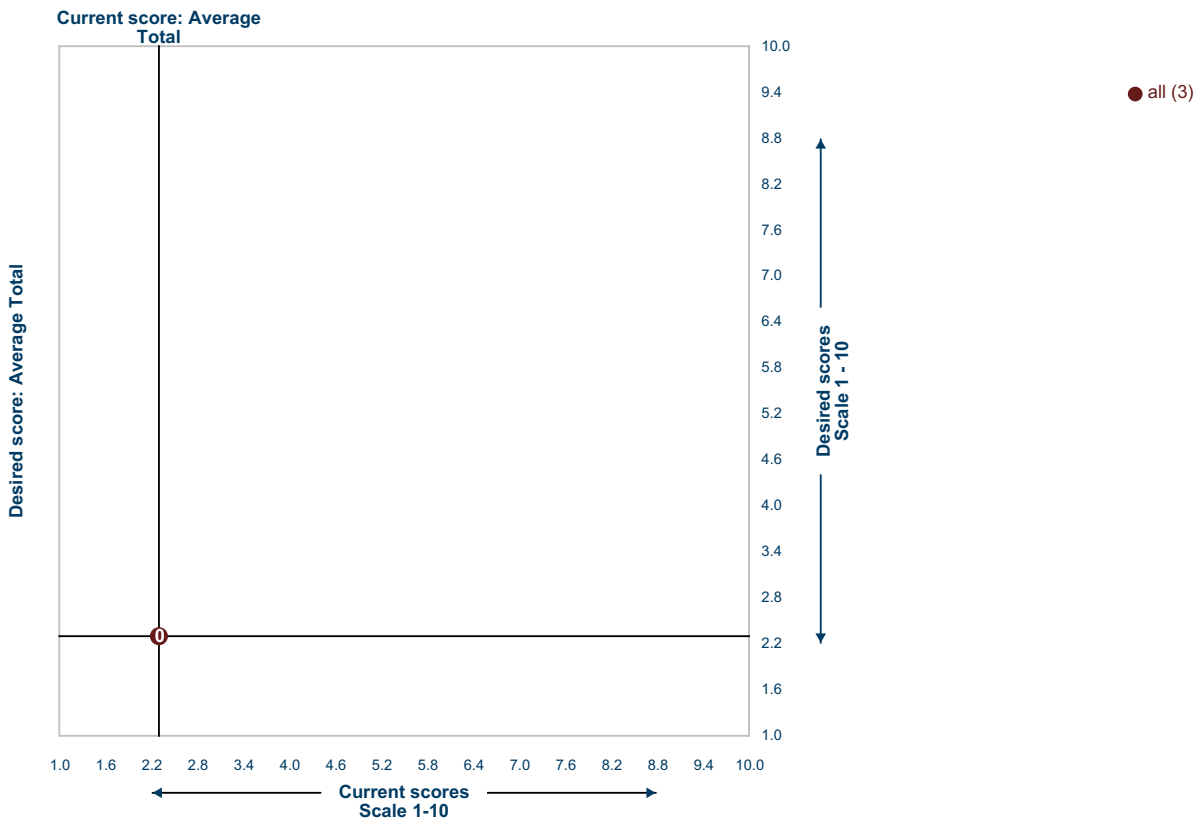


Groep	Stemad...	Belang...	Andere...	Overig
all (18.3)	5.9	3.9	3.6	4.9

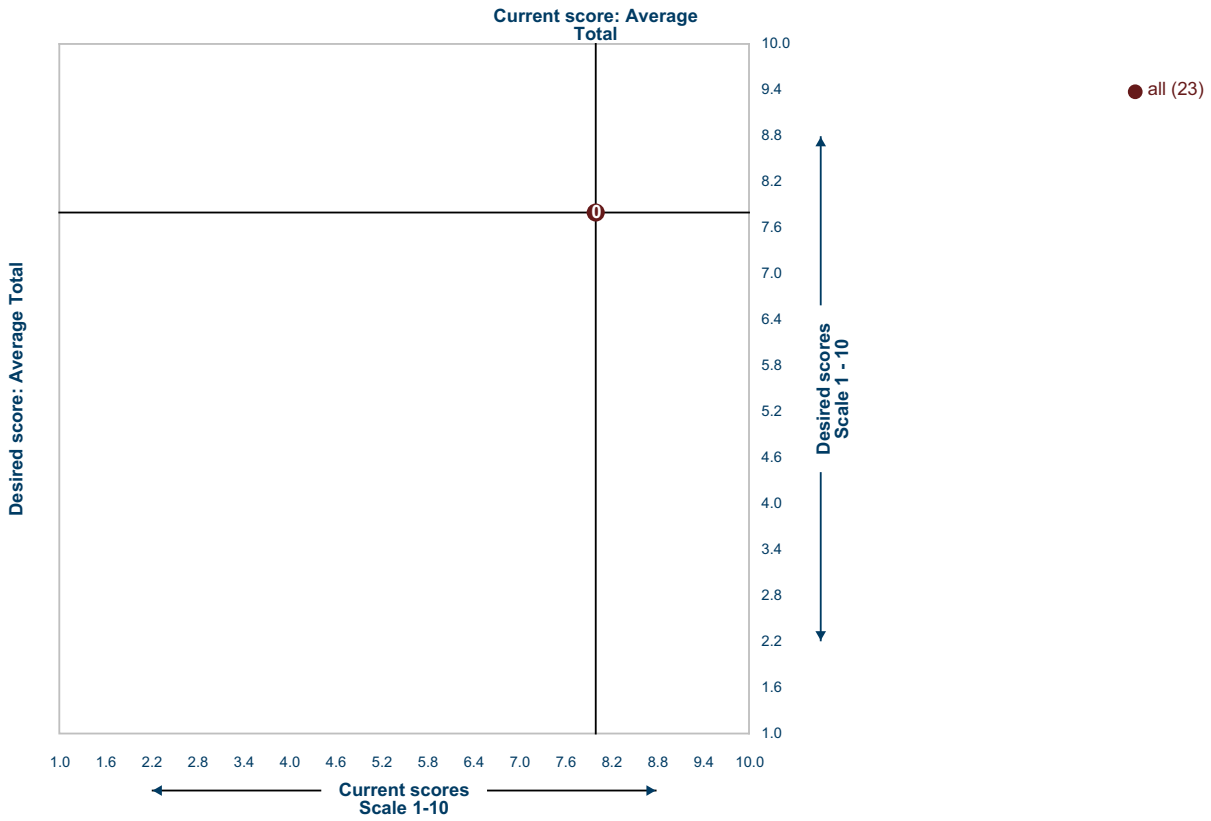
### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? - Voting platforms (Internet)(Q90)



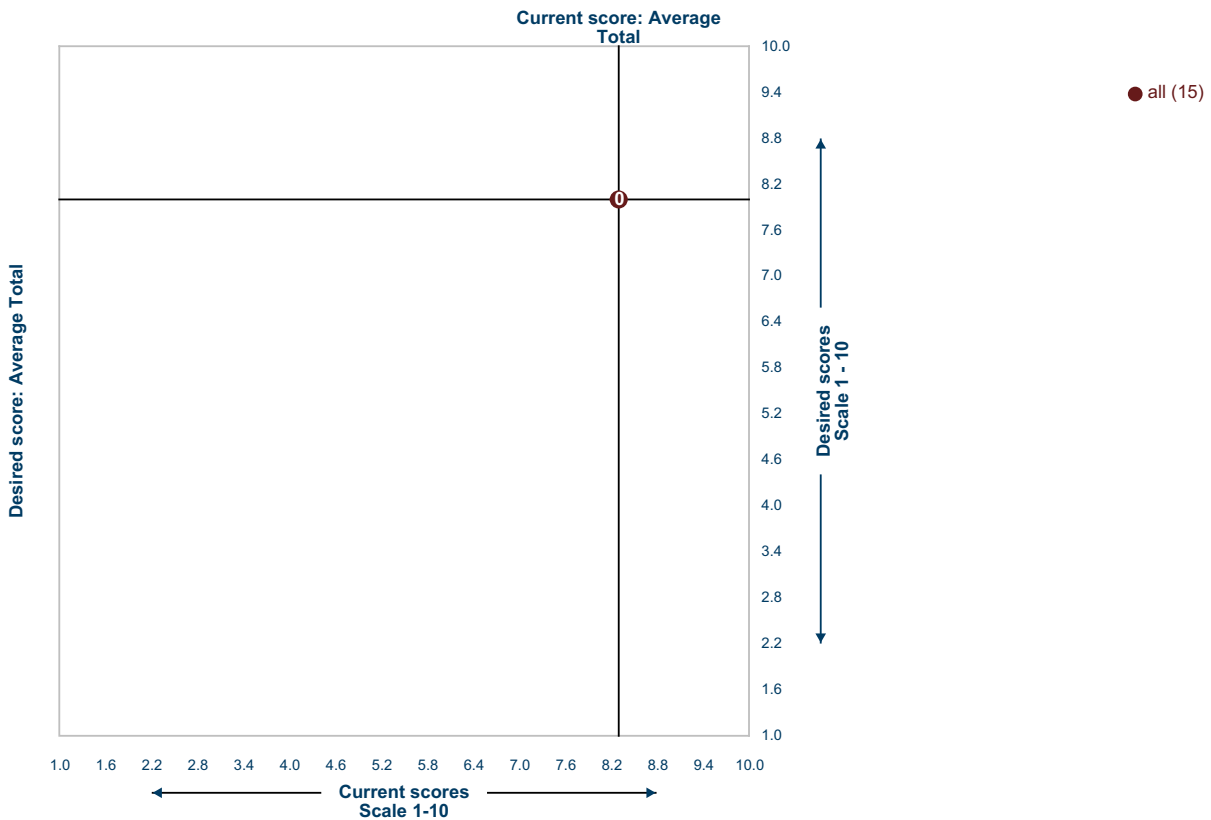
### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? - Clearing house(Q91)



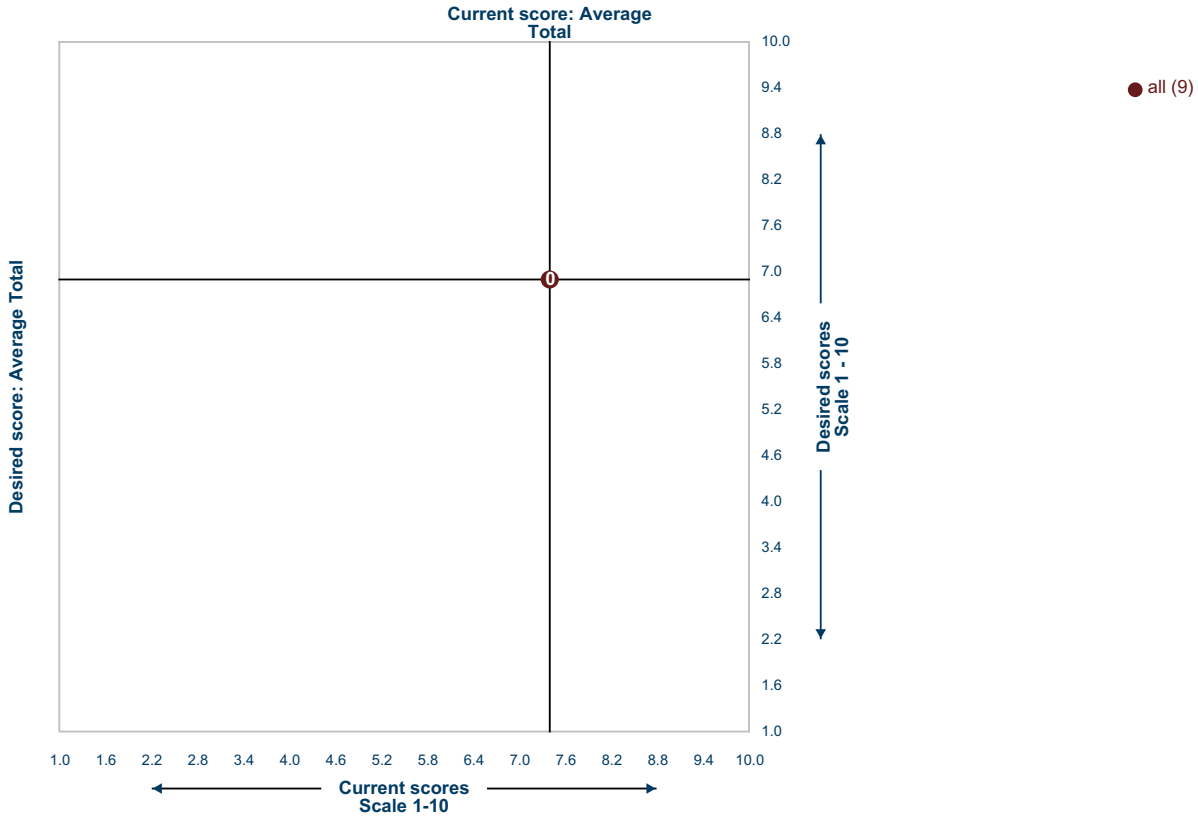
### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? - Custodian(Q92)



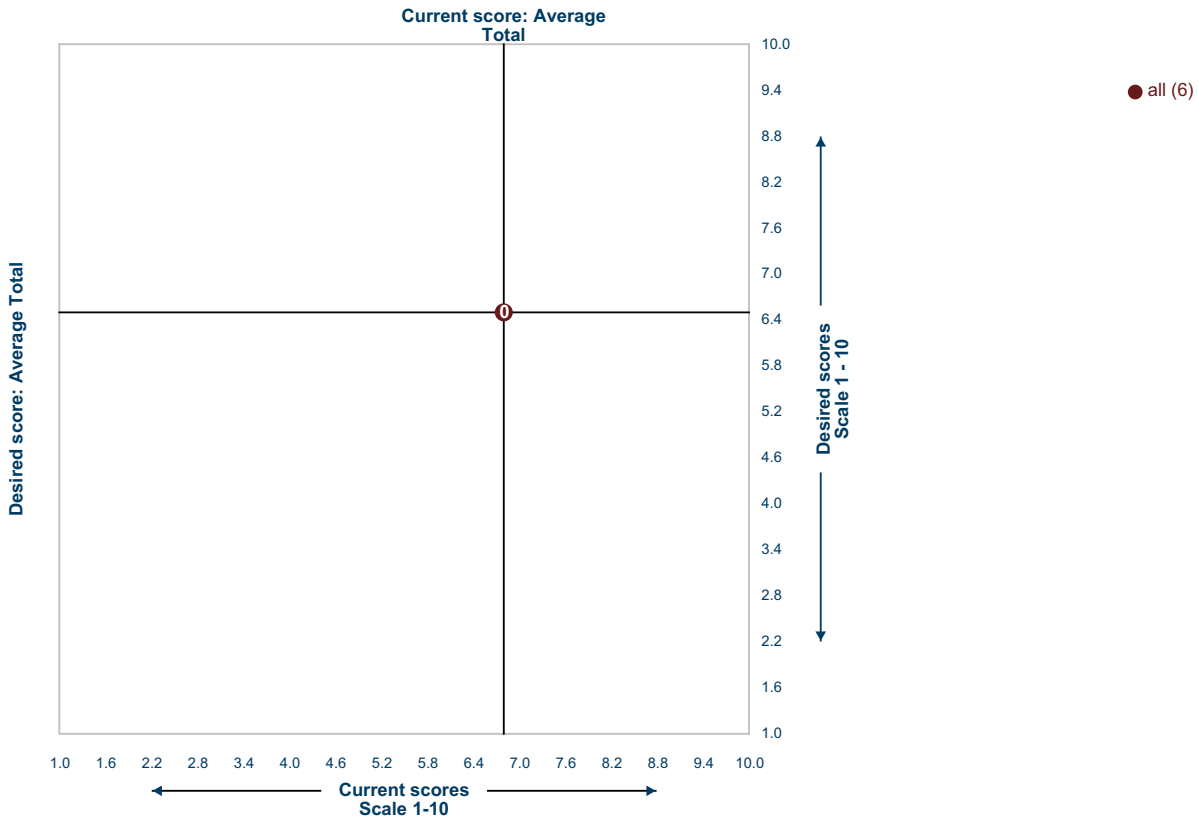
### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? - Sub\_custodian(Q93)



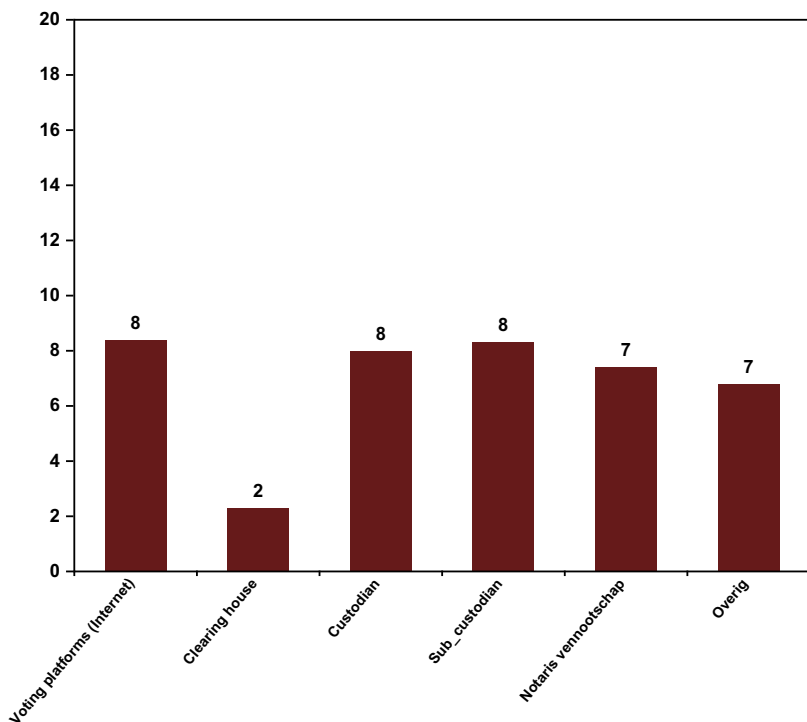
### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? - Notaris vennootschap(Q94)



### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? - Overig(Q94a)

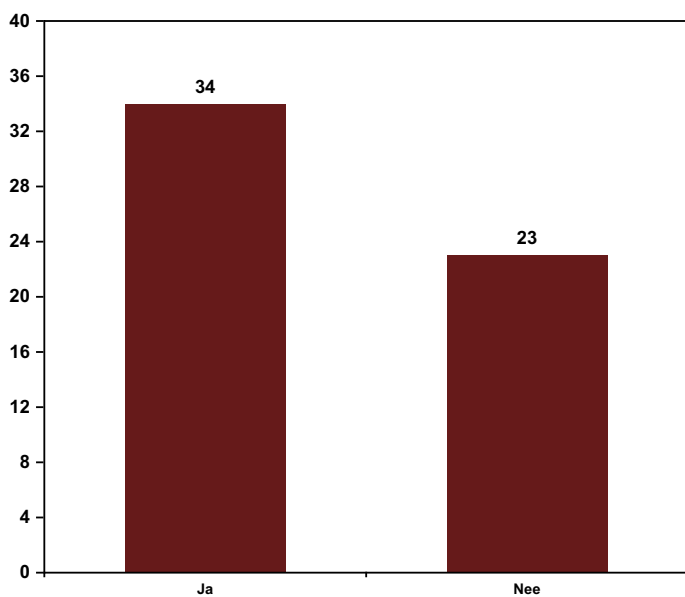


In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? - Q94b(Q94b)



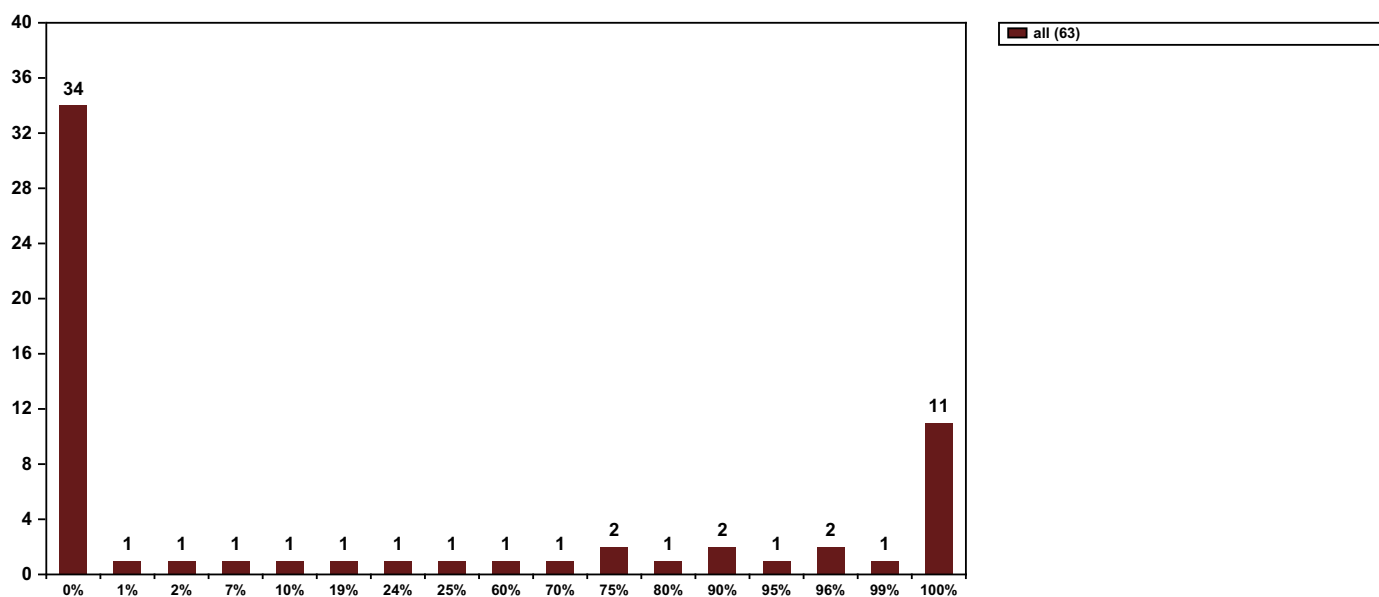
Groep	Voti...	Clea...	Cust...	Sub_...	Nota...	Over...
all (41.2)	8.4	2.3	8	8.3	7.4	6.8

Geeft u de proxy holder expliciet opdracht hoe uw stem uit te brengen?(Q97)

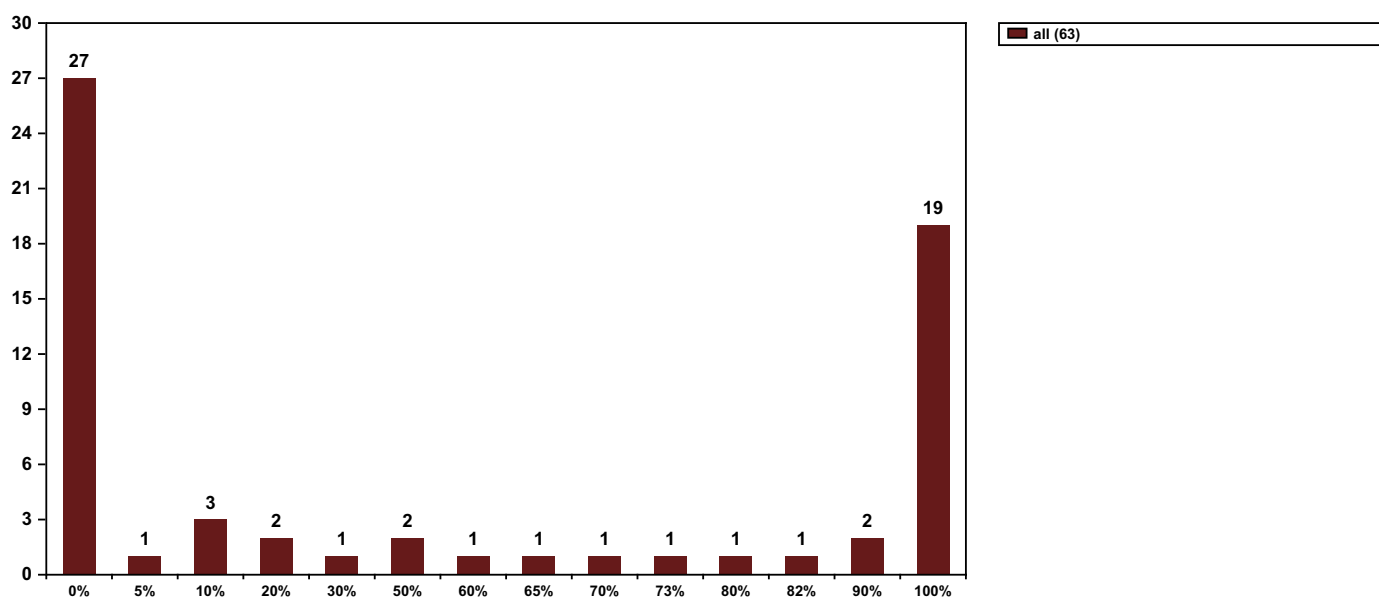


Groep	Ja	Nee
all (57)	60%	40%

In welke mate weet u uiteindelijk of de proxy holder uw stem uitbrengt, wanneer u bij volmacht uw stem laat uitbrengen?(Q98\_question)

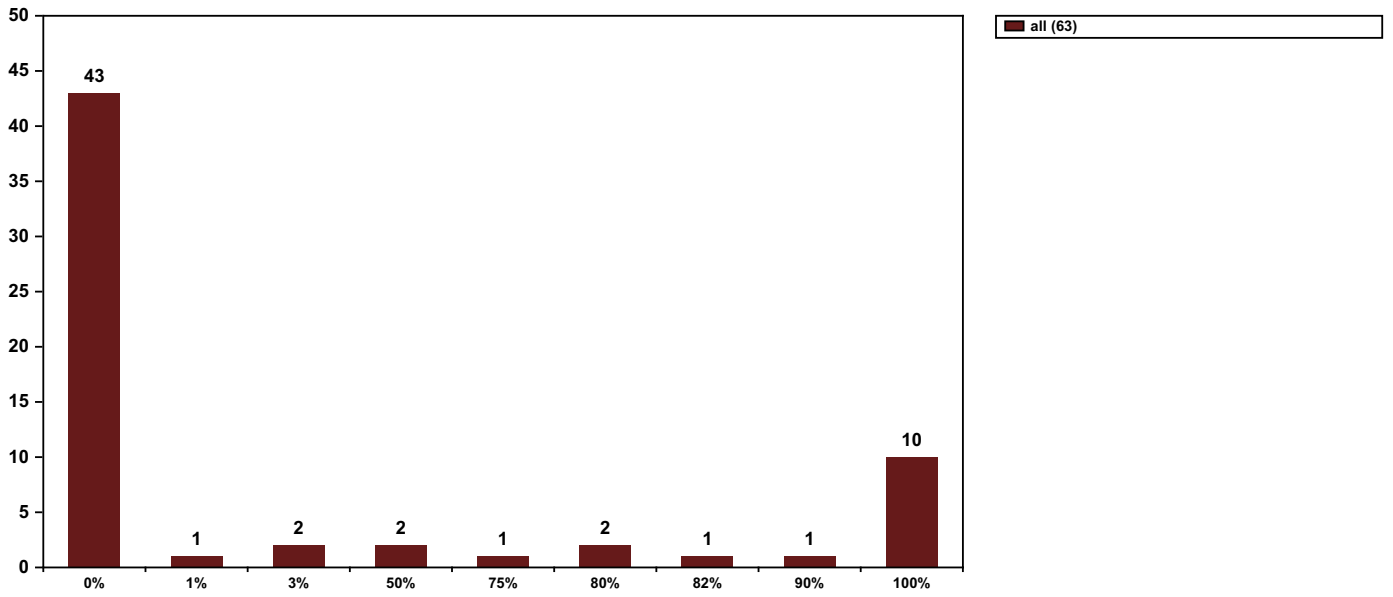


In welke mate bent u van mening dat de keten tussen de aandeelhouder en het uiteindelijk uitbrengen van de stem geaudit zou moeten worden?(Q100\_question)

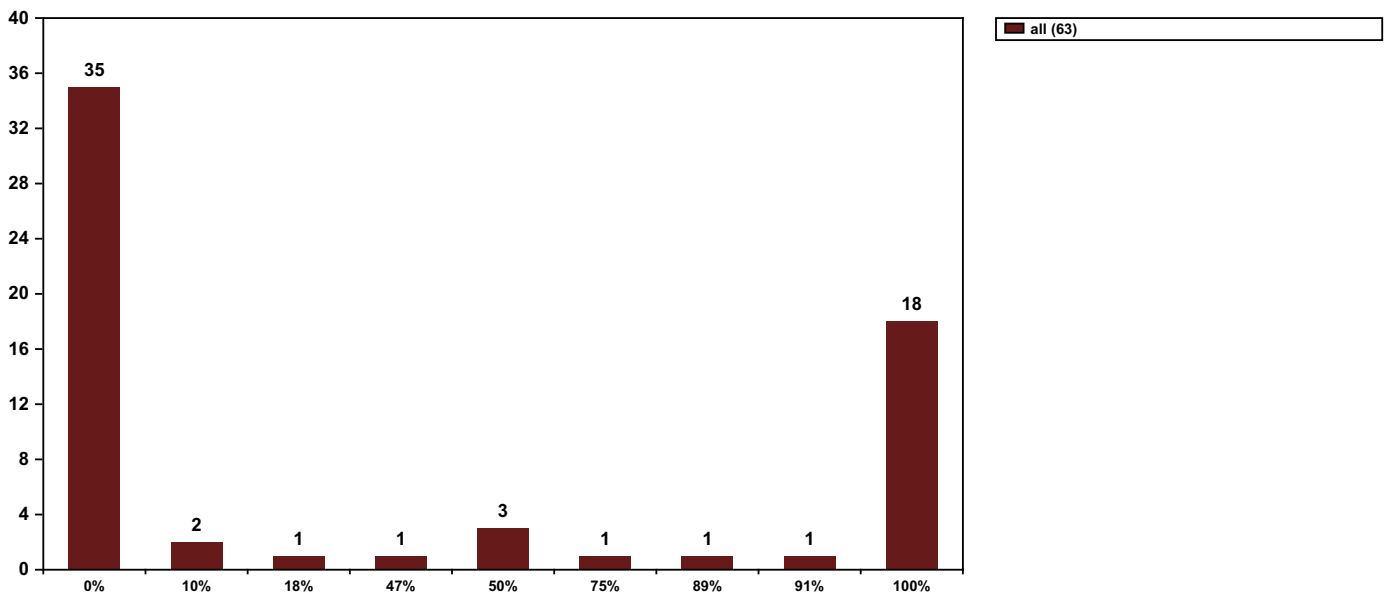




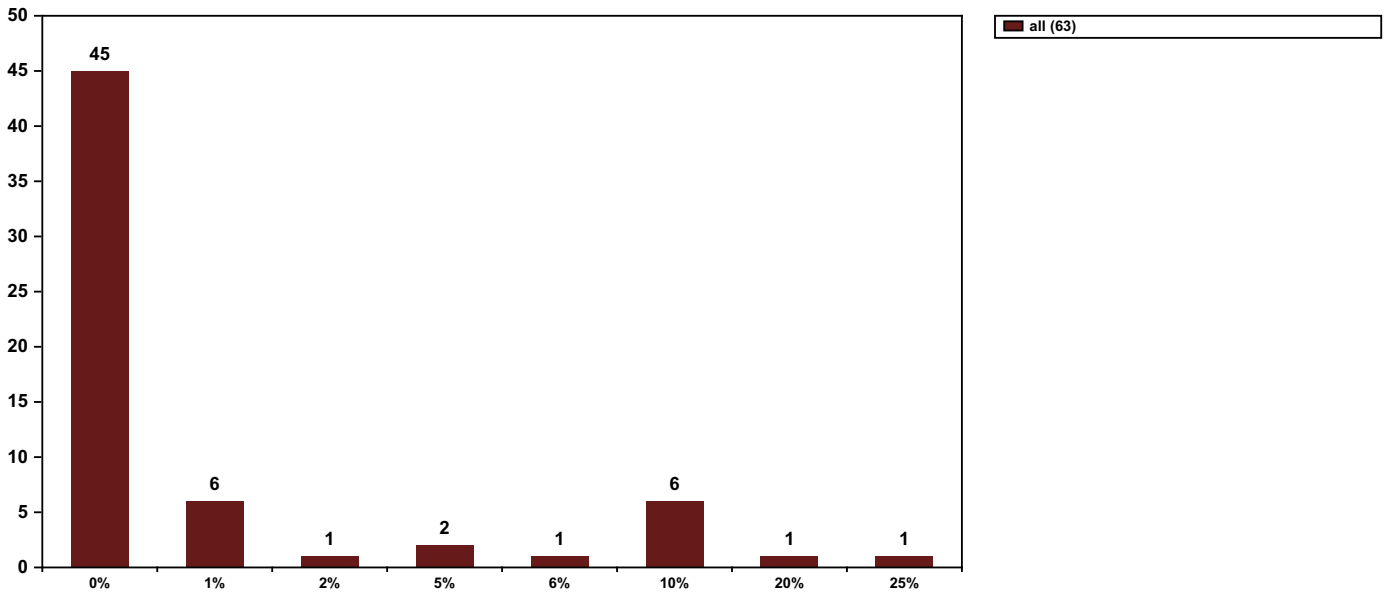
In welke mate mag uw proxyholder voorafgaand aan de B-AvA uw stemmen aan de vennootschap bekend maken?(Q101\_question)



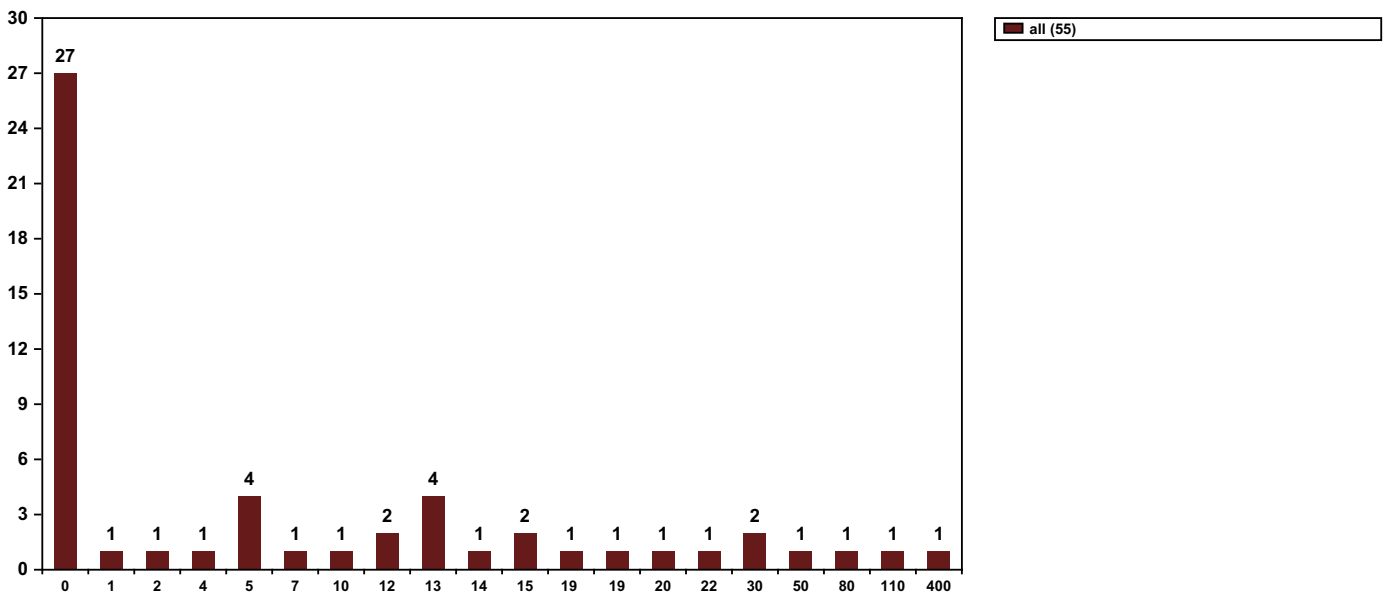
In welke mate mag uw proxyholder alleen tijdens de B-AvA uw stemmen aan de vennootschap bekend maken?(Q102\_question)



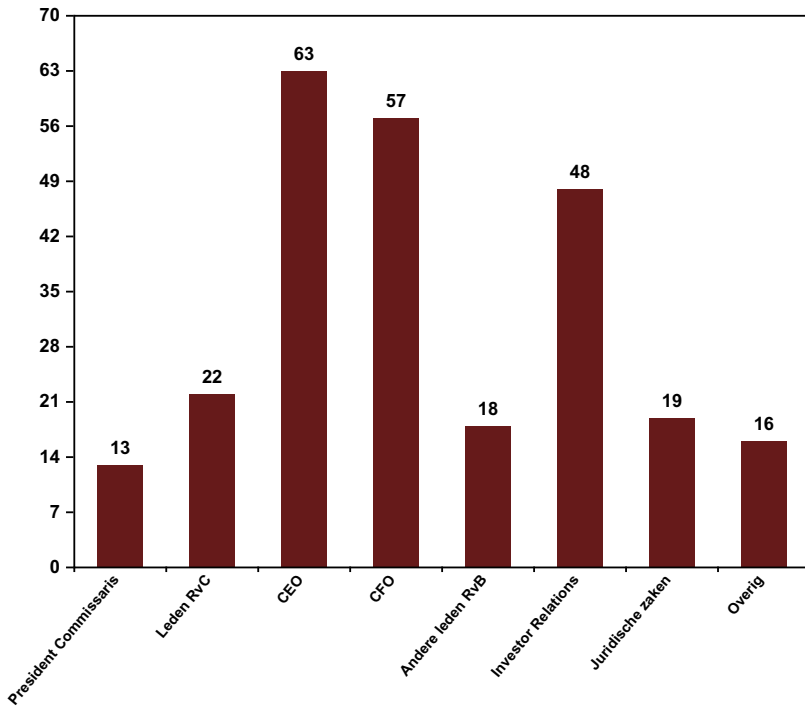
Hoeveel procent van uw tijdens de B-AvA uit te brengen stemmen was, voorafgaand aan de behandeling van het agendapunt op de B-AvA, bij de andere aandeelhouders bekend?(Q105\_question)



Hoe vaak heeft u gedurende het B-AvA seizoen 2010 over boekjaar 2009 contact gehad met bestuurders/vertegenwoordigers van individuele vennootschappen buiten de B-AvA's om uit hoofde van betrokken aandeelhouderschap?(Reguliere contacten van portfolio managers uitgesloten)(Q112)

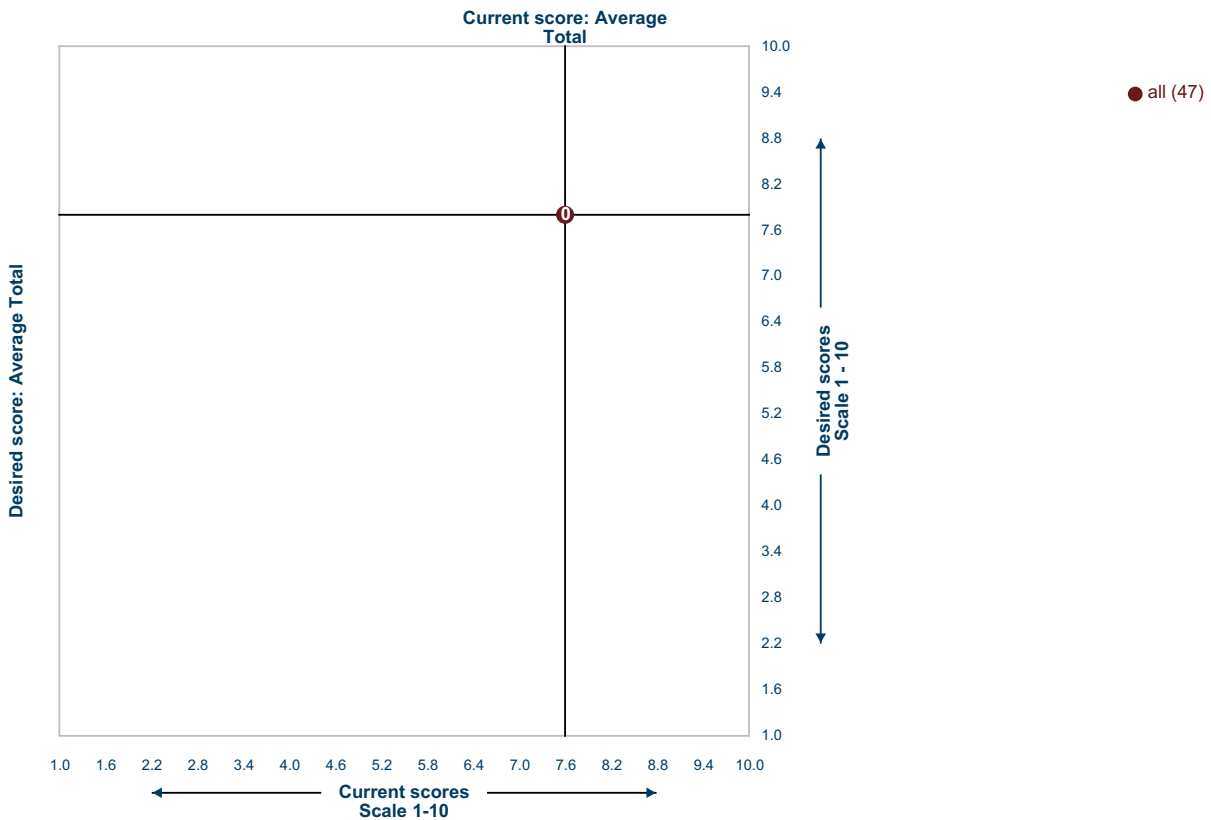


### Wie vertegenwoordigde de vennootschap tijdens deze contacten?(Q112a)

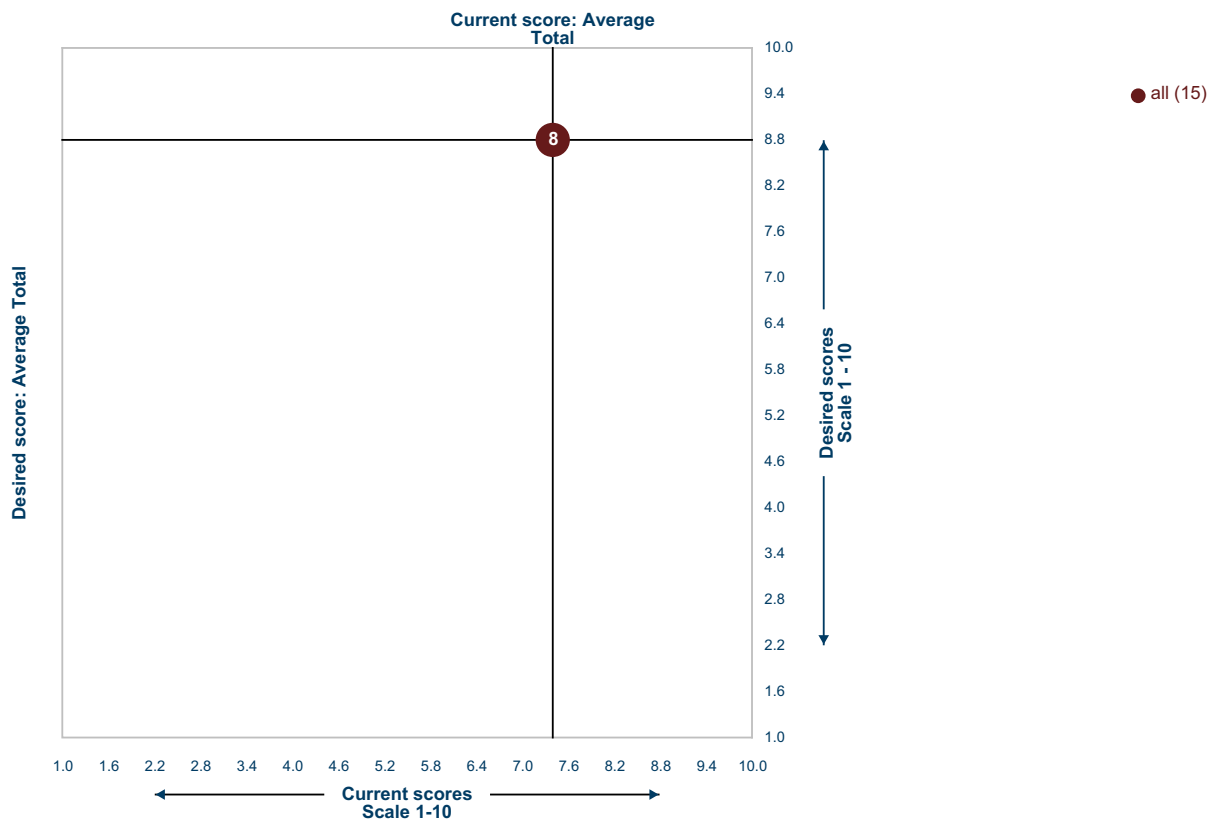


Groep	Pre...	Led...	CEO	CFO	And...	Inv...	Jur...	Ove...
all (256)	13	22	63	57	18	48	19	16

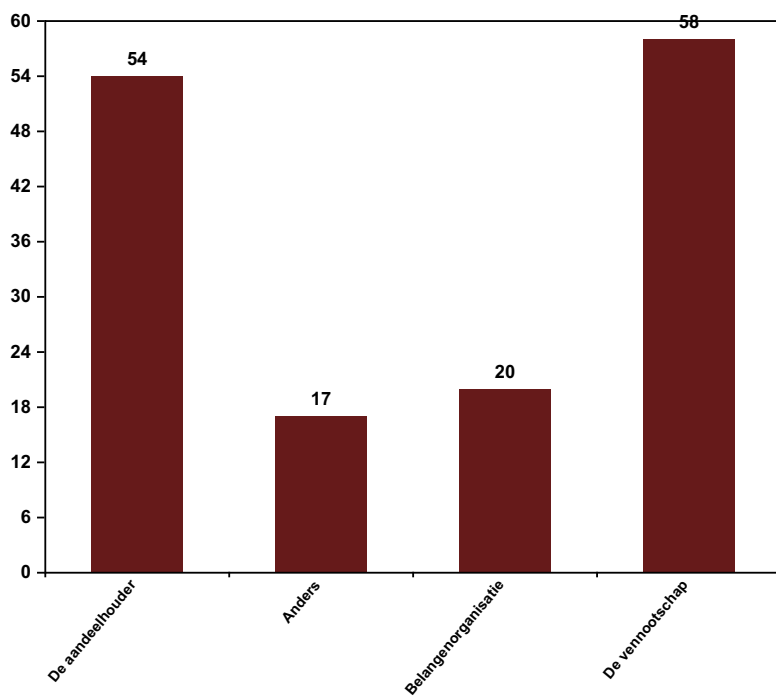
### Hoe beoordeelt u deze contacten? (inhoudelijk)(Q114)



### Hoe beoordeelt u de frequentie?(Q114a)

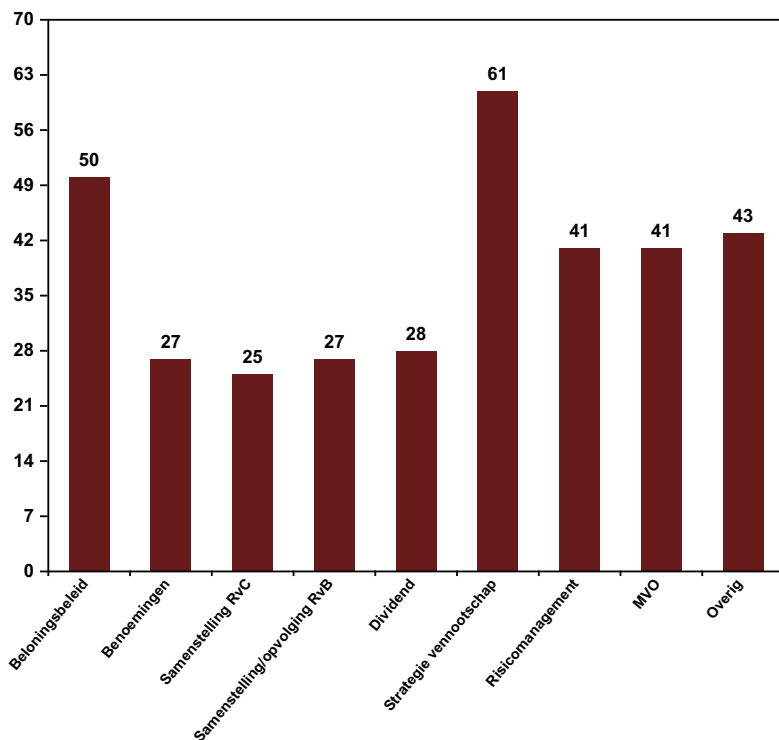


### Wie nam het initiatief voor deze contacten?(Q115)



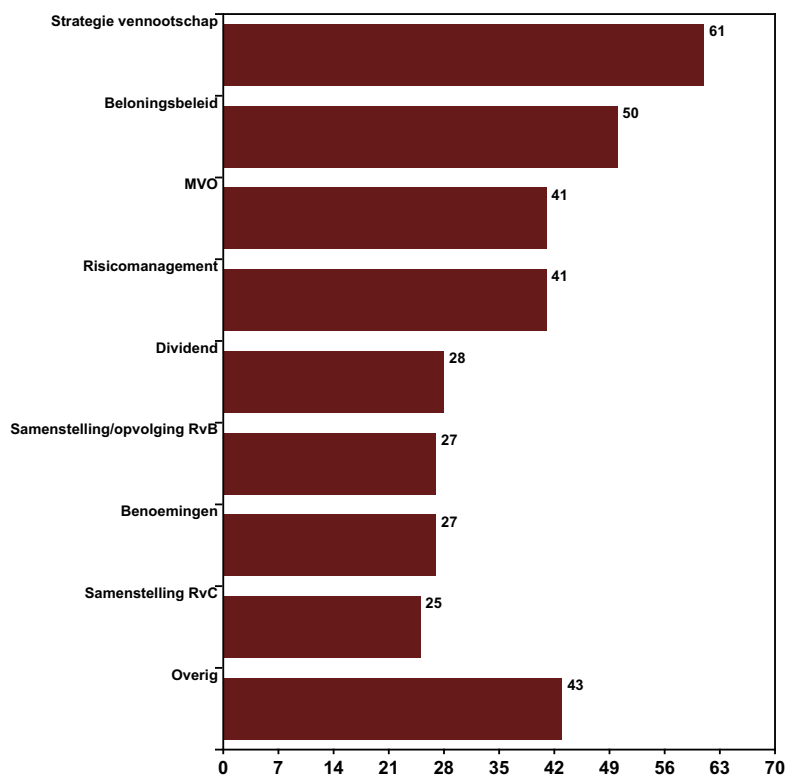
all (149)				
Groep	De aan...	Anders	Belang...	De ven...
all	54	17	20	58

### Over welke onderwerpen heeft buiten de B-AvA overleg tussen vennootschap en aandeelhouder plaatsgevonden?(Q119)



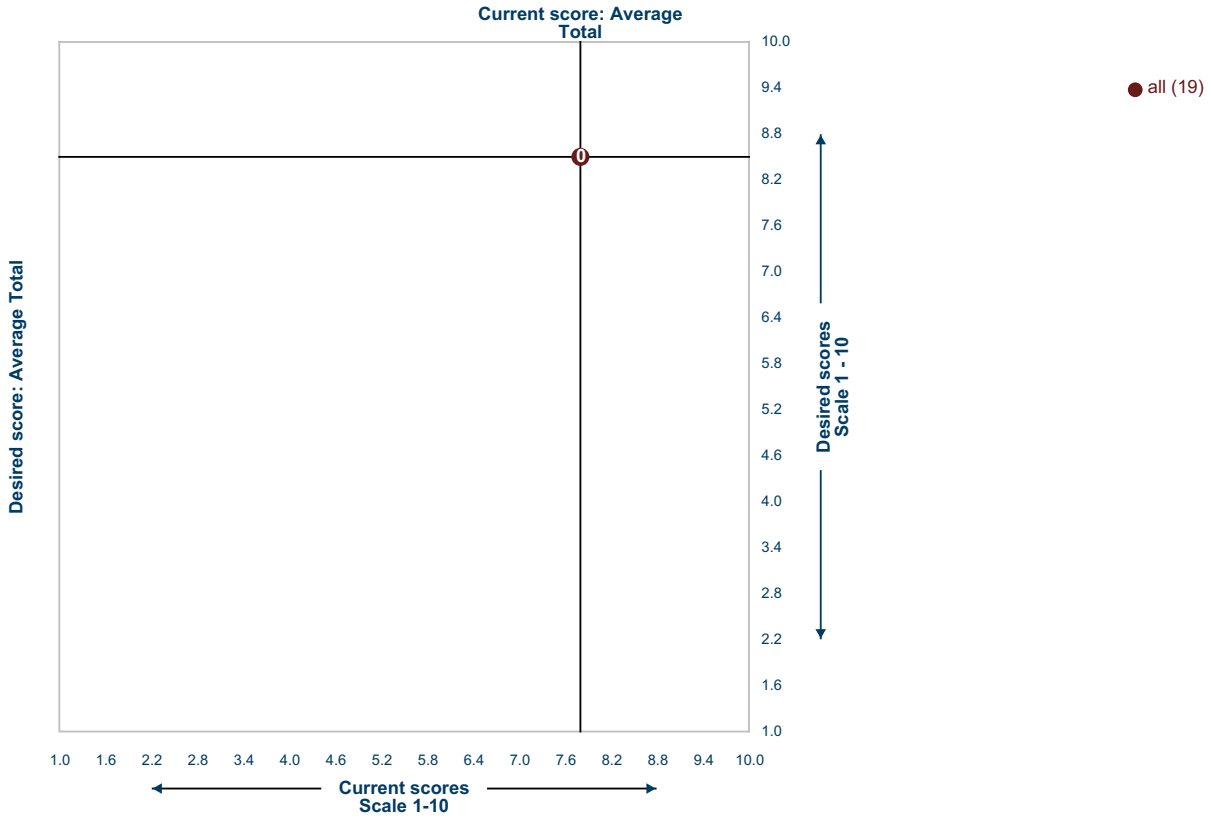
Groep	Be...	Be...	Sa...	Sa...	Di...	St...	Ri...	MV...	Ov...
all	50	27	25	27	28	61	41	41	43

### Over welke onderwerpen heeft buiten de B-AvA overleg tussen vennootschap en aandeelhouder plaatsgevonden?(Q119)



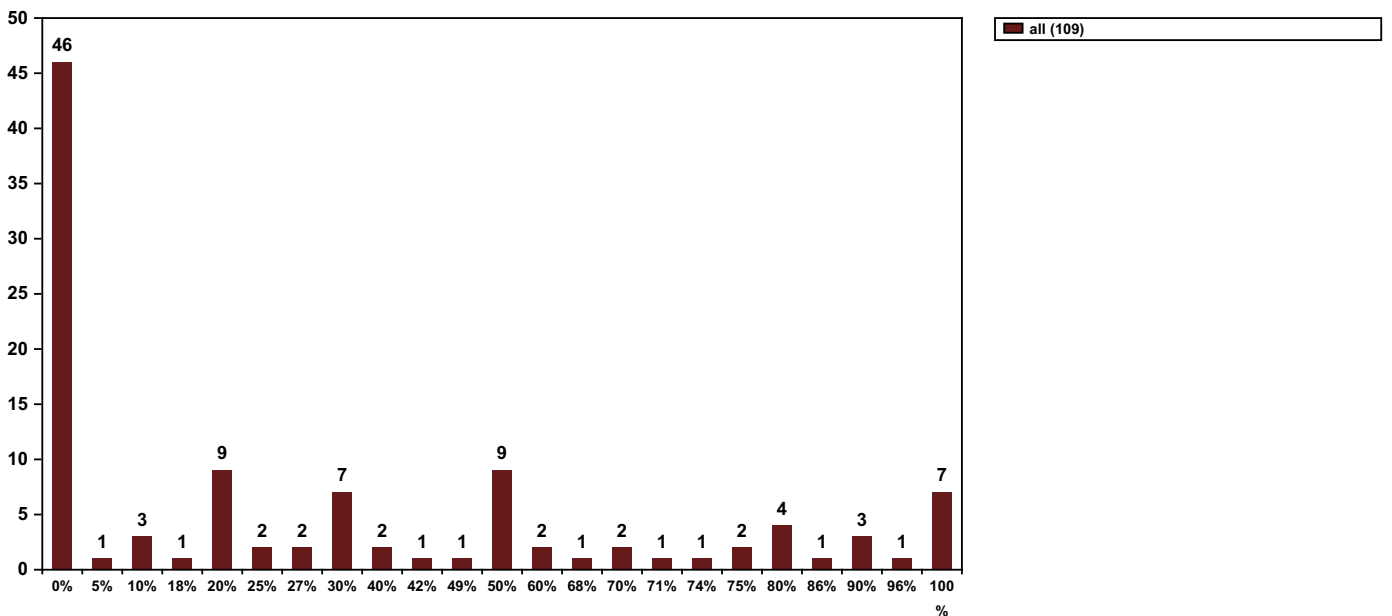
Groep	Count
all (343)	61

In welke mate voelt u zich als **[[av]]** vrij om in dit overleg over allerlei onderwerpen met de **[[va]]** te praten?(Q120)

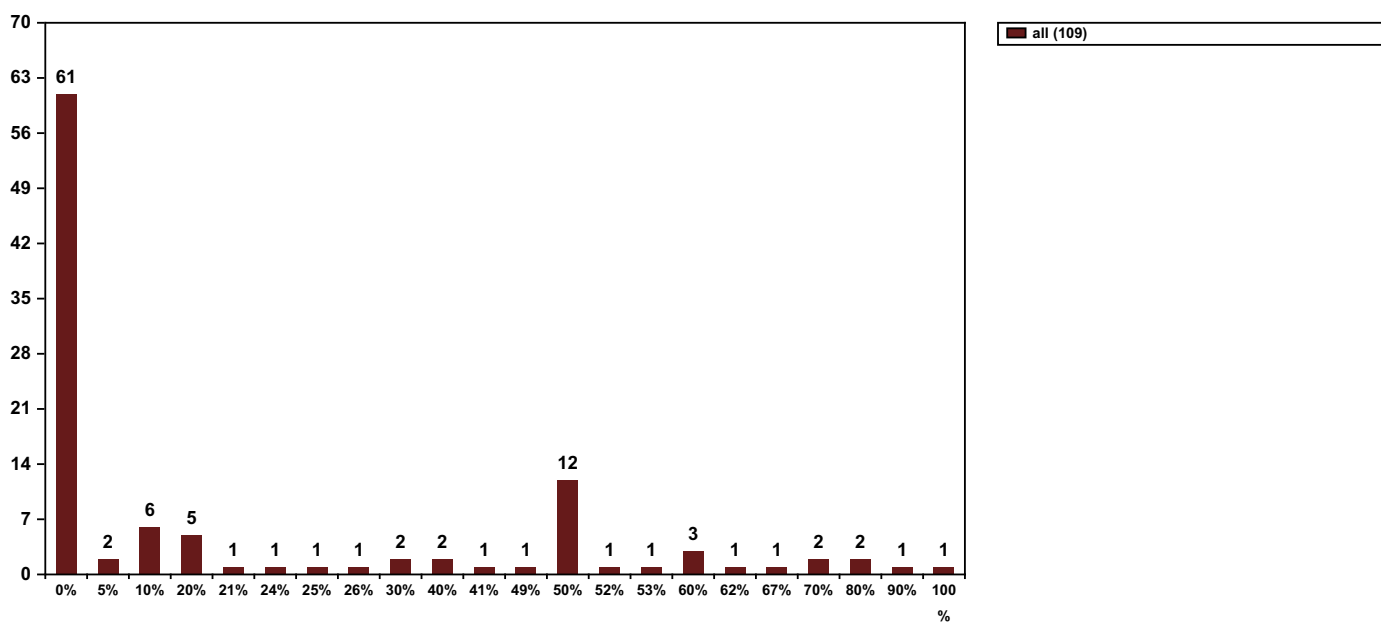


All | P = 9% (109 / 720)

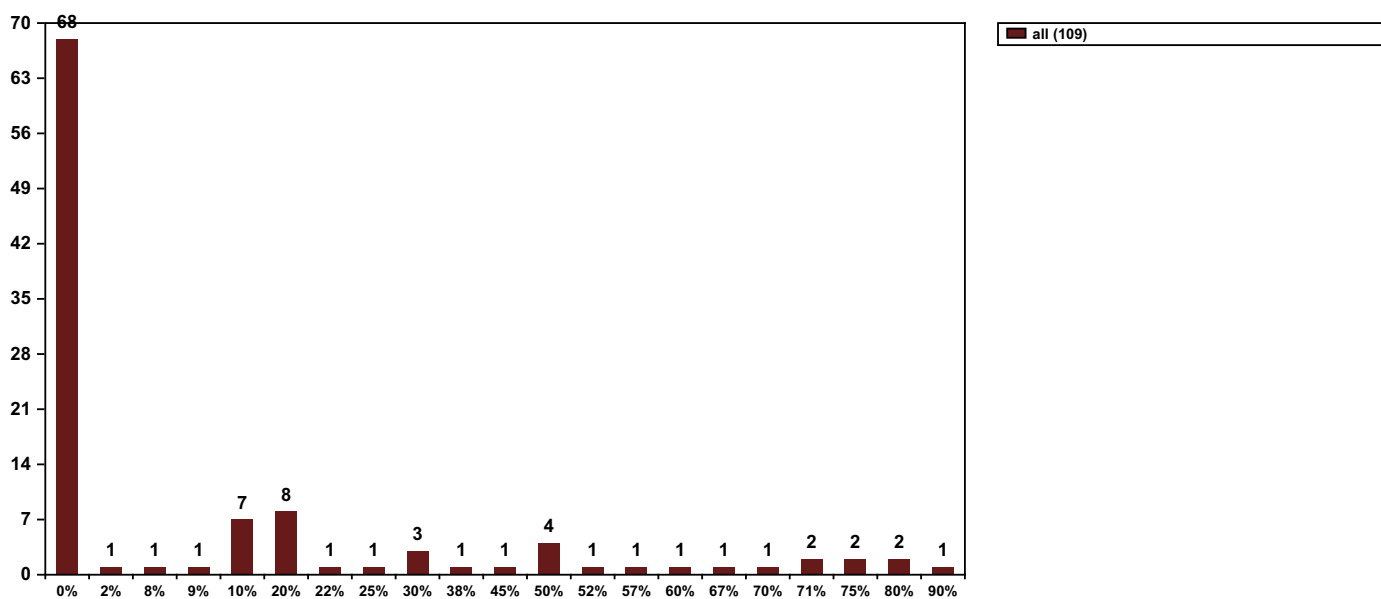
In welke mate voelt u zich als **[[av]]** beperkt in het overleg door: - De Nederlandse regels met betrekking tot voorwetenschap, de voorkenniswetgeving?(Q123\_question)



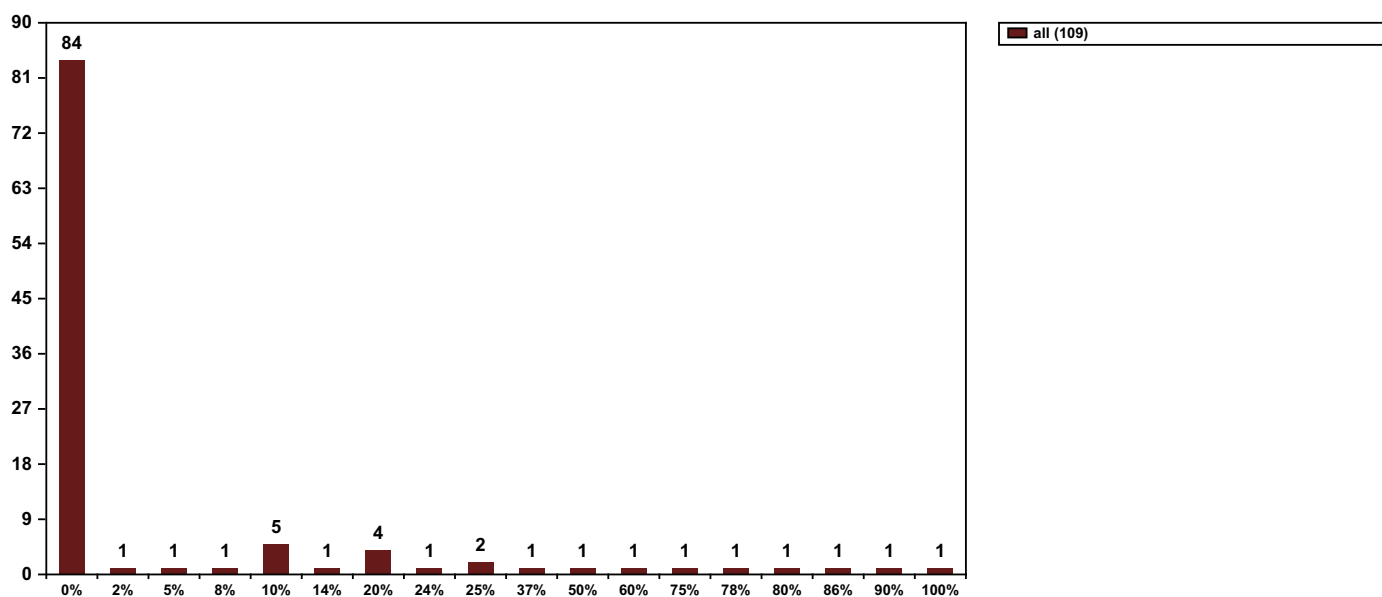
In welke mate voelt u zich als [[av]] beperkt in het overleg door: - "Acting in Concert" bepalingen?(Q124a\_question)



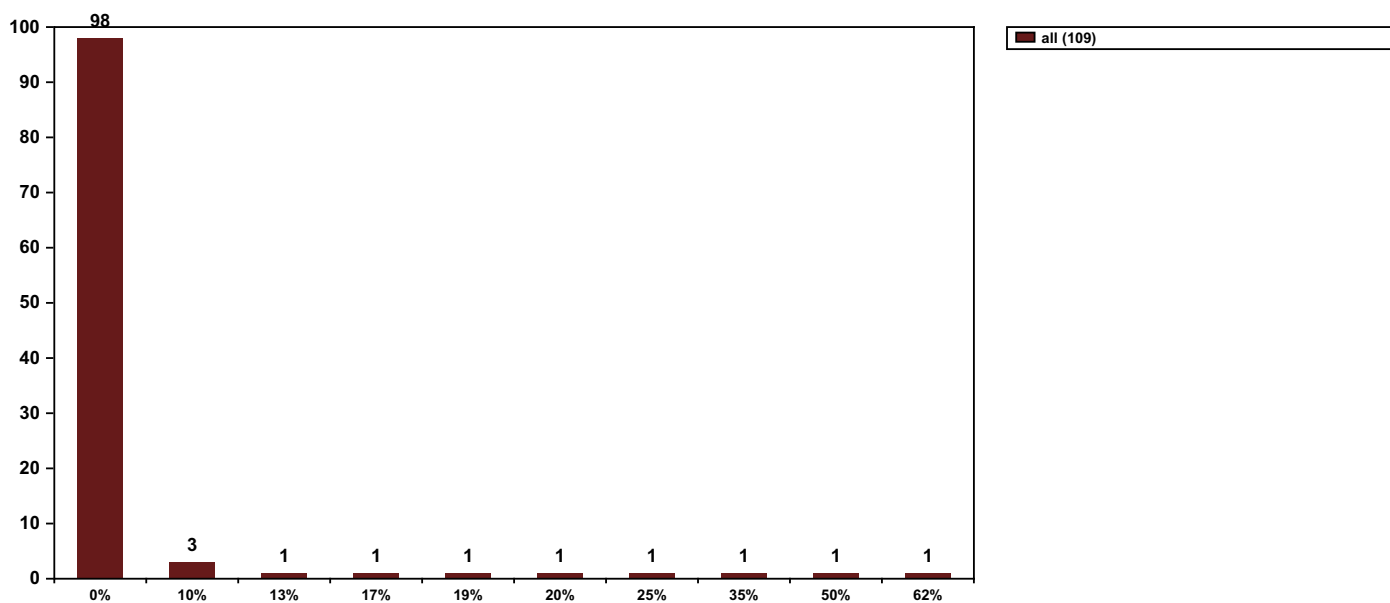
In welke mate voelt u zich als [[av]] beperkt in het overleg door: - De [[va]]?(Q124\_question)



In welke mate voelt u zich als [[av]] beperkt in het overleg door: - Andere aandeelhouders/institutionele beleggers?(Q125\_question)

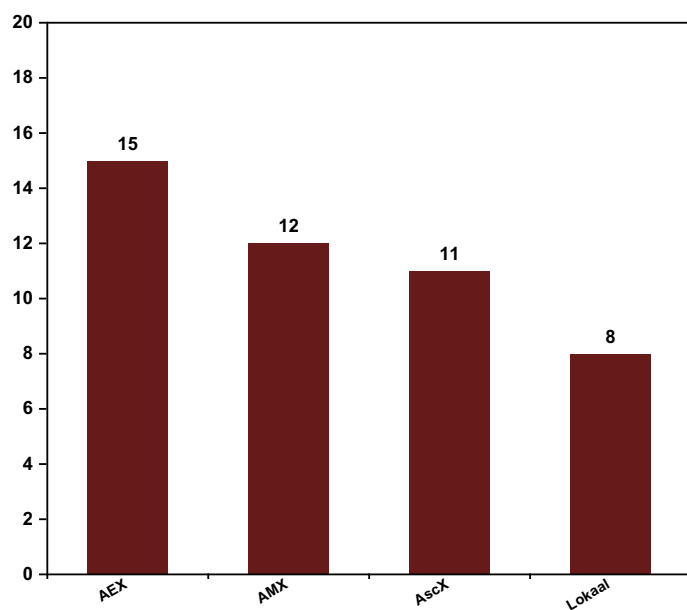


In welke mate voelt u zich als [[av]] beperkt in het overleg door: - Overig(Q126\_question)





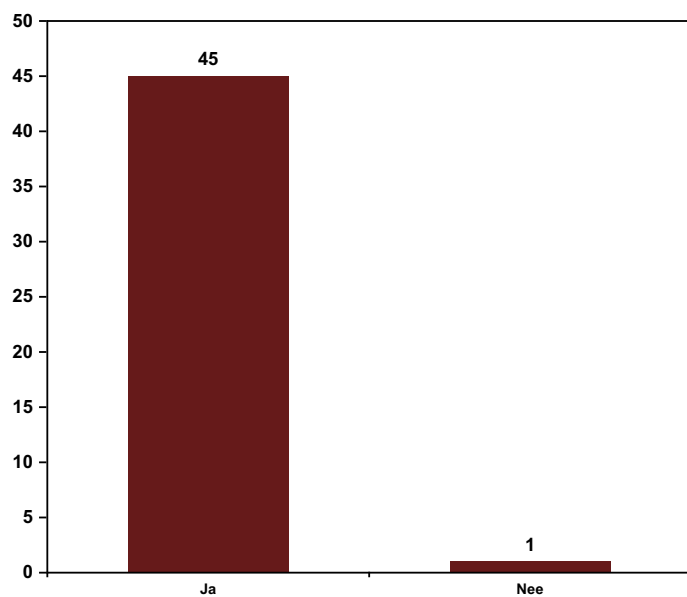
## In welke index was uw vennootschap ultimo 2009 opgenomen?(Q28)



all (46)

Groep	AEX	AMX	AscX	Lokaal
all	33%	26%	24%	17%

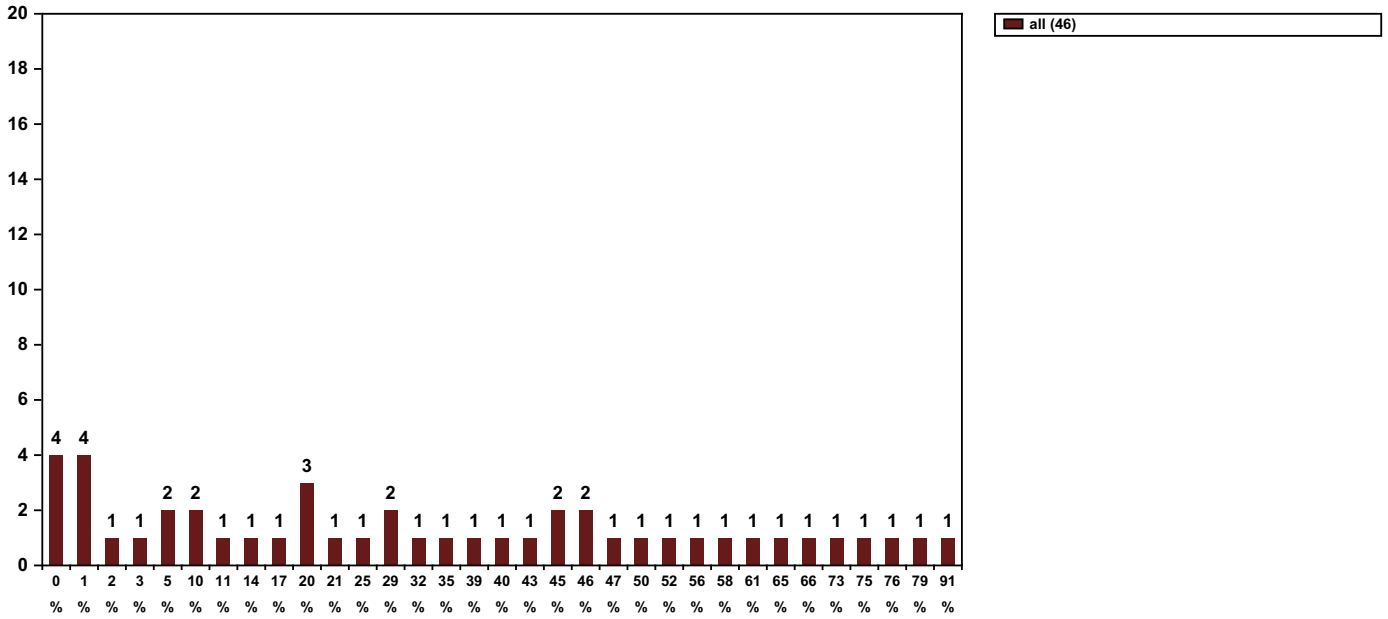
## Heeft u over het kalenderjaar 2009 op enig moment een aandeelhouder met een aanmerkelijk belang (5%+) gehad in uw vennootschap?(Q29)



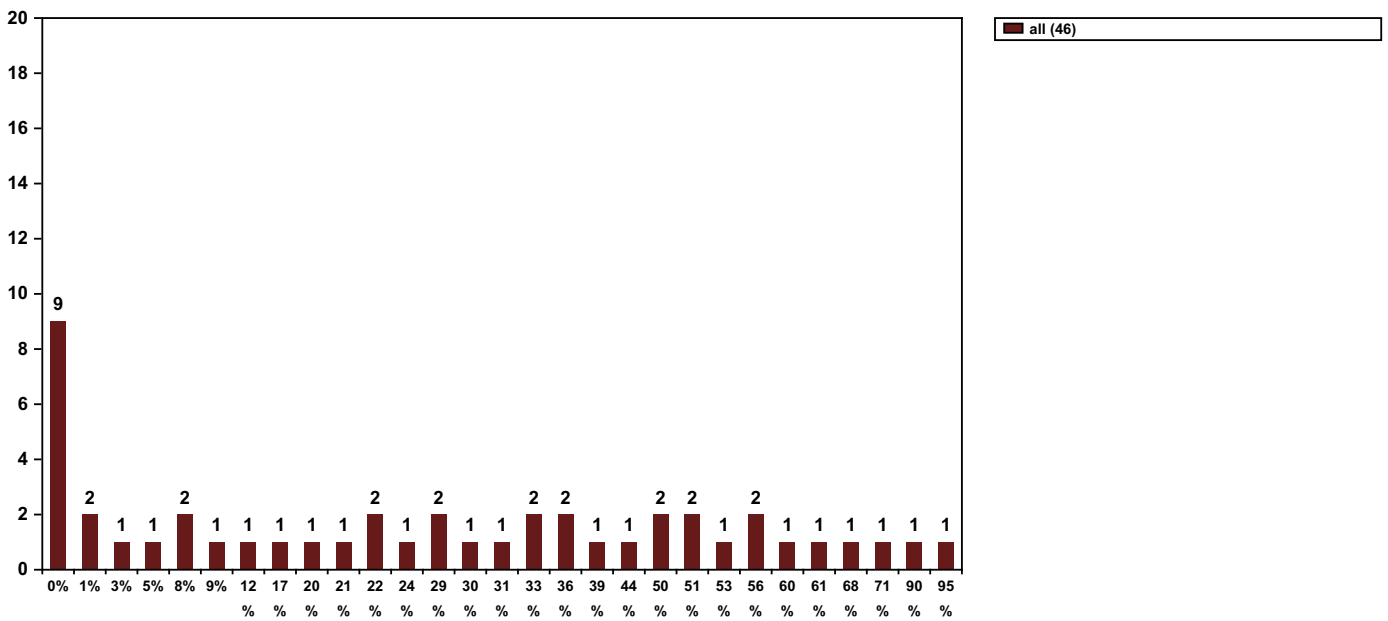
all (46)

Groep	Ja	Nee
all	98%	2%

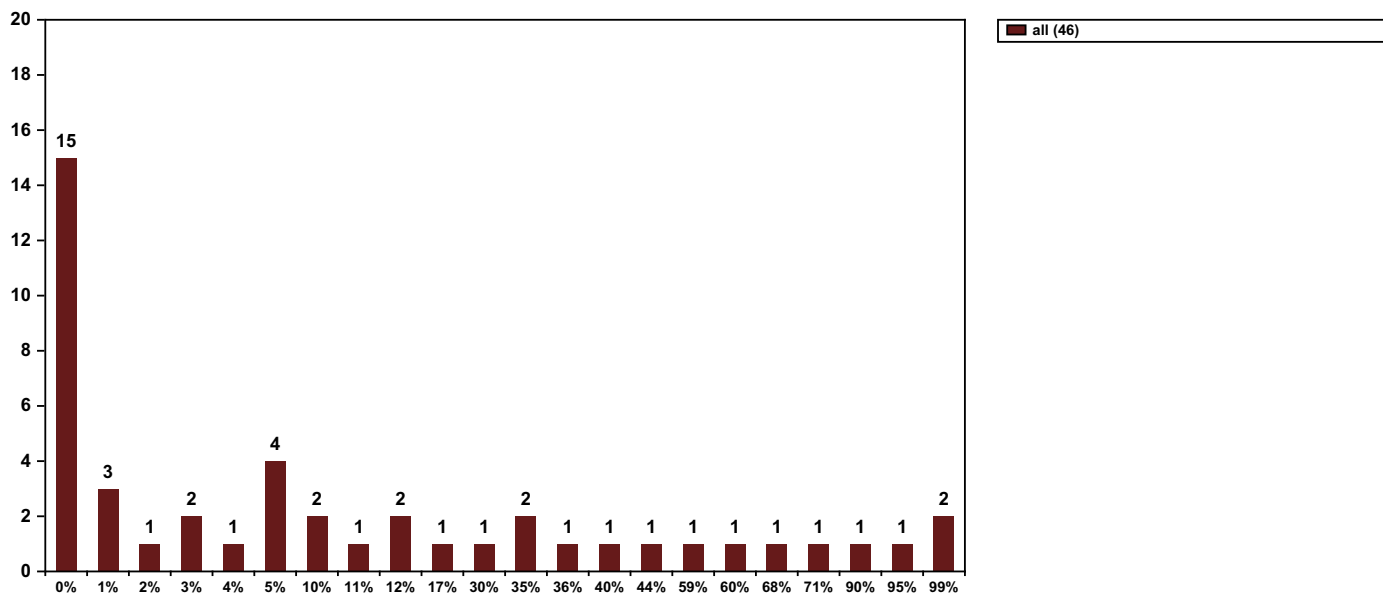
### Wat was het totale opkomst percentage van uw (Bijzondere) Algemene Vergadering van Aandeelhouders? - Direct(Q108\_question)



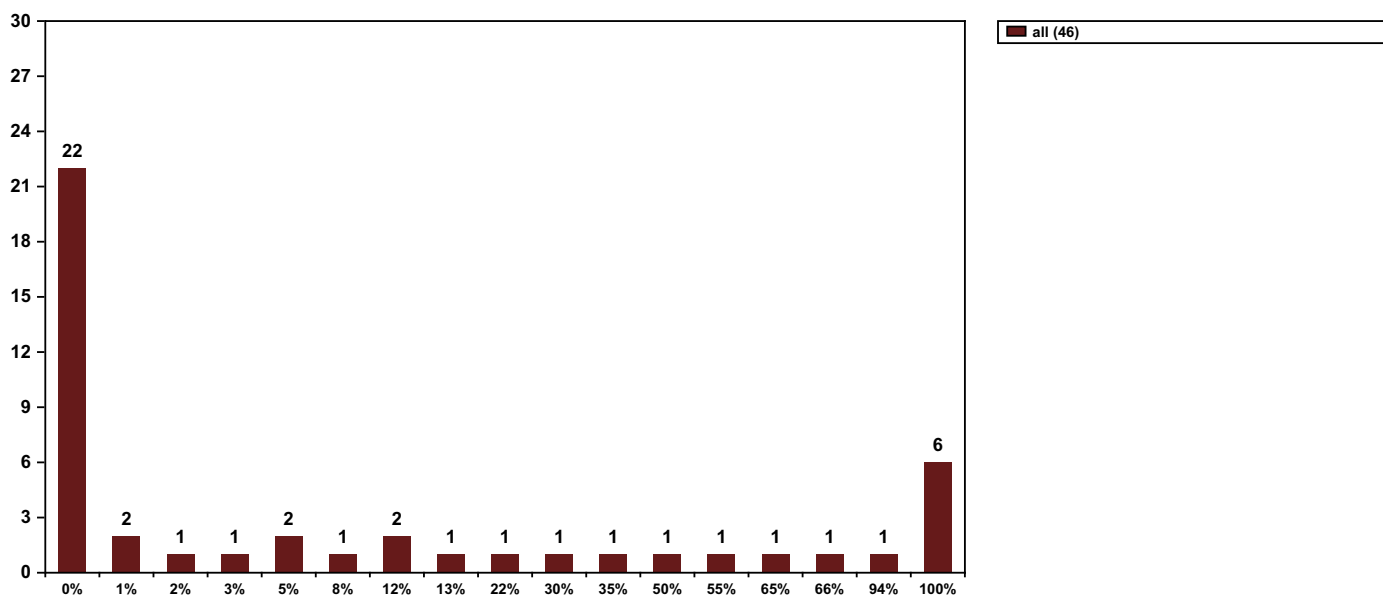
### Wat was het totale opkomst percentage van uw (Bijzondere) Algemene Vergadering van Aandeelhouders? - Proxyholders(Q109\_question)



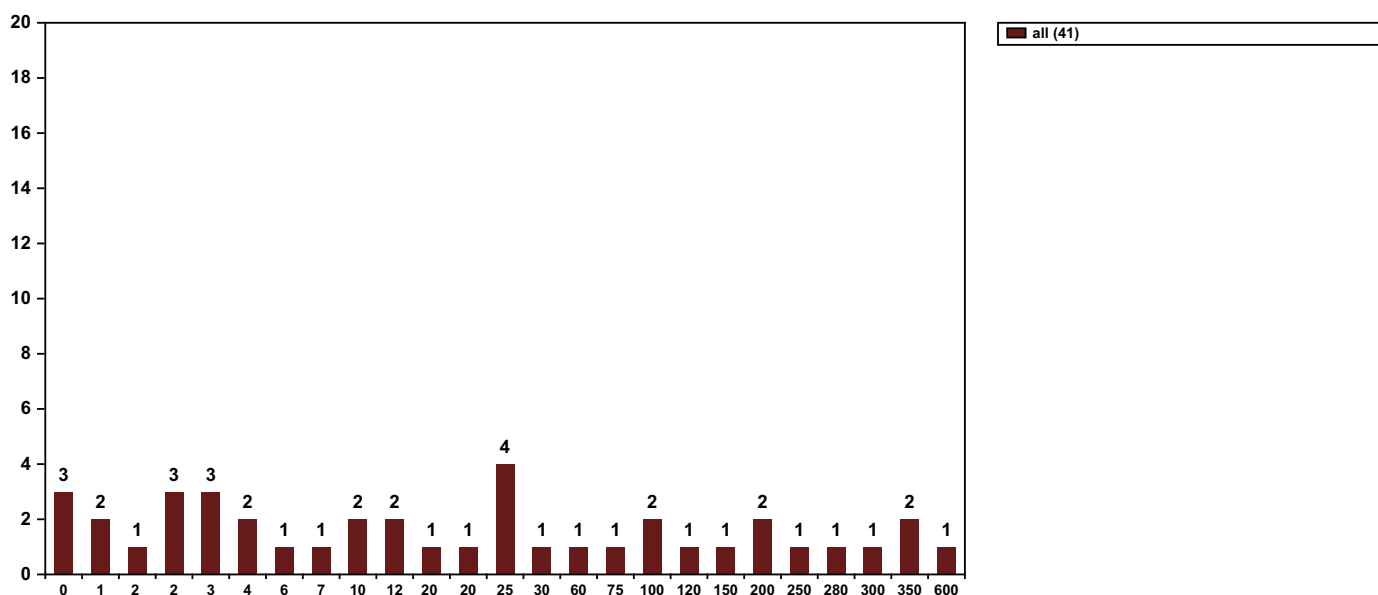
### Hoeveel % van de stemmen van uw B-AvA was vooraf uitgebracht?(Q104\_question)



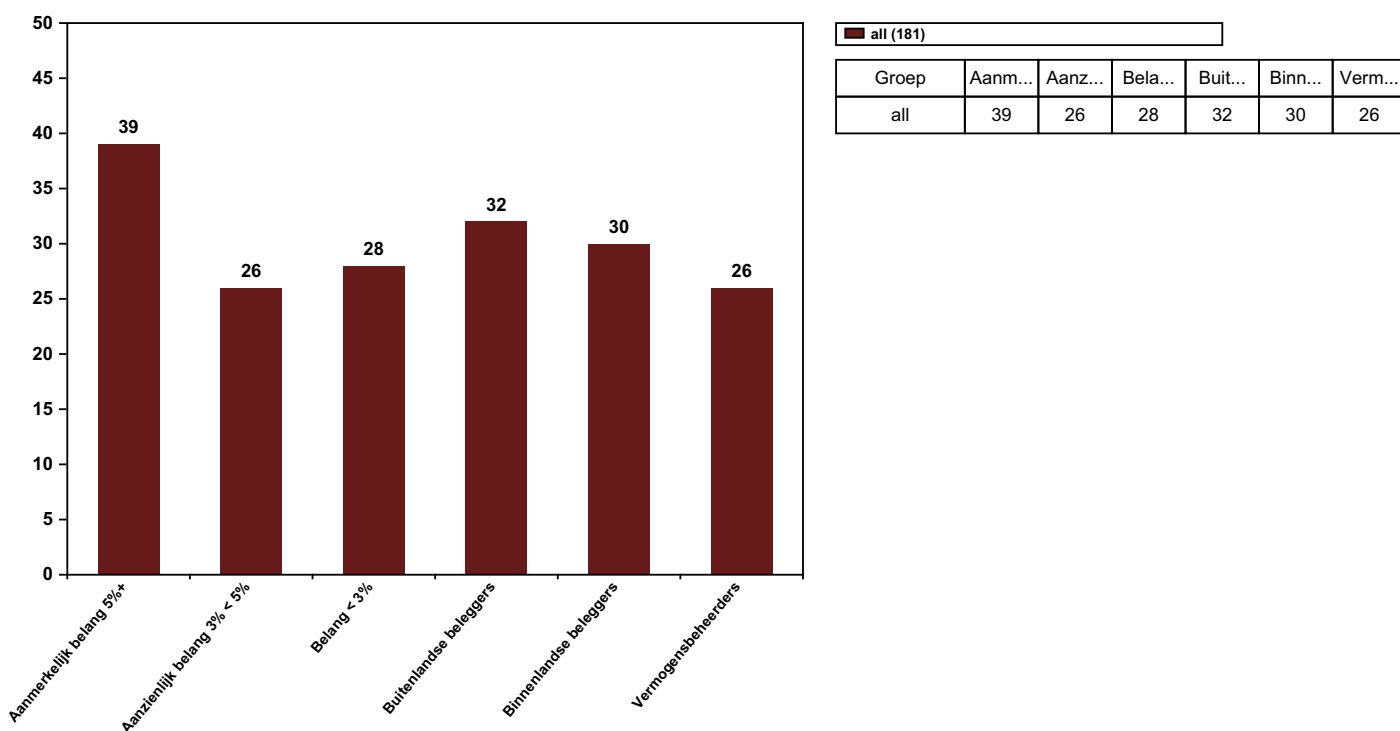
### Van hoeveel % van deze stemmen was er vooraf bij de vennootschap bekend wat er gestemd was?(Q104a\_question)



### Hoe vaak heeft u gedurende B-AvA seizoen 2010 over boekjaar 2009 contact gehad met individuele aandeelhouders buiten de B-AvA's om?(Q113)

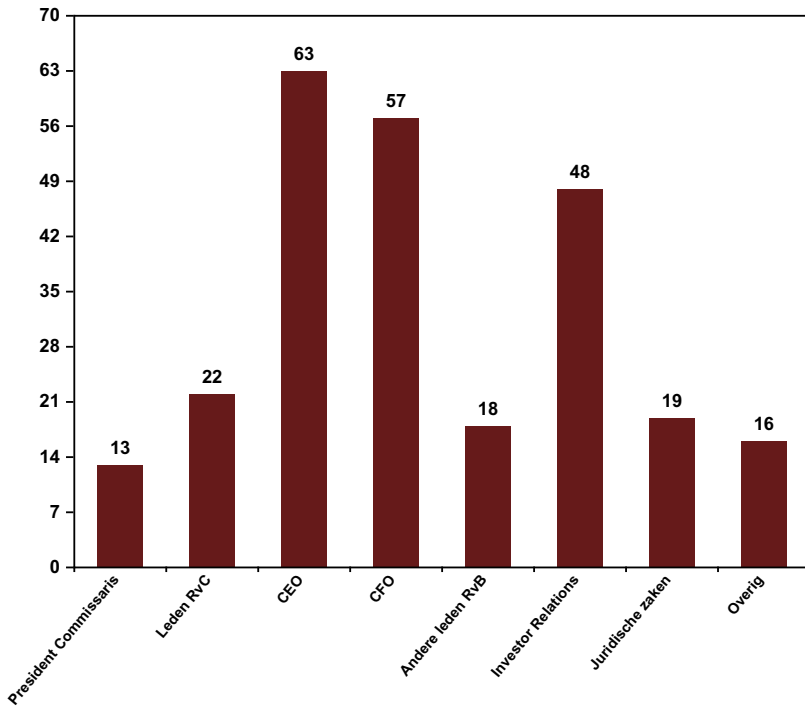


### Met wat voor aandeelhouder had u contact?(Q113a)



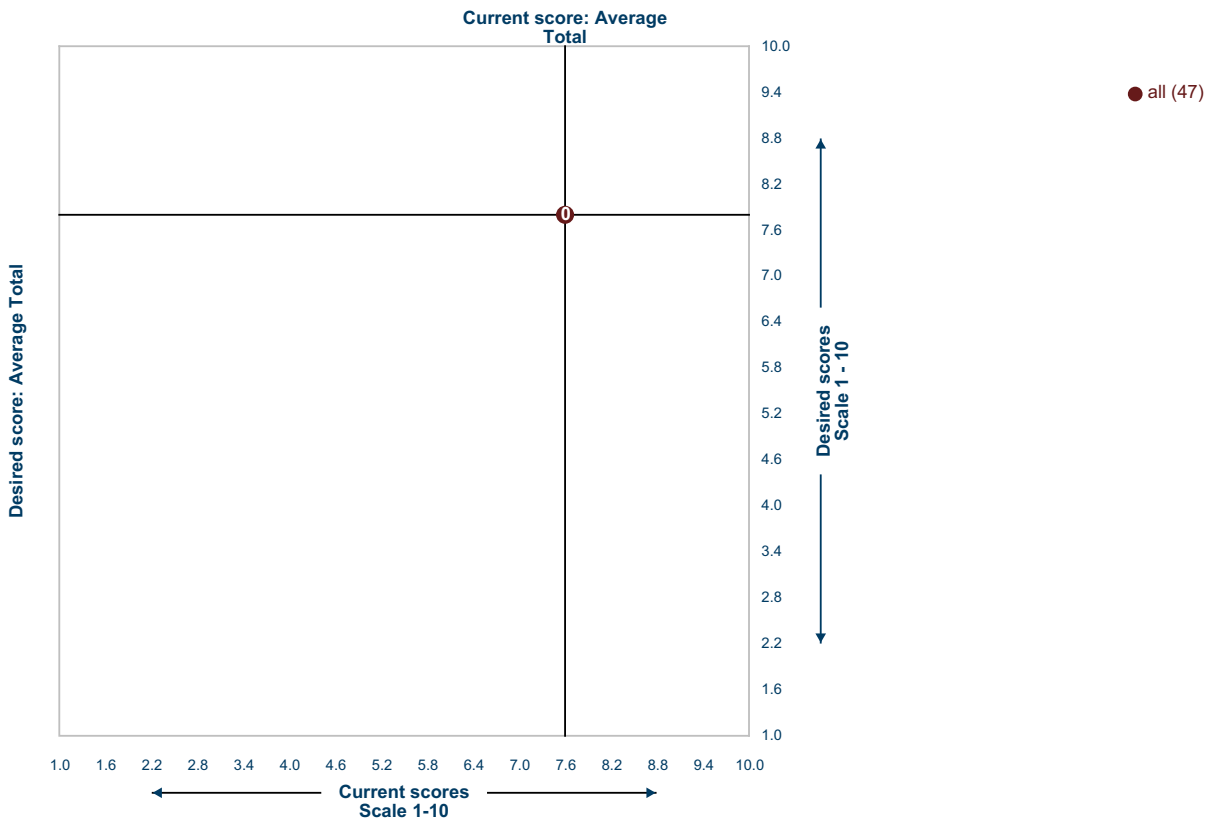
Groep	Aanm...	Aanz...	Bela...	Buit...	Binn...	Verm...
all	39	26	28	32	30	26

### Wie vertegenwoordigde de vennootschap tijdens deze contacten?(Q112a)

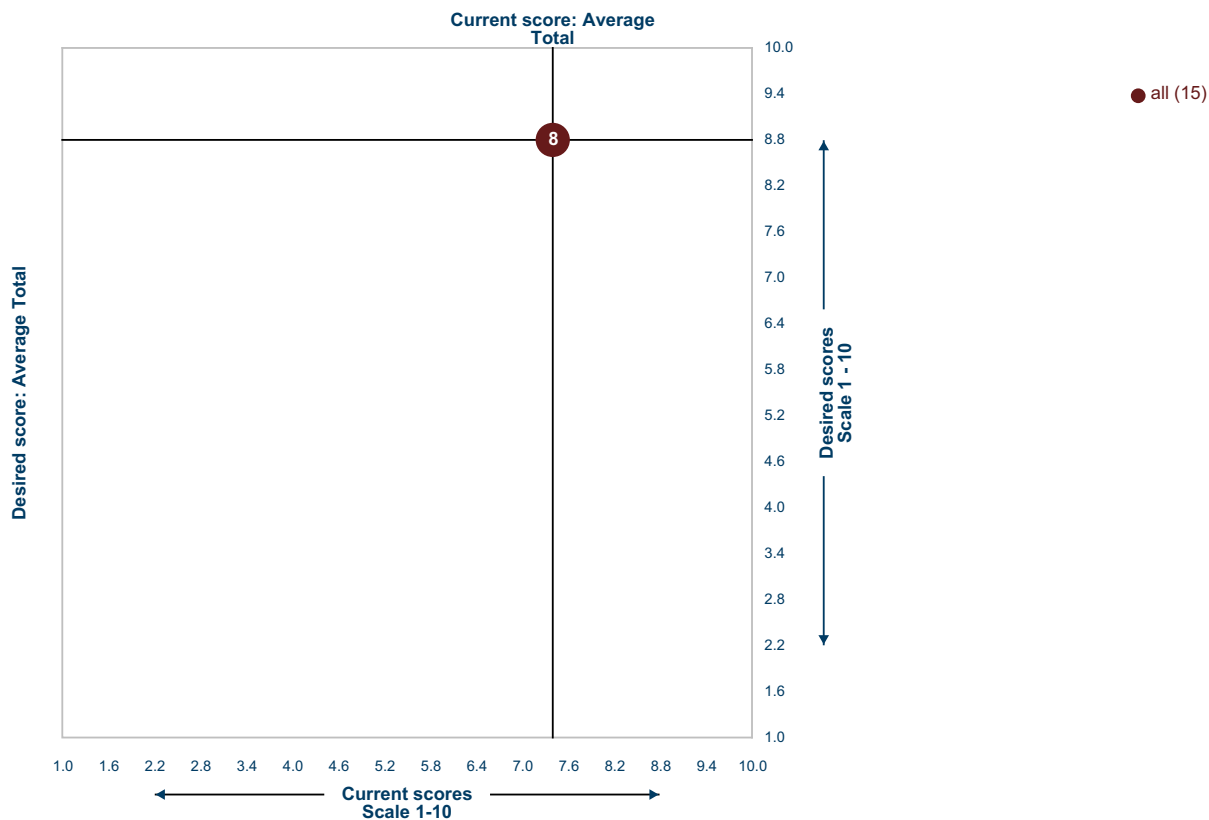


Groep	Pre...	Led...	CEO	CFO	And...	Inv...	Jur...	Ove...
all	13	22	63	57	18	48	19	16

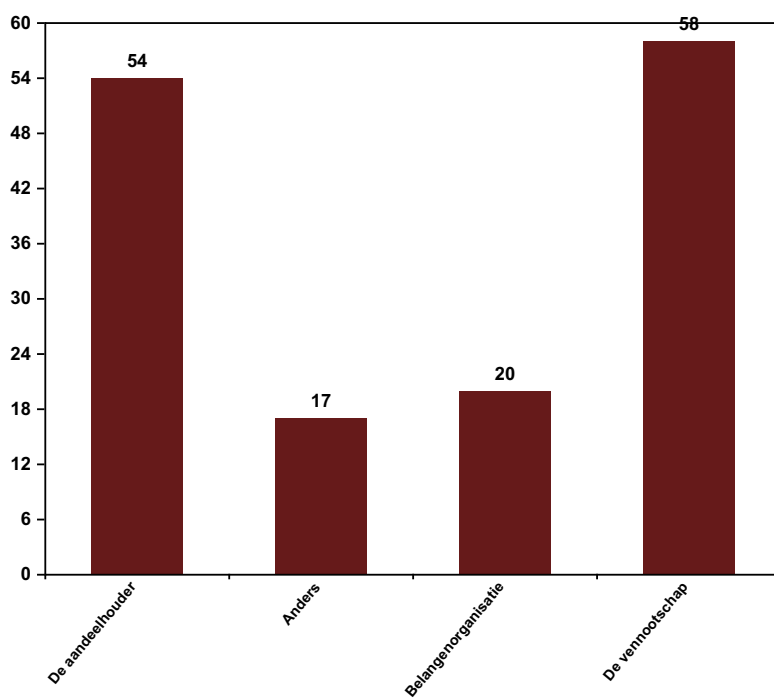
### Hoe beoordeelt u deze contacten? (inhoudelijk)(Q114)



### Hoe beoordeelt u de frequentie?(Q114a)

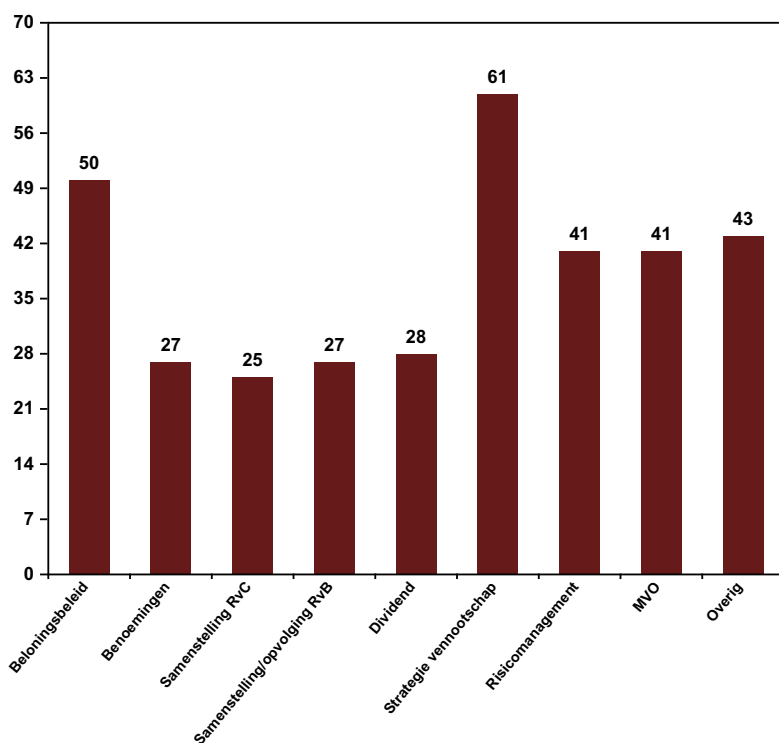


### Wie nam het initiatief voor deze contacten?(Q115)



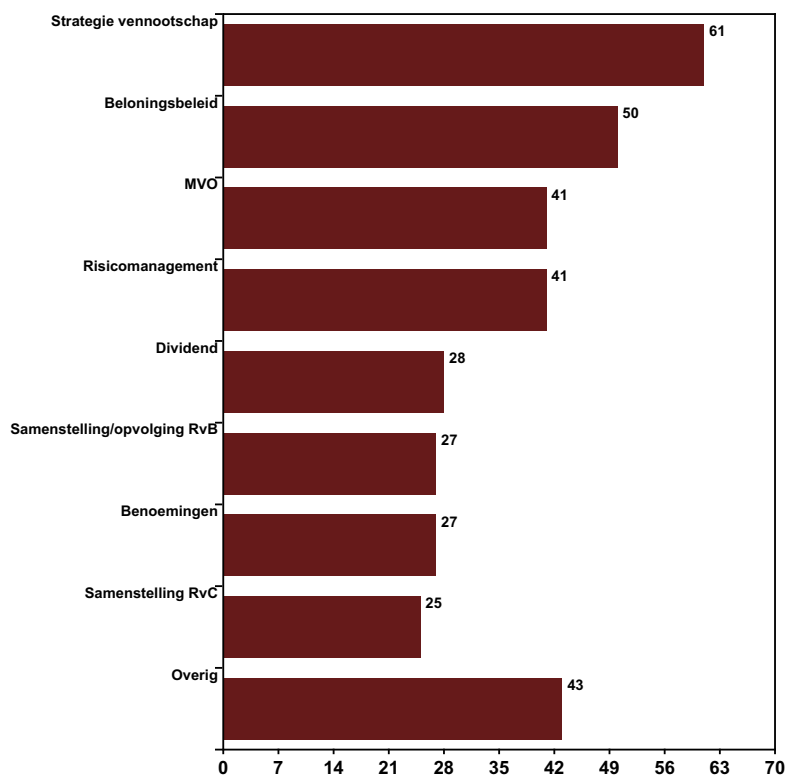
Groep	De aan...	Anders	Belang...	De ven...
all (149)	54	17	20	58

### Over welke onderwerpen heeft buiten de B-AvA overleg tussen vennootschap en aandeelhouder plaatsgevonden?(Q119)



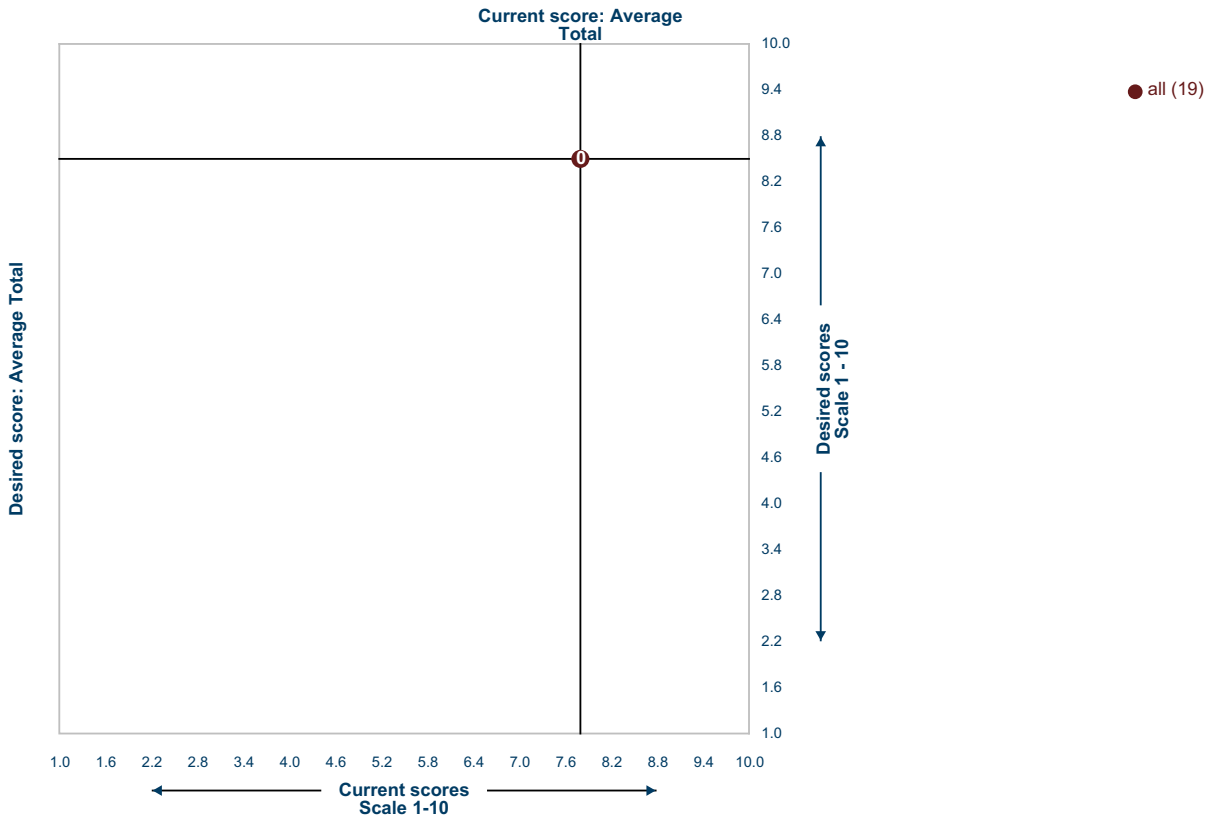
Groep	Be...	Be...	Sa...	Sa...	Di...	St...	Ri...	MV...	Ov...
all	50	27	25	27	28	61	41	41	43

### Over welke onderwerpen heeft buiten de B-AvA overleg tussen vennootschap en aandeelhouder plaatsgevonden?(Q119)



Groep	Count
all (343)	343

In welke mate voelt u zich als **[[av]]** vrij om in dit overleg over allerlei onderwerpen met de **[[va]]** te praten?(Q120)









Naleving aangepaste Nederlandse Corporate  
Governance Code door aandeelhouders

Base data

Institutionele Beleggers  
20 - 10 - 2010

**Onderzoek**

Geopend : 16 - 08 - 2010  
Gesloten : 20 - 10 - 2010

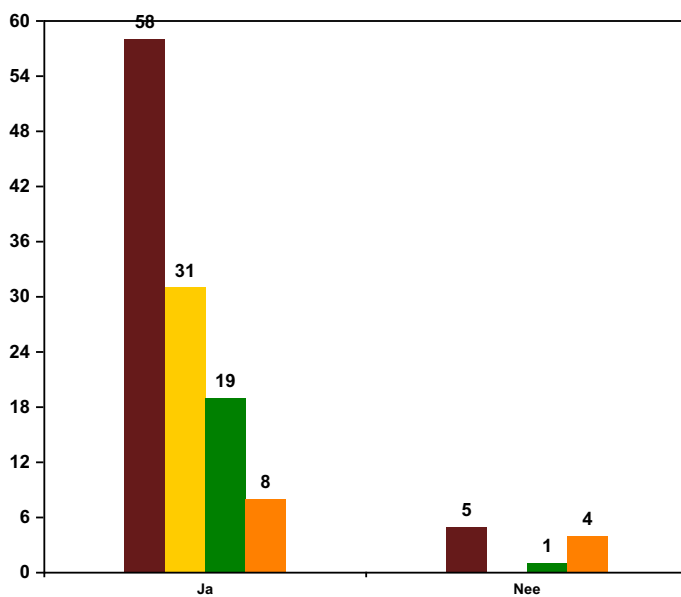
**Participatie**

Uitgenodigd : 616  
Ingevuld : 63  
Participatie : 10%

## Respondenten samenstelling

Groep	Pensioenfonds	Levensverzekeraar	Beleggingsinstell...	Overige vermogens...	Andere verzekeraa...
all	39	3	13	8	
tot 1 EU...	26		4	1	
1 - 50 E...	12	3	4	1	
50+ EUR ...	1		5	6	

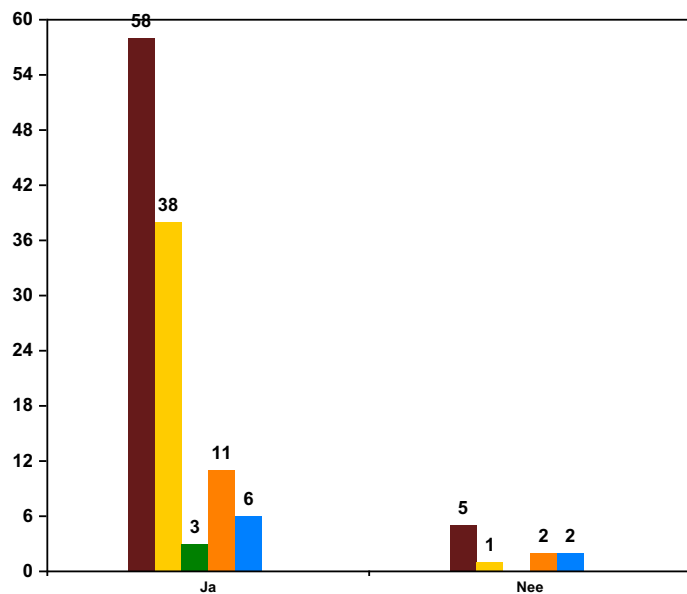
## Is Nederlands recht van toepassing op de rechtsvorm van Uw onderneming?(Q01a)



■ all (63)  
■ tot 1 EUR miljard  
■ 1 - 50 EUR miljard  
■ 50+ EUR miljard

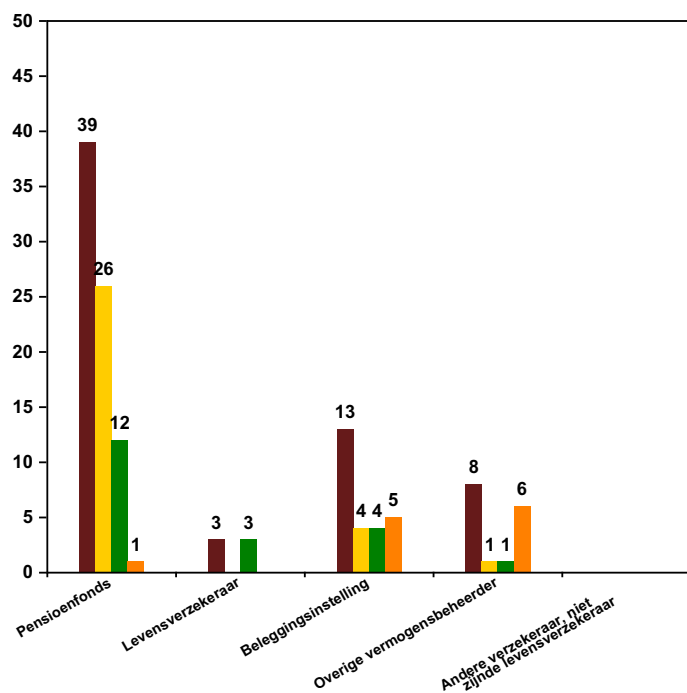
Groep	Ja	Nee
all	92%	8%
tot 1 E...	100%	
1 - 50 ...	95%	5%
50+ EUR...	67%	33%

## Is Nederlands recht van toepassing op de rechtsvorm van Uw onderneming?(Q01a)



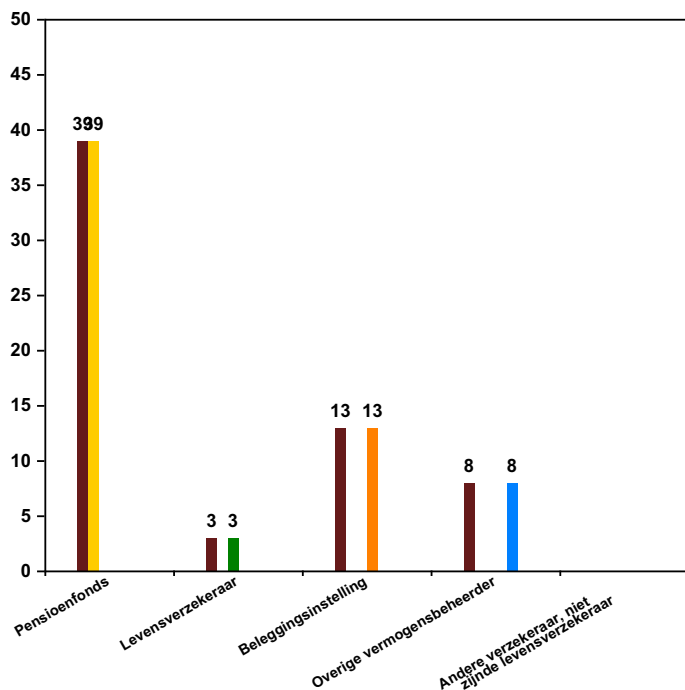
Groep	Ja	Nee
all	92%	8%
Pensioe...	97%	3%
Levensv...	100%	0%
Beleggi...	85%	15%
Overige...	75%	25%
Andere ...	0%	0%

## Wat is de aard van uw hoofdactiviteiten als institutionele belegger?(Q08)



Groep	Pensio...	Levens...	Belegg...	Overig...	Andere...
all	62%	5%	21%	13%	0%
tot 1 E...	84%	0%	13%	3%	0%
1 - 50 ...	60%	15%	20%	5%	0%
50+ EUR...	8%	0%	42%	50%	0%

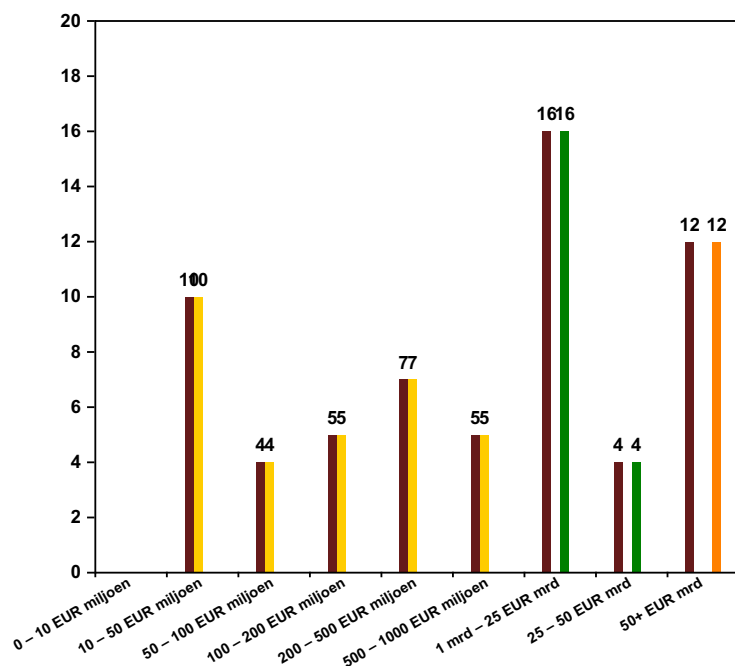
### Wat is de aard van uw hoofdactiviteiten als institutionele belegger?(Q08)



Groep	Pensio...	Levens...	Belegg...	Overig...	Andere...
all	62%	5%	21%	13%	
Pensioe...	100%				
Levensv...		100%			
Beleggi...			100%		
Overige...				100%	
Andere ...					

Groep	Pensio...	Levens...	Belegg...	Overig...	Andere...
all	62%	5%	21%	13%	
Pensioe...	100%				
Levensv...		100%			
Beleggi...			100%		
Overige...				100%	
Andere ...					

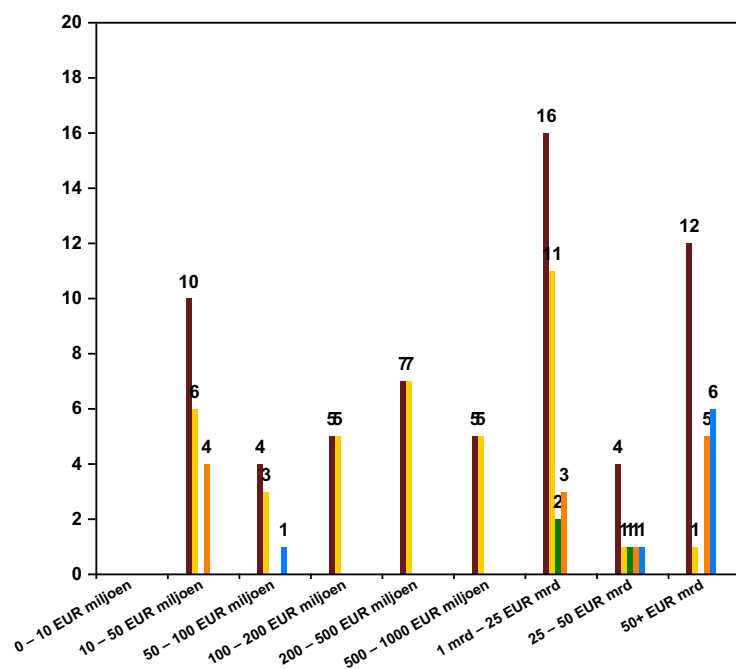
### Hoe groot was het totaal belegd vermogen (assets under management) ultimo 2009?(Q11)



Groep	0 -...	10 ...	50 ...	100...	200...	500...	1 m...	25 ...	50+...
all		16%	6%	8%	11%	8%	25%	6%	19%
tot 1 E...		32%	13%	16%	23%	16%			
1 - 50 ...							80%	20%	
50+ EUR...									100%

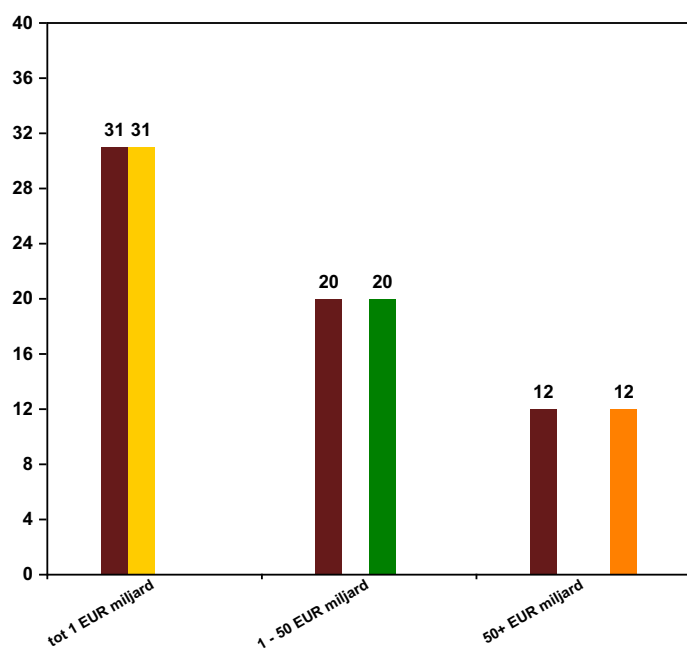
Groep	0 -...	10 ...	50 ...	100...	200...	500...	1 m...	25 ...	50+...
all		16%	6%	8%	11%	8%	25%	6%	19%
tot 1 E...		32%	13%	16%	23%	16%			
1 - 50 ...							80%	20%	
50+ EUR...									100%

## Hoe groot was het totaal belegd vermogen (assets under management) ultimo 2009?(Q11)



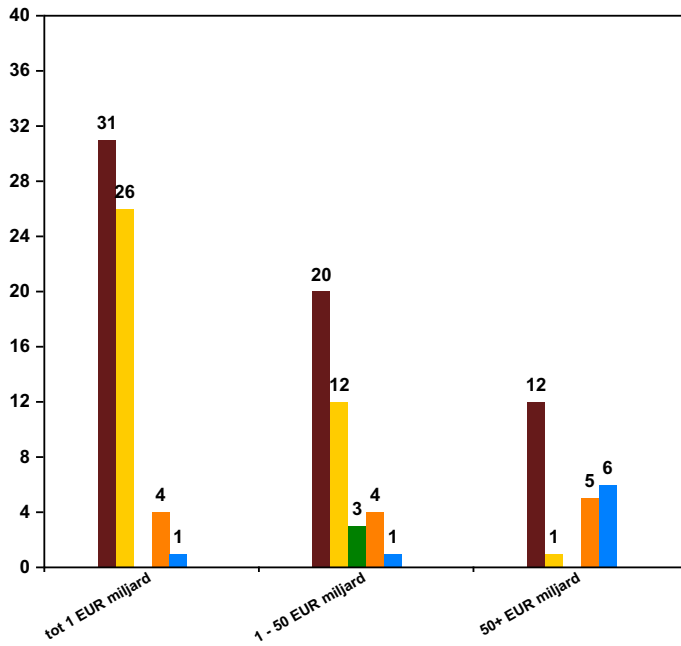
Groep	0 - ...	10 ...	50 ...	100...	200...	500...	1 m...	25 ...	50+...
all		16%	6%	8%	11%	8%	25%	6%	19%
Pensioe...		15%	8%	13%	18%	13%	28%	3%	3%
Levensv...							67%	33%	
Beleggi...		31%					23%	8%	38%
Overige...			13%					13%	75%
Andere ...									

## Q11a(Q11a)



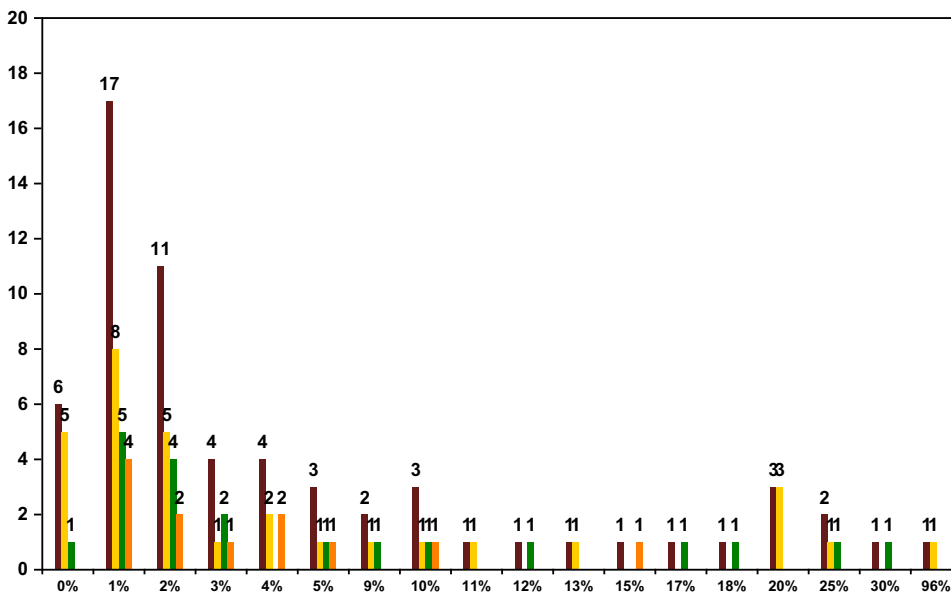
Groep	tot 1 EUR ...	1 - 50 EUR...	50+ EUR mi...
all	49%	32%	19%
tot 1 E...	100%		
1 - 50 ...		100%	
50+ EUR...			100%

Q11a(Q11a)

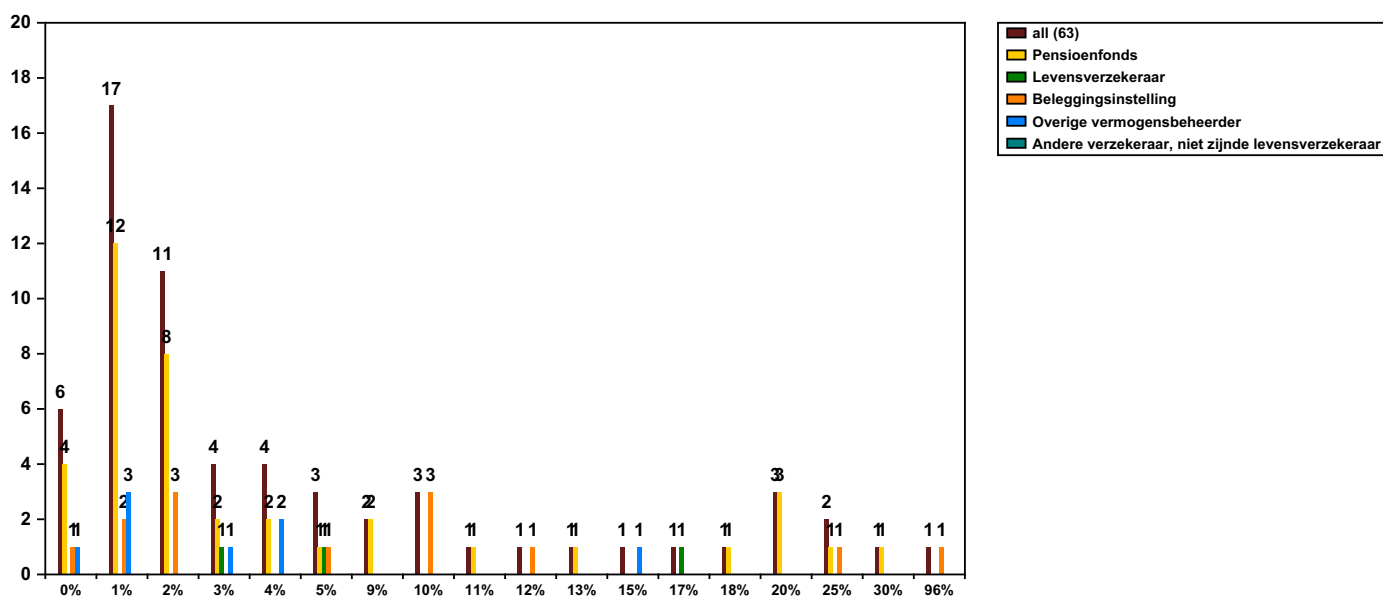


Groep	tot 1 EUR ...	1 - 50 EUR...	50+ EUR mi...
all	49%	32%	19%
Pensioe...	67%	31%	3%
Levensv...		100%	
Beleggi...	31%	31%	38%
Overige...	13%	13%	75%
Andere ...			

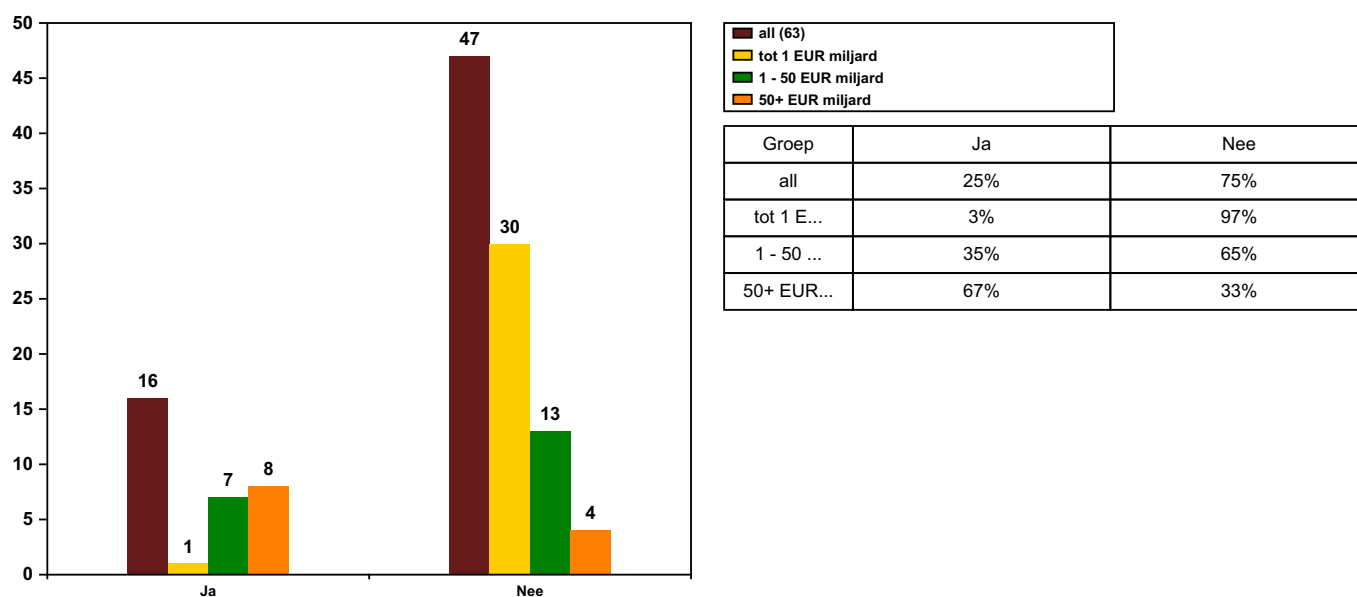
Hoeveel procent van uw belegd vermogen had u ultimo 2009 direct dan wel indirect belegd in aandelen van Nederlandse beursvennootschappen?(Q12\_question)



### Hoeveel procent van uw belegd vermogen had u ultimo 2009 direct dan wel indirect belegd in aandelen van Nederlandse beursvennootschappen?(Q12\_question)

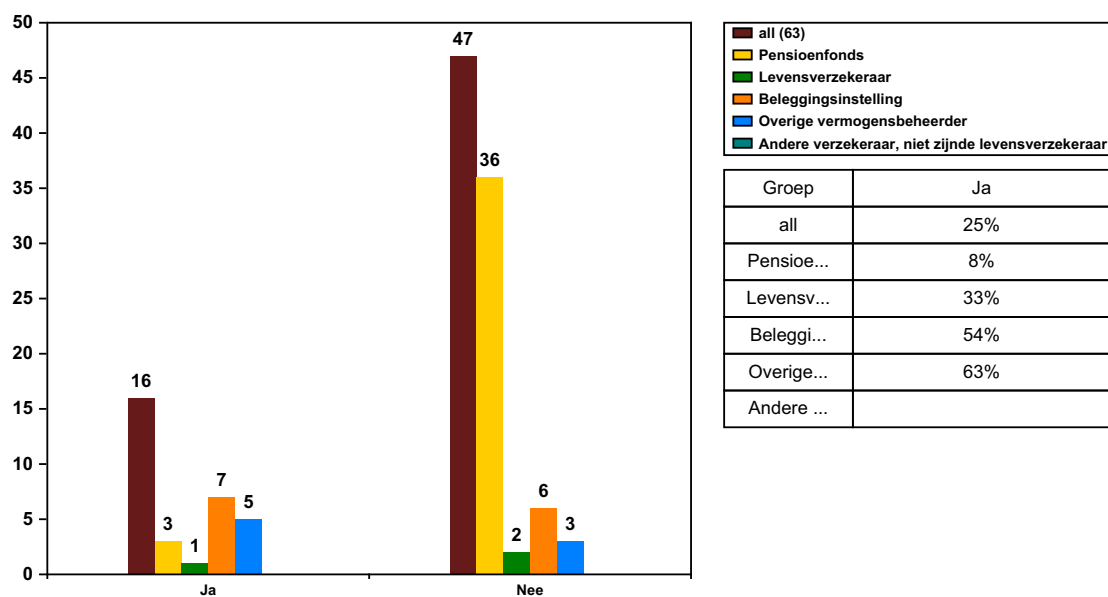


### Heeft u over het kalenderjaar 2009 op enig moment een aanmerkelijk belang ( 5%+) gehad in een Nederlandse beursvennootschap?(Q13)



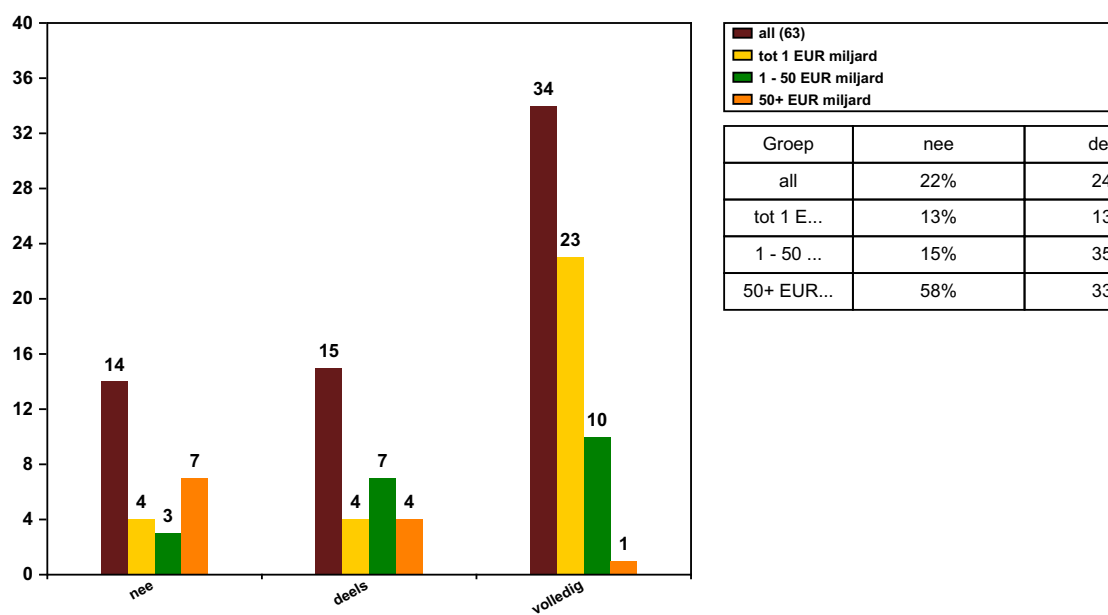


## Heeft u over het kalenderjaar 2009 op enig moment een aanmerkelijk belang ( 5%+) gehad in een Nederlandse beursvennootschap?(Q13)



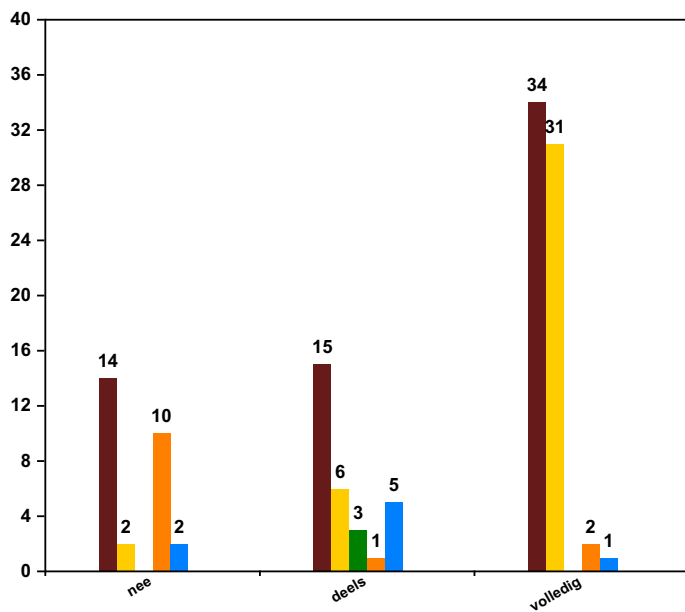
Groep	Ja	Nee
all	25%	75%
Pensioe...	8%	92%
Levensv...	33%	67%
Beleggi...	54%	46%
Overige...	63%	38%
Andere ...		

## Heeft u het vermogensbeheer over uw belegd vermogen uitbesteed aan een externe vermogensbeheerder?(Q15)



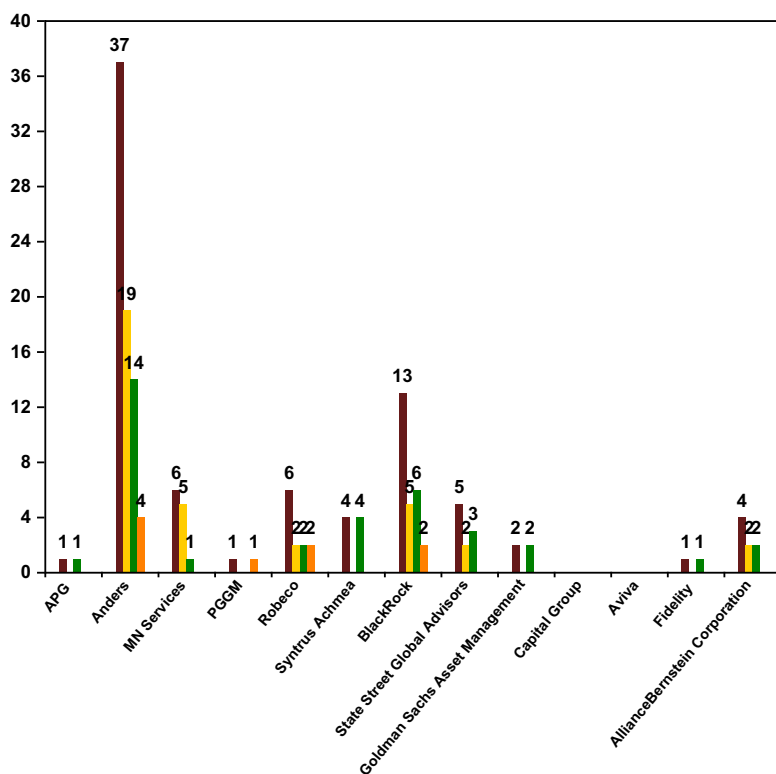
Groep	nee	deels	volledig
all	22%	24%	54%
tot 1 E...	13%	13%	74%
1 - 50 ...	15%	35%	50%
50+ EUR...	58%	33%	8%

### Heeft u het vermogensbeheer over uw belegd vermogen uitbesteed aan een externe vermogensbeheerder?(Q15)



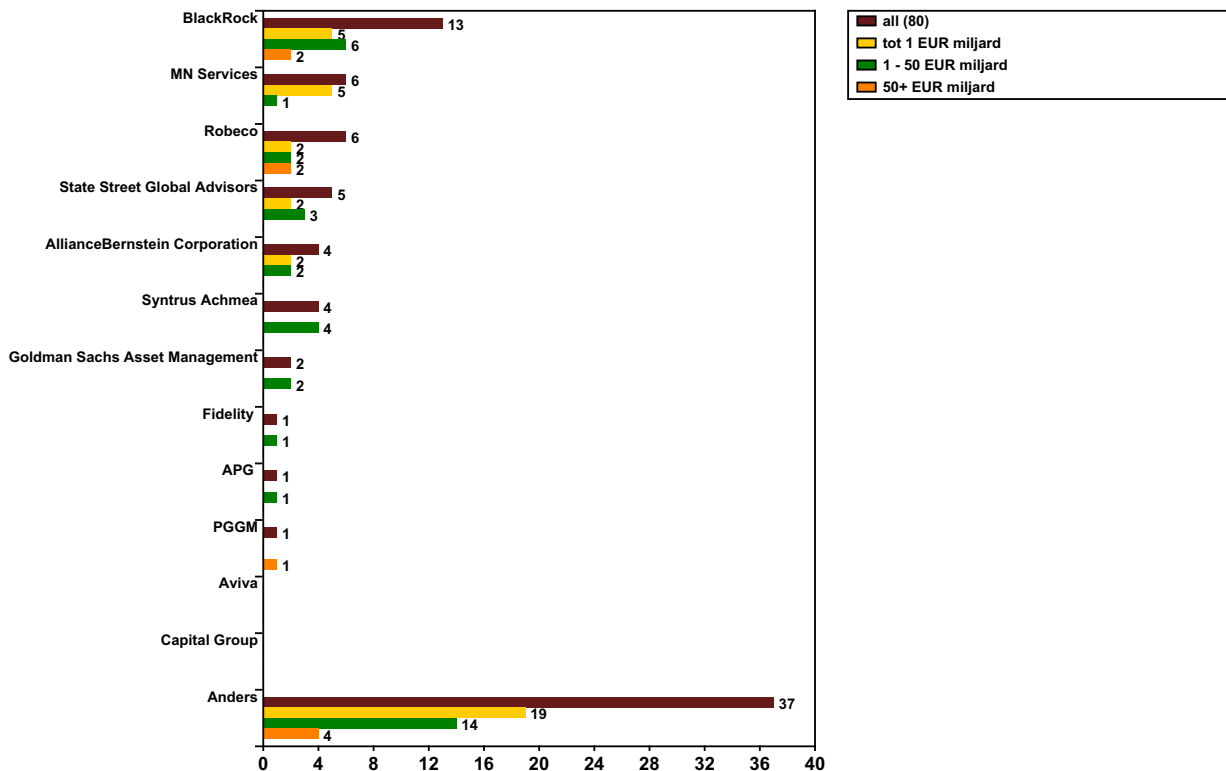
Groep	nee	deels	volledig
all	22%	24%	54%
Pensioe...	5%	15%	79%
Levensv...		100%	
Beleggi...	77%	8%	15%
Overige...	25%	63%	13%
Andere ...			

### Zo ja, welke vermogensbeheerder? (Meerdere antwoorden mogelijk)(Q16)

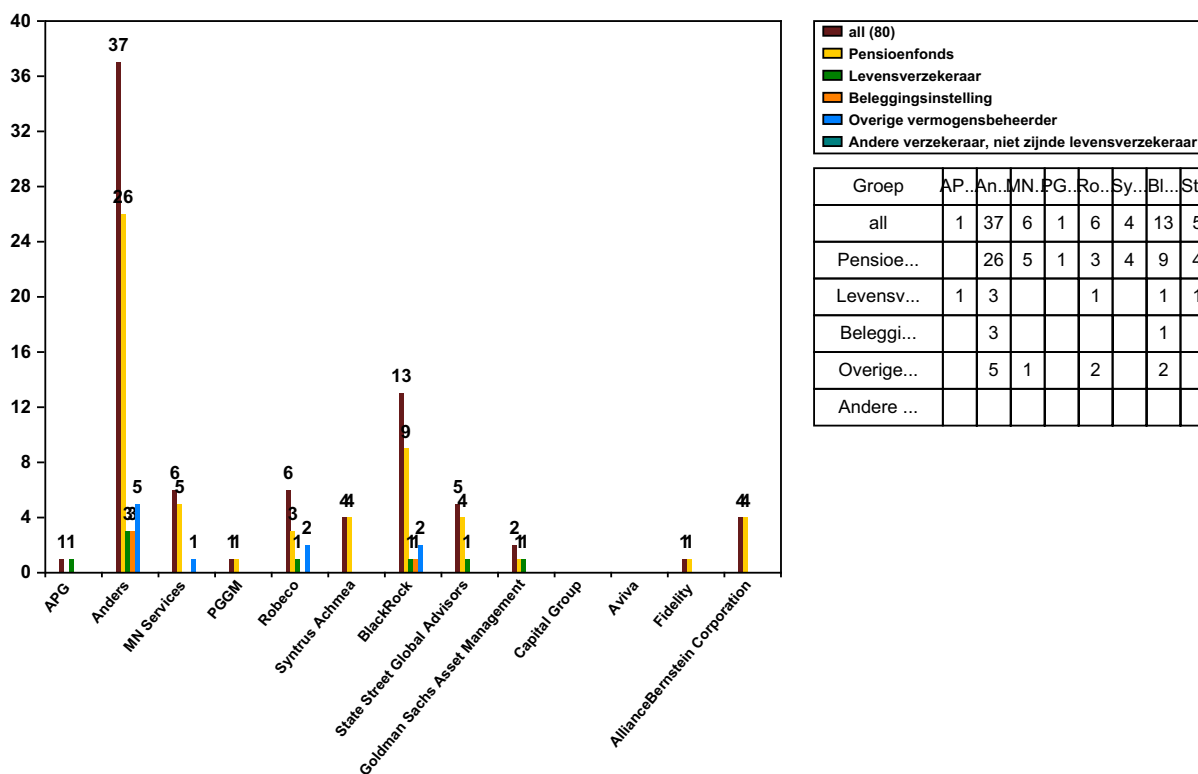


Groep	AP...	An...	MN...	PG...	Ro...	Sy...	Bl...	St...	Go...	Ca...	Av...	Fi...	Al...
all	1	37	6	1	6	4	13	5	2			1	4
tot 1 E...		19	5		2		5	2					2
1 - 50 ...	1	14	1		2	4	6	3	2			1	2
50+ EUR...		4		1	2		2						

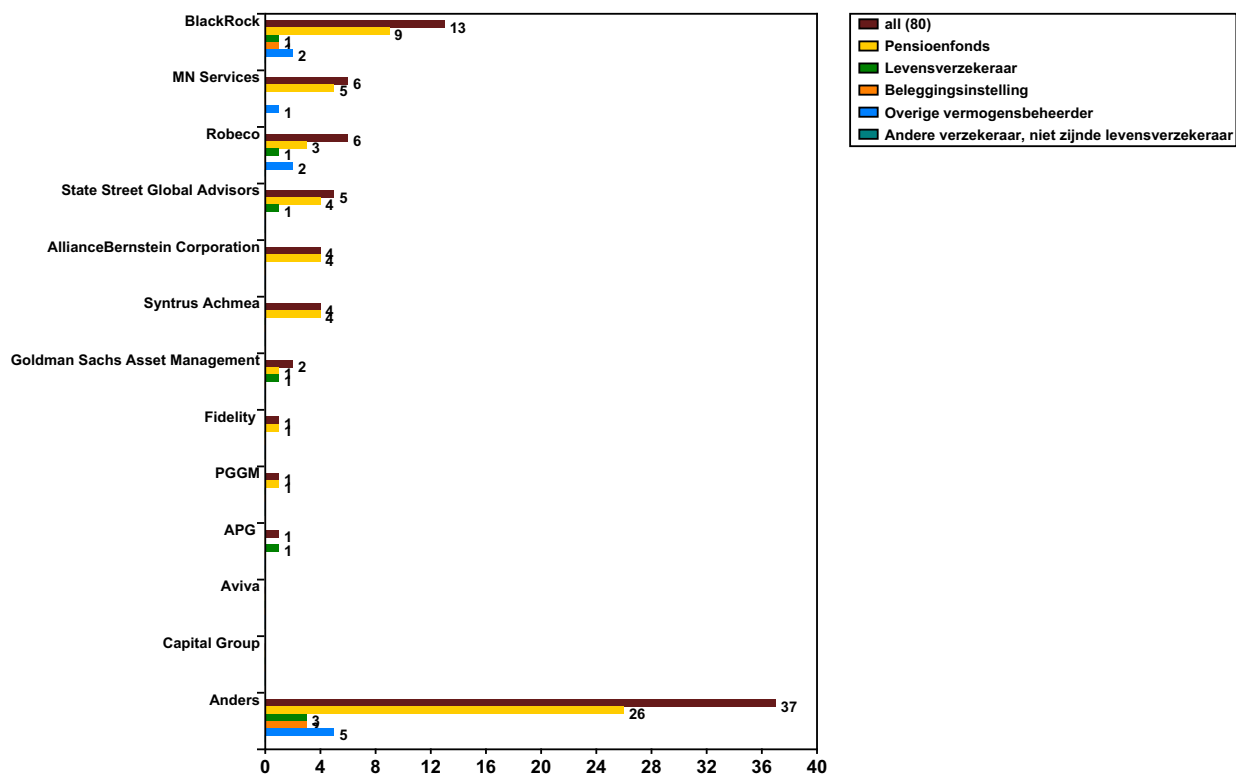
### Zo ja, welke vermogensbeheerder? (Meerdere antwoorden mogelijk)(Q16)



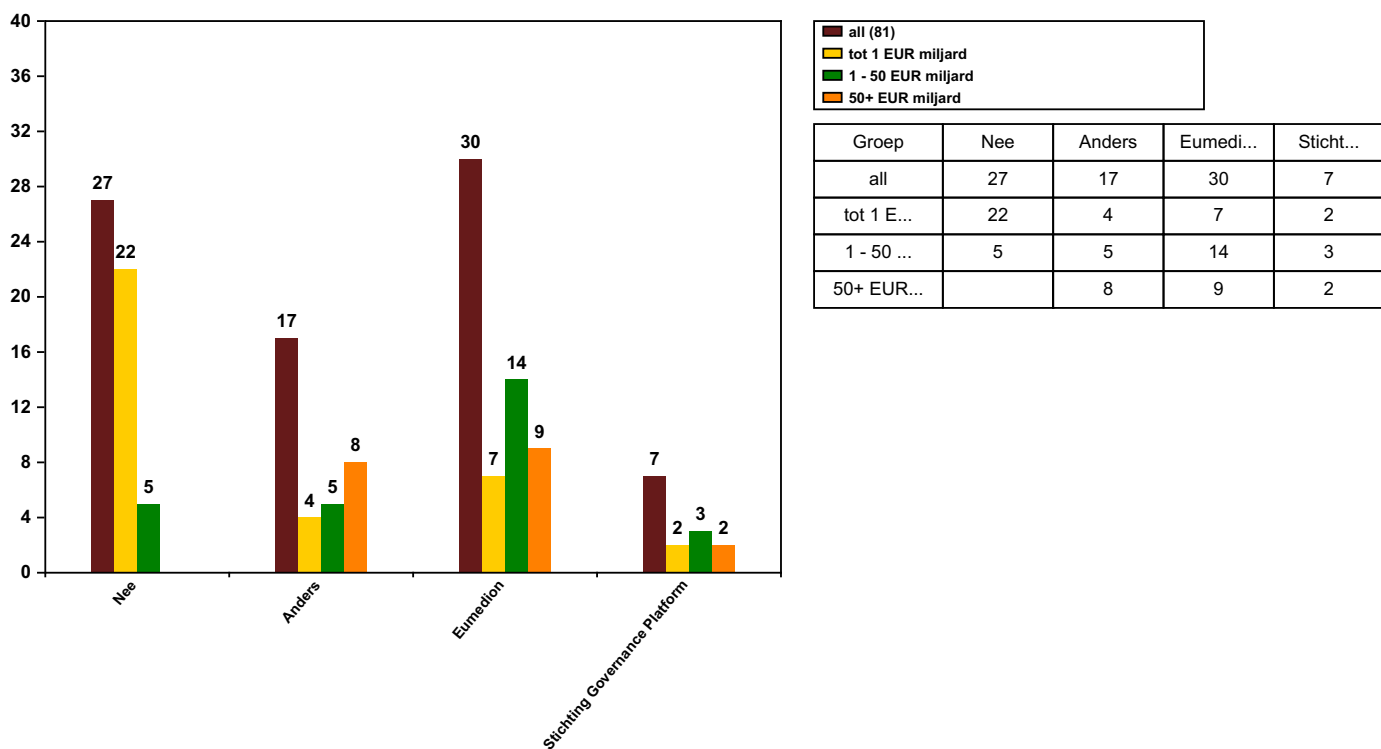
### Zo ja, welke vermogensbeheerder? (Meerdere antwoorden mogelijk)(Q16)



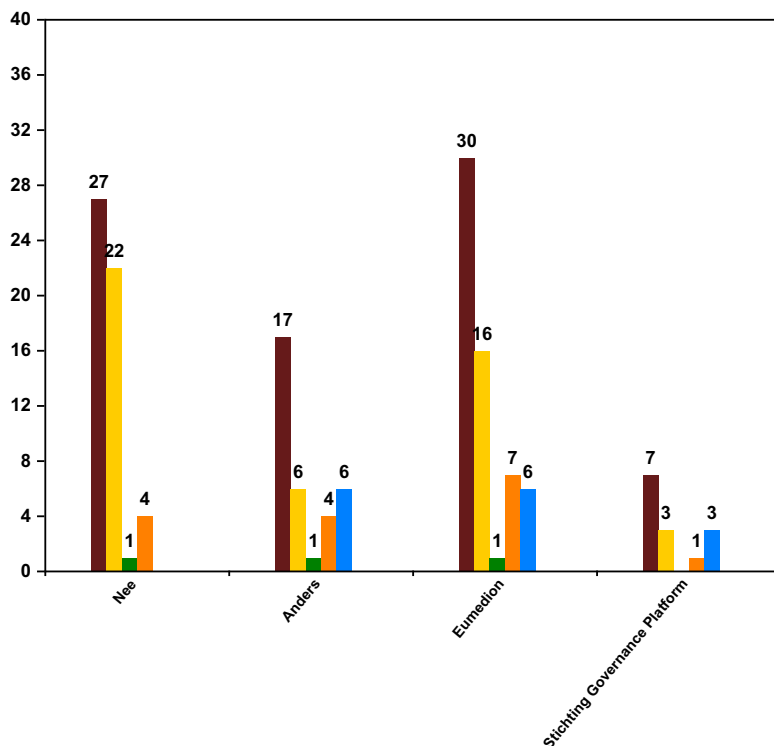
### Zo ja, welke vermogensbeheerder? (Meerdere antwoorden mogelijk)(Q16)



### Bent u aangesloten bij een belangenorganisatie voor institutionele beleggers, zo ja welke?(Q17)



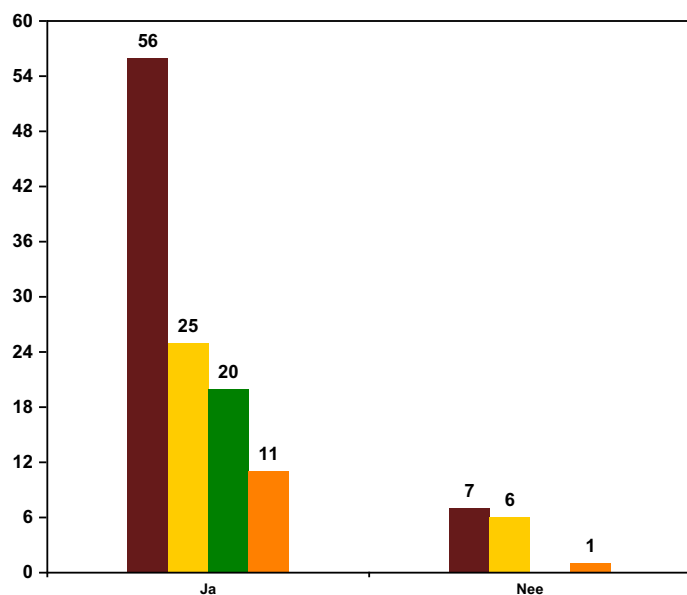
### Bent u aangesloten bij een belangenorganisatie voor institutionele beleggers, zo ja welke?(Q17)



all (81)
Pensioenfonds
Levensverzekeraar
Beleggingsinstelling
Overige vermogensbeheerder
Andere verzekeraar, niet zijnde levensverzekeraar

Groep	Nee	Anders	Eumedi...	Sticht...
all	27	17	30	7
Pensioe...	22	6	16	3
Levensv...	1	1	1	
Beleggi...	4	4	7	1
Overige...		6	6	3
Andere ...				

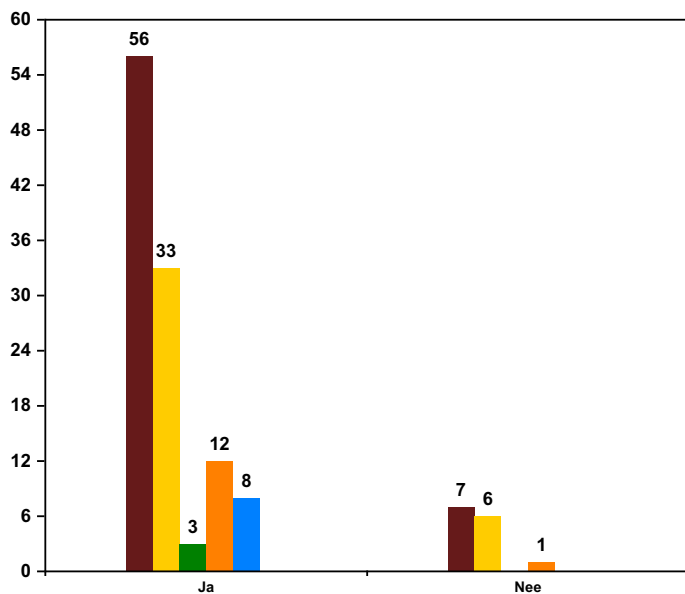
### Bent u bekend met de bepalingen in de Nederlandse Corporate Governance Code 2008 die gelden voor aandeelhouders/institutionele beleggers: principes IV.4 en de best-practice bepalingen IV.4.1, IV.4.2, IV.4.3, IV.4.4, IV.4.5 en IV.4.6? (Q18)



all (63)
tot 1 EUR miljard
1 - 50 EUR miljard
50+ EUR miljard

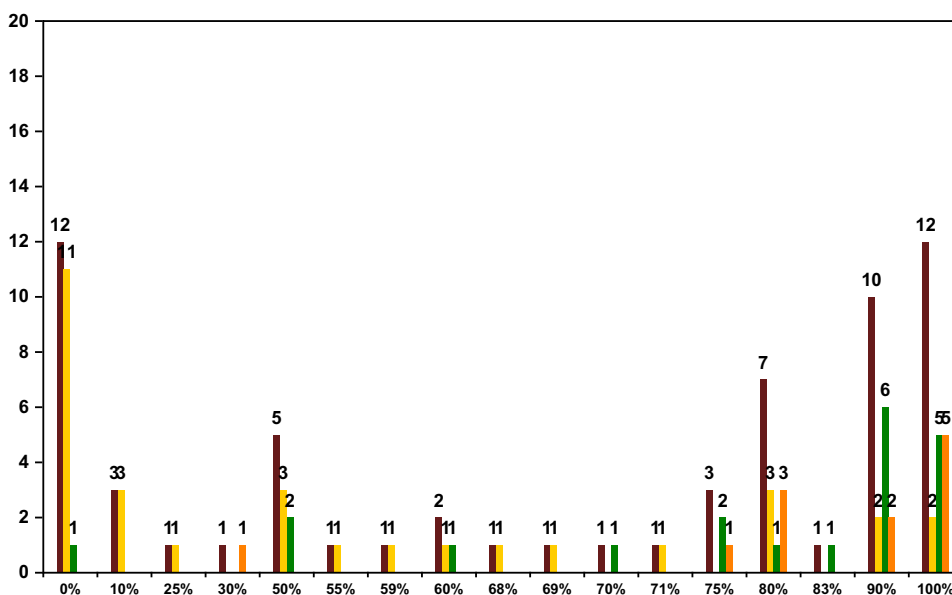
Groep	Ja	Nee
all	89%	11%
tot 1 E...	81%	19%
1 - 50 ...	100%	
50+ EUR...	92%	8%

Bent u bekend met de bepalingen in de Nederlandse Corporate Governance Code 2008 die gelden voor aandeelhouders/institutionele beleggers: principes IV.4 en de best-practice bepalingen IV.4.1, IV.4.2, IV.4.3, IV.4.4, IV.4.5 en IV.4.6? (Q18)

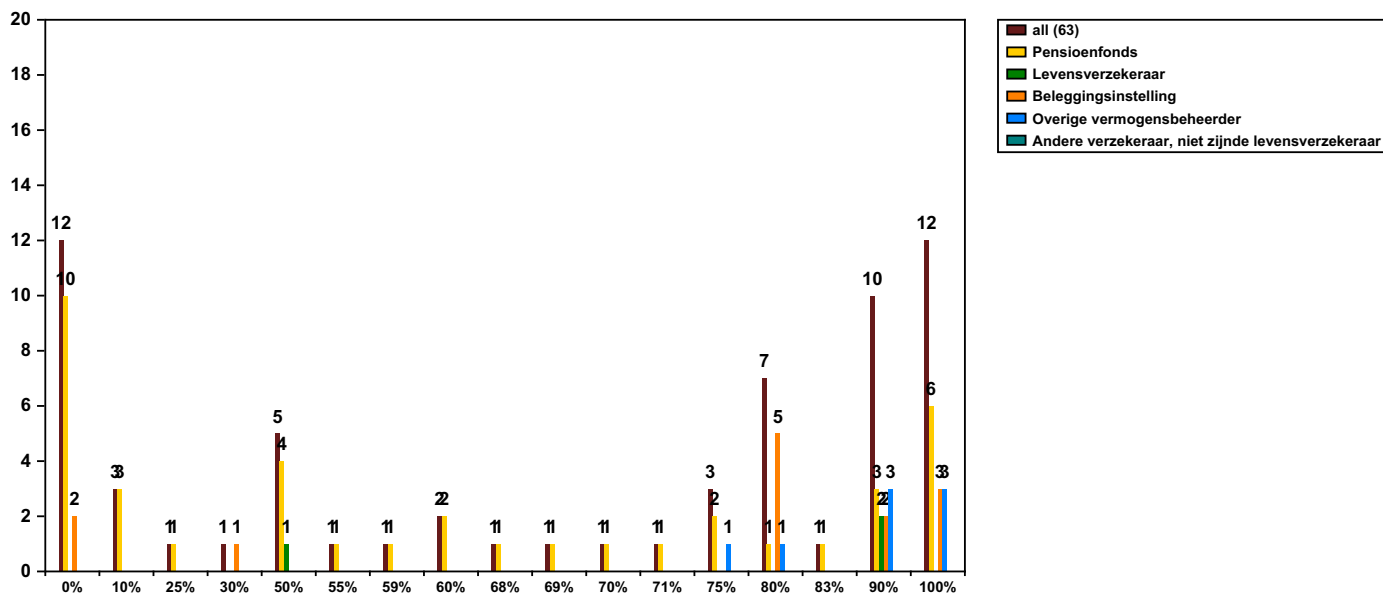


Groep	Ja	Nee
all	89%	11%
Pensioe...	85%	15%
Levensv...	100%	
Beleggi...	92%	8%
Overige...	100%	
Andere ...		

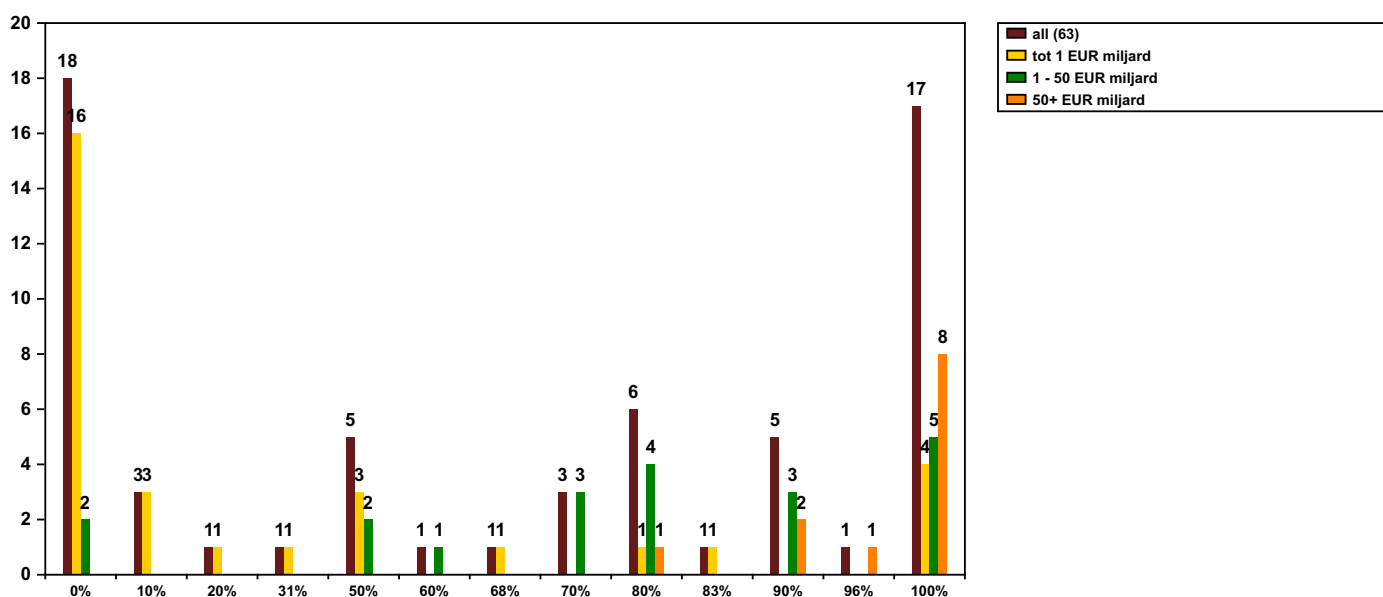
Hoe relevant vindt u de code 2008 vanuit uw positie als aandeelhouder?(Q19\_question)



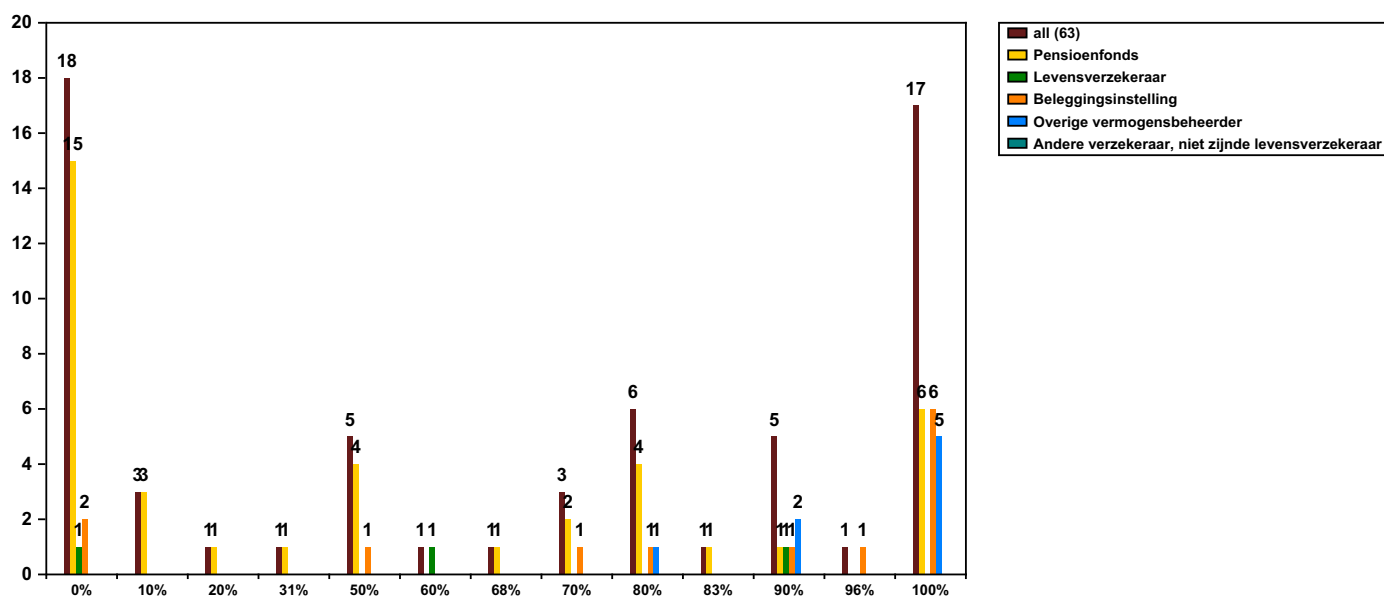
### Hoe relevant vindt u de code 2008 vanuit uw positie als aandeelhouder?(Q19\_question)



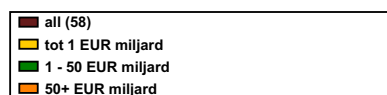
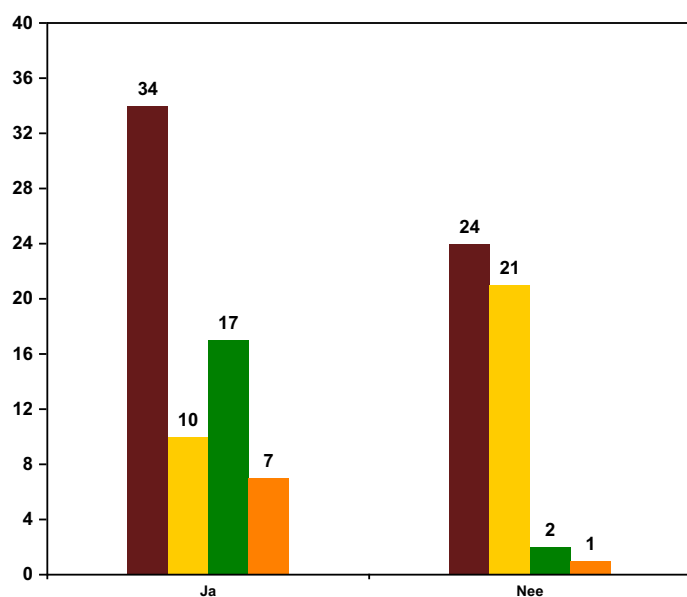
### In hoeverre beschouwt u zichzelf als betrokken aandeelhouder? (betrokken aandeelhouderschap)(Q19B\_question)



### In hoeverre beschouwt u zichzelf als betrokken aandeelhouder? (betrokken aandeelhouderschap)(Q19B\_question)



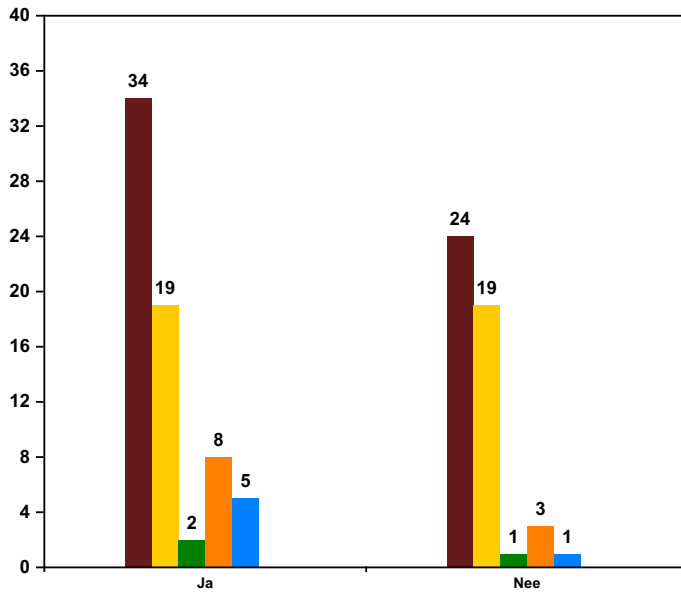
### Publiceert u uw stembeleid op aandelen gehouden in Nederlandse beursvennootschappen op uw website? (Q30)



Groep	Ja	Nee
all	59%	41%
tot 1 E...	32%	68%
1 - 50 ...	89%	11%
50+ EUR...	88%	13%

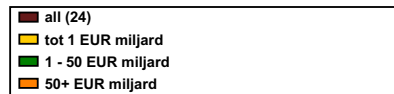
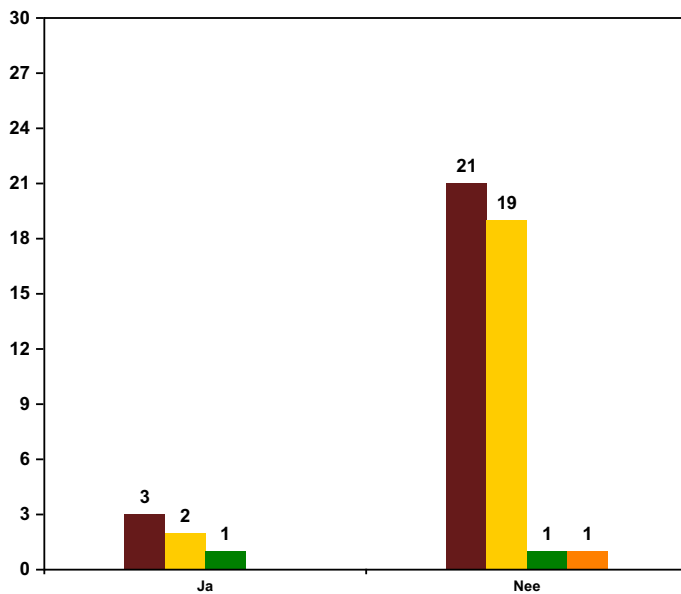


### Publiceert u uw stembeleid op aandelen gehouden in Nederlandse beursvennootschappen op uw website? (Q30)



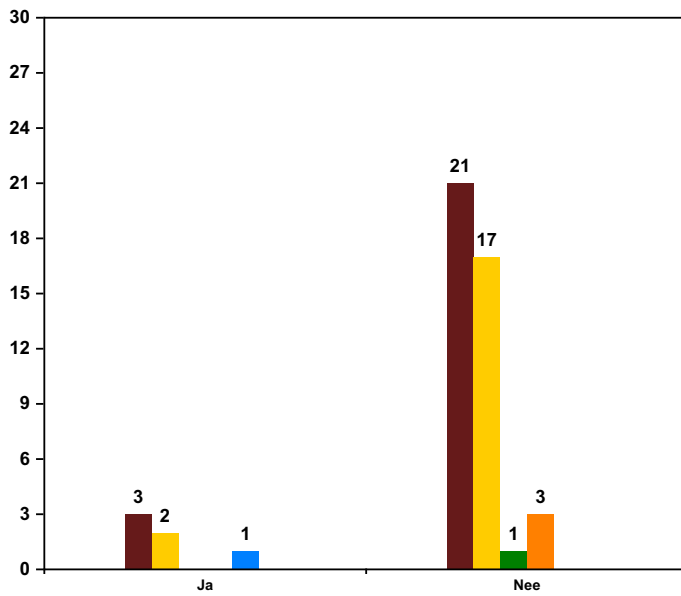
Groep	Ja	Nee
all	59%	41%
Pensioe...	50%	50%
Levensv...	67%	33%
Beleggi...	73%	27%
Overige...	83%	17%
Andere ...		

### Zo niet, heeft u uitgelegd waarom u uw stembeleid niet heeft gepubliceerd?(Q31)



Groep	Ja	Nee
all	13%	88%
tot 1 E...	10%	90%
1 - 50 ...	50%	50%
50+ EUR...		100%

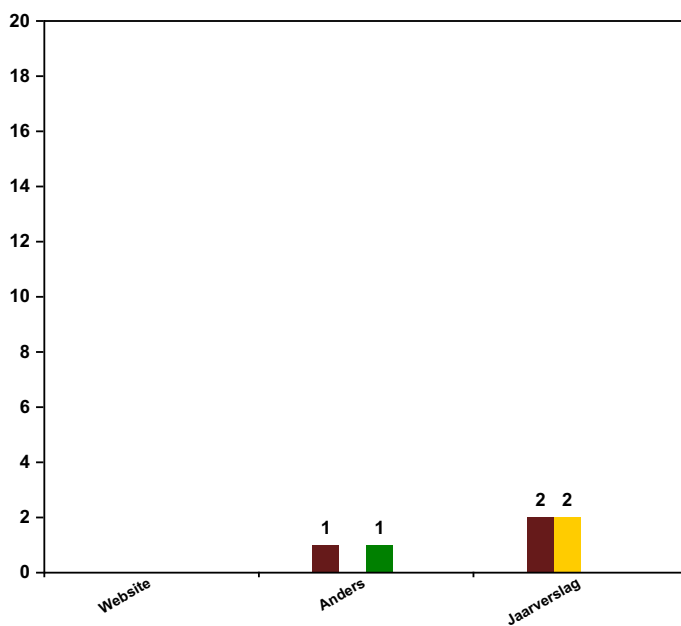
### Zo niet, heeft u uitgelegd waarom u uw stembeleid niet heeft gepubliceerd?(Q31)



all (24)		
Pensioenfonds		
Levensverzekeraar		
Beleggingsinstelling		
Overige vermogensbeheerder		
Andere verzekeraar, niet zijnde levensverzekeraar		

Groep	Ja	Nee
all	13%	88%
Pensioe...	11%	89%
Levensv...		100%
Beleggi...		100%
Overige...	100%	
Andere ...		

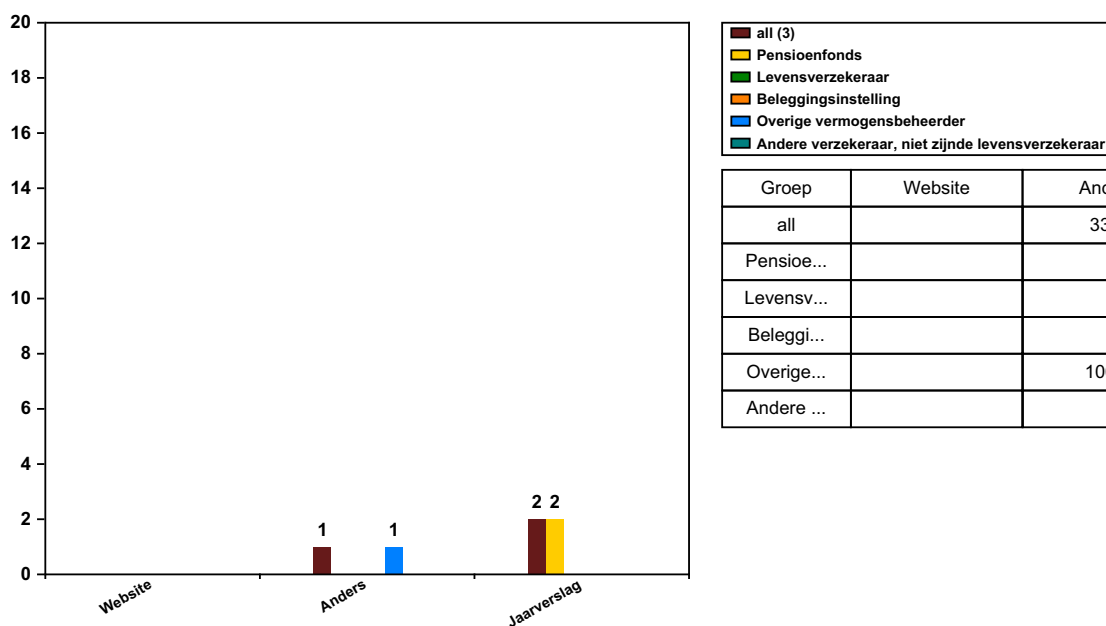
### Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q32)



all (3)			
tot 1 EUR miljard			
1 - 50 EUR miljard			
50+ EUR miljard			

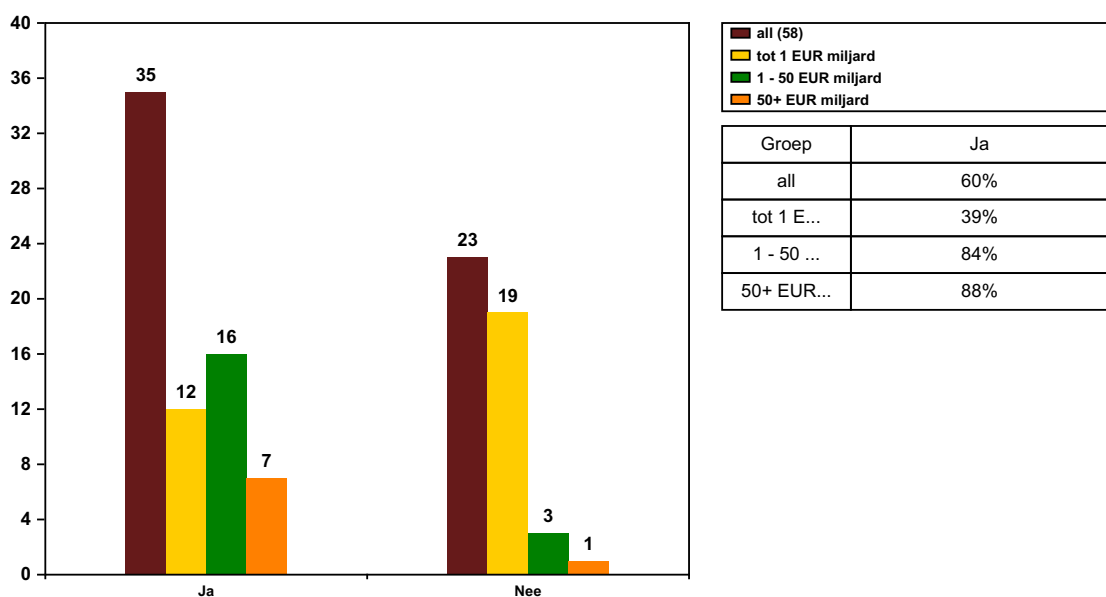
Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all		33%	67%
tot 1 E...			100%
1 - 50 ...		100%	
50+ EUR...			

## Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q32)



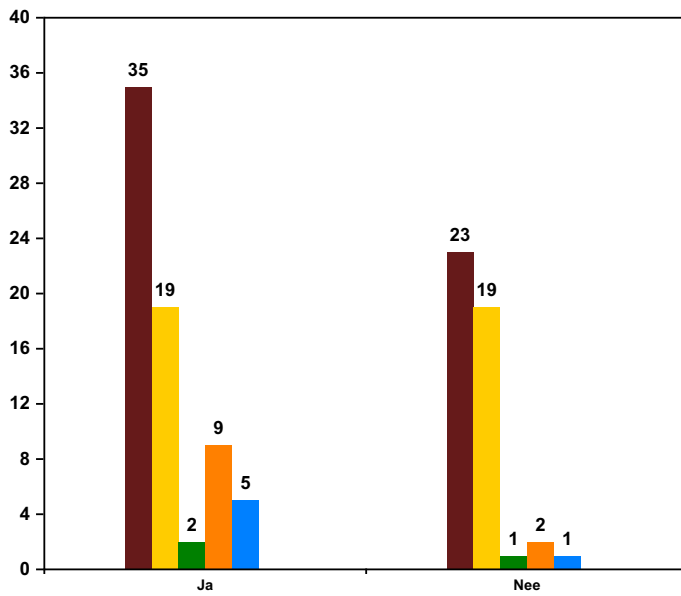
Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all		33%	67%
Pensioe...			100%
Levensv...			
Beleggi...			
Overige...		100%	
Andere ...			

## Heeft u op uw website en/of in uw jaarverslag verslag gedaan van de uitvoering van uw beleid aangaande het uitoefenen van het stemrecht? (Q33)



Groep	Ja	Nee
all	60%	40%
tot 1 E...	39%	61%
1 - 50 ...	84%	16%
50+ EUR...	88%	13%

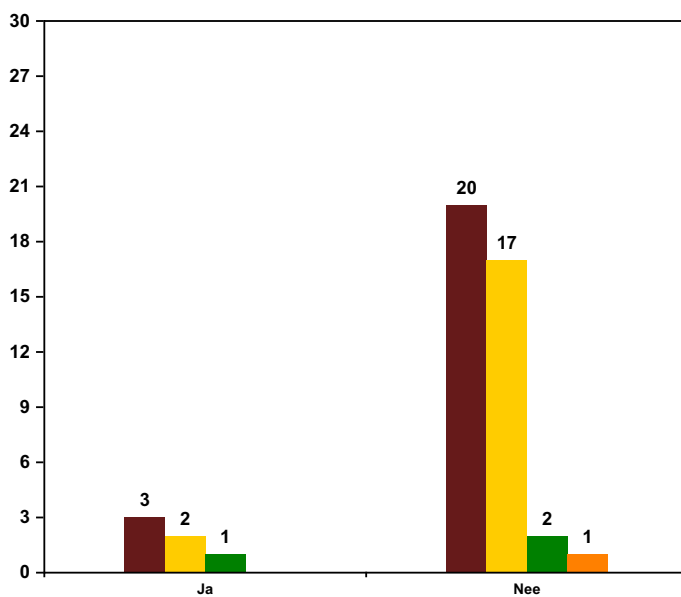
Heeft u op uw website en/of in uw jaarverslag verslag gedaan van de uitvoering van uw beleid aangaande het uitoefenen van het stemrecht? (Q33)



all (58)
Pensioenfonds
Levensverzekeraar
Beleggingsinstelling
Overige vermogensbeheerder
Andere verzekeraar, niet zijnde levensverzekeraar

Groep	Ja	Nee
all	60%	40%
Pensioe...	50%	50%
Levensv...	67%	33%
Beleggi...	82%	18%
Overige...	83%	17%
Andere ...		

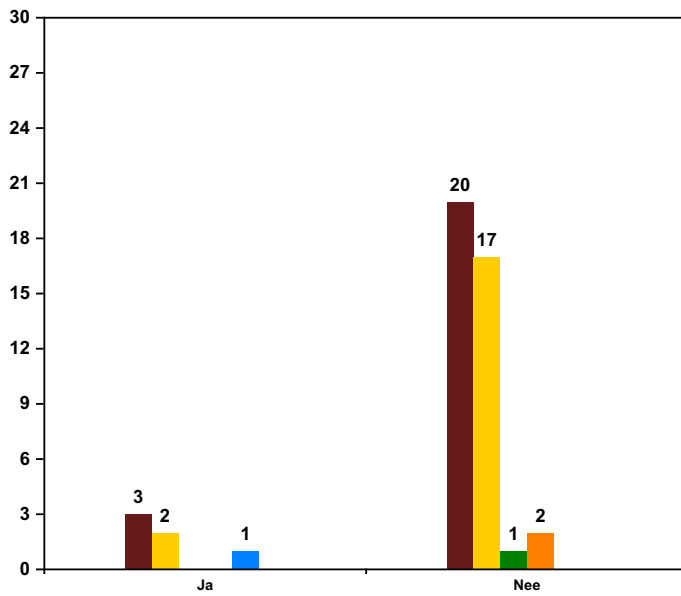
Zo niet, heeft u uitgelegd waarom u geen verslag deed over de uitvoering van dit beleid?(Q34)



all (23)
tot 1 EUR miljard
1 - 50 EUR miljard
50+ EUR miljard

Groep	Ja	Nee
all	13%	87%
tot 1 E...	11%	89%
1 - 50 ...	33%	67%
50+ EUR...		100%

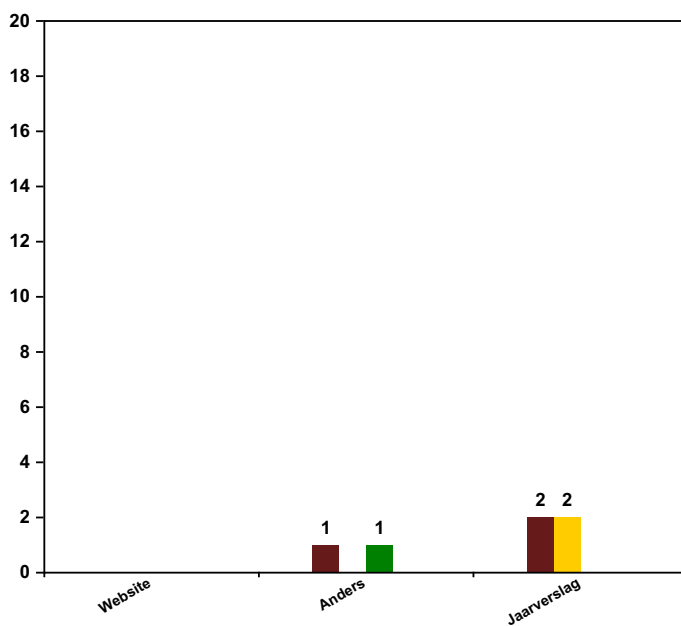
### Zo niet, heeft u uitgelegd waarom u geen verslag deed over de uitvoering van dit beleid?(Q34)



all (23)
Pensioenfonds
Levensverzekeraar
Beleggingsinstelling
Overige vermogensbeheerder
Andere verzekeraar, niet zijnde levensverzekeraar

Groep	Ja	Nee
all	13%	87%
Pensioe...	11%	89%
Levensv...		100%
Beleggi...		100%
Overige...	100%	
Andere ...		

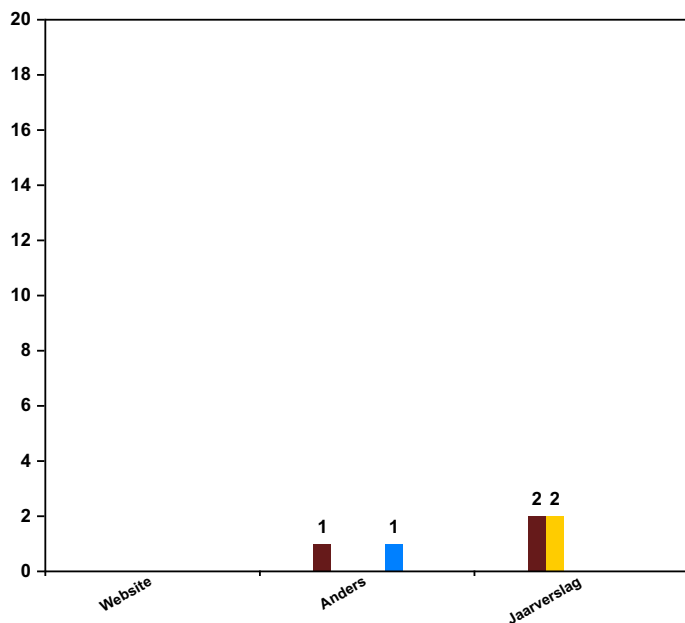
### Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q35)



all (3)
tot 1 EUR miljard
1 - 50 EUR miljard
50+ EUR miljard

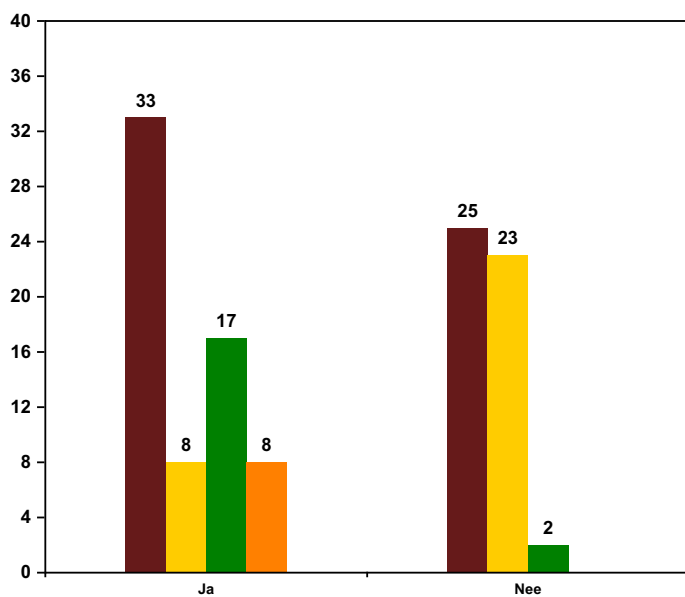
Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all		33%	67%
tot 1 E...			100%
1 - 50 ...		100%	
50+ EUR...			

### Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q35)



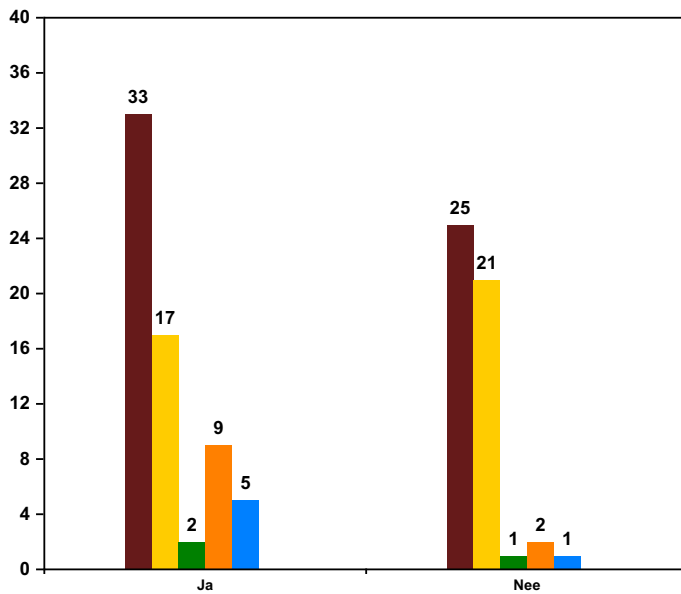
Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all		33%	67%
Pensioe...			100%
Levensv...			
Beleggi...			
Overige...		100%	
Andere ...			

### Publiceert u of u als aandeelhouder heeft gestemd op B-AvA's?(Q36)



Groep	Ja	Nee
all	57%	43%
tot 1 E...	26%	74%
1 - 50 ...	89%	11%
50+ EUR...	100%	

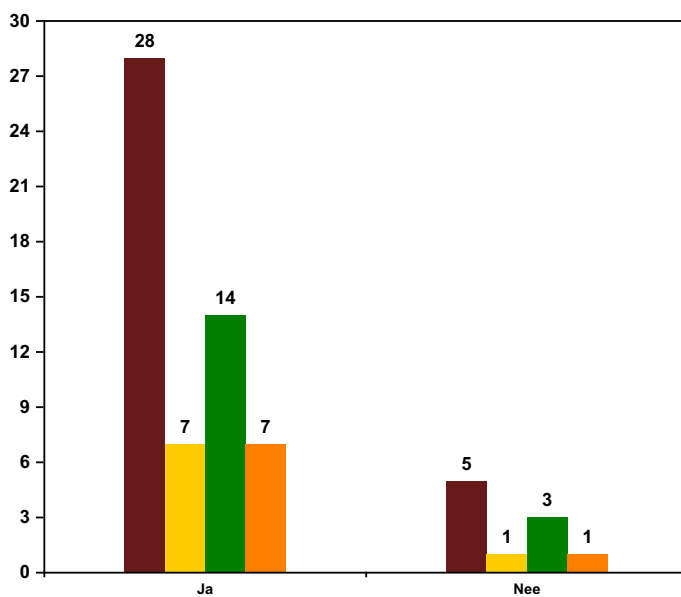
### Publiceert u of u als aandeelhouder heeft gestemd op B-AvA's?(Q36)



Group	Ja	Nee
all (58)	57%	43%
Pensioe...	45%	55%
Levensv...	67%	33%
Beleggi...	82%	18%
Overige...	83%	17%
Andere ...		

Groep	Ja	Nee
all	57%	43%
Pensioe...	45%	55%
Levensv...	67%	33%
Beleggi...	82%	18%
Overige...	83%	17%
Andere ...		

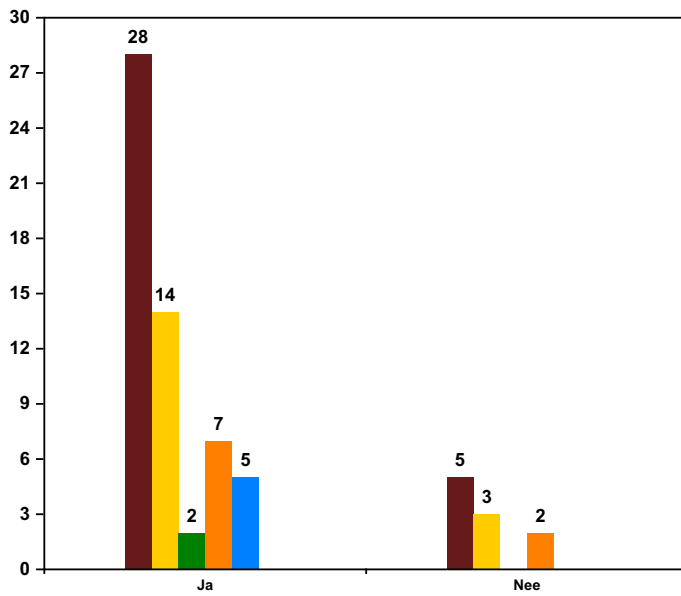
### Zo ja, publiceert u per kwartaal?(Q36a)



Group	Ja	Nee
all (33)	85%	15%
tot 1 E...	88%	13%
1 - 50 ...	82%	18%
50+ EUR...	88%	13%

Groep	Ja	Nee
all	85%	15%
tot 1 E...	88%	13%
1 - 50 ...	82%	18%
50+ EUR...	88%	13%

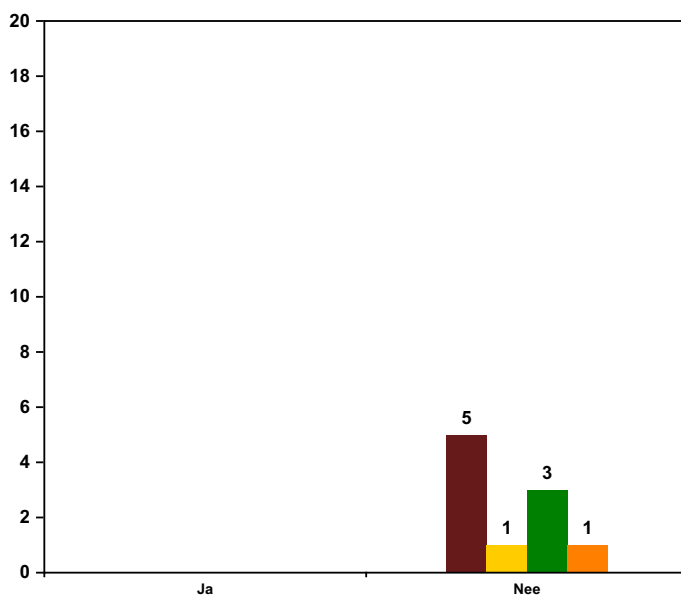
### Zo ja, publiceert u per kwartaal?(Q36a)



Groep	Ja	Nee
all	85%	15%
Pensioe...	82%	18%
Levensv...	100%	
Beleggi...	78%	22%
Overige...	100%	
Andere ...		

Groep	Ja	Nee
all	85%	15%
Pensioe...	82%	18%
Levensv...	100%	
Beleggi...	78%	22%
Overige...	100%	
Andere ...		

### Zo niet, heeft u uitgelegd waarom u hierover niet (per kwartaal) heeft gepubliceerd?(Q37)

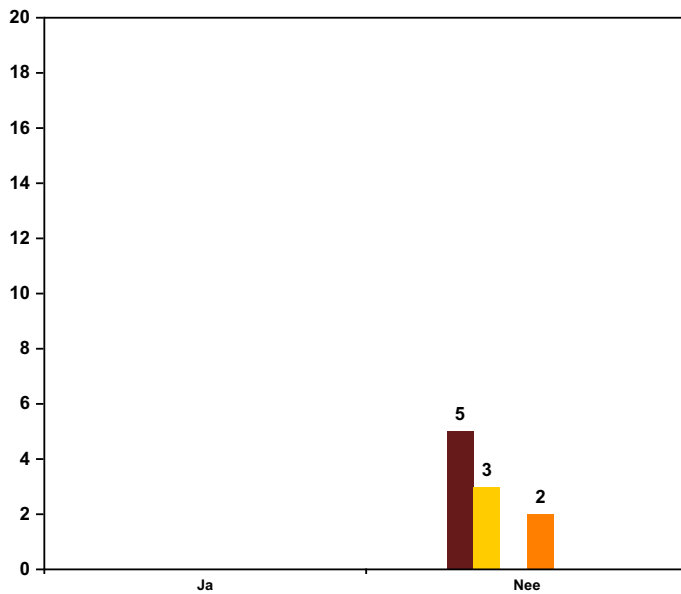


Groep	Ja	Nee
all		100%
tot 1 E...		100%
1 - 50 ...		100%
50+ EUR...		100%

Groep	Ja	Nee
all		100%
tot 1 E...		100%
1 - 50 ...		100%
50+ EUR...		100%



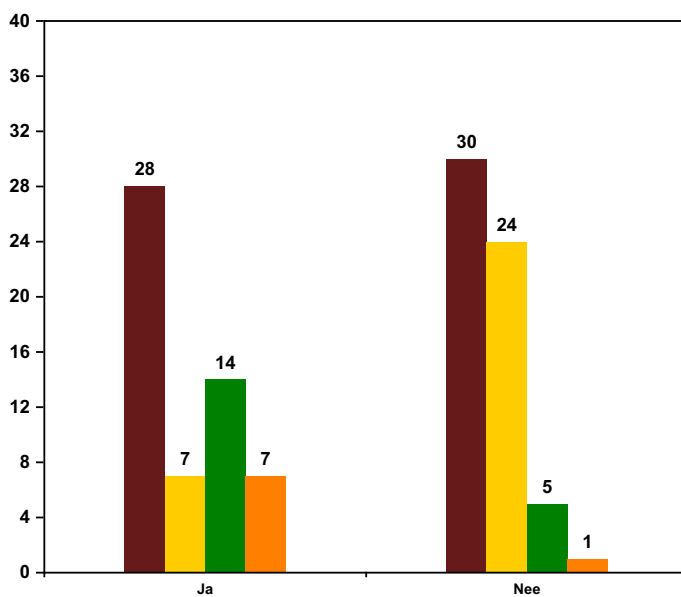
### Zo niet, heeft u uitgelegd waarom u hierover niet (per kwartaal) heeft gepubliceerd?(Q37)



all (5)
Pensioenfonds
Levensverzekeraar
Beleggingsinstelling
Overige vermogensbeheerder
Andere verzekeraar, niet zijnde levensverzekeraar

Groep	Ja	Nee
all		100%
Pensioe...		100%
Levensv...		
Beleggi...		100%
Overige...		
Andere ...		

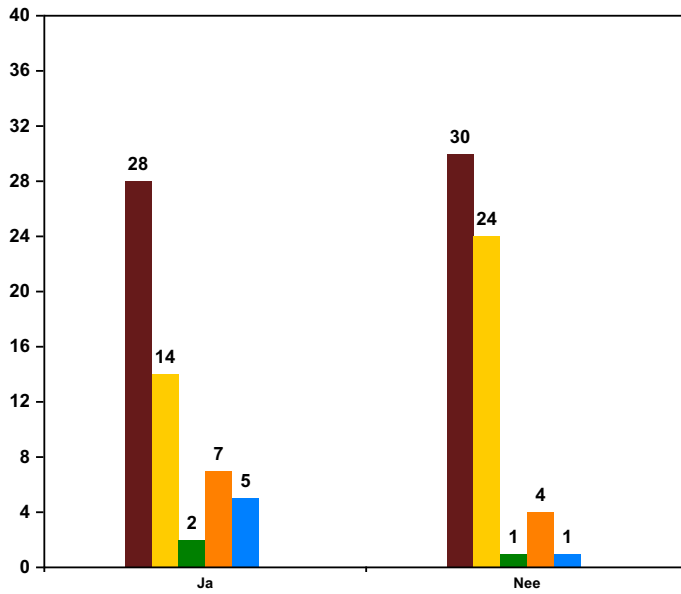
### Publiceert u per kwartaal hoe u als aandeelhouder hebt gestemd op B-AvA's?(Q39)



all (58)
tot 1 EUR miljard
1 - 50 EUR miljard
50+ EUR miljard

Groep	Ja	Nee
all	48%	52%
tot 1 E...	23%	77%
1 - 50 ...	74%	26%
50+ EUR...	88%	13%

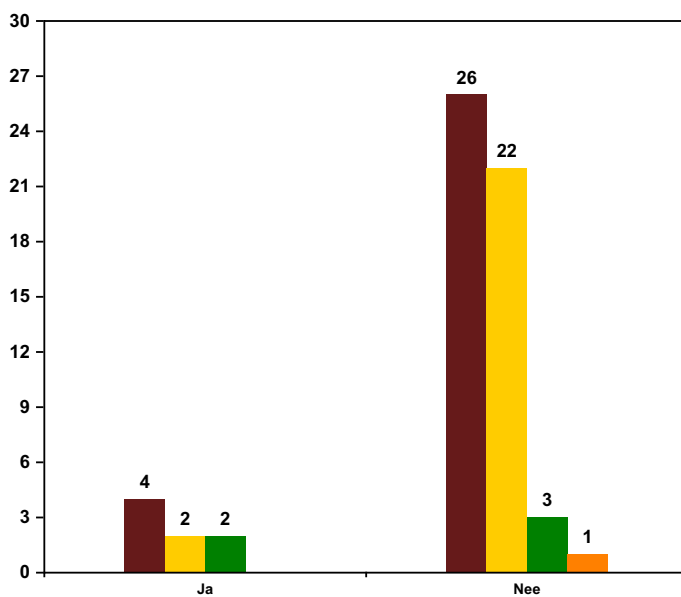
### Publiceert u per kwartaal hoe u als aandeelhouder hebt gestemd op B-AvA's?(Q39)



all (58)
Pensioenfonds
Levensverzekeraar
Beleggingsinstelling
Overige vermogensbeheerder
Andere verzekeraar, niet zijnde levensverzekeraar

Groep	Ja	Nee
all	48%	52%
Pensioe...	37%	63%
Levensv...	67%	33%
Beleggi...	64%	36%
Overige...	83%	17%
Andere ...		

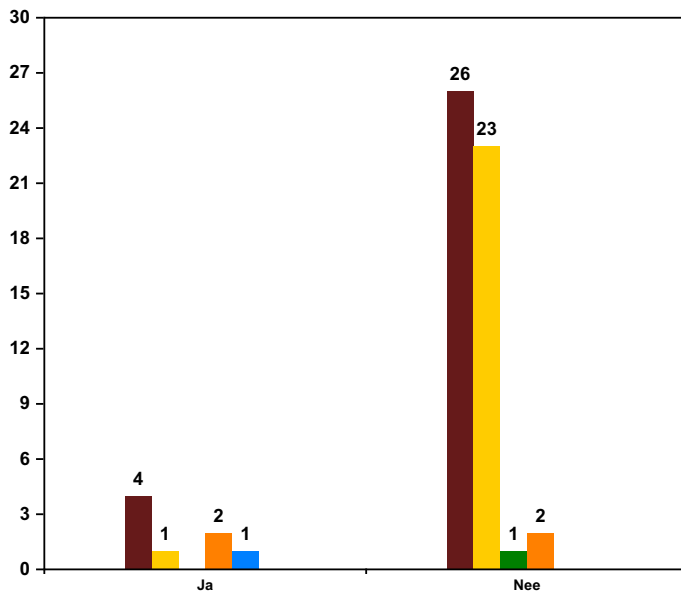
### Zo niet, heeft u uitgelegd waarom u hierover niet per kwartaal heeft gepubliceerd?(Q40)



all (30)
tot 1 EUR miljard
1 - 50 EUR miljard
50+ EUR miljard

Groep	Ja	Nee
all	13%	87%
tot 1 E...	8%	92%
1 - 50 ...	40%	60%
50+ EUR...		100%

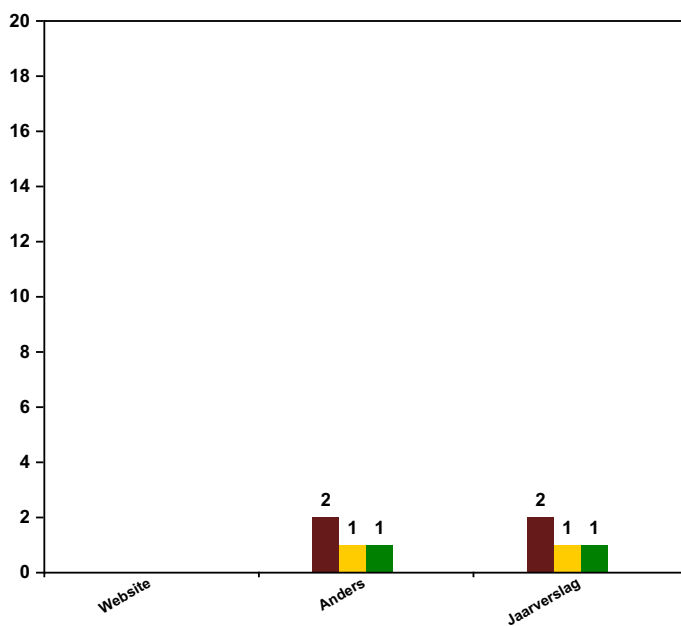
### Zo niet, heeft u uitgelegd waarom u hierover niet per kwartaal heeft gepubliceerd?(Q40)



Group	Ja	Nee
all	13%	87%
Pensioe...	4%	96%
Levensv...		100%
Beleggi...	50%	50%
Overige...	100%	
Andere ...		

Group	Ja	Nee
all	13%	87%
Pensioe...	4%	96%
Levensv...		100%
Beleggi...	50%	50%
Overige...	100%	
Andere ...		

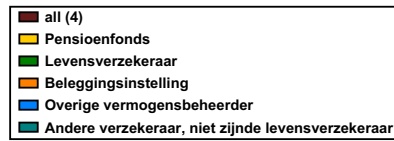
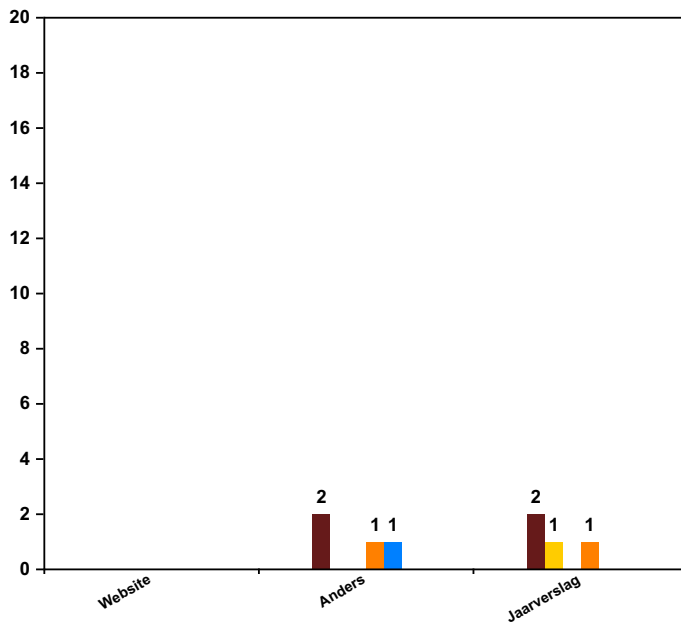
### Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q41)



Group	Website	Anders	Jaarversla...
all		50%	50%
tot 1 E...		50%	50%
1 - 50 ...		50%	50%
50+ EUR...			

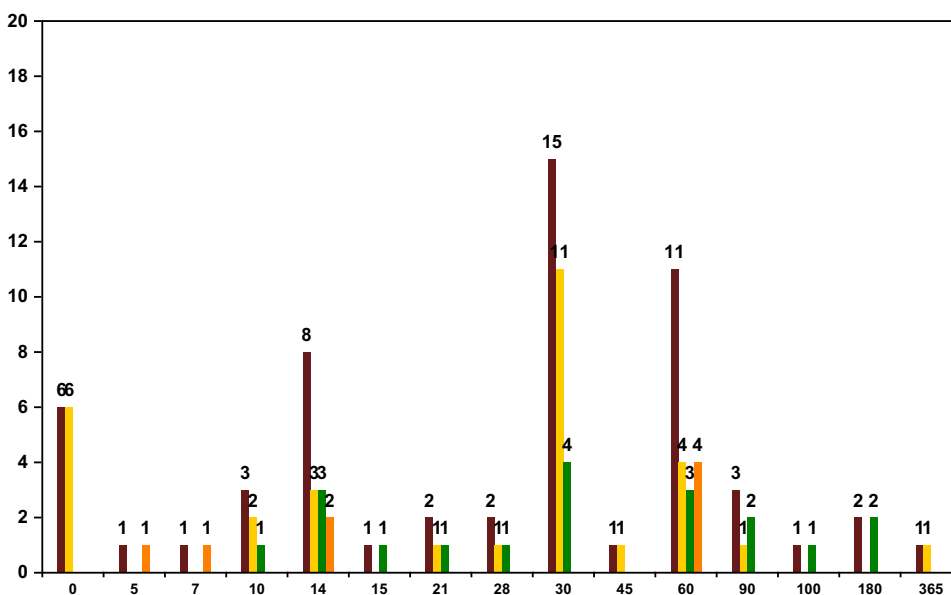
Group	Website	Anders	Jaarversla...
all		50%	50%
tot 1 E...		50%	50%
1 - 50 ...		50%	50%
50+ EUR...			

### Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q41)

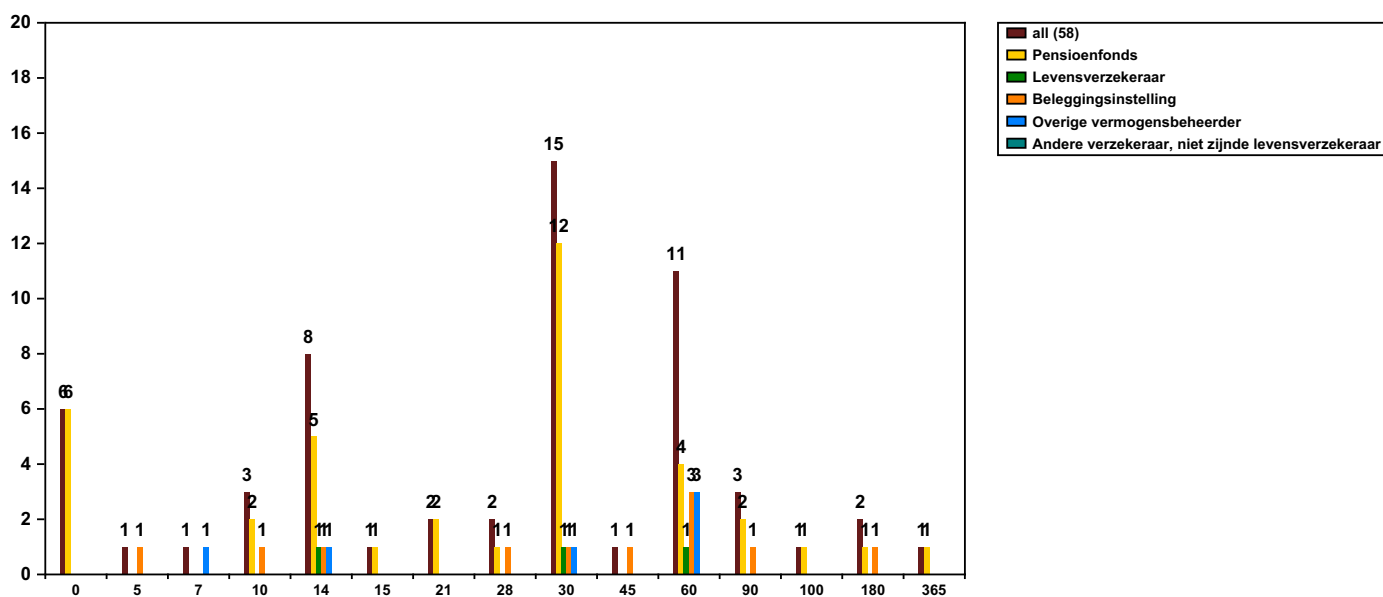


Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all		50%	50%
Pensioe...			100%
Levensv...			
Beleggi...		50%	50%
Overige...		100%	
Andere ...			

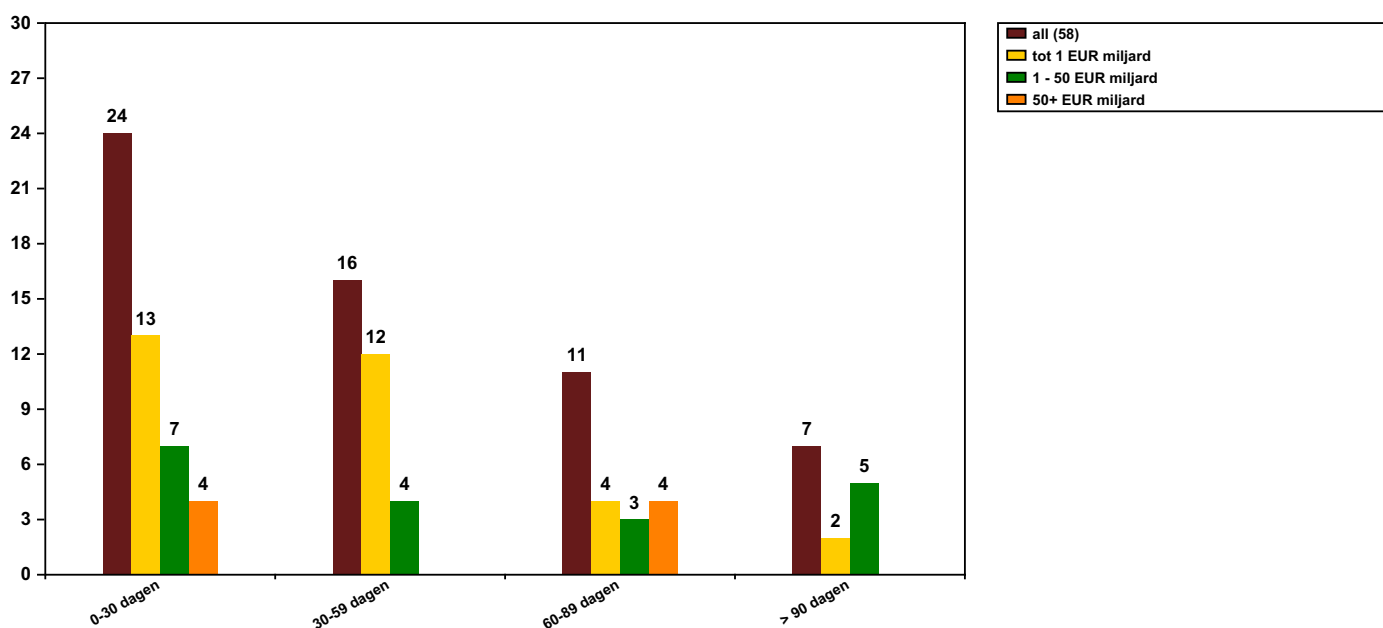
### Wat vindt u in het algemeen een redelijke termijn voor het bestuur om op uw voorstel tot agendering te reageren? (in dagen)(Q46)



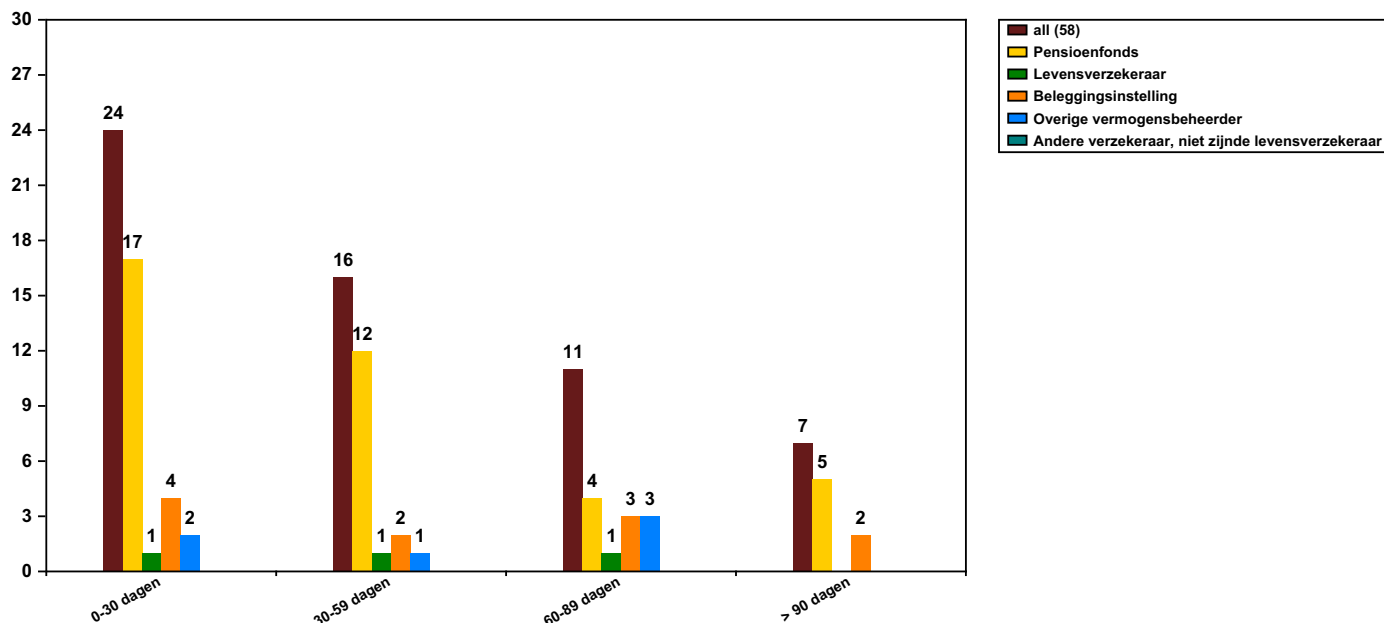
Wat vindt u in het algemeen een redelijke termijn voor het bestuur om op uw voorstel tot agendering te reageren? (in dagen)(Q46)



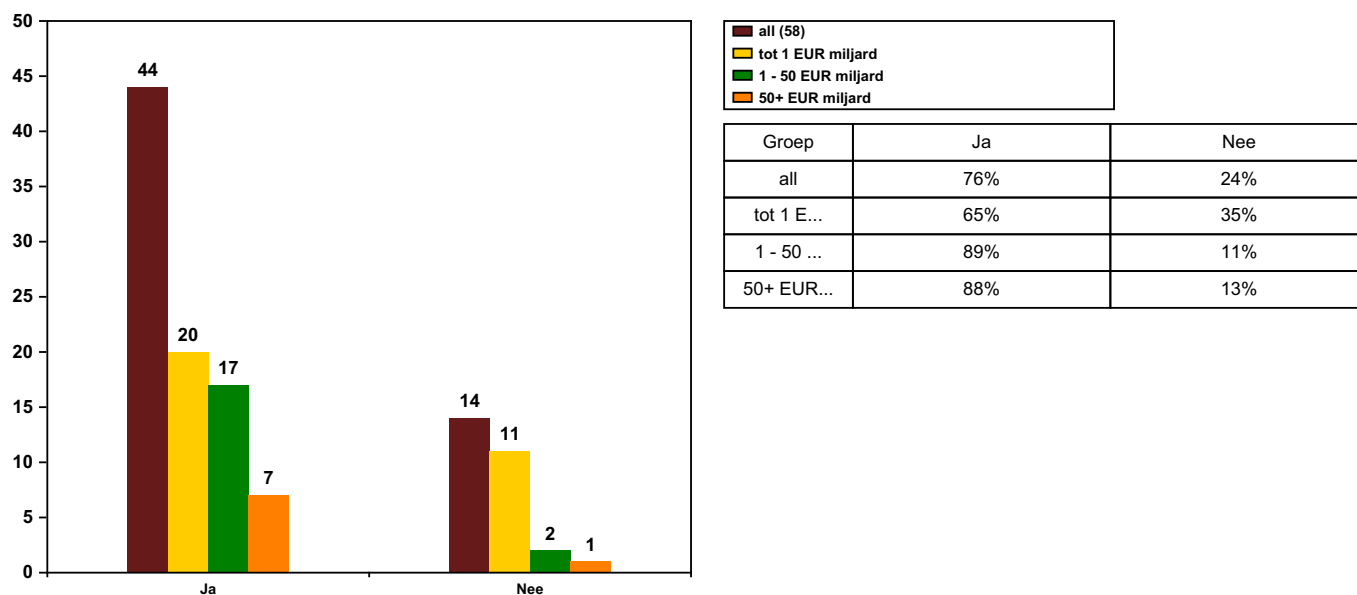
Q46a(Q46a)



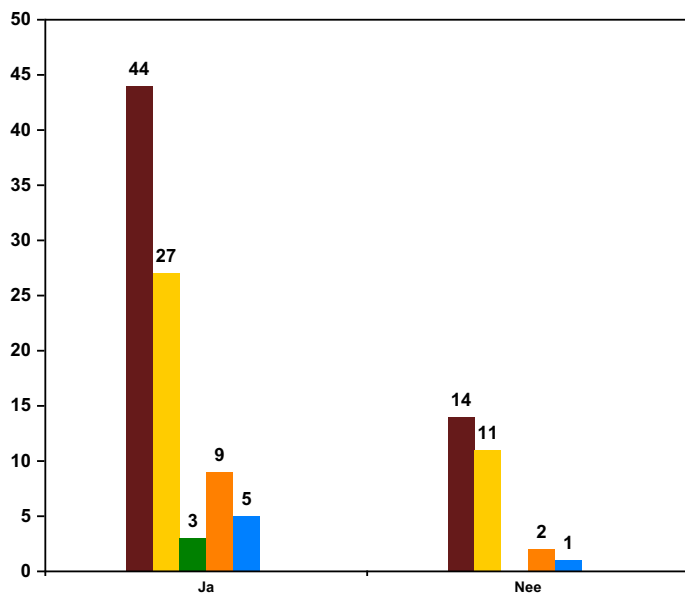
Q46a(Q46a)



Indien u gebruik zou maken van het agenderingsrecht zoals beschreven in best-practice bepaling IV.4.4, zou u dan het bestuur in de gelegenheid stellen om een redelijke termijn in te roepen om op uw voorstel tot agendering te reageren?(Q42)



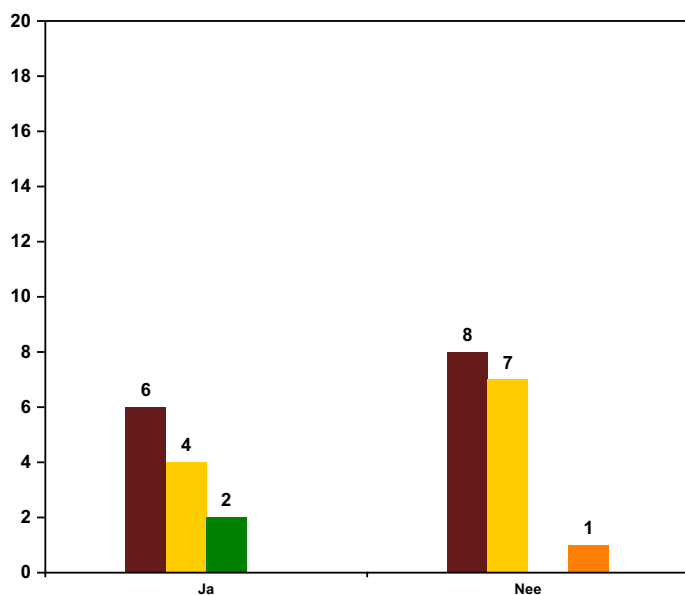
Indien u gebruik zou maken van het agenderingsrecht zoals beschreven in best-practice bepaling IV.4.4, zou u dan het bestuur in de gelegenheid stellen om een redelijke termijn in te roepen om op uw voorstel tot agendering te reageren?(Q42)



Groep	Ja	Nee
all	76%	24%
Pensioe...	71%	29%
Levensv...	100%	
Beleggi...	82%	18%
Overige...	83%	17%
Andere ...		

Groep	Ja	Nee
all	76%	24%
Pensioe...	71%	29%
Levensv...	100%	
Beleggi...	82%	18%
Overige...	83%	17%
Andere ...		

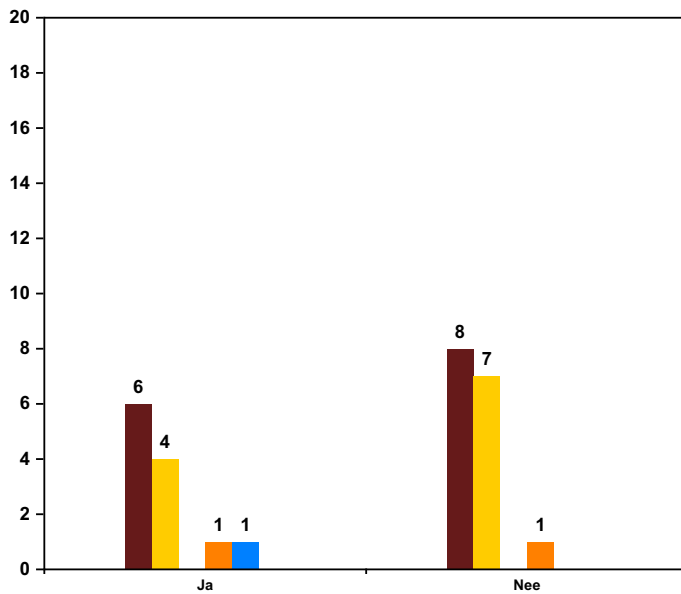
Zo nee, heeft u uitgelegd waarom u best-practice bepaling IV.4.4 inzake het uitoefenen van het agenderingsrecht niet naleeft?(Q44)



Groep	Ja	Nee
all	43%	57%
tot 1 E...	36%	64%
1 - 50 ...	100%	
50+ EUR...		100%

Groep	Ja	Nee
all	43%	57%
tot 1 E...	36%	64%
1 - 50 ...	100%	
50+ EUR...		100%

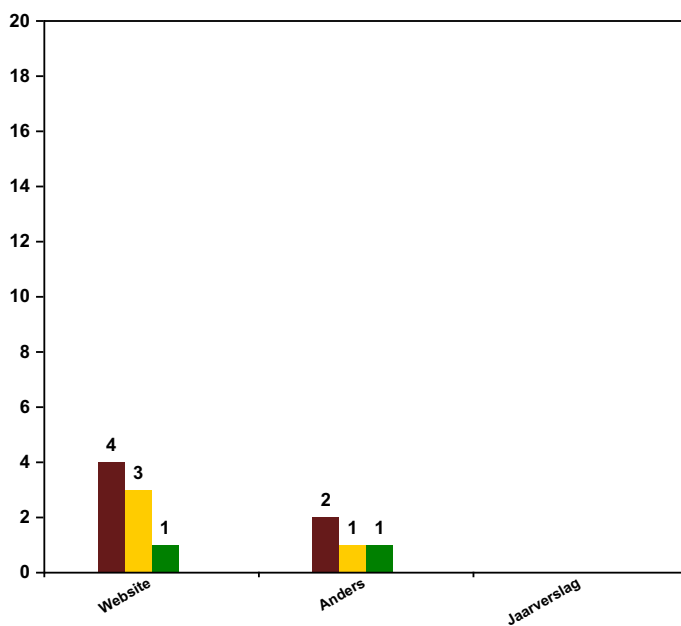
### Zo nee, heeft u uitgelegd waarom u best-practice bepaling IV.4.4 inzake het uitoefenen van het agenderingsrecht niet naleeft?(Q44)



Group	Ja	Nee
all (14)	43%	57%
Pensioe...	36%	64%
Levensv...		
Beleggi...	50%	50%
Overige...	100%	
Andere ...		

Group	Ja	Nee
all	43%	57%
Pensioe...	36%	64%
Levensv...		
Beleggi...	50%	50%
Overige...	100%	
Andere ...		

### Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q45)

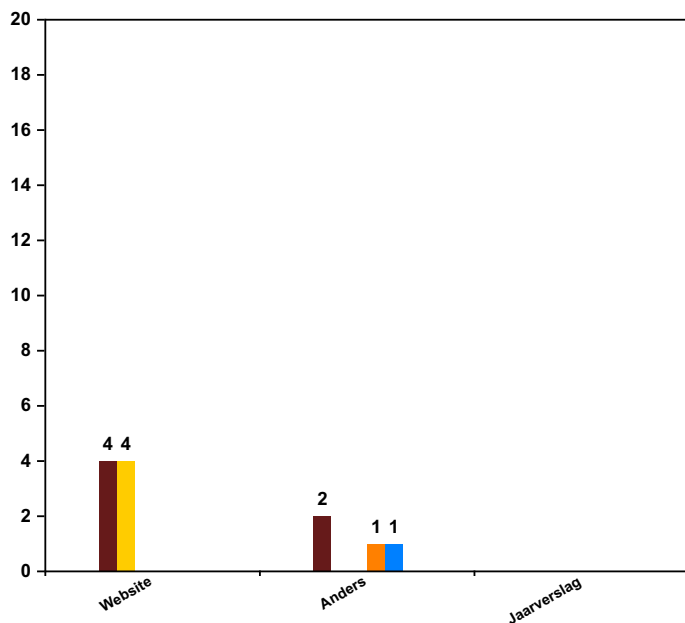


Group	Website	Anders	Jaarversla...
all (6)	67%	33%	
tot 1 E...	75%	25%	
1 - 50 ...	50%	50%	
50+ EUR...			

Group	Website	Anders	Jaarversla...
all	67%	33%	
tot 1 E...	75%	25%	
1 - 50 ...	50%	50%	
50+ EUR...			



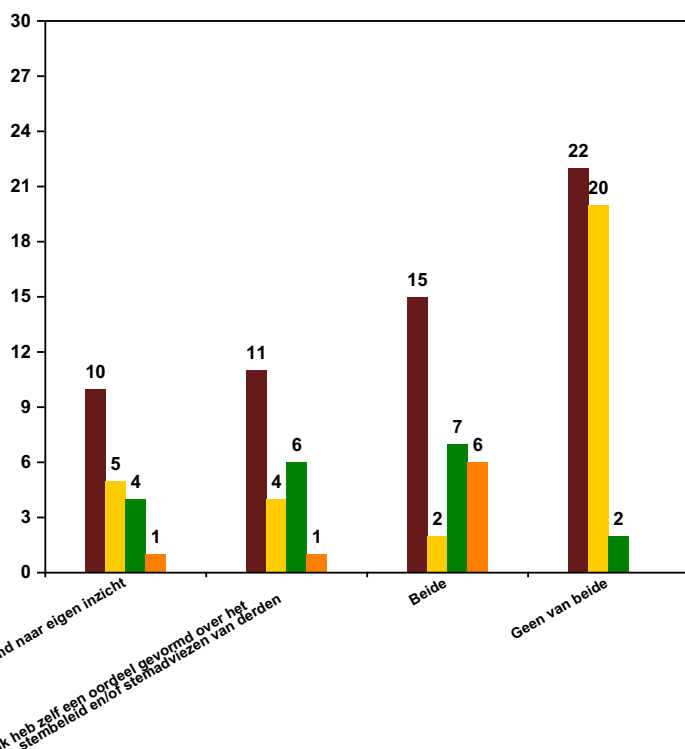
### Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q45)



Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all	67%	33%	
Pensioe...	100%		
Levensv...			
Beleggi...		100%	
Overige...		100%	
Andere ...			

Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all	67%	33%	
Pensioe...	100%		
Levensv...			
Beleggi...		100%	
Overige...		100%	
Andere ...			

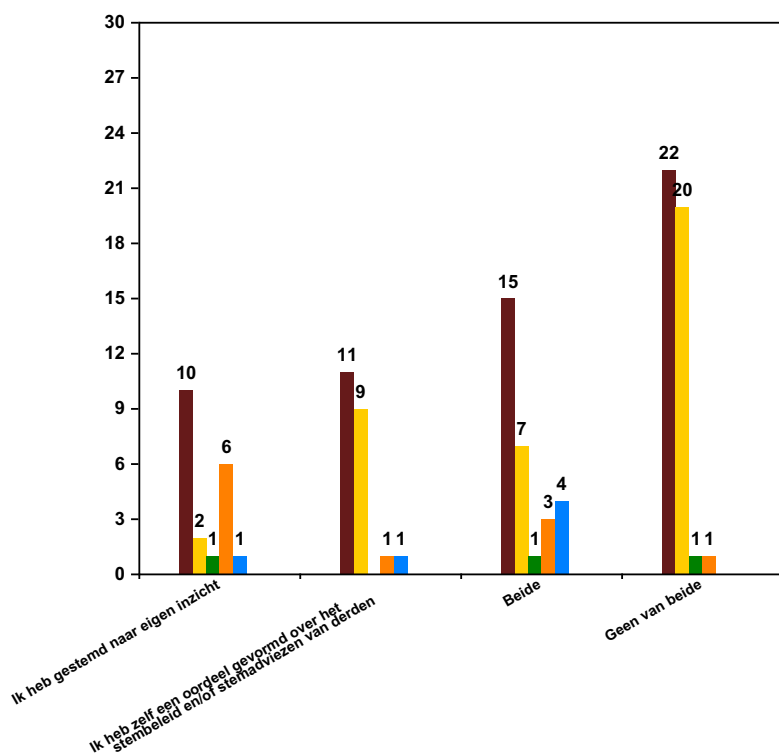
### Heeft u gestemd naar eigen inzicht of heeft u een oordeel gevormd over het stembeleid en/of stemadviezen van derden of heeft u gebruik gemaakt van stem adviezen van derden en over stembeleid en stemadvies een eigen oordeel gevormd?"(Q47)



Groep	Ik heb ...	Ik heb ...	Beide	Geen va...
all	17%	19%	26%	38%
tot 1 E...	16%	13%	6%	65%
1 - 50 ...	21%	32%	37%	11%
50+ EUR...	13%	13%	75%	

Groep	Ik heb ...	Ik heb ...	Beide	Geen va...
all	17%	19%	26%	38%
tot 1 E...	16%	13%	6%	65%
1 - 50 ...	21%	32%	37%	11%
50+ EUR...	13%	13%	75%	

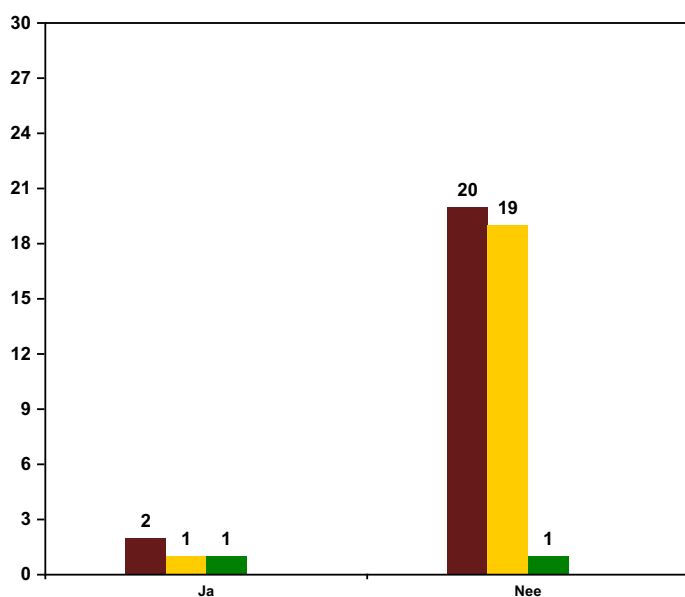
Heeft u gestemd naar eigen inzicht of heeft u een oordeel gevormd over het stembeleid en/of stemadviezen van derden of heeft u gebruik gemaakt van stem adviezen van derden en over stembeleid en stemadvies een eigen oordeel gevormd?"(Q47)



all (58)
Pensioenfonds
Levensverzekeraar
Beleggingsinstelling
Overige vermogensbeheerder
Andere verzekeraar, niet zijnde levensverzekeraar

Groep	Ik heb ...	Ik heb ...	Beide	Geen va...
all	17%	19%	26%	38%
Pensioe...	5%	24%	18%	53%
Levensv...	33%		33%	33%
Beleggi...	55%	9%	27%	9%
Overige...	17%	17%	67%	
Andere ...				

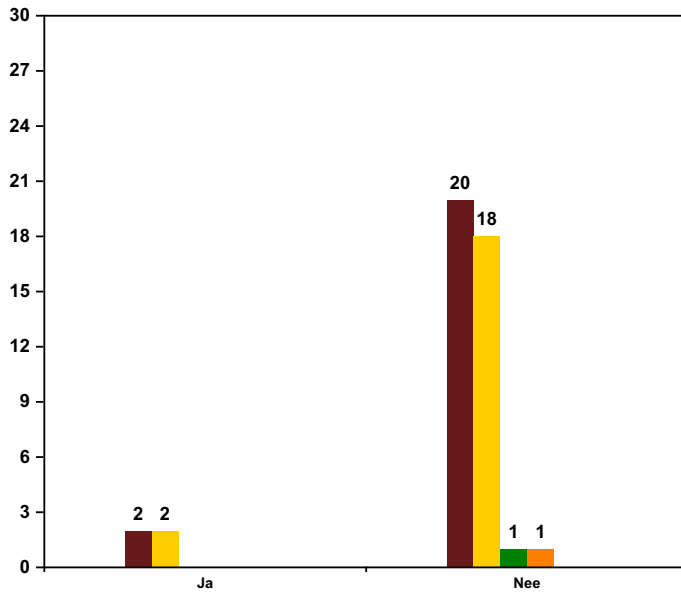
Indien geen van beide, heeft u uitgelegd waarom u niet naar eigen inzicht stemt?(Q48)



all (22)
tot 1 EUR miljard
1 - 50 EUR miljard
50+ EUR miljard

Groep	Ja	Nee
all	9%	91%
tot 1 E...	5%	95%
1 - 50 ...	50%	50%
50+ EUR...		

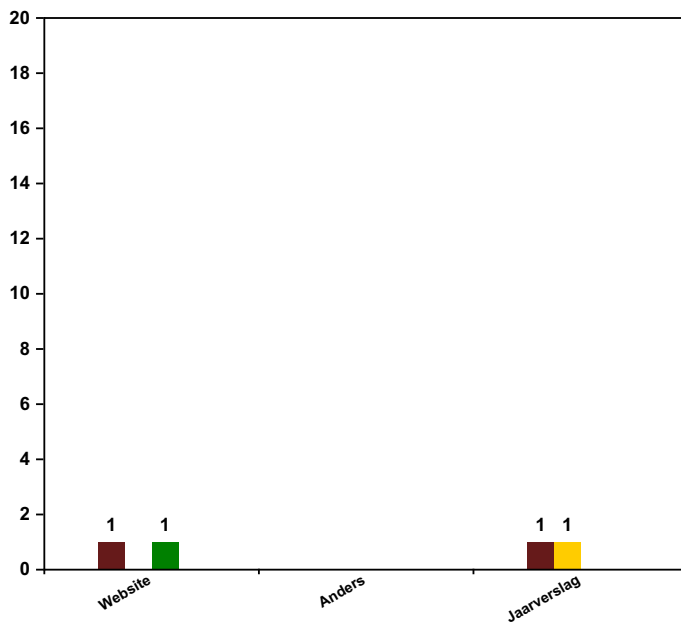
### Indien geen van beide, heeft u uitgelegd waarom u niet naar eigen inzicht stemt?(Q48)



all (22)
Pensioenfond
Levensverzekeraar
Beleggingsinstelling
Overige vermogensbeheerder
Andere verzekeraar, niet zijnde levensverzekeraar

Groep	Ja	Nee
all	9%	91%
Pensioe...	10%	90%
Levensv...		100%
Beleggi...		100%
Overige...		
Andere ...		

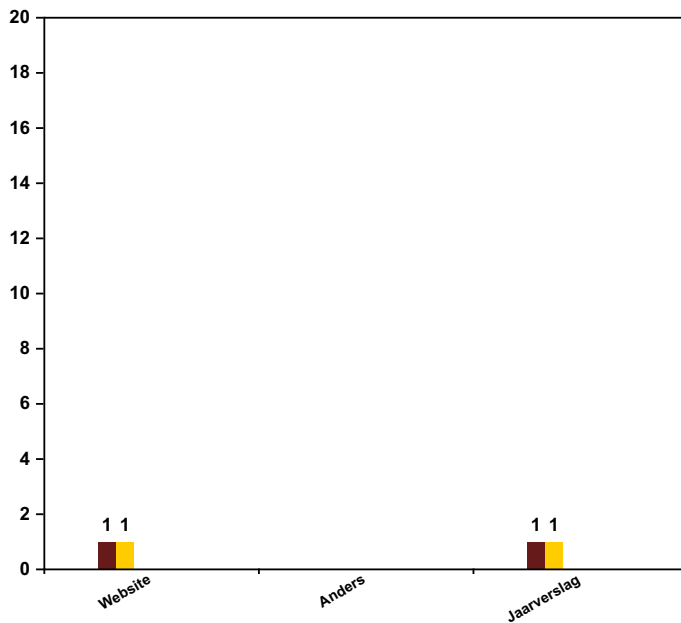
### Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q49)



all (2)
tot 1 EUR miljard
1 - 50 EUR miljard
50+ EUR miljard

Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all	50%		50%
tot 1 E...			100%
1 - 50 ...	100%		
50+ EUR...			

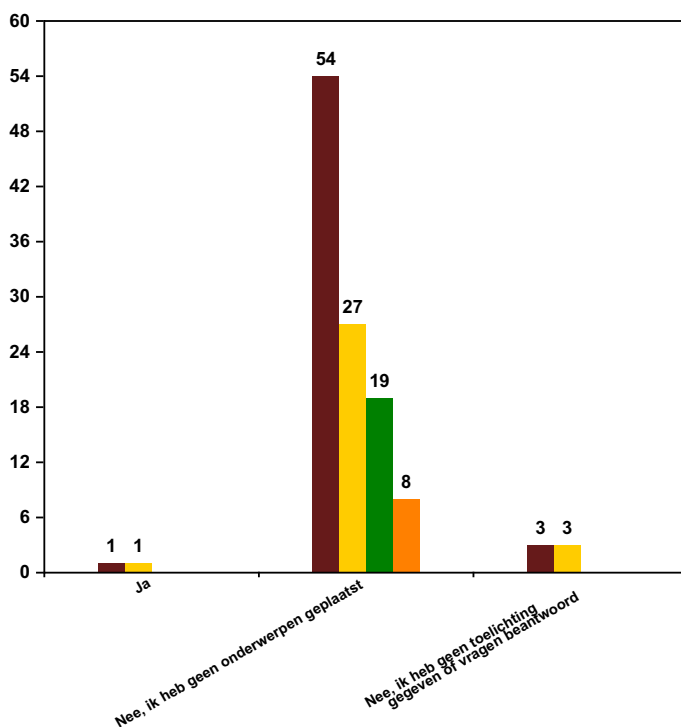
### Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q49)



- all (2)
- Pensioenfond...
- Levensverzekeraar
- Beleggingsinstelling
- Overige vermogensbeheerder
- Andere verzekeraar, niet zijnde levensverzekeraar

Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all	50%		50%
Pensioe...	50%		50%
Levensv...			
Beleggi...			
Overige...			
Andere ...			

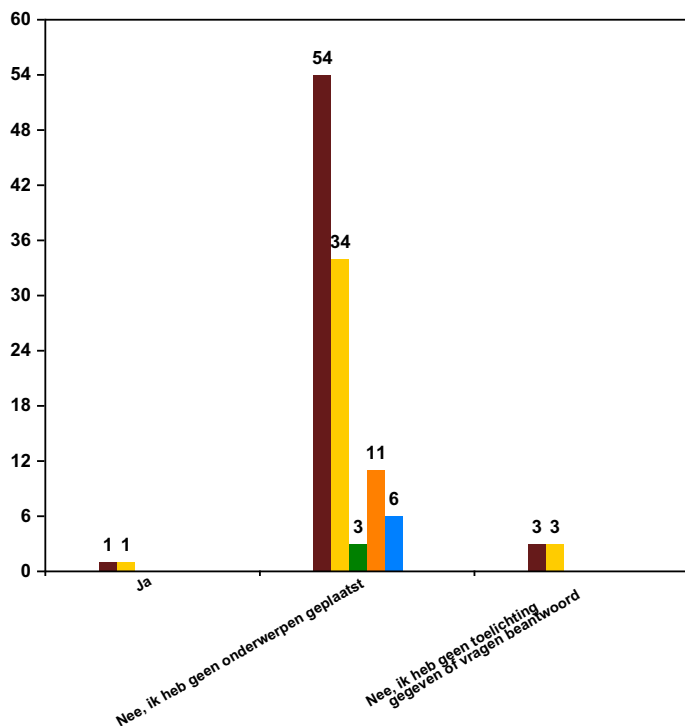
### Heeft u een onderwerp op de agenda van een B-AvA laten plaatsen en dit tijdens de vergadering toegelicht en zo nodig vragen beantwoord?(Q50)



- all (58)
- tot 1 EUR miljard
- 1 - 50 EUR miljard
- 50+ EUR miljard

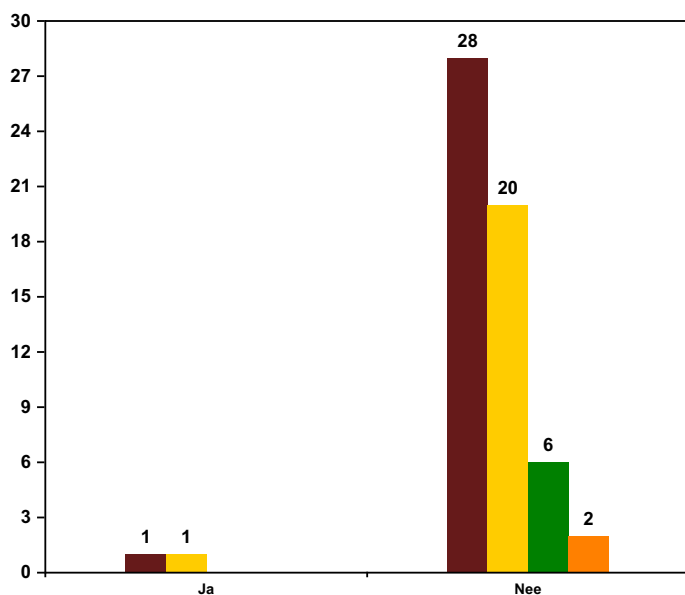
Groep	Ja	Nee, ik he...	Nee, ik he...
all	2%	93%	5%
tot 1 E...	3%	87%	10%
1 - 50 ...		100%	
50+ EUR...		100%	

Heeft u een onderwerp op de agenda van een B-AvA laten plaatsen en dit tijdens de vergadering toegelicht en zo nodig vragen beantwoord?(Q50)



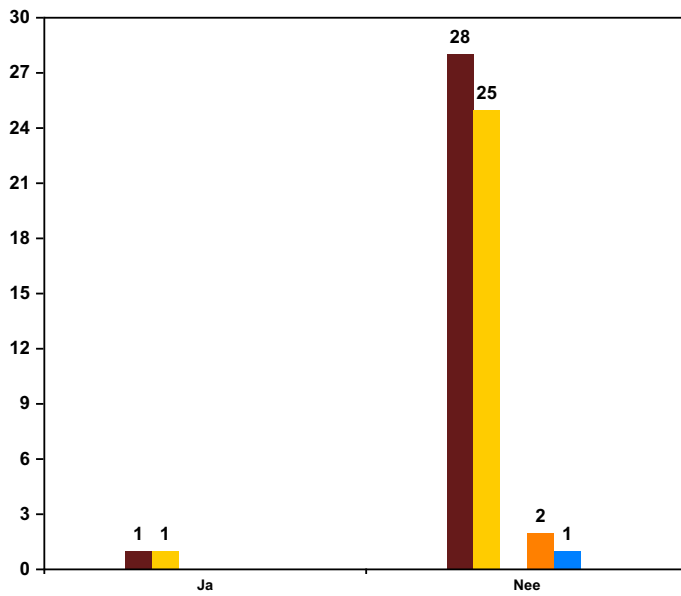
Groep	Ja	Nee, ik he...	Nee, ik he...
all	2%	93%	5%
Pensioe...	3%	89%	8%
Levensv...		100%	
Beleggi...		100%	
Overige...		100%	
Andere ...			

Zo nee, heeft u uitgelegd waarom u geen toelichting heeft gegeven of zo nodig vragen heeft beantwoord tijdens de B-AvA?(Q51)



Groep	Ja	Nee
all	3%	97%
tot 1 E...	5%	95%
1 - 50 ...		100%
50+ EUR...		100%

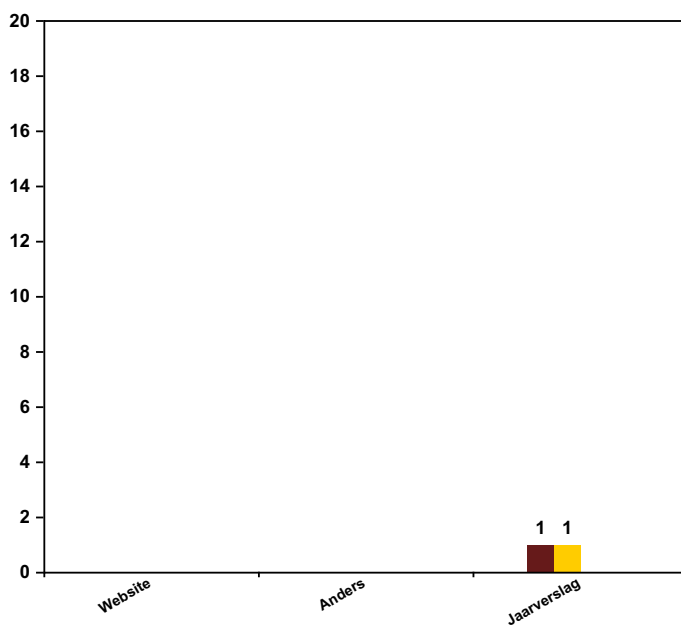
Zo nee, heeft u uitgelegd waarom u geen toelichting heeft gegeven of zo nodig vragen heeft beantwoord tijdens de B-AvA?(Q51)



all (29)
Pensioenfonds
Levensverzekeraar
Beleggingsinstelling
Overige vermogensbeheerder
Andere verzekeraar, niet zijnde levensverzekeraar

Groep	Ja	Nee
all	3%	97%
Pensioe...	4%	96%
Levensv...		
Beleggi...		100%
Overige...		100%
Andere ...		

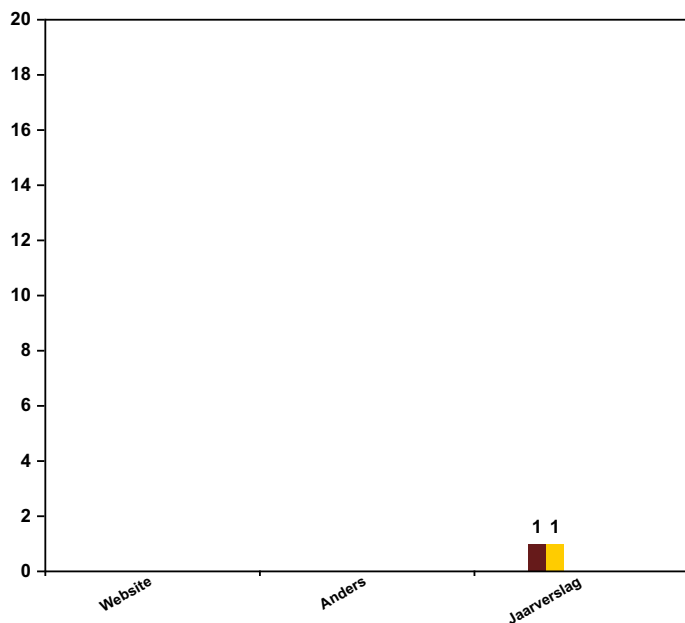
Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q52)



all (1)
tot 1 EUR miljard
1 - 50 EUR miljard
50+ EUR miljard

Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all			100%
tot 1 E...			100%
1 - 50 ...			
50+ EUR...			

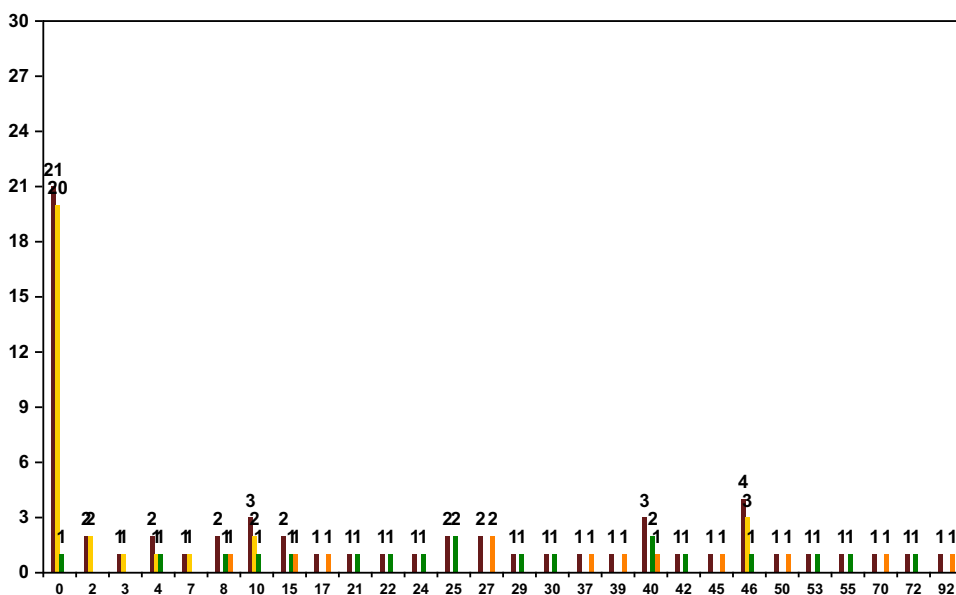
### Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q52)



- all (1)
- Pensioenfonds
- Levensverzekeraar
- Beleggingsinstelling
- Overige vermogensbeheerder
- Andere verzekeraar, niet zijnde levensverzekeraar

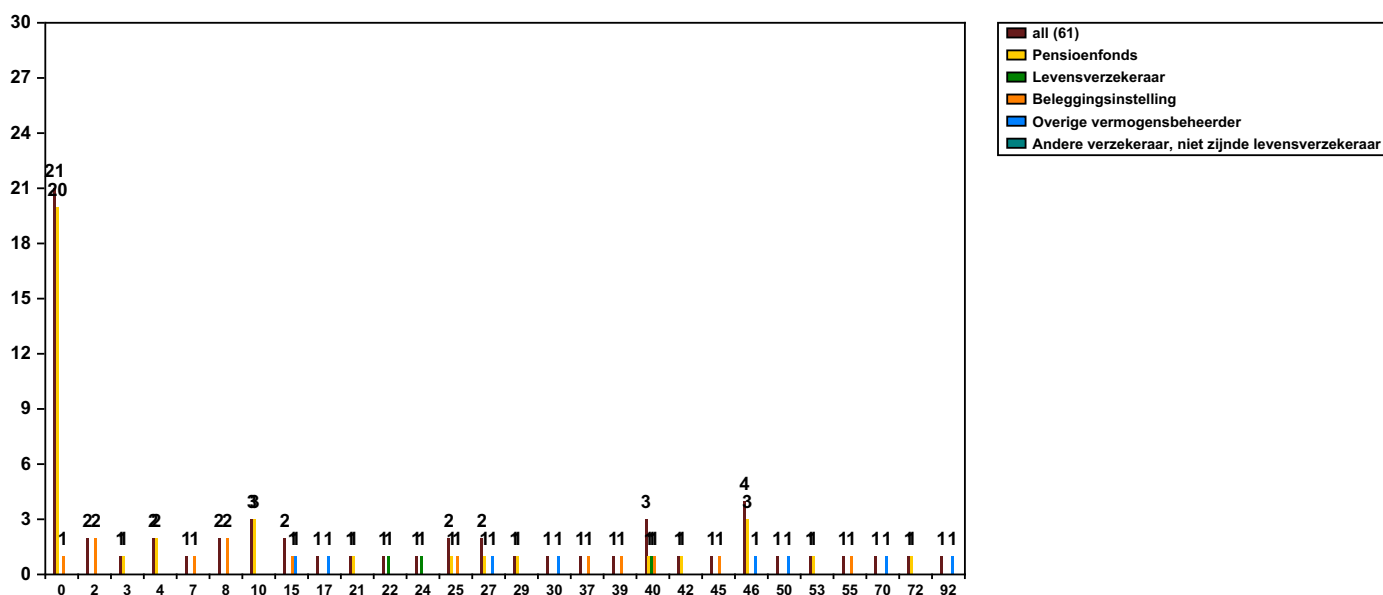
Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all			100%
Pensioe...			100%
Levensv...			
Beleggi...			
Overige...			
Andere ...			

### In hoeveel Nederlandse beursvennootschappen was uw instelling in het aandeelholdersseizoen 2010 (boekjaar 2009) stemgerechtigd? (Q55)

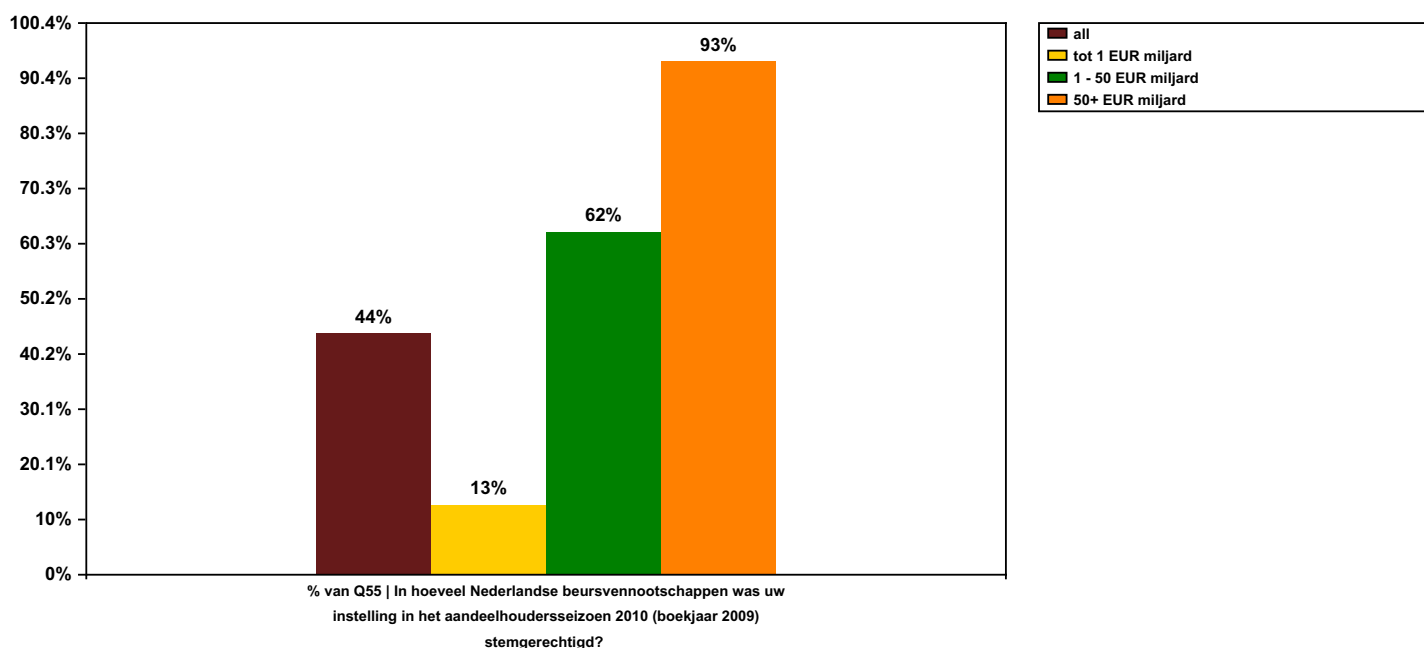


- all (61)
- tot 1 EUR miljard
- 1 - 50 EUR miljard
- 50+ EUR miljard

### In hoeveel Nederlandse beursvennootschappen was uw instelling in het aandeelhoudersseizoen 2010 (boekjaar 2009) stemgerechtigd? (Q55)

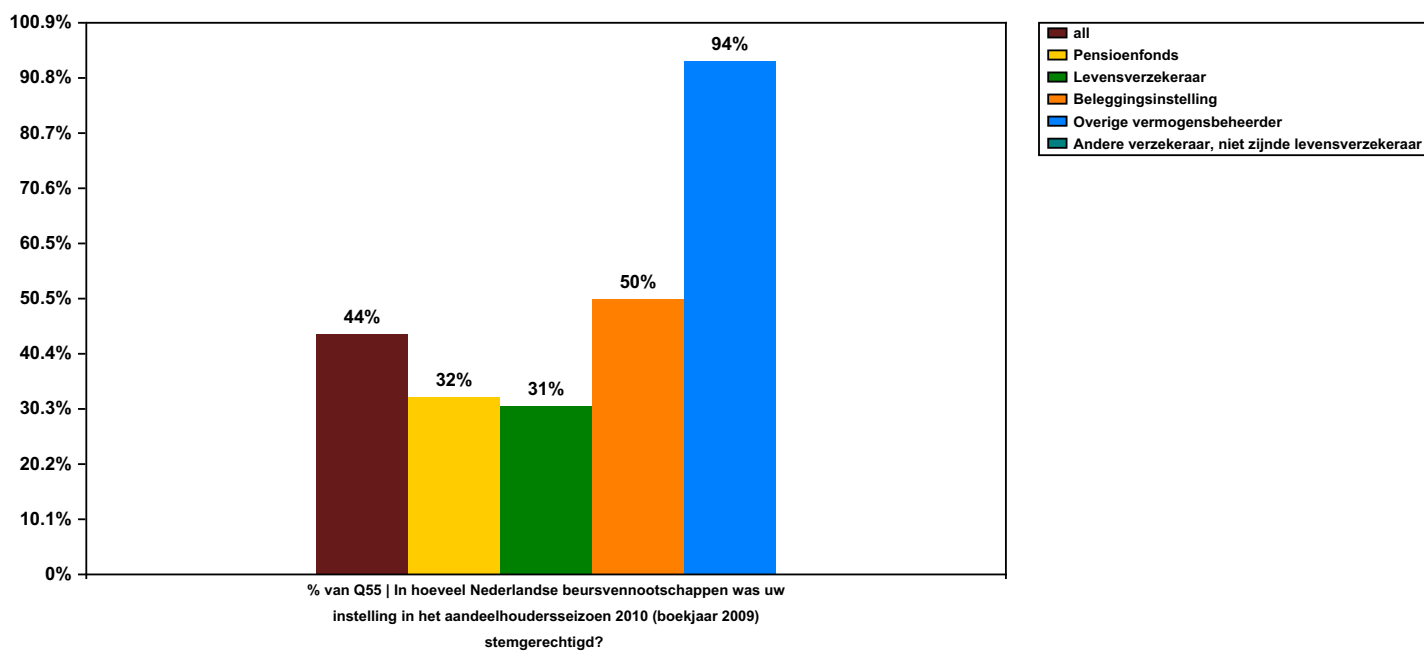


### Hoe vaak heeft uw instelling op de B-AvA's van deze Nederlandse beursvennootschappen vooraf aan de vergadering gestemd?(Q56)

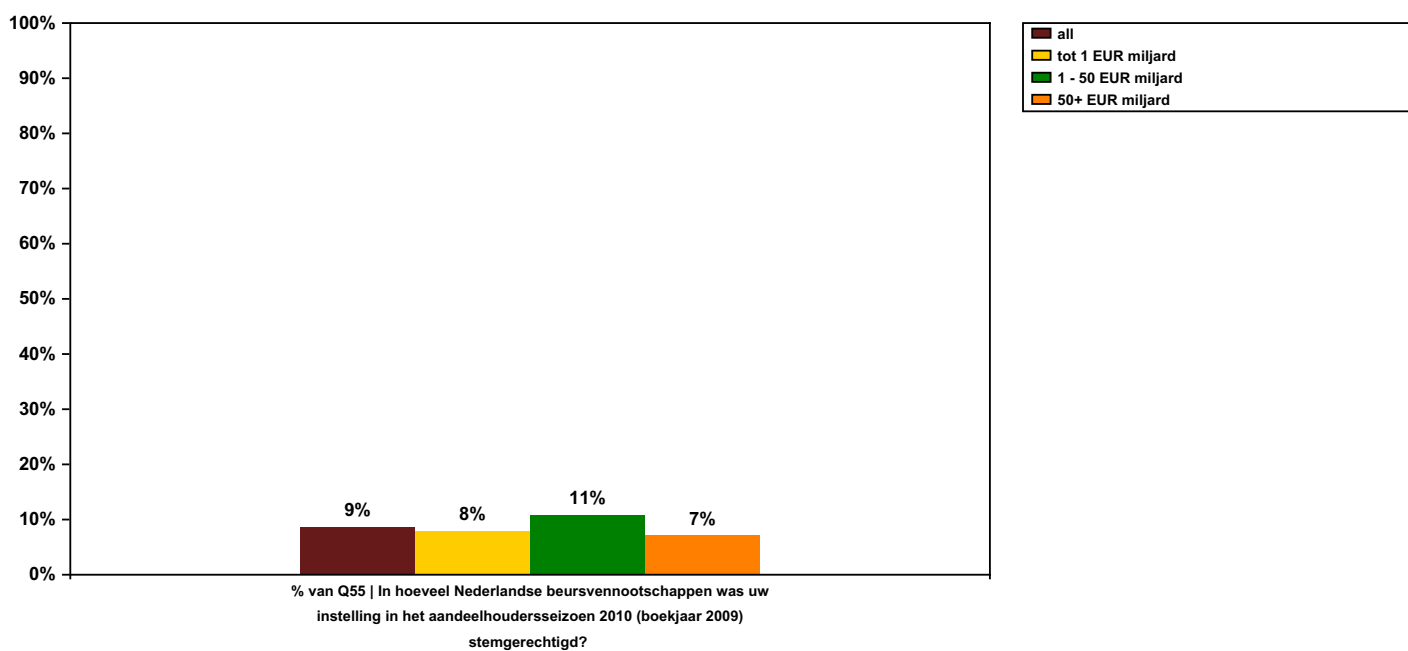




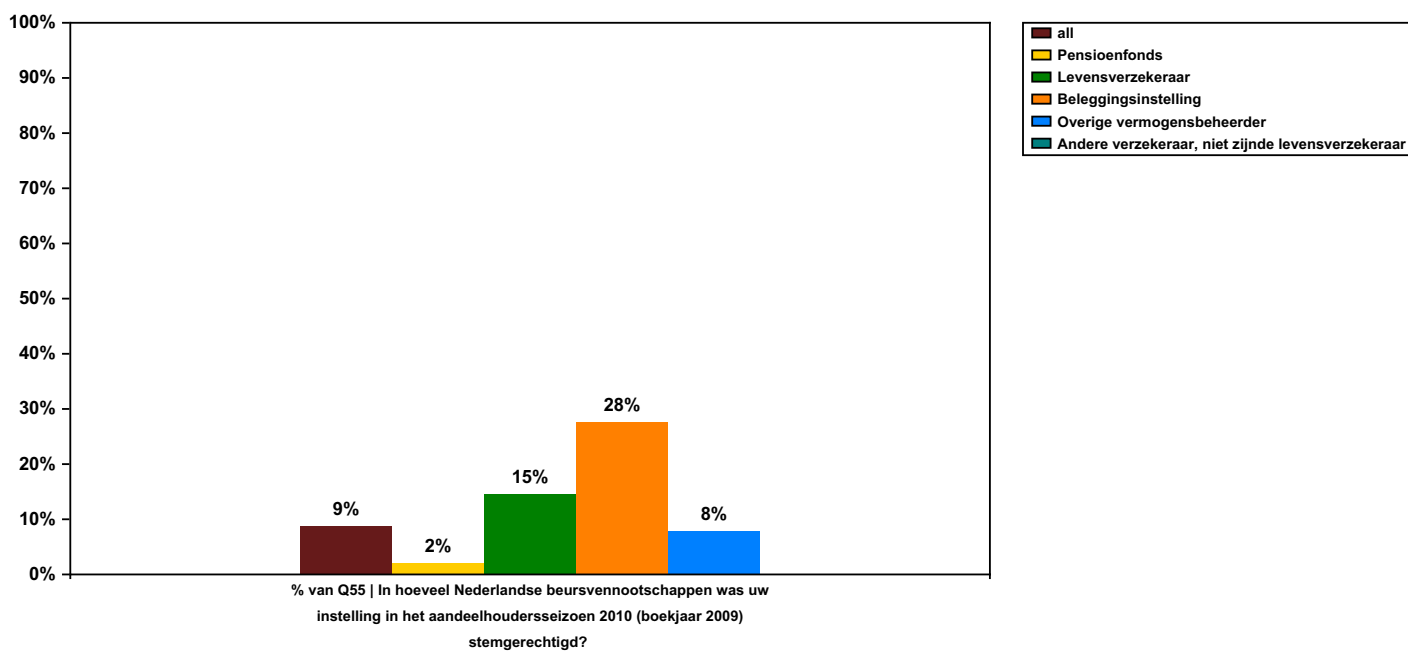
## Hoe vaak heeft uw instelling op de B-AvA's van deze Nederlandse beursvennootschappen vooraf aan de vergadering gestemd?(Q56)



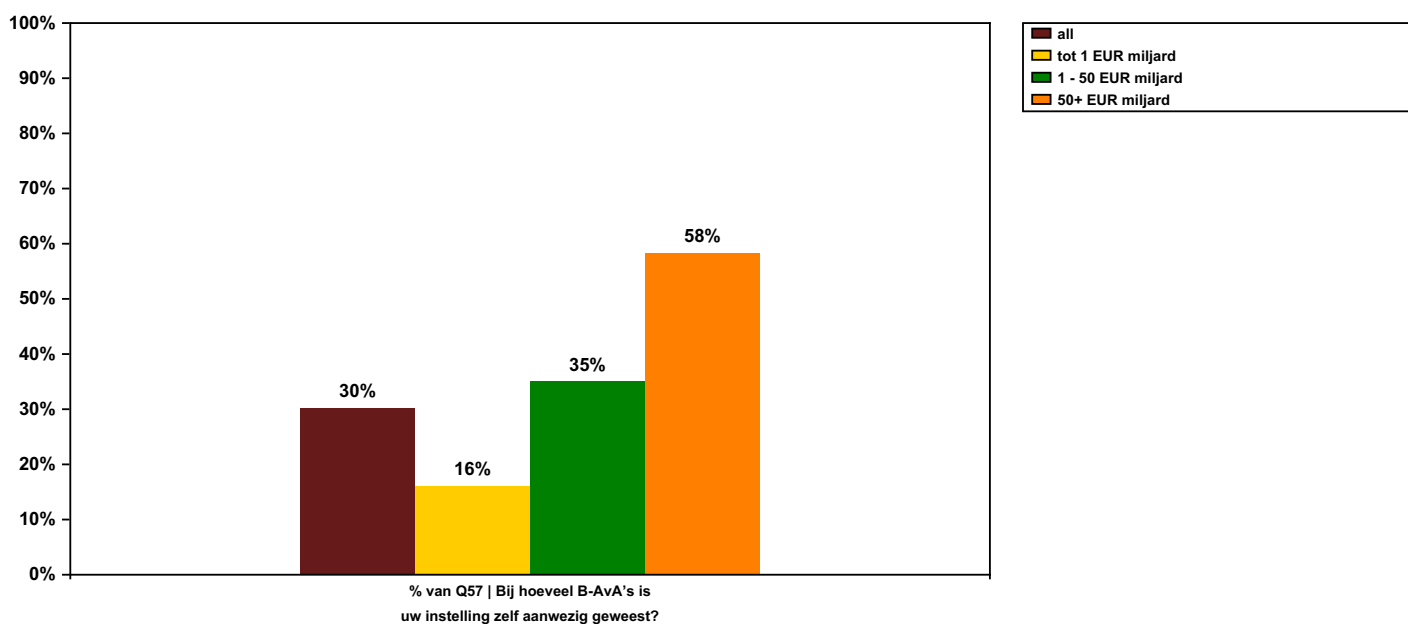
## Bij hoeveel B-AvA's is uw instelling zelf aanwezig geweest? (Q57)



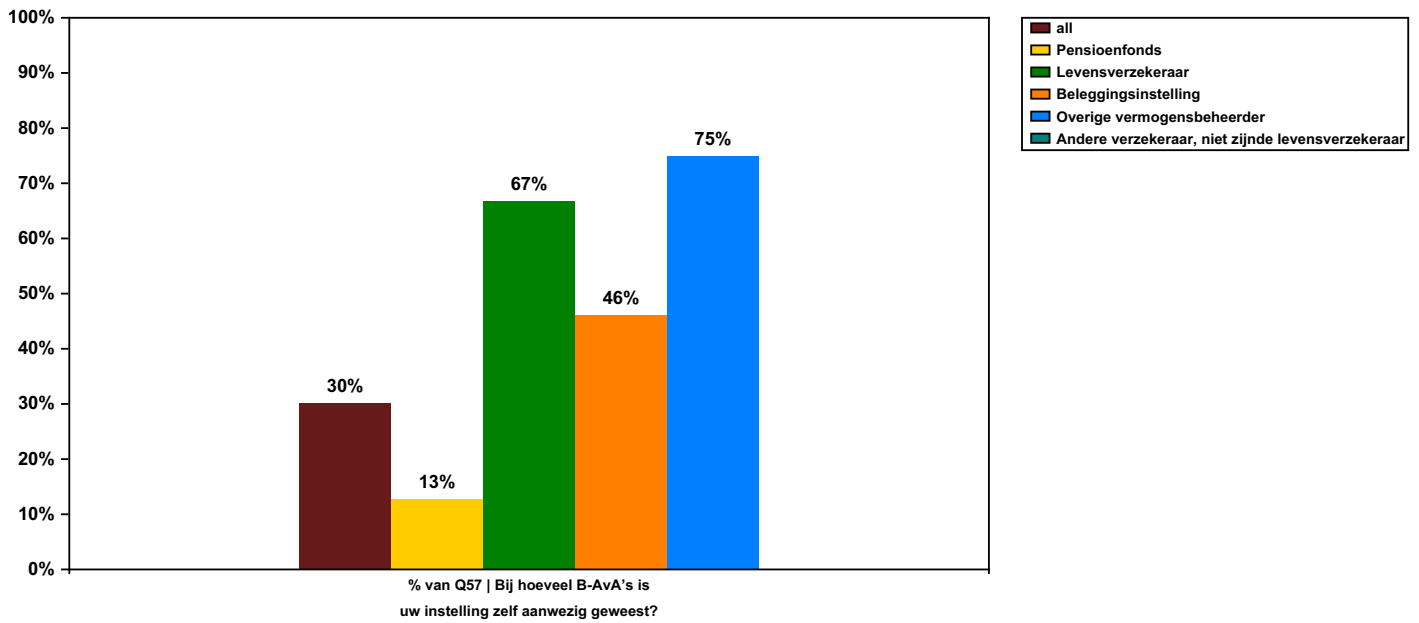
## Bij hoeveel B-AvA's is uw instelling zelf aanwezig geweest? (Q57)



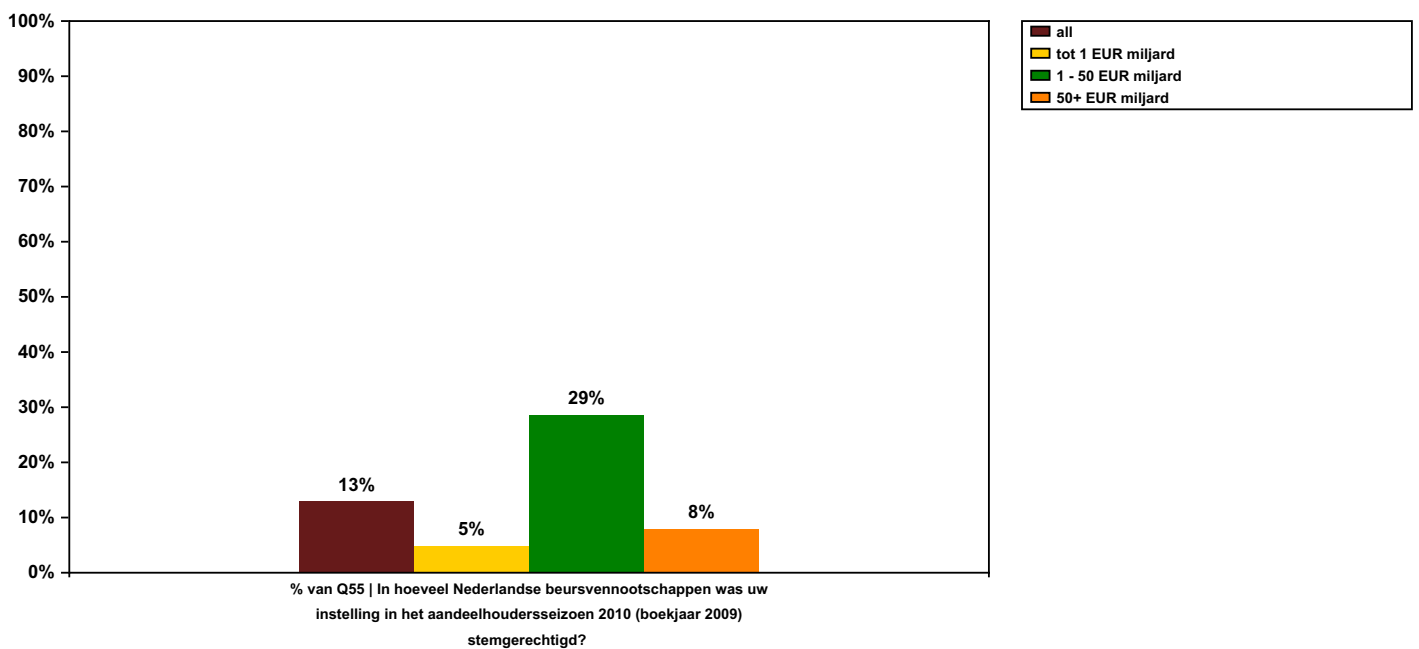
## Bij hoeveel van deze B-AvA's heeft u gestemd?(Q58)



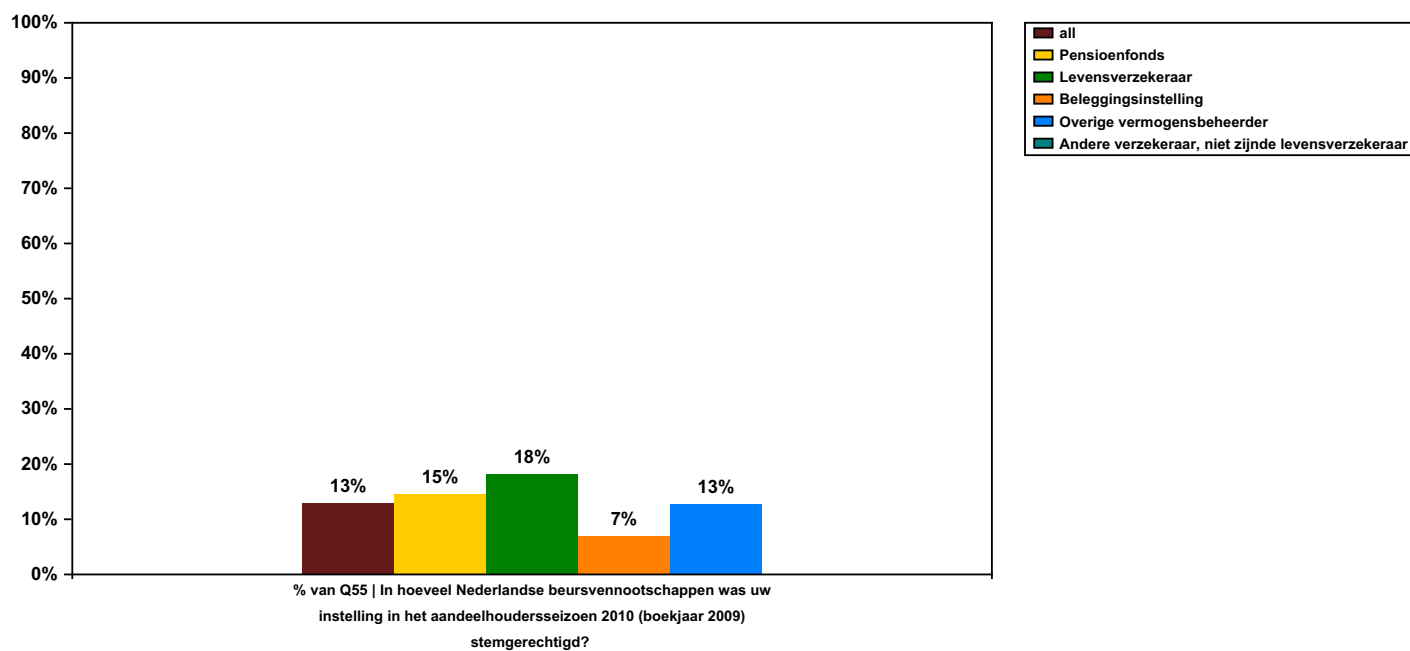
## Bij hoeveel van deze B-AvA's heeft u gestemd?(Q58)



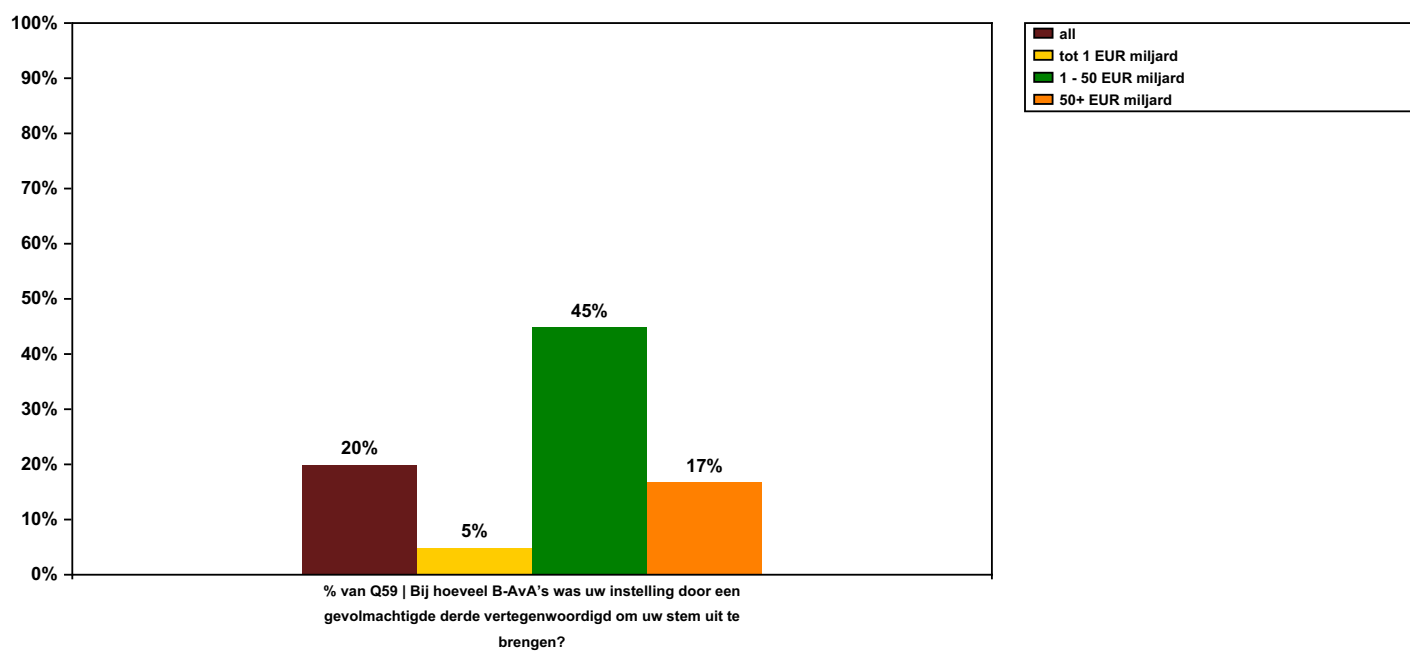
## Bij hoeveel B-AvA's was uw instelling door een gevolmachtigde derde vertegenwoordigd om uw stem uit te brengen?(Q59)



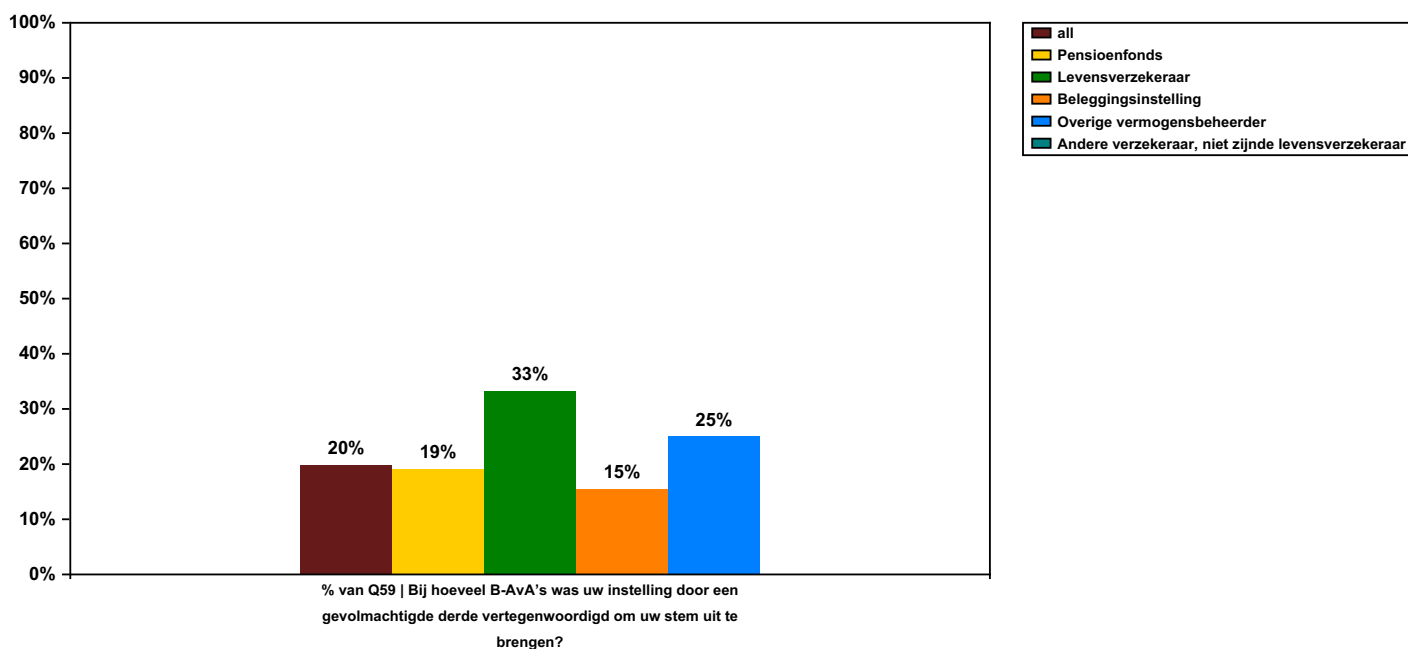
## Bij hoeveel B-AvA's was uw instelling door een gevolmachtigde derde vertegenwoordigd om uw stem uit te brengen?(Q59)



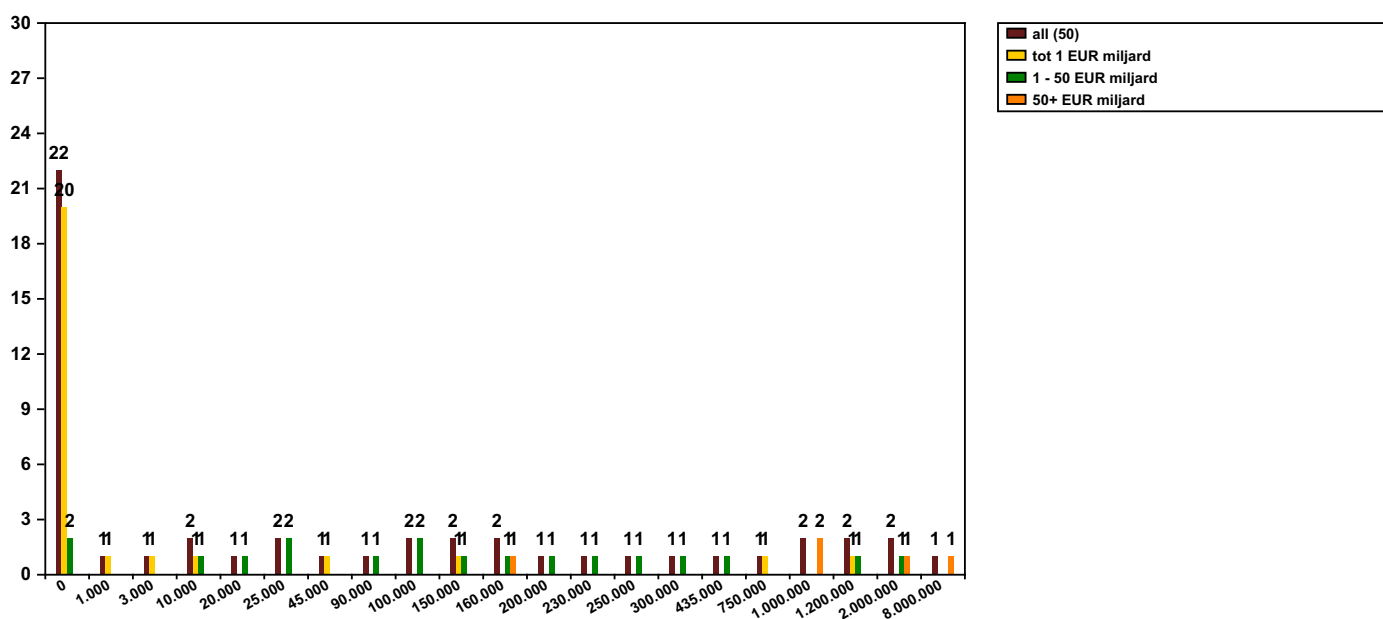
## Bij hoeveel van deze B-AvA's heeft uw gevolmachtigde derde gestemd?(Q60)



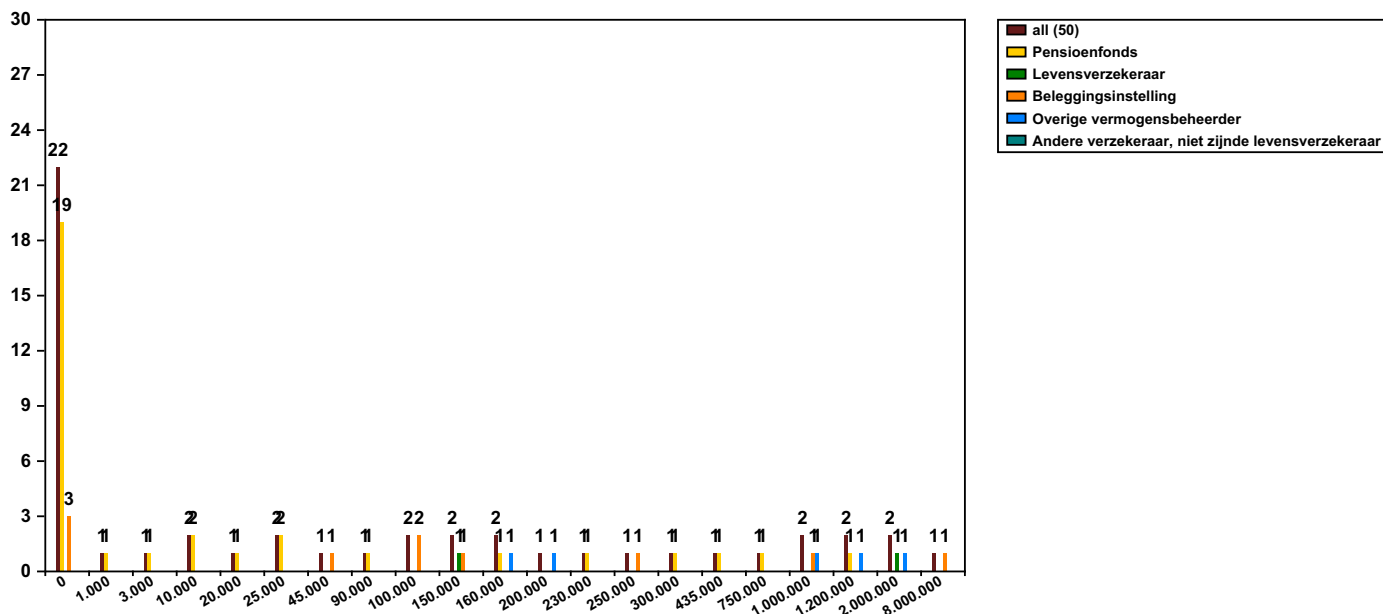
### Bij hoeveel van deze B-AvA's heeft uw gevolmachtigde derde gestemd?(Q60)



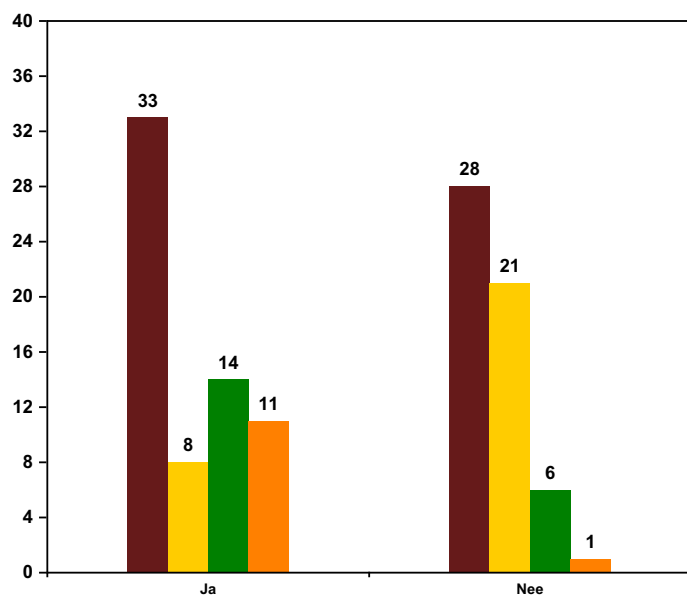
### Welk bedrag heeft u in 2009 in totaal uitgegeven aan 'betrokken aandeelhouderschap'? Directe kosten(uitgaven) en indirecte kosten samennemen.(Q14)



### Welk bedrag heeft u in 2009 in totaal uitgegeven aan 'betrokken aandeelhouderschap'? Directe kosten(uitgaven) en indirecte kosten samennemen.(Q14)



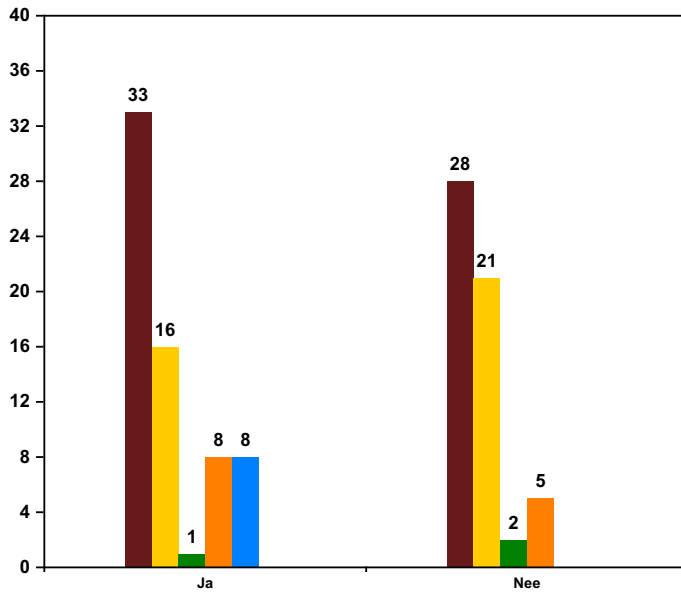
### Heeft u specifiek beleid gepubliceerd voor 'betrokken aandeelhouderschap'?(Q61)



Groep	Ja	Nee
all	54%	46%
tot 1 E...	28%	72%
1 - 50 ...	70%	30%
50+ EUR...	92%	8%

Groep	Ja	Nee
all	54%	46%
tot 1 E...	28%	72%
1 - 50 ...	70%	30%
50+ EUR...	92%	8%

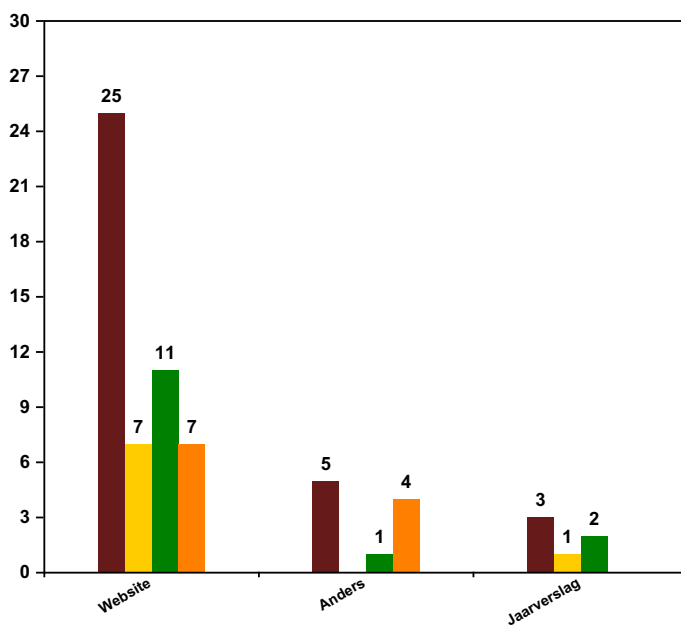
### Heeft u specifiek beleid gepubliceerd voor 'betrokken aandeelhouderschap'?(Q61)



Group	Ja	Nee
all	54%	46%
Pensioe...	43%	57%
Levensv...	33%	67%
Beleggi...	62%	38%
Overige...	100%	
Andere ...		

Group	Ja	Nee
all	54%	46%
Pensioe...	43%	57%
Levensv...	33%	67%
Beleggi...	62%	38%
Overige...	100%	
Andere ...		

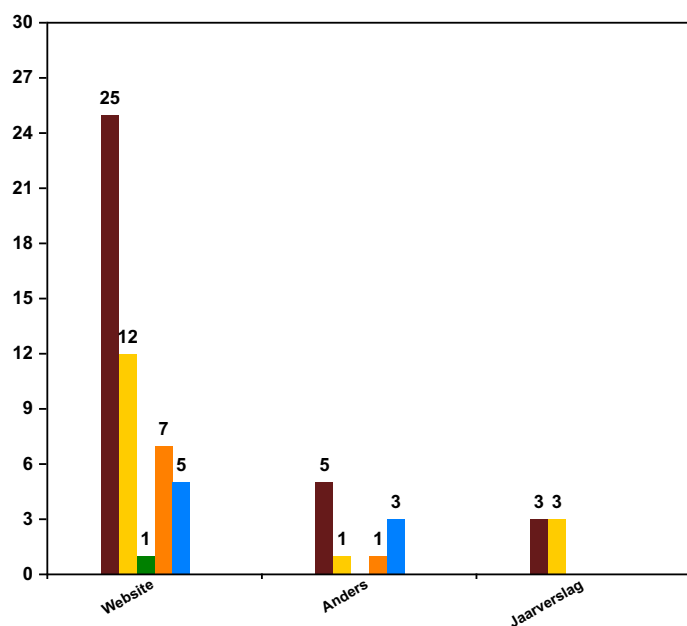
### Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q61a)



Group	Website	Anders	Jaarversla...
all	76%	15%	9%
tot 1 E...	88%		13%
1 - 50 ...	79%	7%	14%
50+ EUR...	64%	36%	

Group	Website	Anders	Jaarversla...
all	76%	15%	9%
tot 1 E...	88%		13%
1 - 50 ...	79%	7%	14%
50+ EUR...	64%	36%	

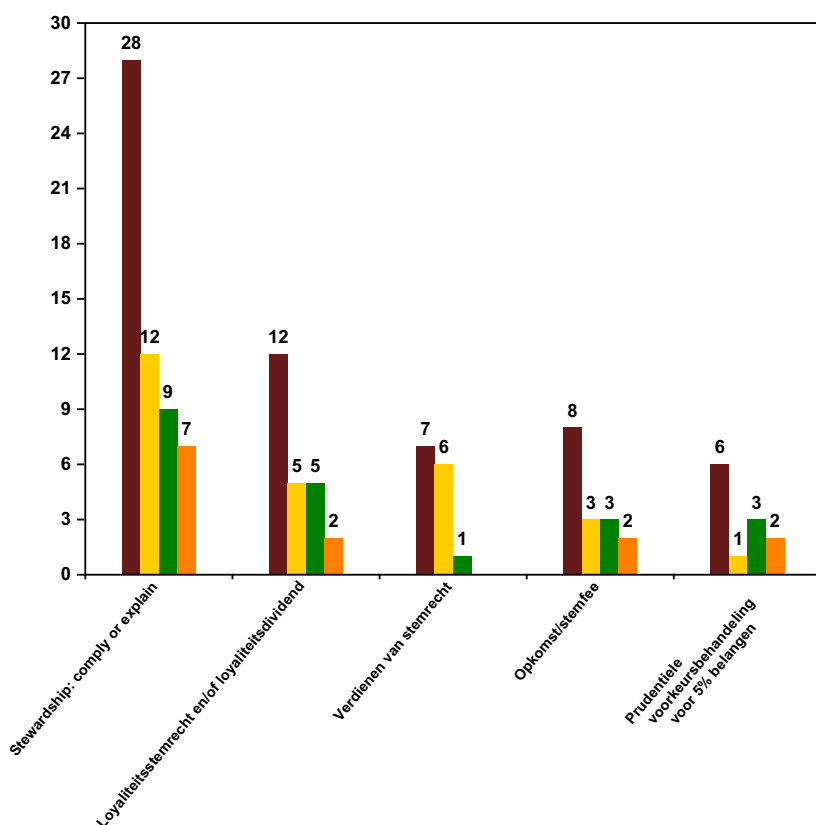
### Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?(Q61a)



Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all	76%	15%	9%
Pensioe...	75%	6%	19%
Levensv...	100%		
Beleggi...	88%	13%	
Overige...	63%	38%	
Andere ...			

Groep	Website	Anders	Jaarversla...
all	76%	15%	9%
Pensioe...	75%	6%	19%
Levensv...	100%		
Beleggi...	88%	13%	
Overige...	63%	38%	
Andere ...			

### In welke mate zouden onderstaande instrumenten voor uw instelling een positieve incentive zijn voor betrokken aandeelhouderschap in Nederlandse beursvennootschappen?(Q61b)

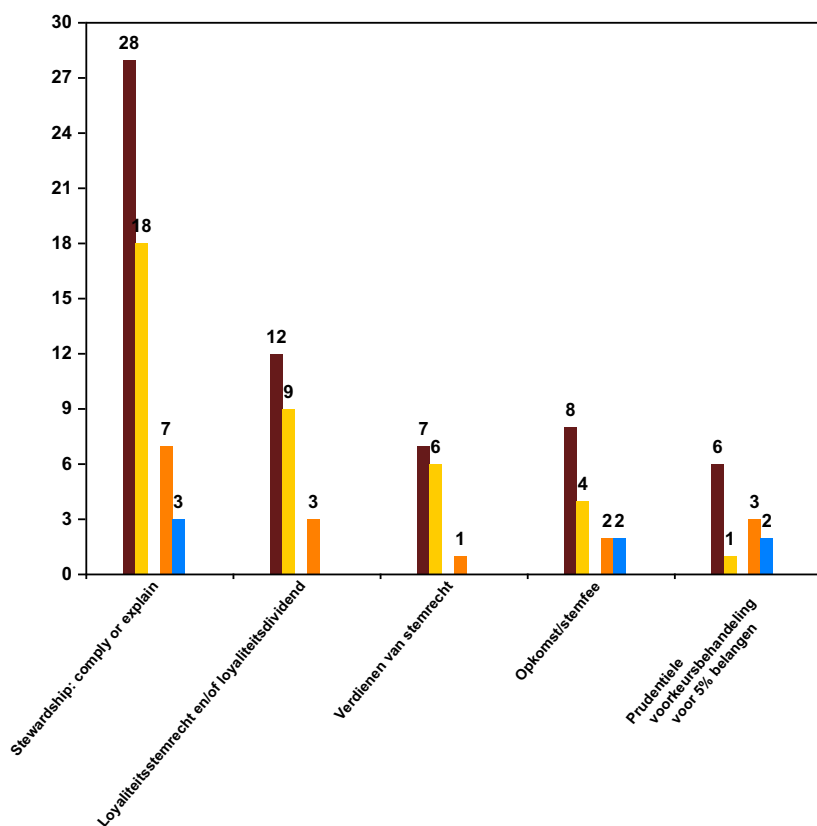


Groep	Stewa...	Loyal...	Verdi...	Opkom...	Prude...
all	28	12	7	8	6
tot 1 E...	12	5	6	3	1
1 - 50 ...	9	5	1	3	3
50+ EUR...	7	2		2	2

Groep	Stewa...	Loyal...	Verdi...	Opkom...	Prude...
all	28	12	7	8	6
tot 1 E...	12	5	6	3	1
1 - 50 ...	9	5	1	3	3
50+ EUR...	7	2		2	2

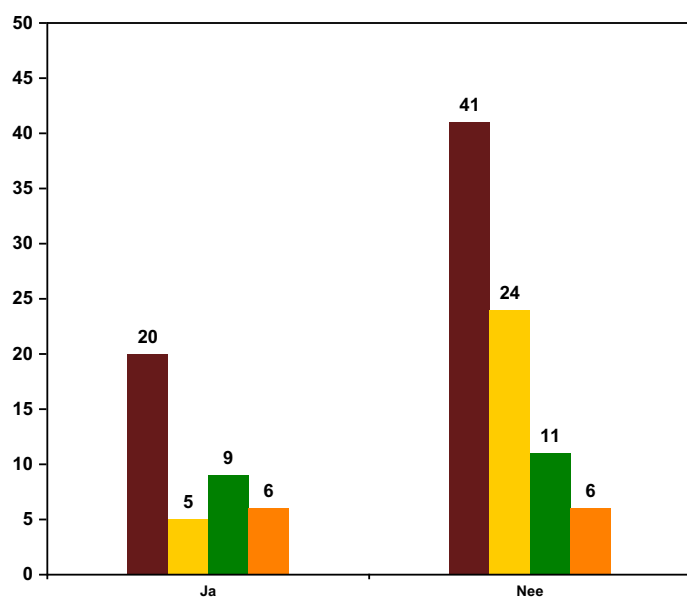


In welke mate zouden onderstaande instrumenten voor uw instelling een positieve incentive zijn voor betrokken aandeelhouderschap in Nederlandse beursvennootschappen?.(Q61b)



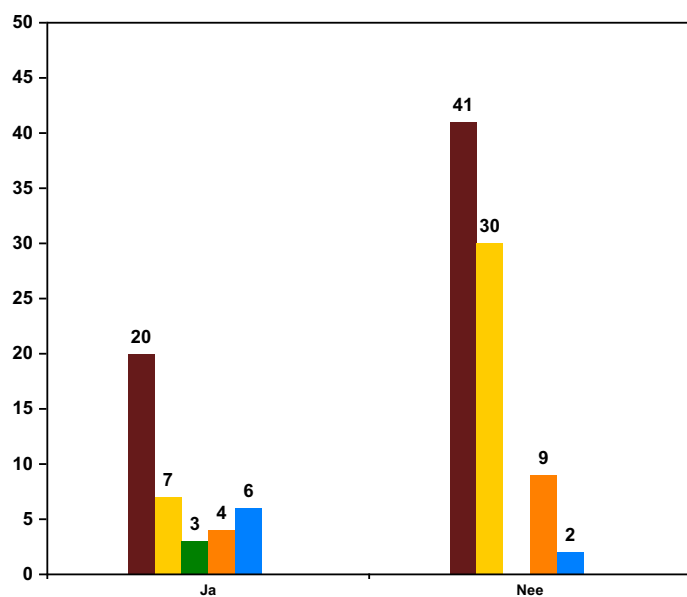
Groep	Stewa...	Loyal...	Verdi...	Opkom...	Prude...
all	28	12	7	8	6
Pensioe...	18	9	6	4	1
Levensv...					
Beleggi...	7	3	1	2	3
Overige...	3			2	2
Andere ...					

Maakt u in de uitvoering van uw stembeleid een onderscheid tussen vennootschappen waarin u belangen heeft?(Q62)



Groep	Ja	Nee
all	33%	67%
tot 1 E...	17%	83%
1 - 50 ...	45%	55%
50+ EUR...	50%	50%

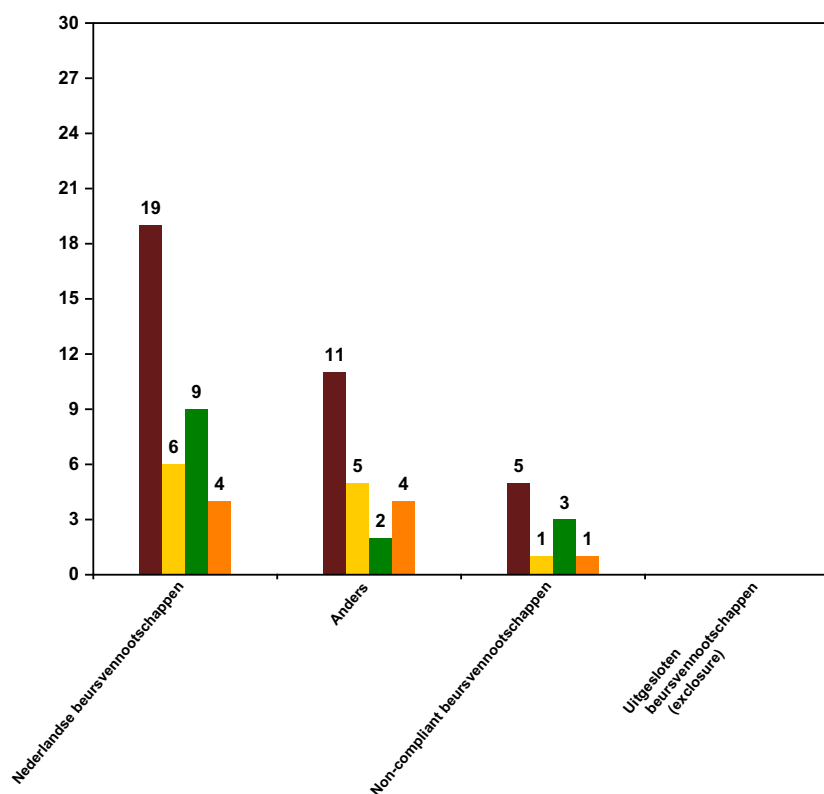
### Maakt u in de uitvoering van uw stembeleid een onderscheid tussen vennootschappen waarin u belangen heeft?(Q62)



Groep	Ja	Nee
all	33%	67%
Pensioe...	19%	81%
Levensv...	100%	
Beleggi...	31%	69%
Overige...	75%	25%
Andere ...		

Groep	Ja	Nee
all	33%	67%
Pensioe...	19%	81%
Levensv...	100%	
Beleggi...	31%	69%
Overige...	75%	25%
Andere ...		

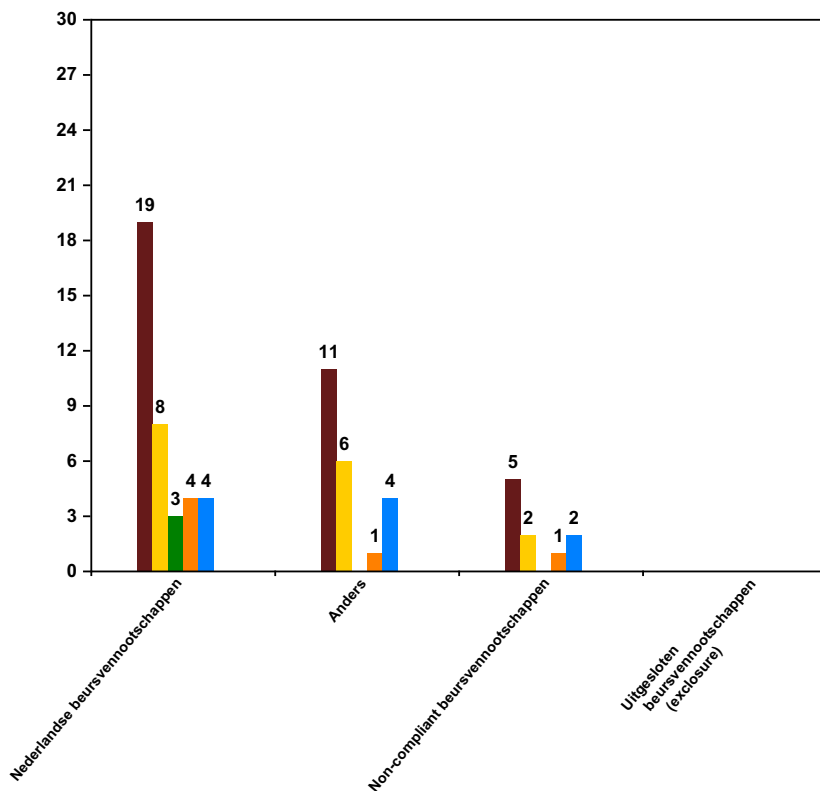
### Zo ja, welke categorieën onderscheidt u in de uitvoering van uw stembeleid?(Q63)



Groep	Nederl...	Anders	Non-co...	Uitges...
all	19	11	5	
tot 1 E...	6	5	1	
1 - 50 ...	9	2	3	
50+ EUR...	4	4	1	

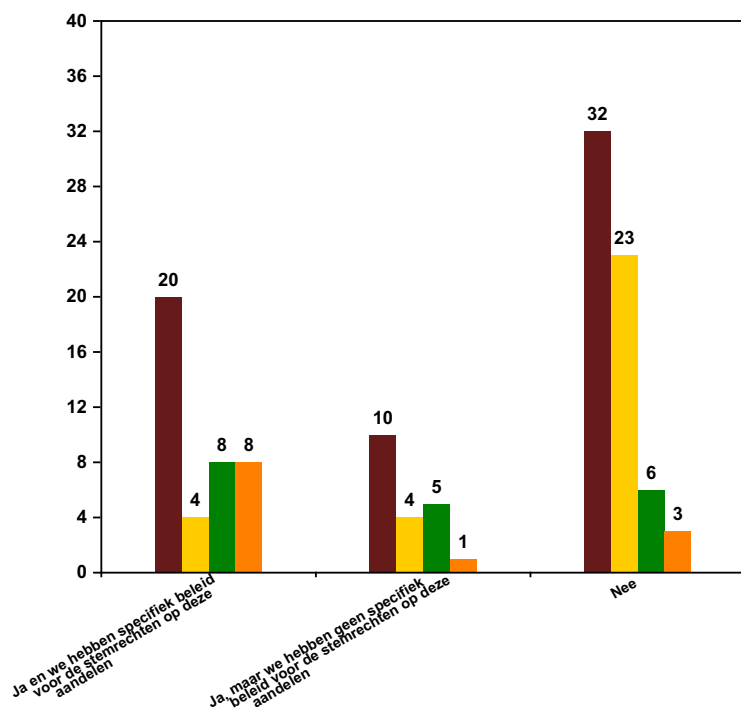
Groep	Nederl...	Anders	Non-co...	Uitges...
all	19	11	5	
tot 1 E...	6	5	1	
1 - 50 ...	9	2	3	
50+ EUR...	4	4	1	

### Zo ja, welke categorieën onderscheidt u in de uitvoering van uw stembeleid?(Q63)



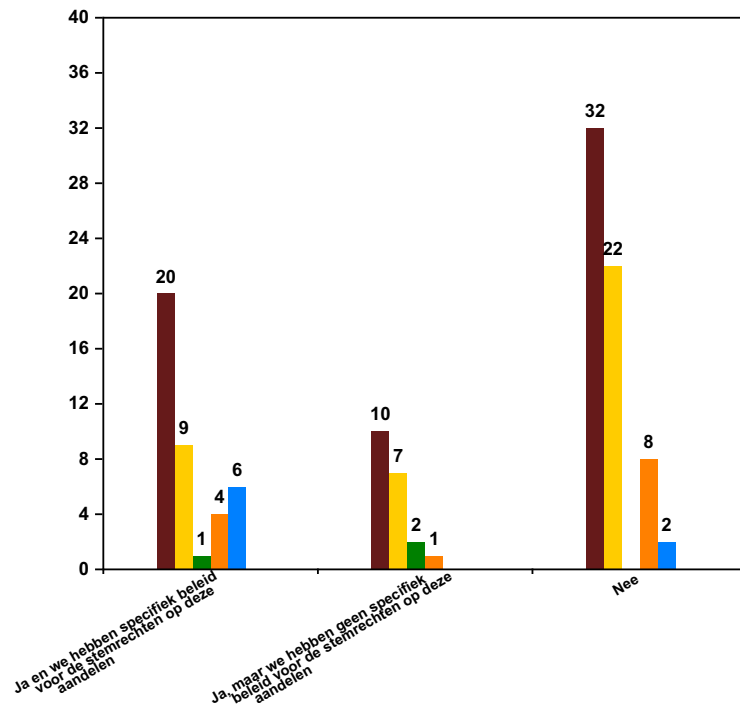
Groep	Nederl...	Anders	Non-co...	Uitges...
all	19	11	5	
Pensioe...	8	6	2	
Levensv...	3			
Beleggi...	4	1	1	
Overige...	4	4	2	
Andere ...				

### Doet uw instelling aan stock-lending?(Q63a)



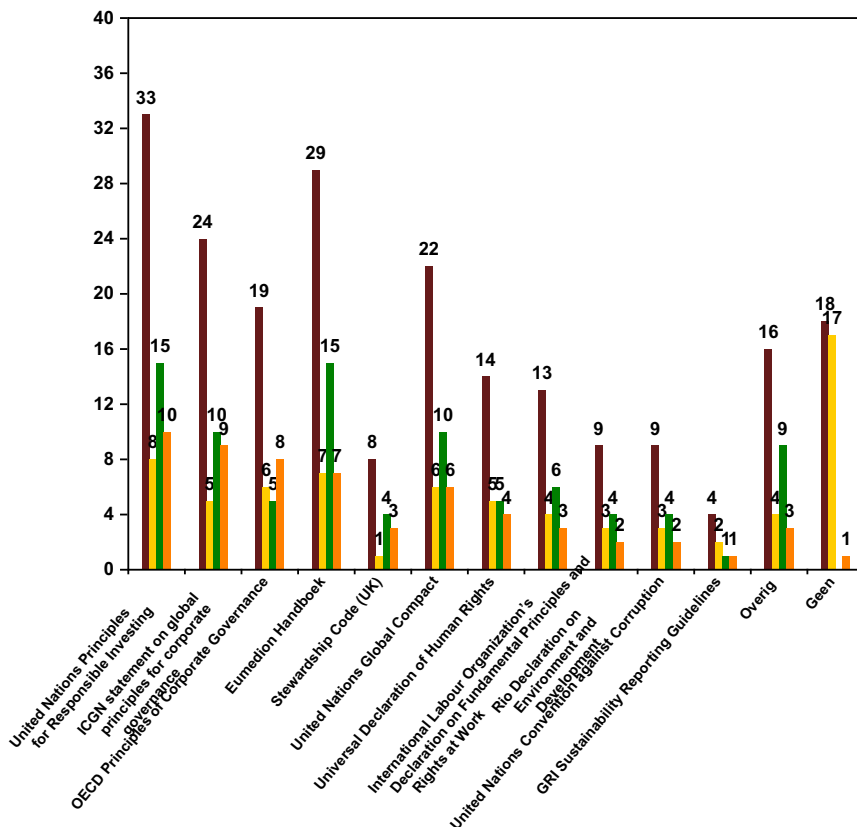
Groep	Ja en we h...	Ja, maar w...	Nee
all	32%	16%	52%
tot 1 E...	13%	13%	74%
1 - 50 ...	42%	26%	32%
50+ EUR...	67%	8%	25%

### Doet uw instelling aan stock-lending?(Q63a)



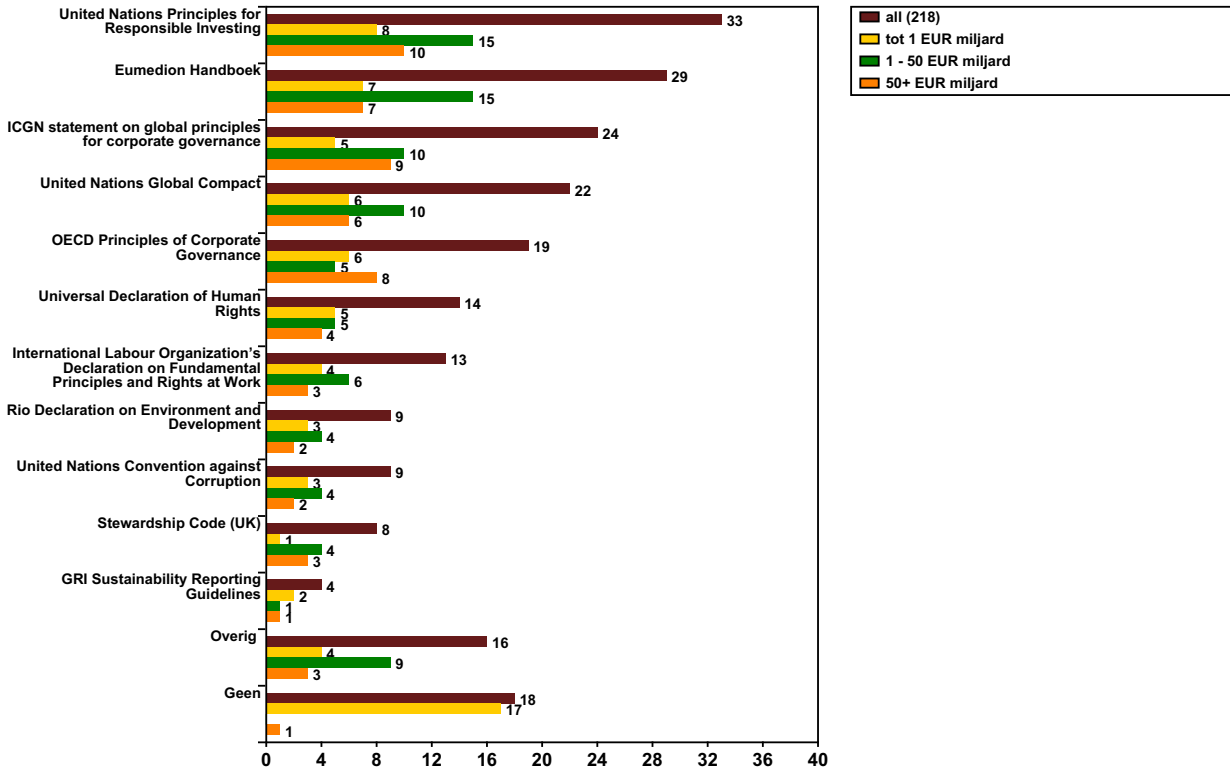
Groep	Ja en we h...	Ja, maar w...	Nee
all	32%	16%	52%
Pensioe...	24%	18%	58%
Levensv...	33%	67%	
Beleggi...	31%	8%	62%
Overige...	75%		25%
Andere ...			

### Op welke van de onderstaande codes is uw stembeleid gebaseerd? Kruis de gebruikte code of codes aan. (Meerdere antwoorden mogelijk.)(Q64)

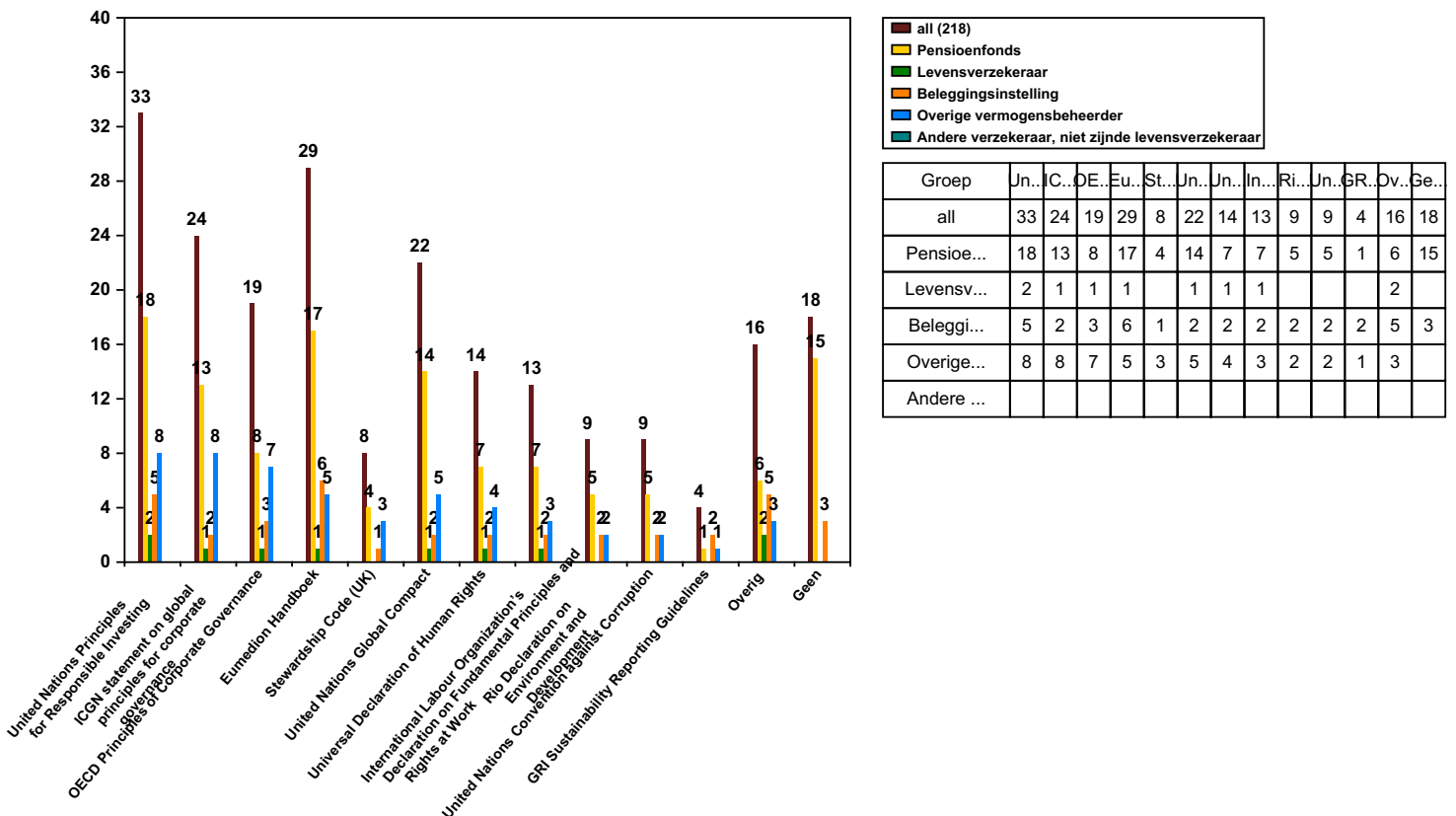


Groep	Jn...	IC...	OE...	Eu...	St...	Jn...	Jn...	In...	Ri...	Jn...	GR...	Dv...	Ge...
all	33	24	19	29	8	22	14	13	9	9	4	16	18
tot 1 E...	8	5	6	7	1	6	5	4	3	3	2	4	17
1 - 50 ...	15	10	5	15	4	10	5	6	4	4	1	9	
50+ EUR...	10	9	8	7	3	6	4	3	2	2	1	3	1

Op welke van de onderstaande codes is uw stembedleid gebaseerd? Kruis de gebruikte code of codes aan. (Meerdere antwoorden mogelijk.)(Q64)

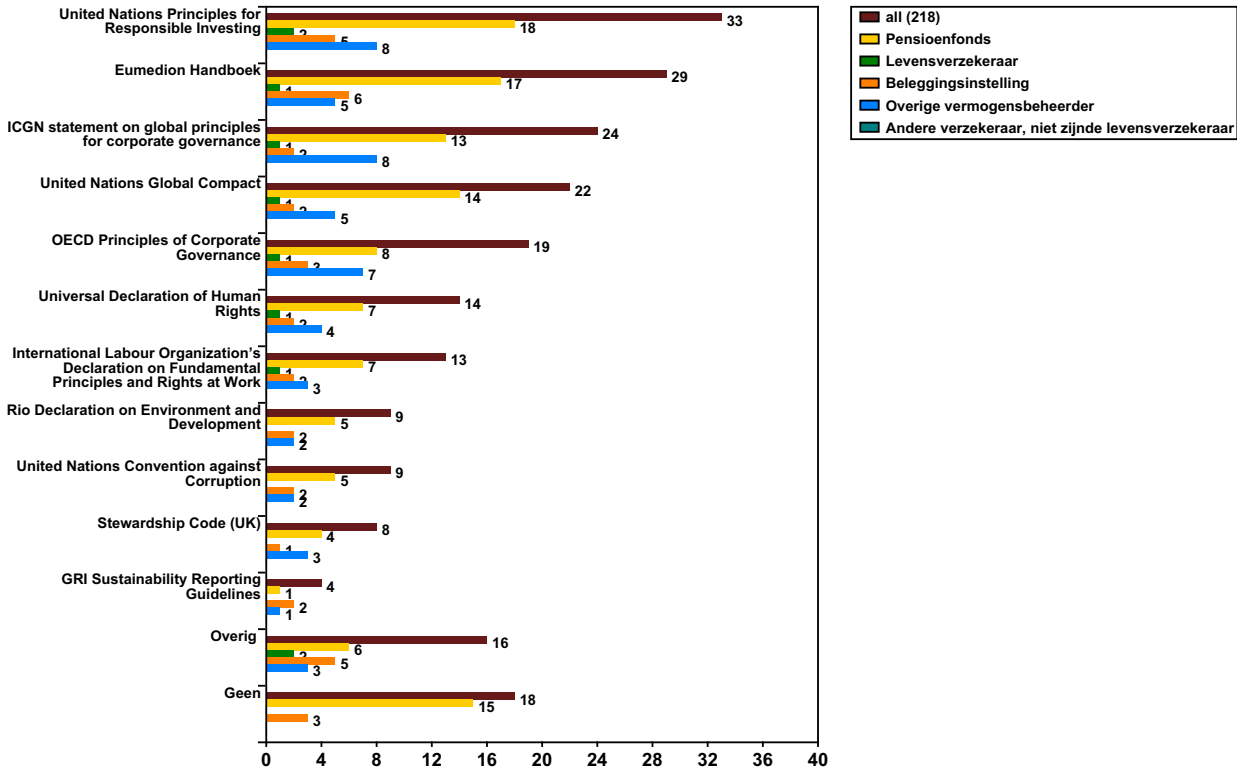


Op welke van de onderstaande codes is uw stembedleid gebaseerd? Kruis de gebruikte code of codes aan. (Meerdere antwoorden mogelijk.)(Q64)

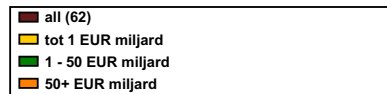
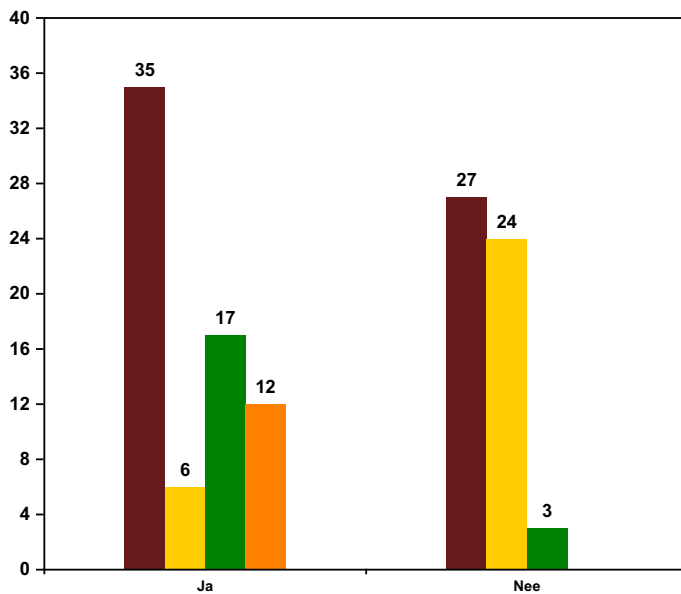


Groep	Jn...	IC...	DE...	Eu...	St...	Jn...	Jn...	In...	Ri...	Jn...	GR...	Dv...	Ge...
all	33	24	19	29	8	22	14	13	9	9	4	16	18
Pensioe...	18	13	8	17	4	14	7	7	5	5	1	6	15
Levensv...	2	1	1	1		1	1	1					2
Beleggi...	5	2	3	6	1	2	2	2	2	2	2	5	3
Overige...	8	8	7	5	3	5	4	3	2	2	1	3	
Andere ...													

Op welke van de onderstaande codes is uw stembelijd gebaseerd? Kruis de gebruikte code of codes aan. (Meerdere antwoorden mogelijk.)(Q64)

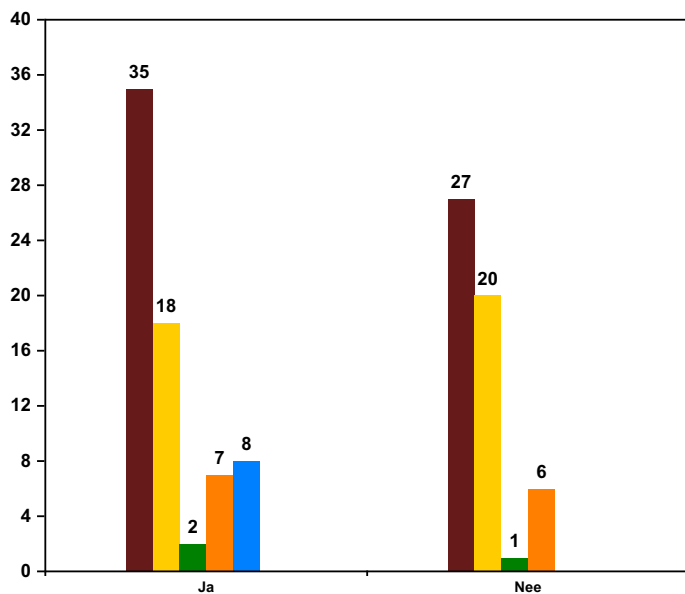


Maakt u van een stemadviesbureau gebruik? (Q77a)



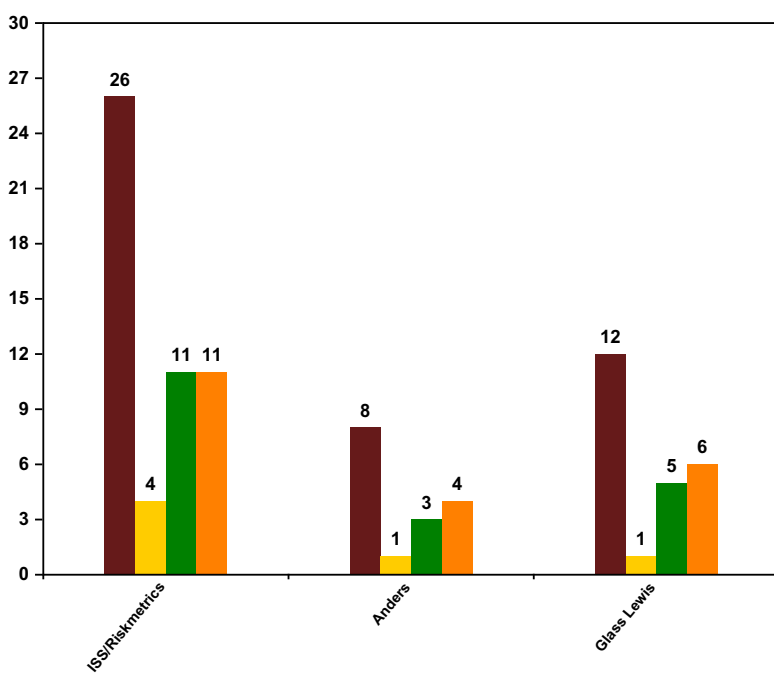
Groep	Ja	Nee
all	56%	44%
tot 1 E...	20%	80%
1 - 50 ...	85%	15%
50+ EUR...	100%	

### Maakt u van een stemadviesbureau gebruik? (Q77a)



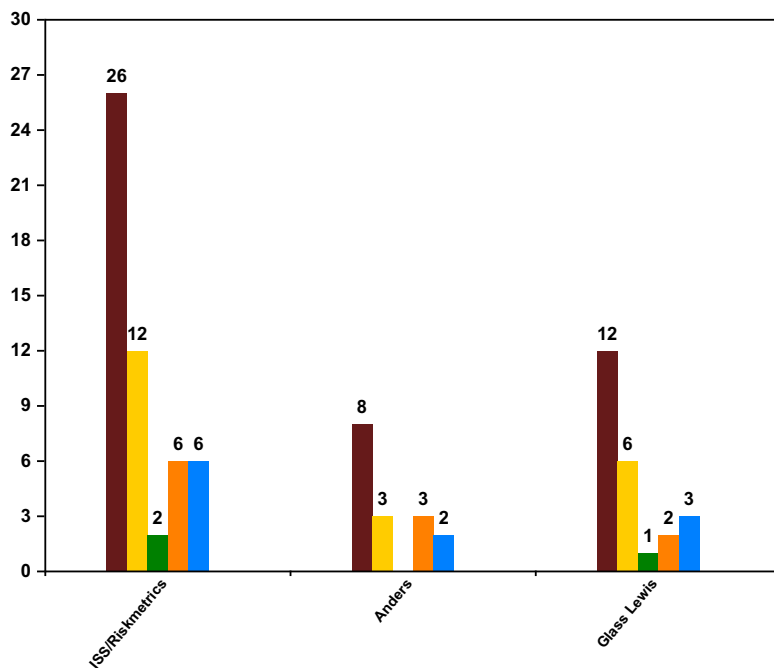
Groep	Ja	Nee
all	56%	44%
Pensioe...	47%	53%
Levensv...	67%	33%
Beleggi...	54%	46%
Overige...	100%	
Andere ...		

### Zo ja, welke?(Q77)



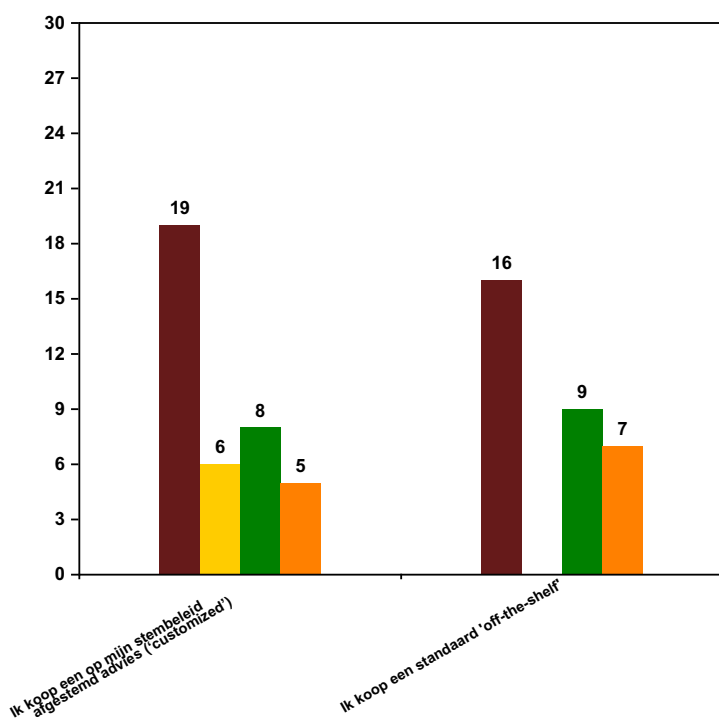
Groep	ISS/Risk...	Anders	Glass Le...
all	26	8	12
tot 1 E...	4	1	1
1 - 50 ...	11	3	5
50+ EUR...	11	4	6

### Zo ja, welke?(Q77)



Groep	ISS/Risk...	Anders	Glass Le...
all	26	8	12
Pensioe...	12	3	6
Levensv...	2		1
Beleggi...	6	3	2
Overige...	6	2	3
Andere ...			

### Wat voor soort stemadvies koopt u?(Q78)

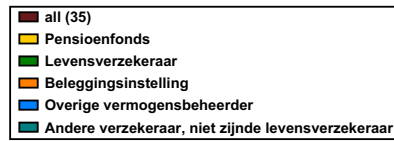
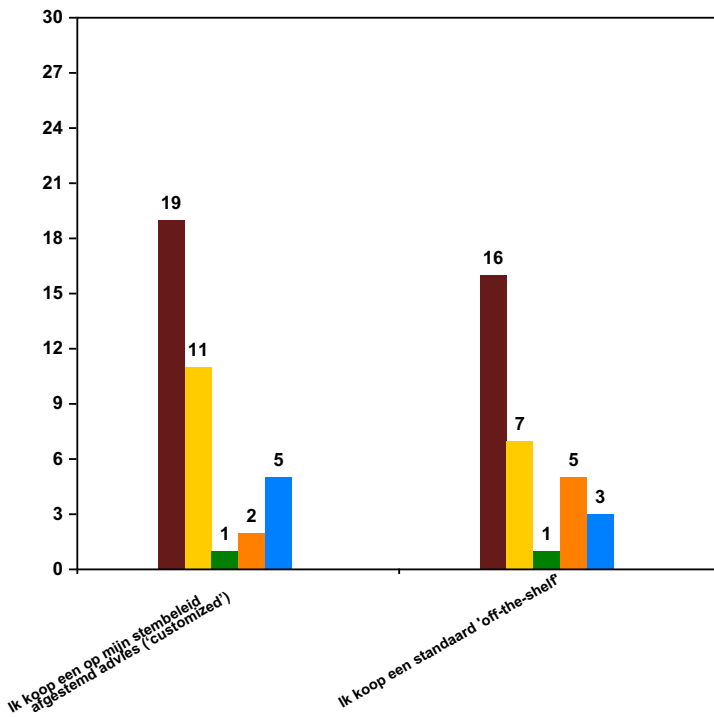


Groep	Ik koop een op ...	Ik koop een sta...
all	54%	46%
tot 1 E...	100%	
1 - 50 ...	47%	53%
50+ EUR...	42%	58%

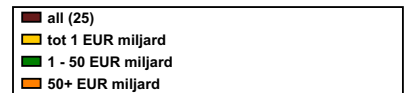
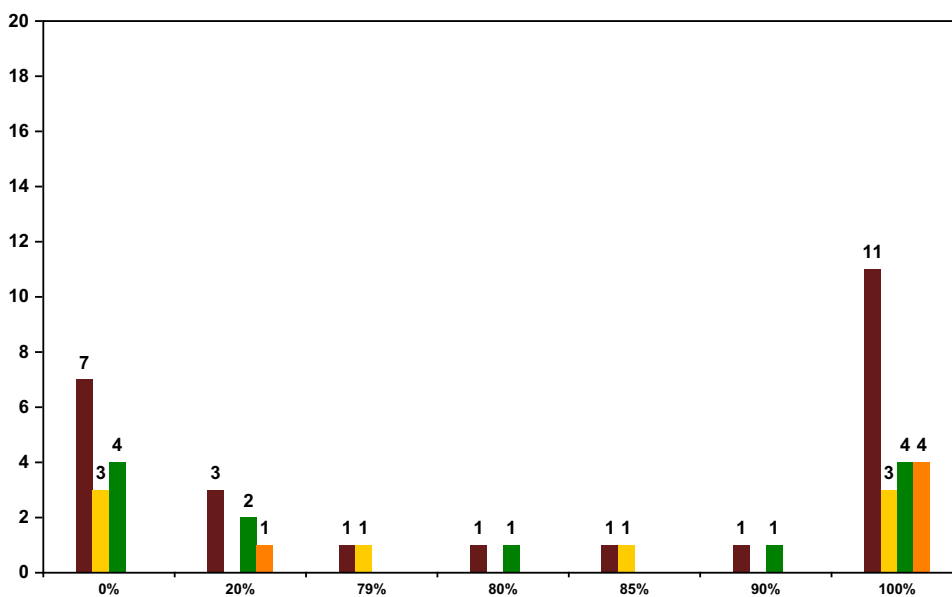
Groep	Ik koop een op ...	Ik koop een sta...
all	54%	46%
tot 1 E...	100%	
1 - 50 ...	47%	53%
50+ EUR...	42%	58%



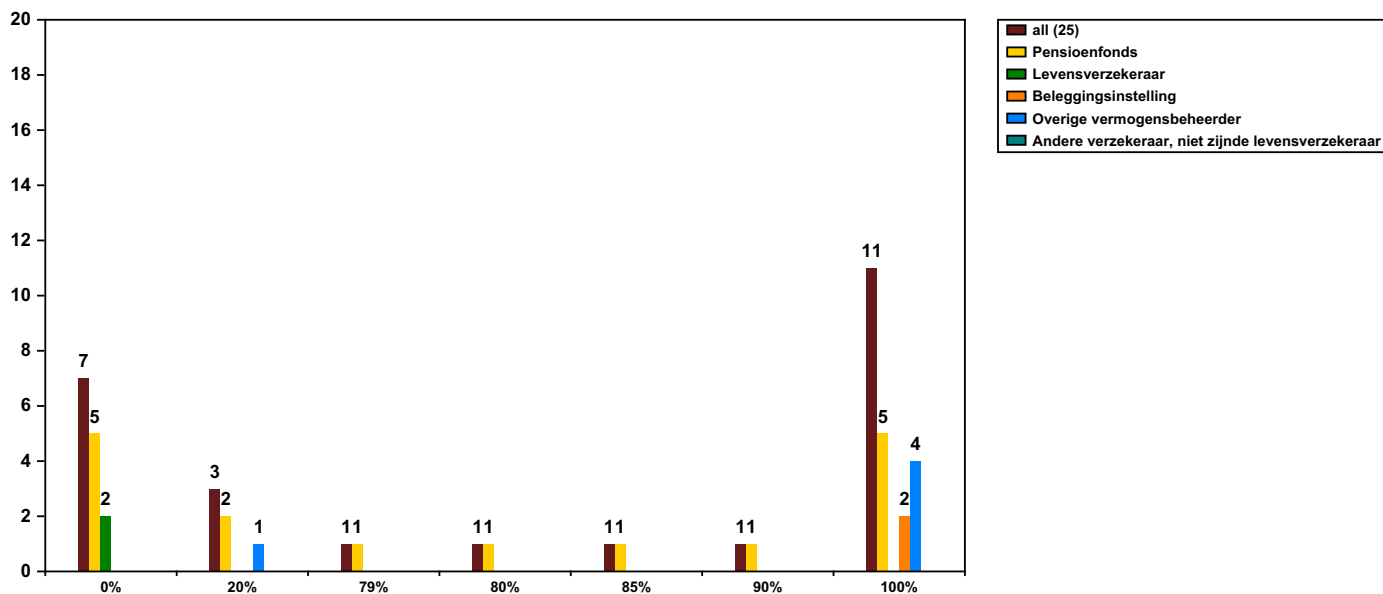
### Wat voor soort stemadvies koopt u?(Q78)



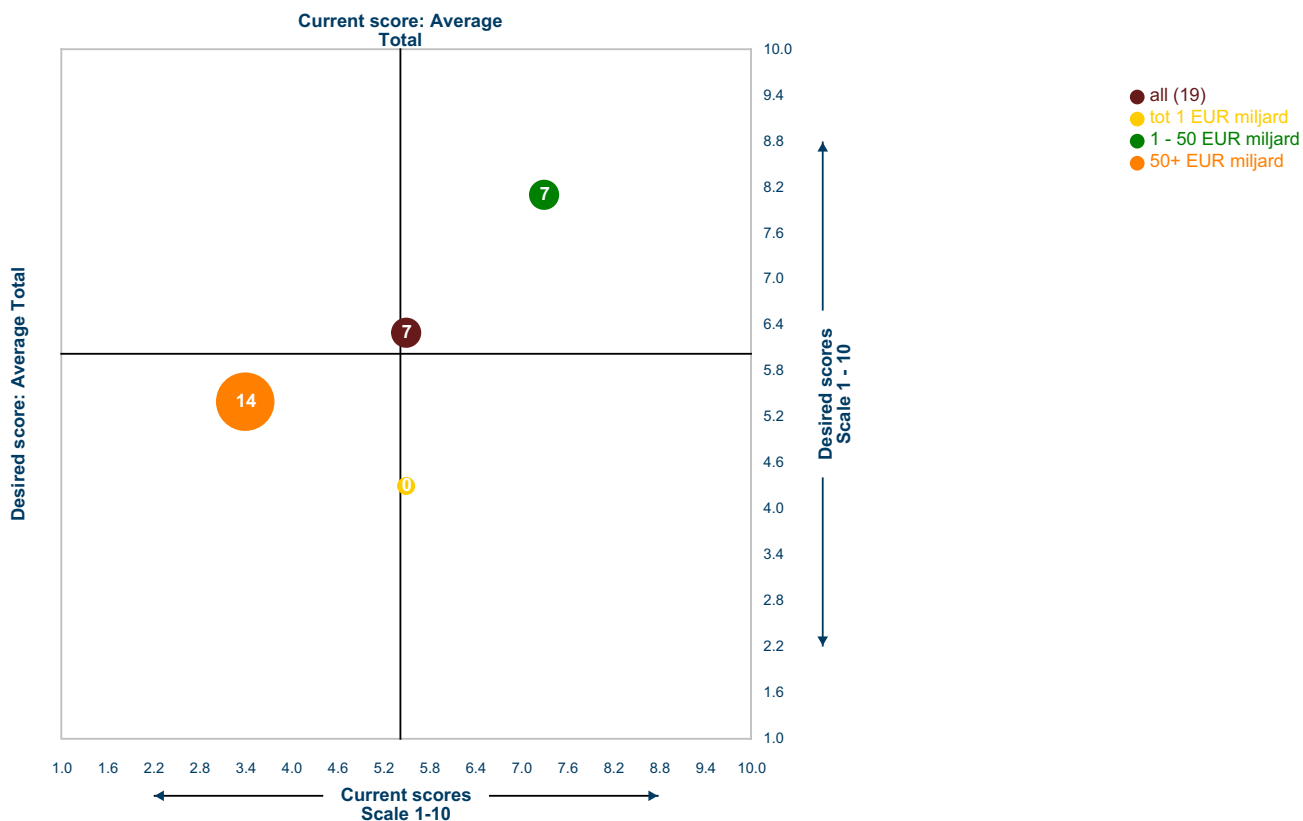
### In welke mate bespreekt u vooraf uw stembeleid met het stemadviesbureau?(Q79\_question)



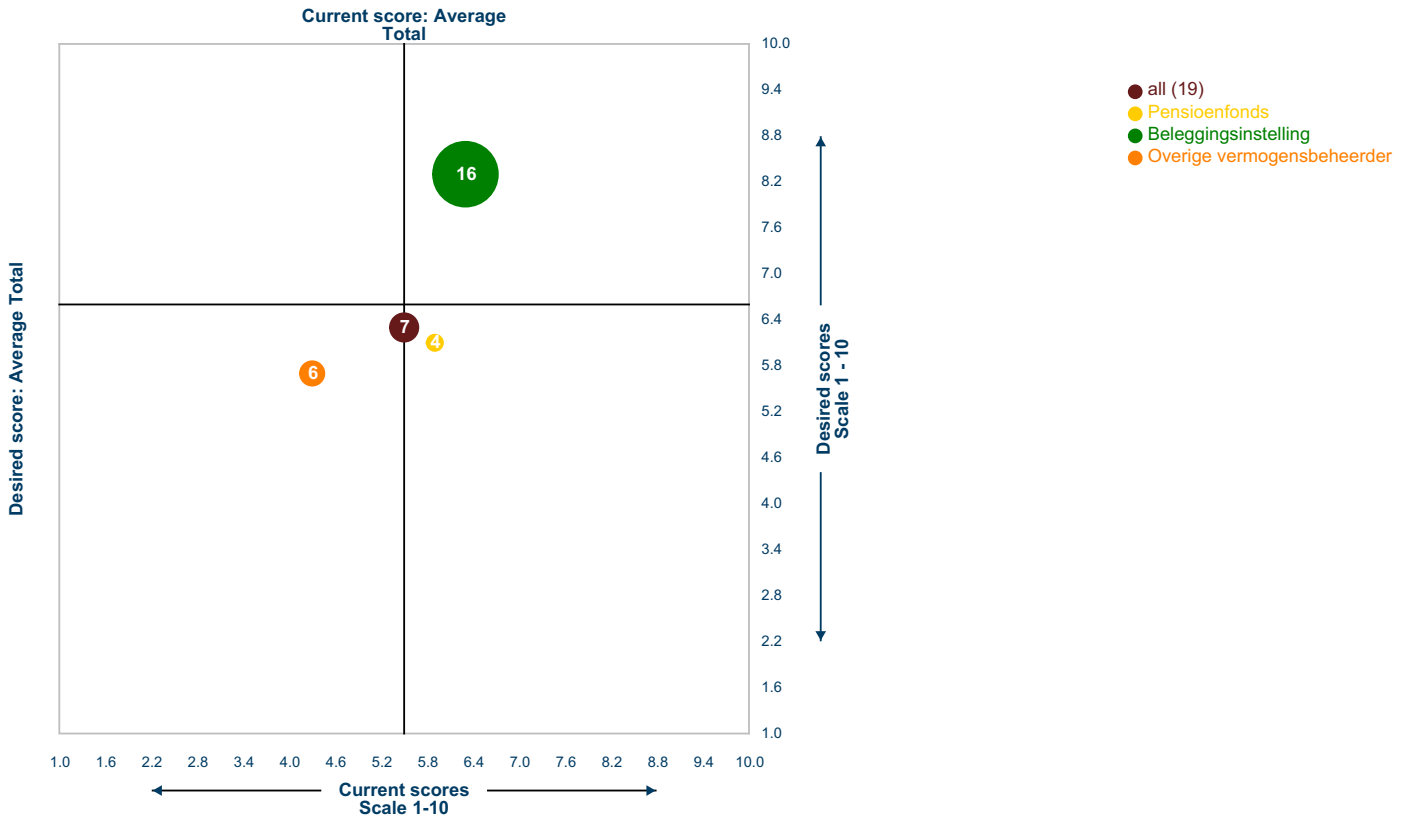
### In welke mate bespreekt u vooraf uw stembeleid met het stemadviesbureau?(Q79\_question)



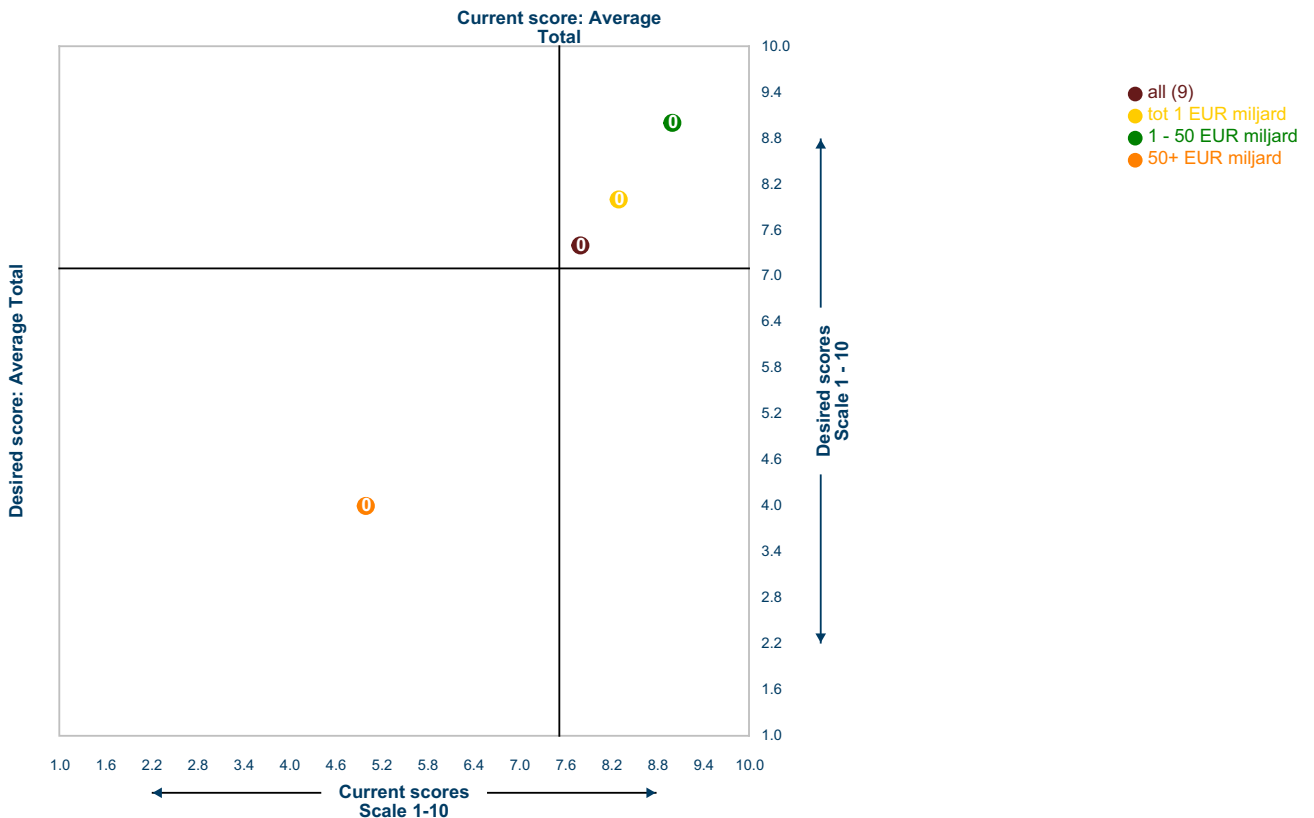
### In welke mate is het extern stemadvies van invloed bij het bepalen van uw stem? - voor Nederlandse beursvennootschappen?(Q80)



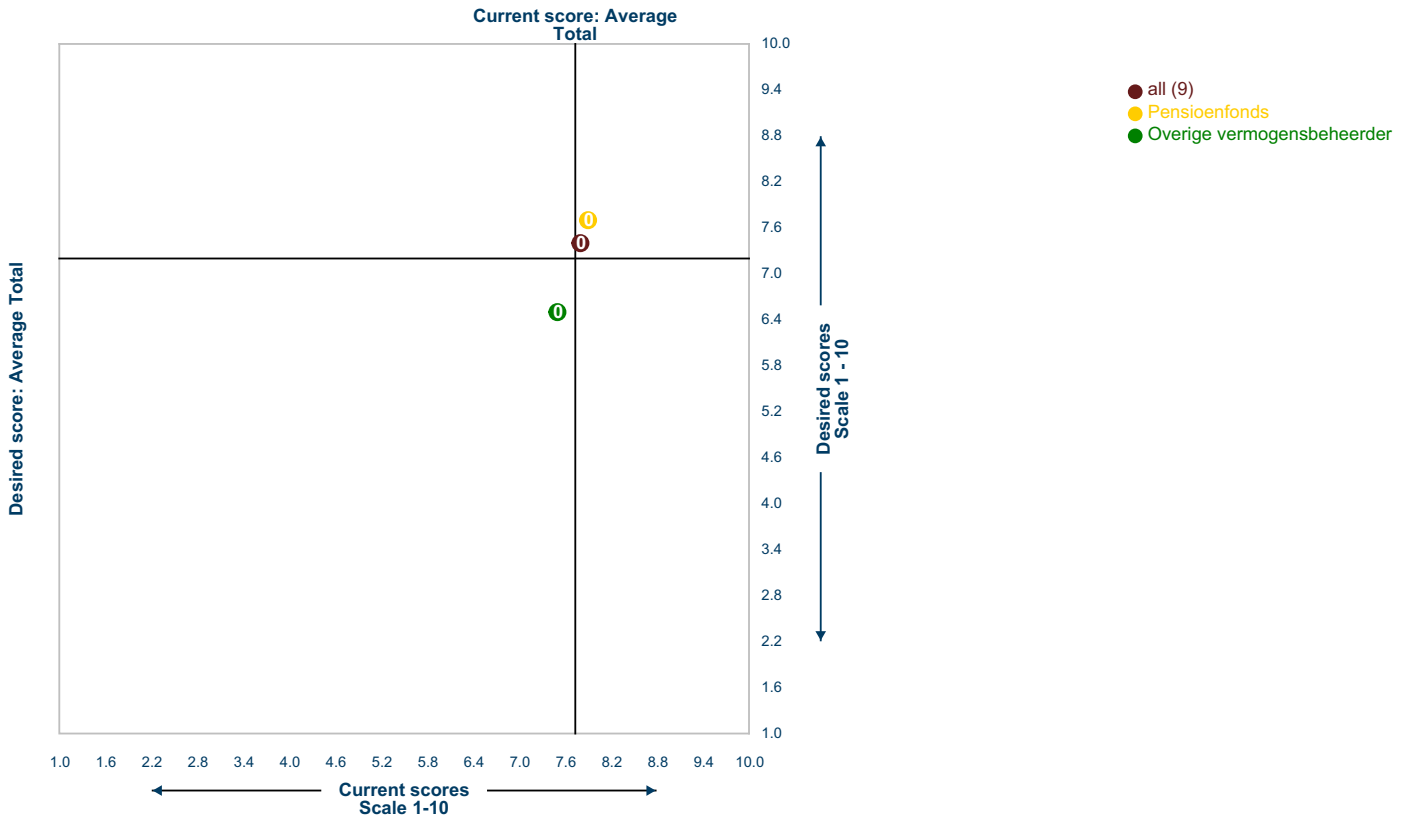
In welke mate is het extern stemadvies van invloed bij het bepalen van uw stem? - voor Nederlandse beursvennootschappen?(Q80)



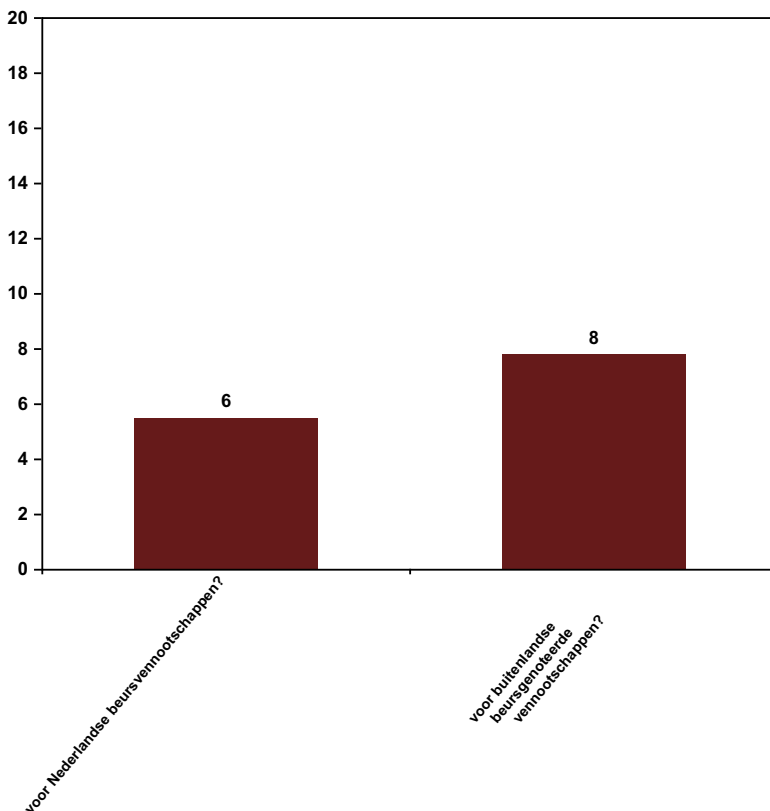
In welke mate is het extern stemadvies van invloed bij het bepalen van uw stem? - voor buitenlandse beursgenoteerde vennootschappen?(Q81)



In welke mate is het extern stemadvies van invloed bij het bepalen van uw stem? - voor buitenlandse beursgenoteerde vennootschappen?(Q81)

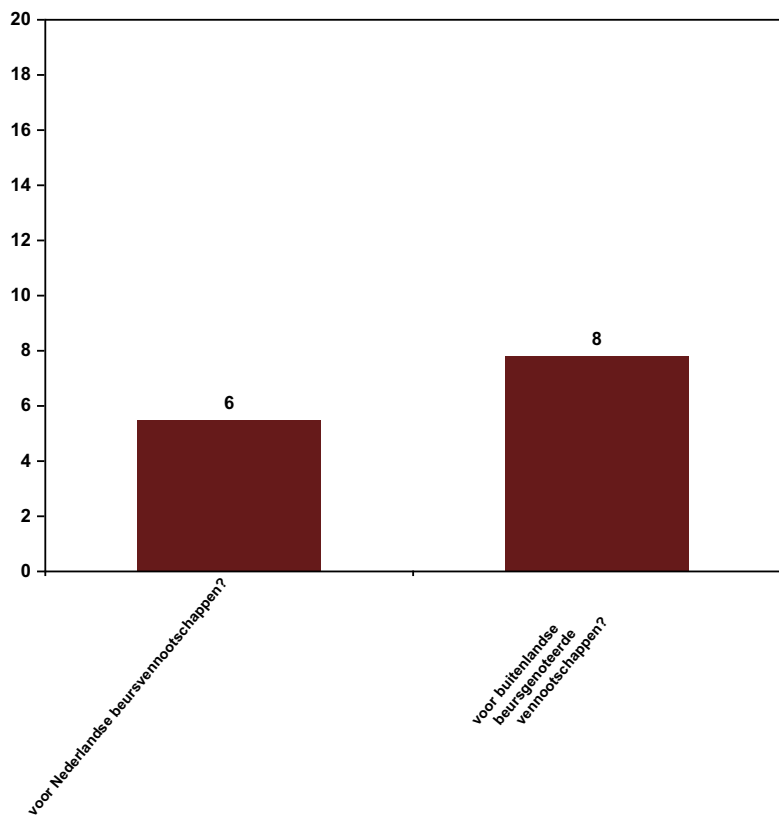


In welke mate is het extern stemadvies van invloed bij het bepalen van uw stem? - Q81a(Q81a)



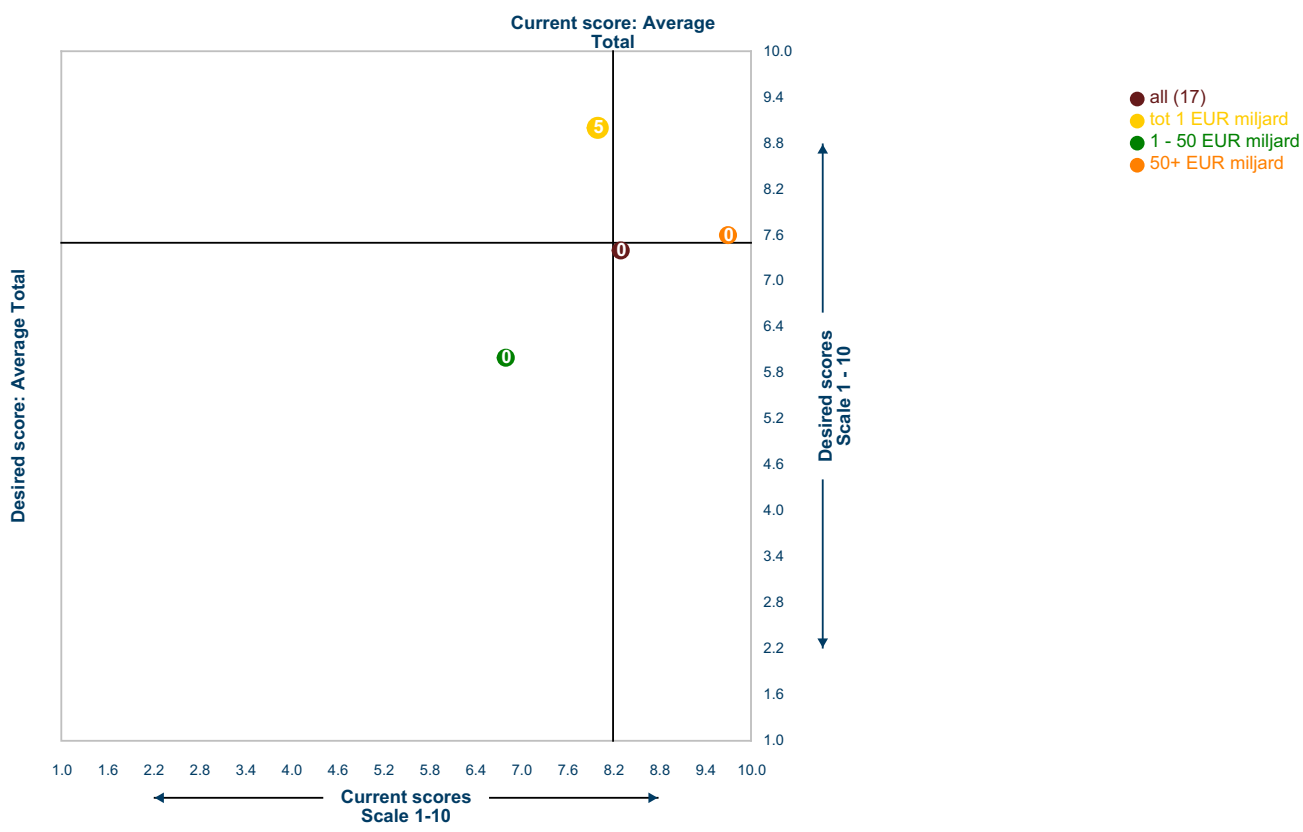
all (13.3)		
Groep	voor Nederlan...	voor buitenla...
all	5.5	7.8

### In welke mate is het extern stemadvies van invloed bij het bepalen van uw stem? - Q81a(Q81a)

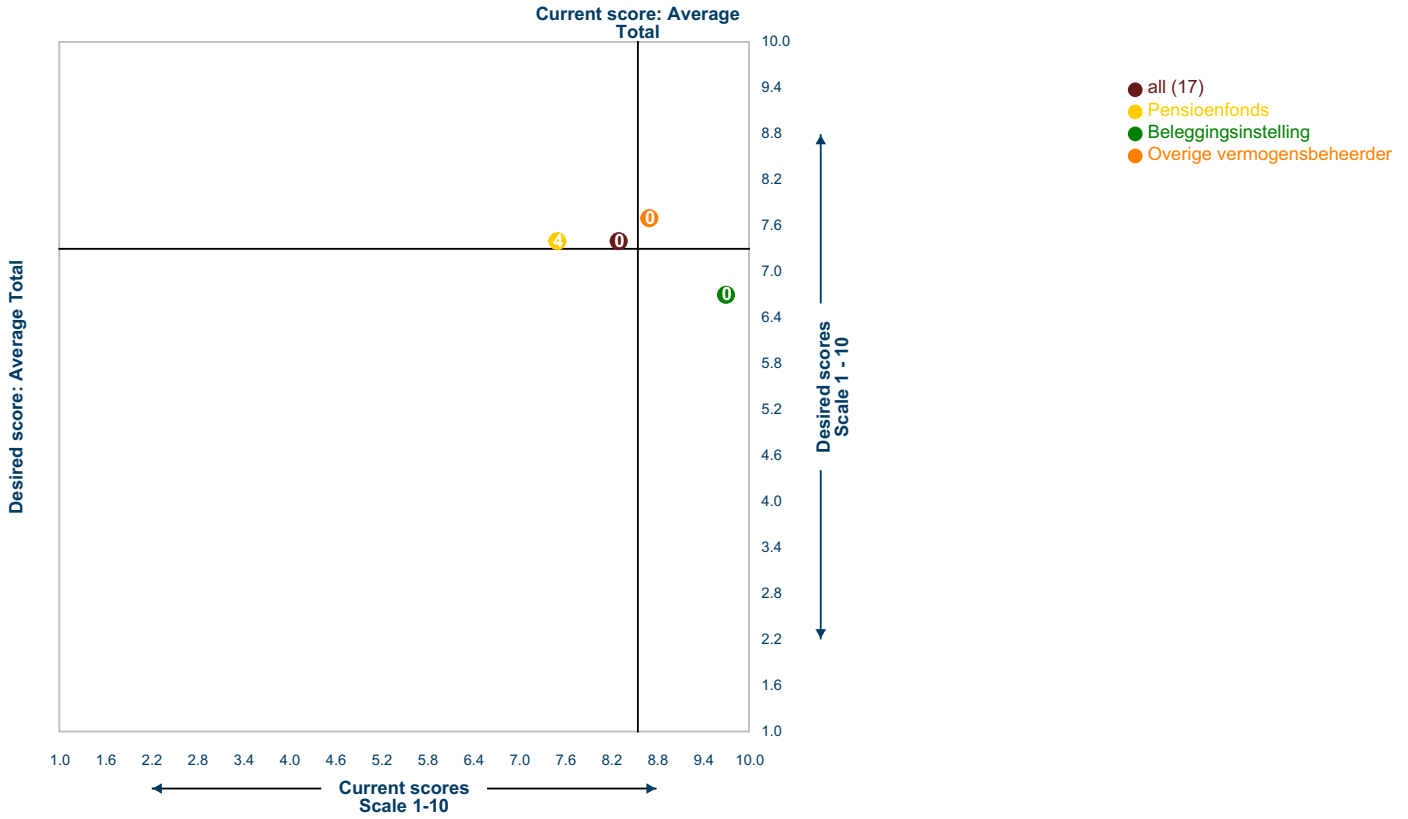


all (13.3)		
Groep	voor Nederlan...	voor buitenla...
all	5.5	7.8

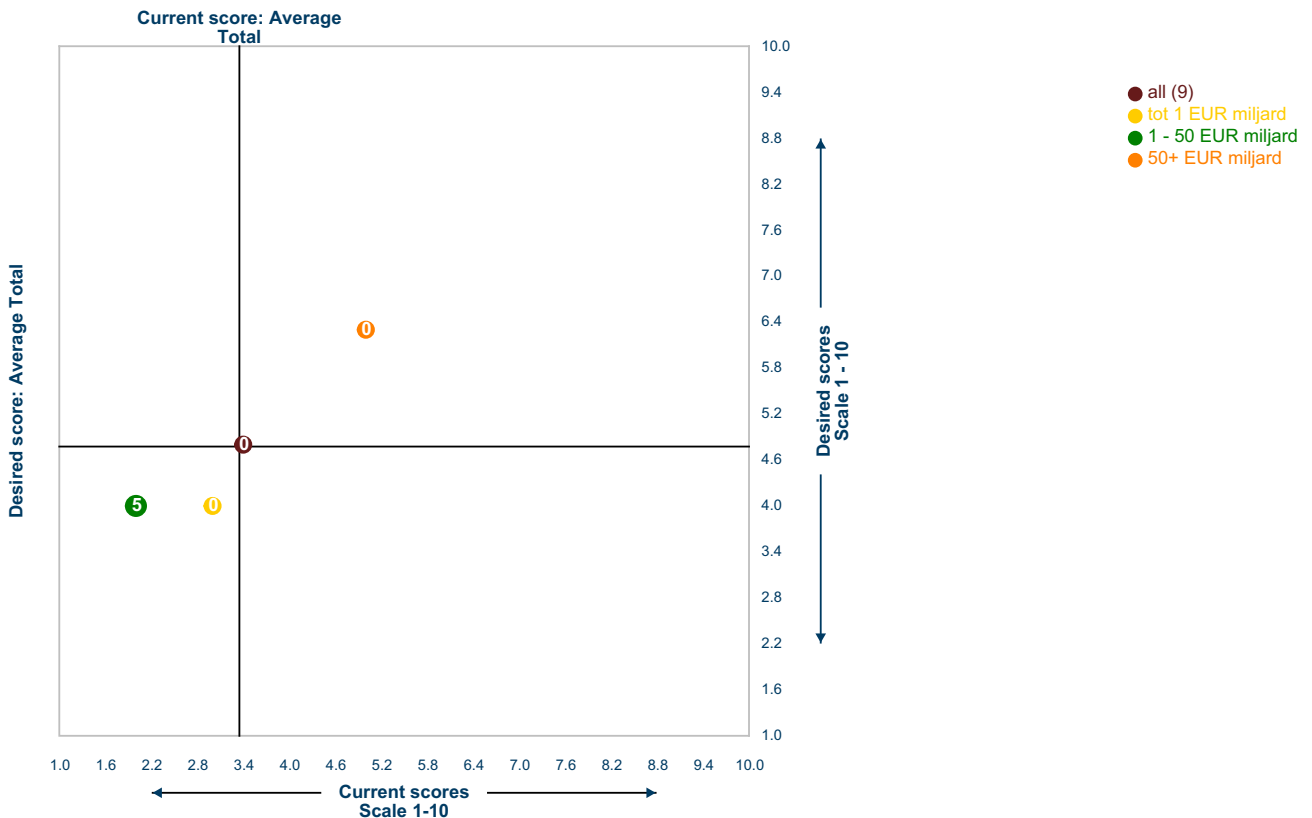
### In welke mate controleert u inhoudelijk het stemadvies dat u ontvangt? - voor Nederlandse beursvennootschappen?(Q84)



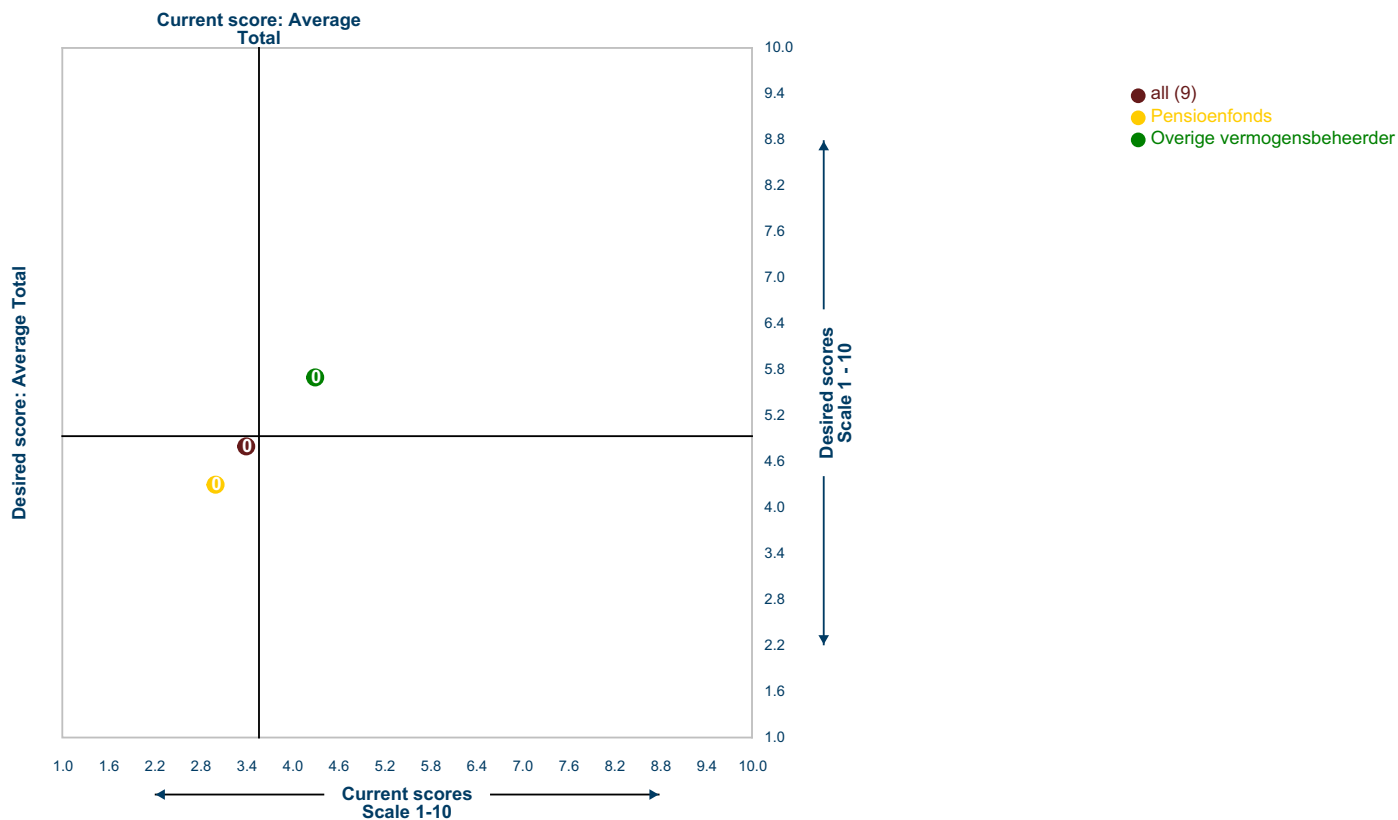
In welke mate controleert u inhoudelijk het stemadvies dat u ontvangt? - voor Nederlandse beursvennootschappen?(Q84)



In welke mate controleert u inhoudelijk het stemadvies dat u ontvangt? - voor buitenlandse beursgenoteerde vennootschappen?(Q85)

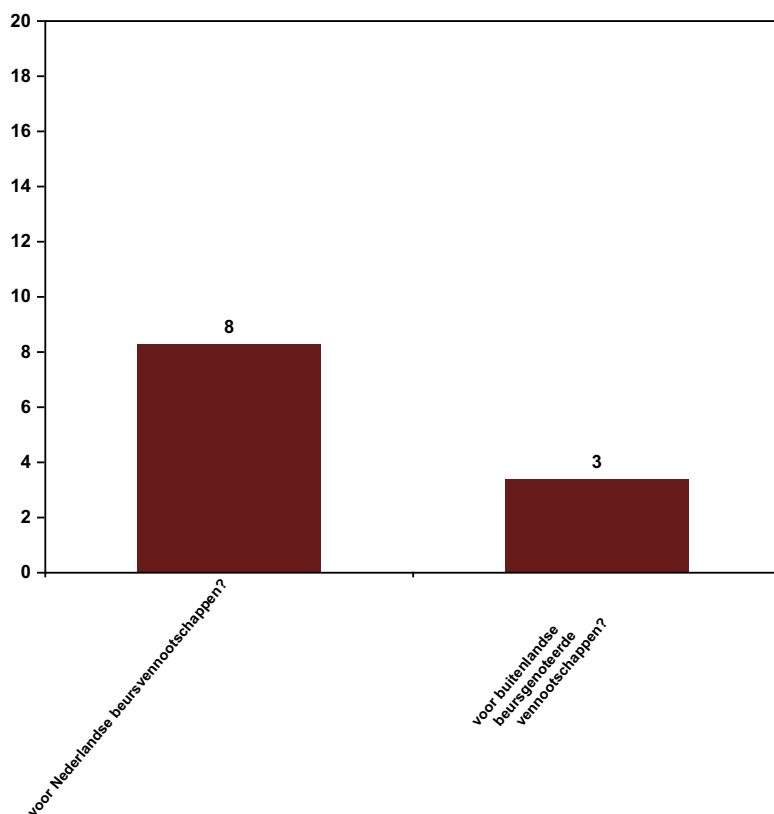


### In welke mate controleert u inhoudelijk het stemadvies dat u ontvangt? - voor buitenlandse beursgenoteerde vennootschappen?(Q85)



© MeyerMonitor B.V. 2009

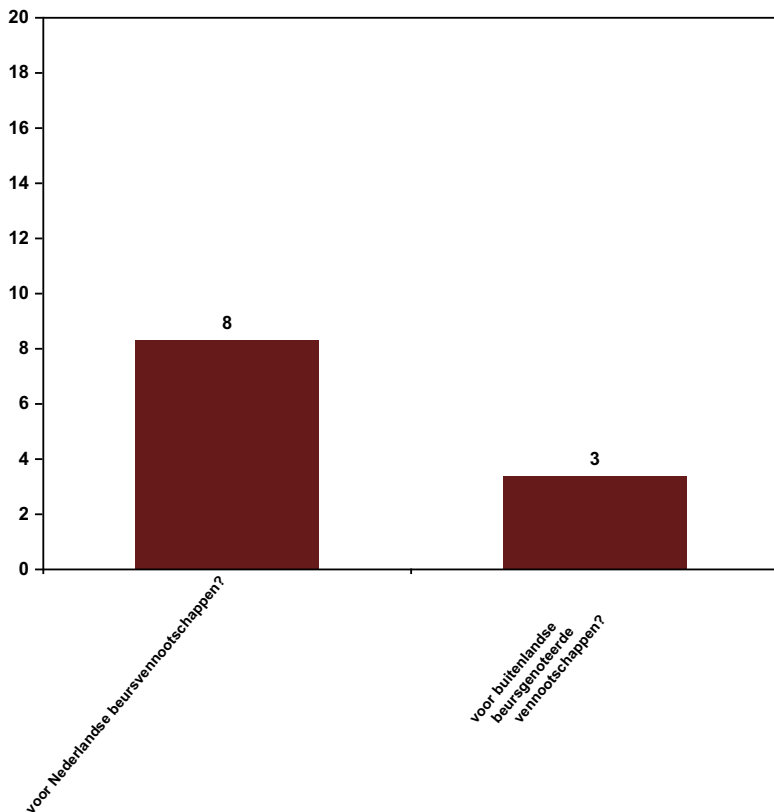
### In welke mate controleert u inhoudelijk het stemadvies dat u ontvangt? - Q85a(Q85a)



Groep	voor Nederlan...	voor buitenla...
all (11.7)	8.3	3.4

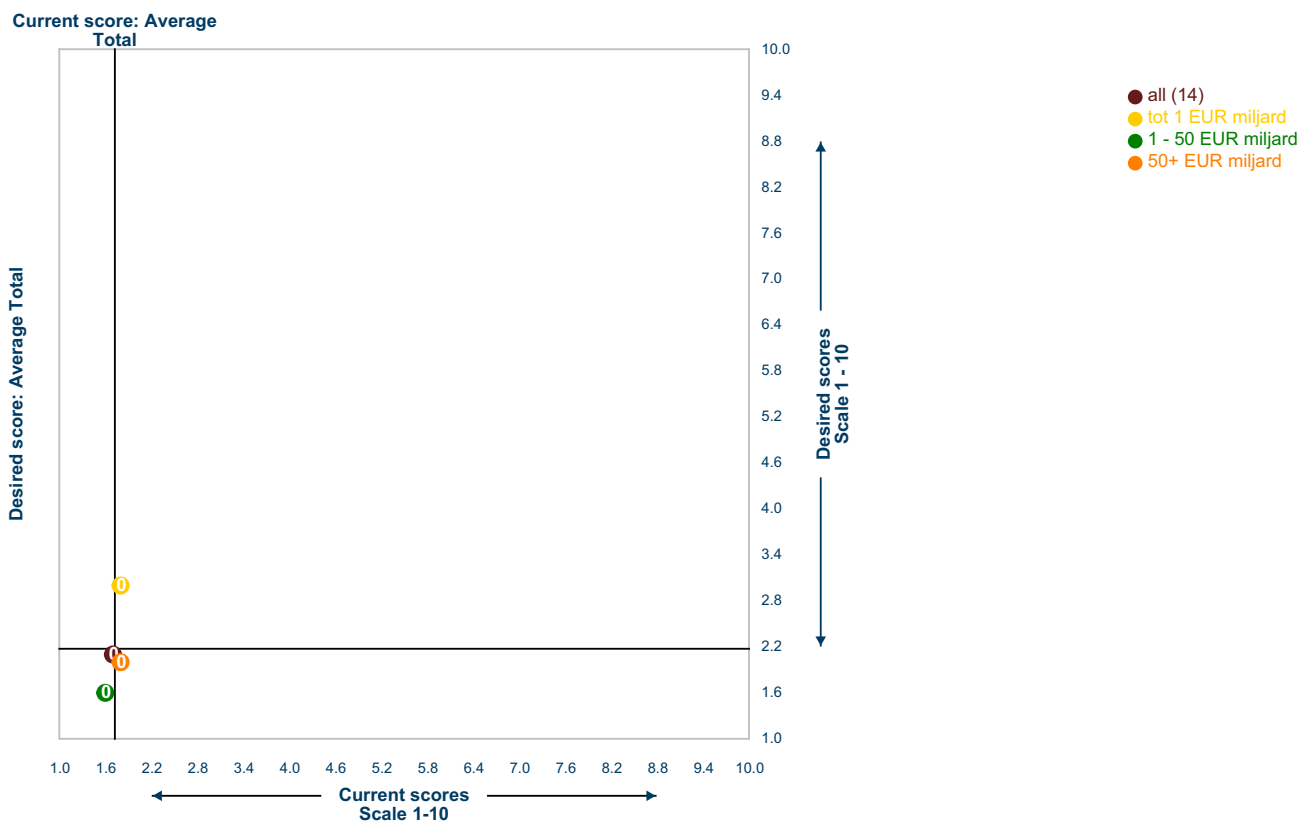
© MeyerMonitor B.V. 2009

### In welke mate controleert u inhoudelijk het stemadvies dat u ontvangt? - Q85a(Q85a)



Groep	voor Nederlan...	voor buitenla...
all (11.7)	8.3	3.4

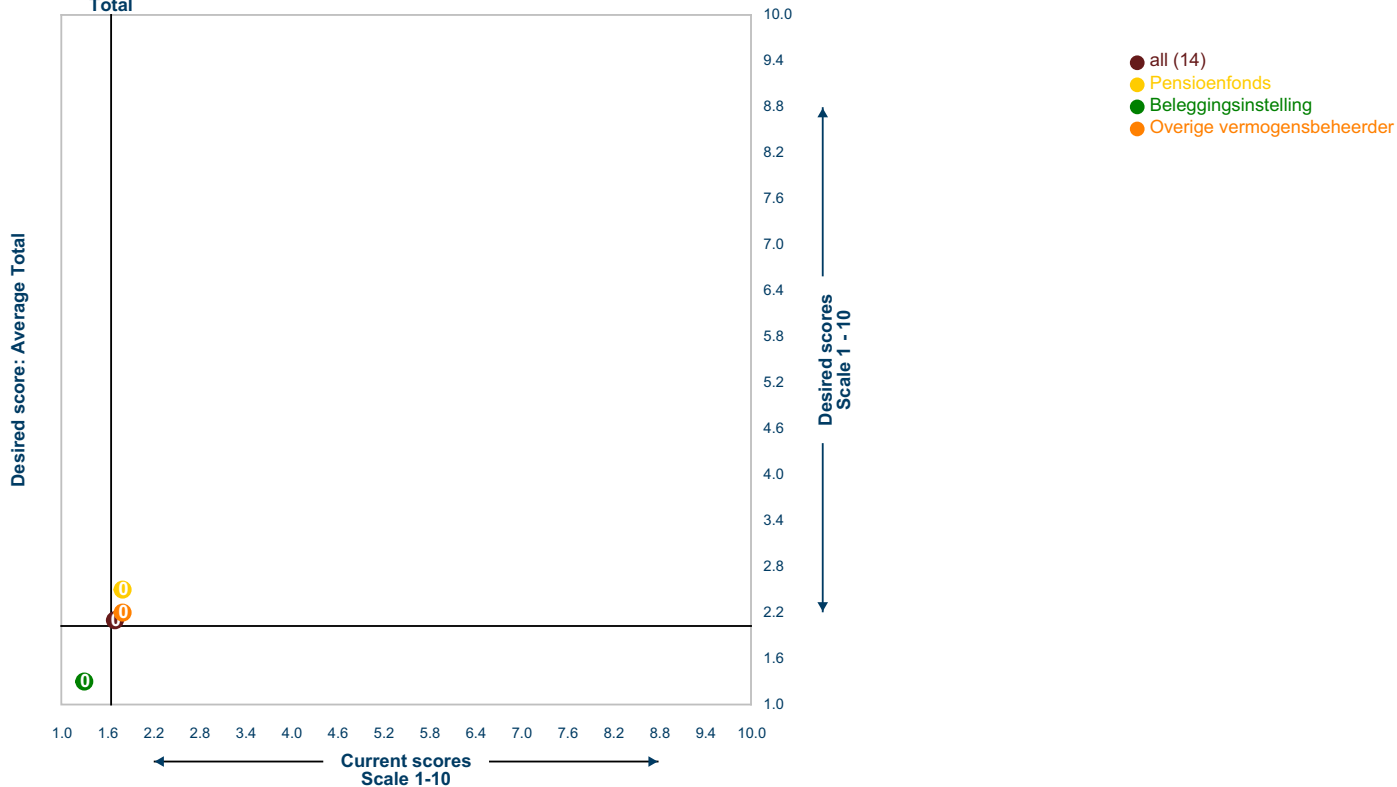
### In welke mate bent u het B-AvA seizoen 2010 (boekjaar 2009) afgeweken van het ontvangen stemadvies? - voor Nederlandse beursvennootschappen?(Q88)





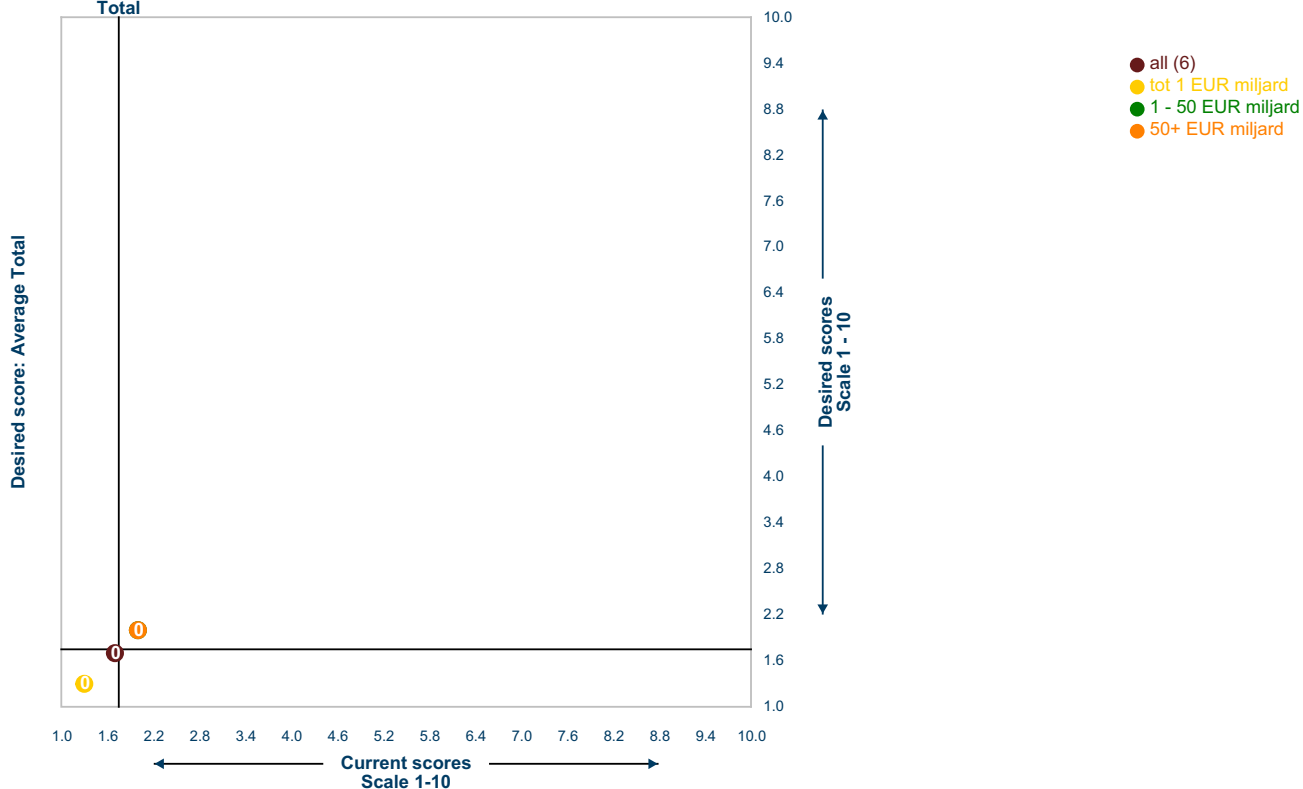
In welke mate bent u het B-AvA seizoen 2010 (boekjaar 2009) afgeweken van het ontvangen stemadvies? - voor Nederlandse beursvennootschappen?(Q88)

Current score: Average Total

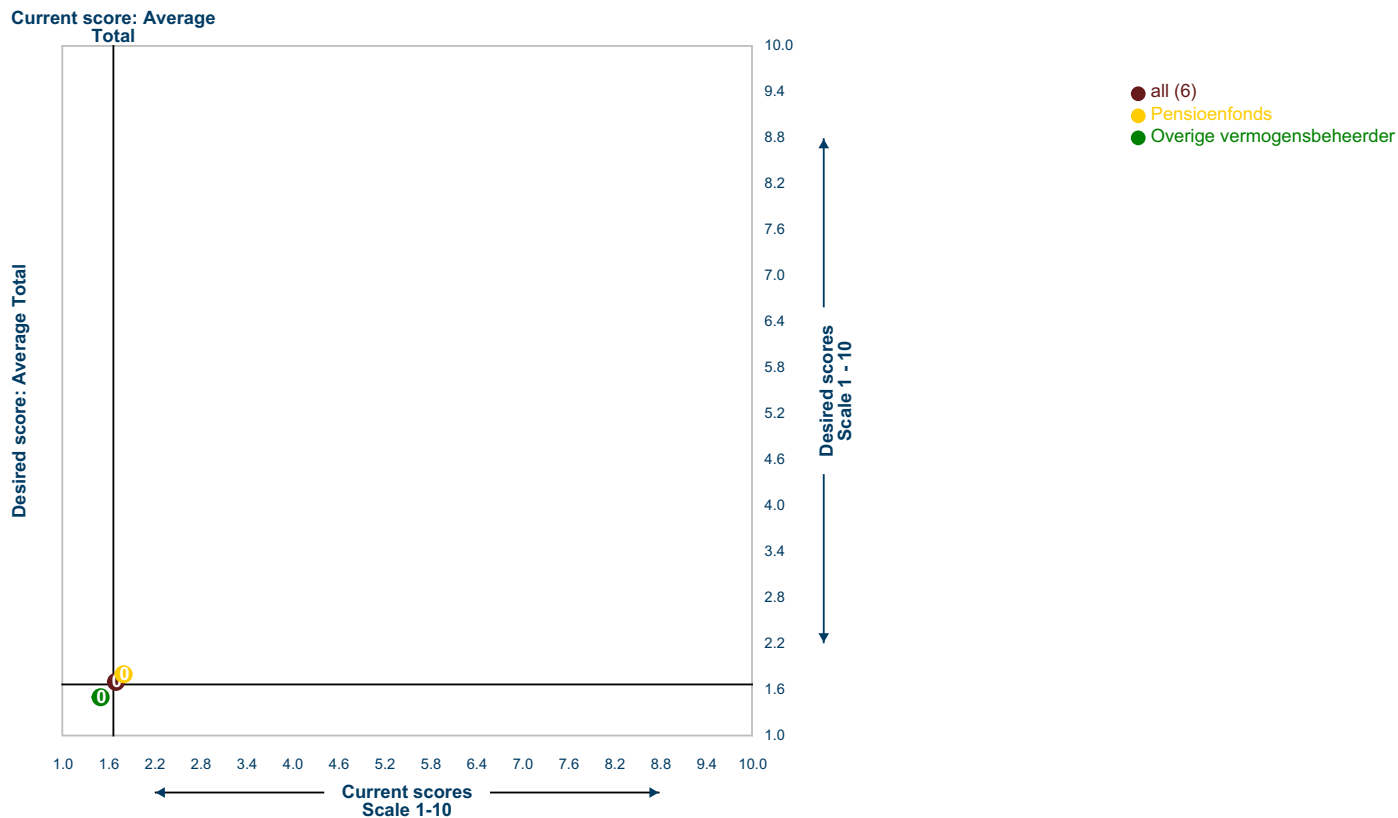


In welke mate bent u het B-AvA seizoen 2010 (boekjaar 2009) afgeweken van het ontvangen stemadvies? - voor buitenlandse beursgenoteerde vennootschappen?(Q88a)

Current score: Average Total

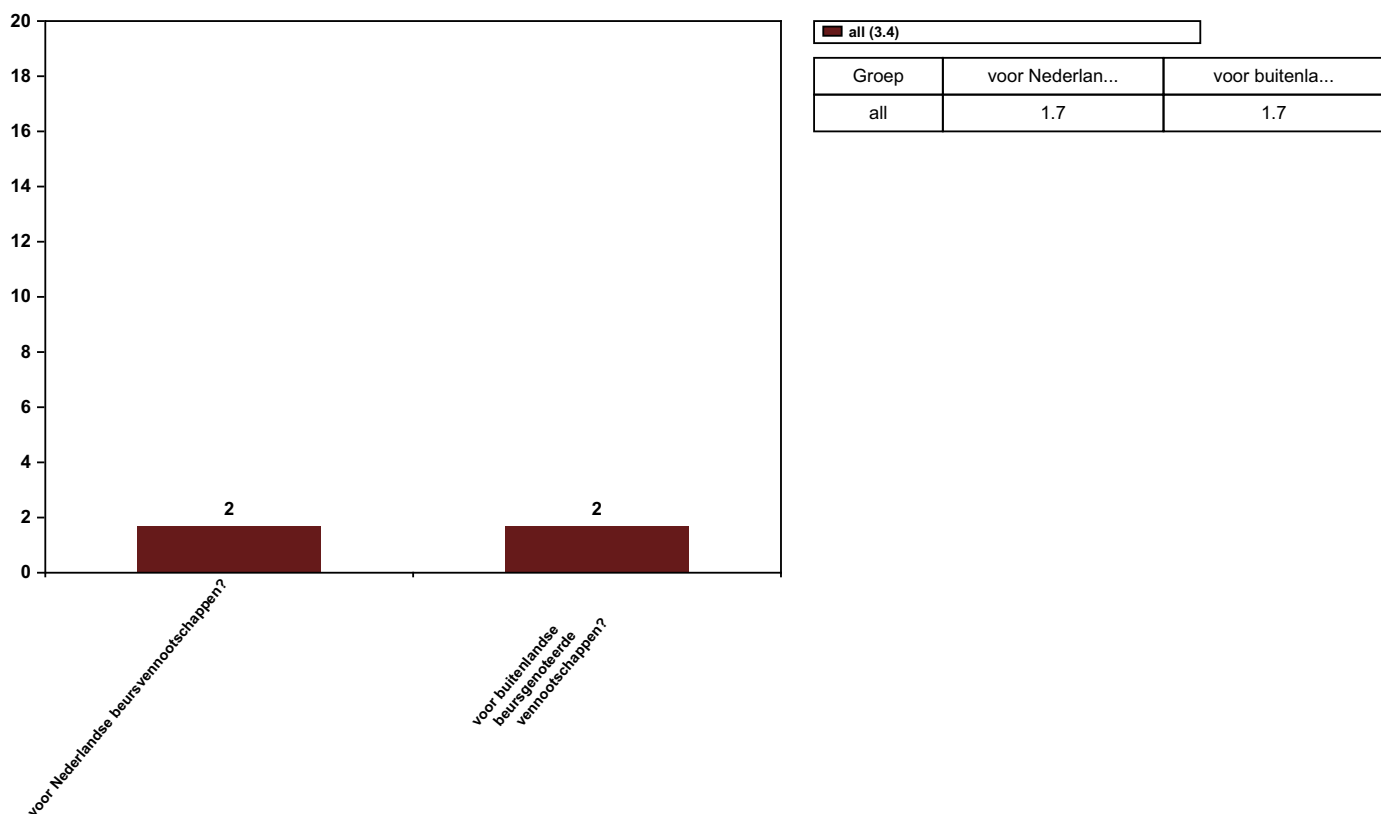


In welke mate bent u het B-AvA seizoen 2010 (boekjaar 2009) afgeweken van het ontvangen stemadvies? - voor buitenlandse beursgenoteerde vennootschappen?(Q88a)



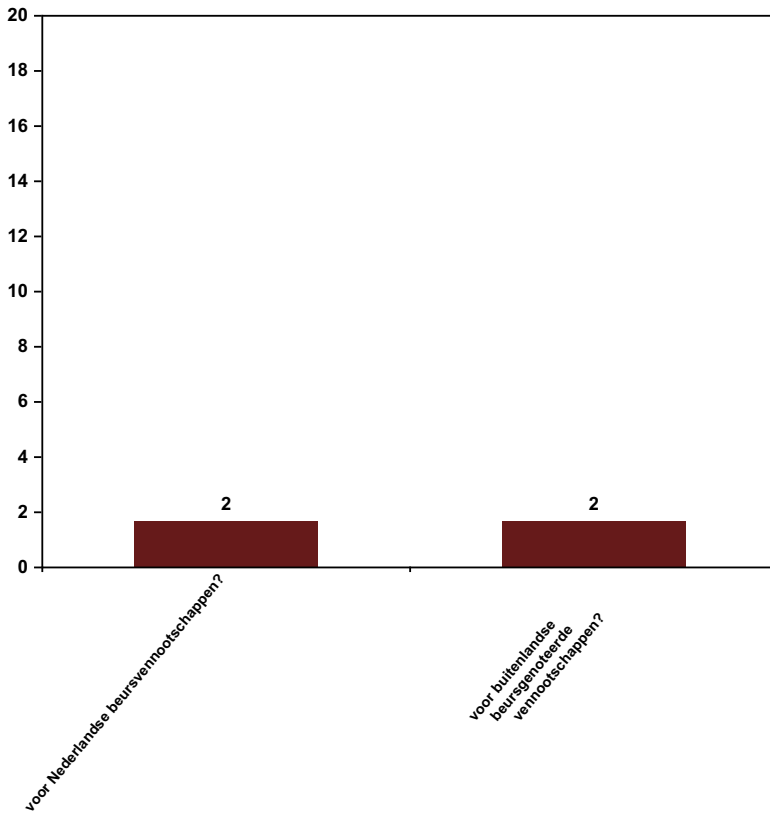
© MeyerMonitor B.V. 2009

In welke mate bent u het B-AvA seizoen 2010 (boekjaar 2009) afgeweken van het ontvangen stemadvies? - Q88b(Q88b)



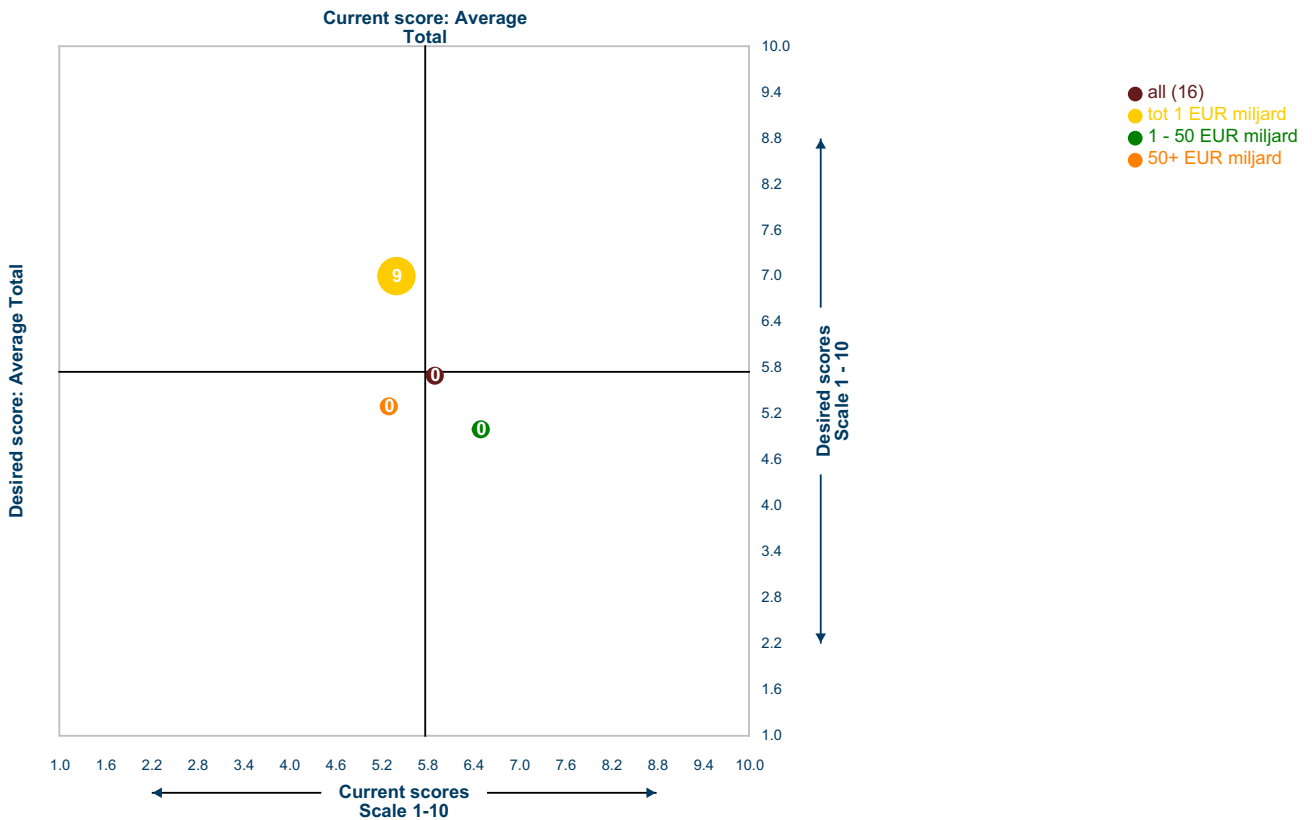
© MeyerMonitor B.V. 2009

In welke mate bent u het B-AvA seizoen 2010 (boekjaar 2009) afgeweken van het ontvangen stemadvies? - Q88b(Q88b)

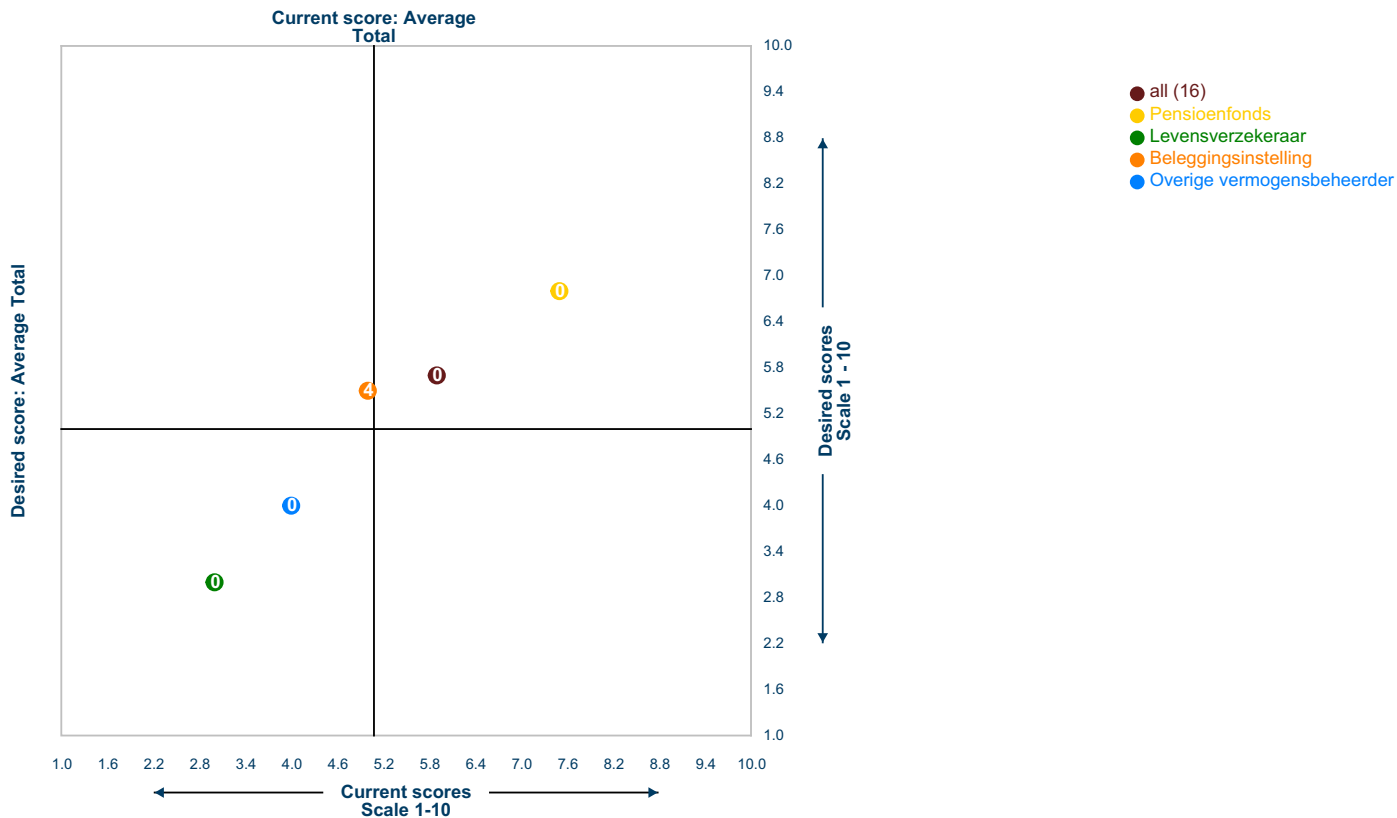


Groep	voor Nederlan...	voor buitenla...
all (3.4)	1.7	1.7

In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het bepalen van uw stem? - Stemadviesbureau(Q89)

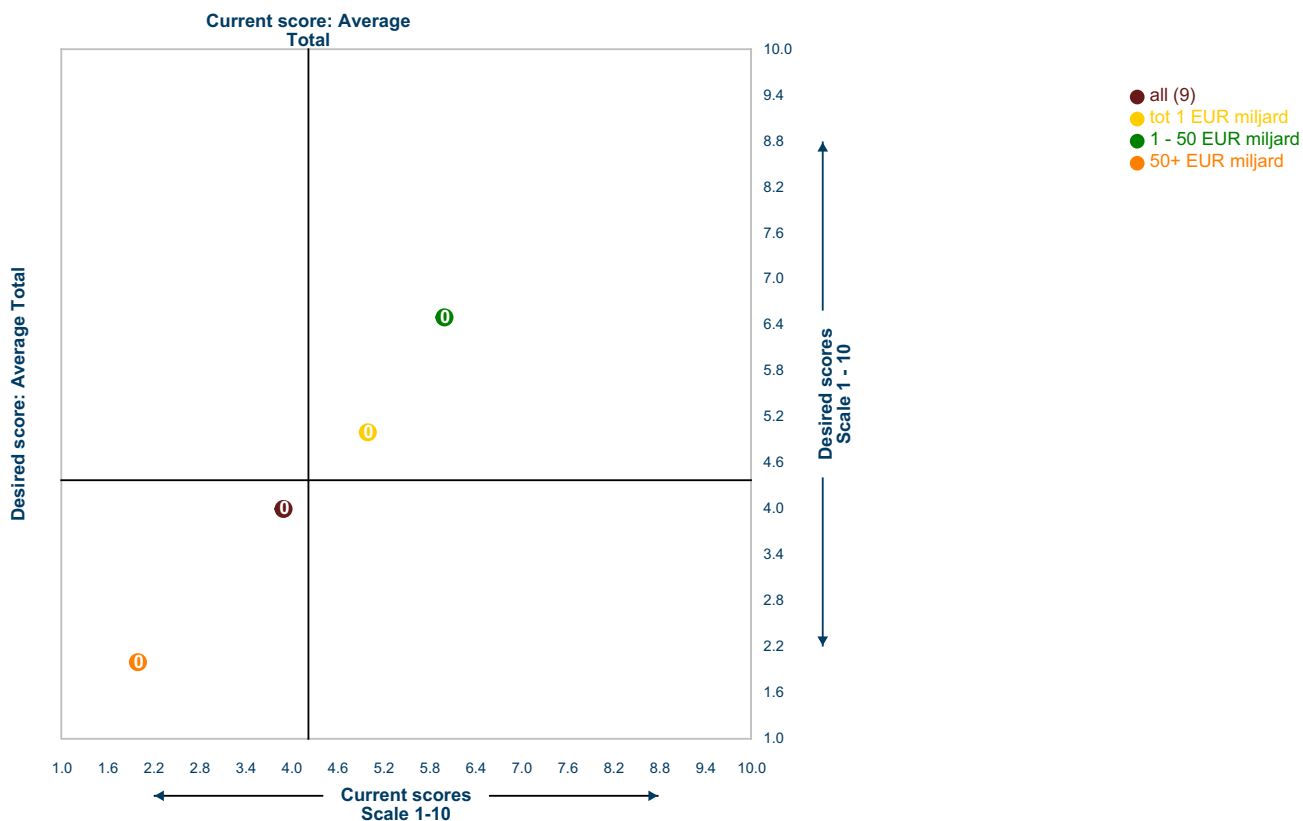


### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het bepalen van uw stem? - Stemadviesbureau(Q89)

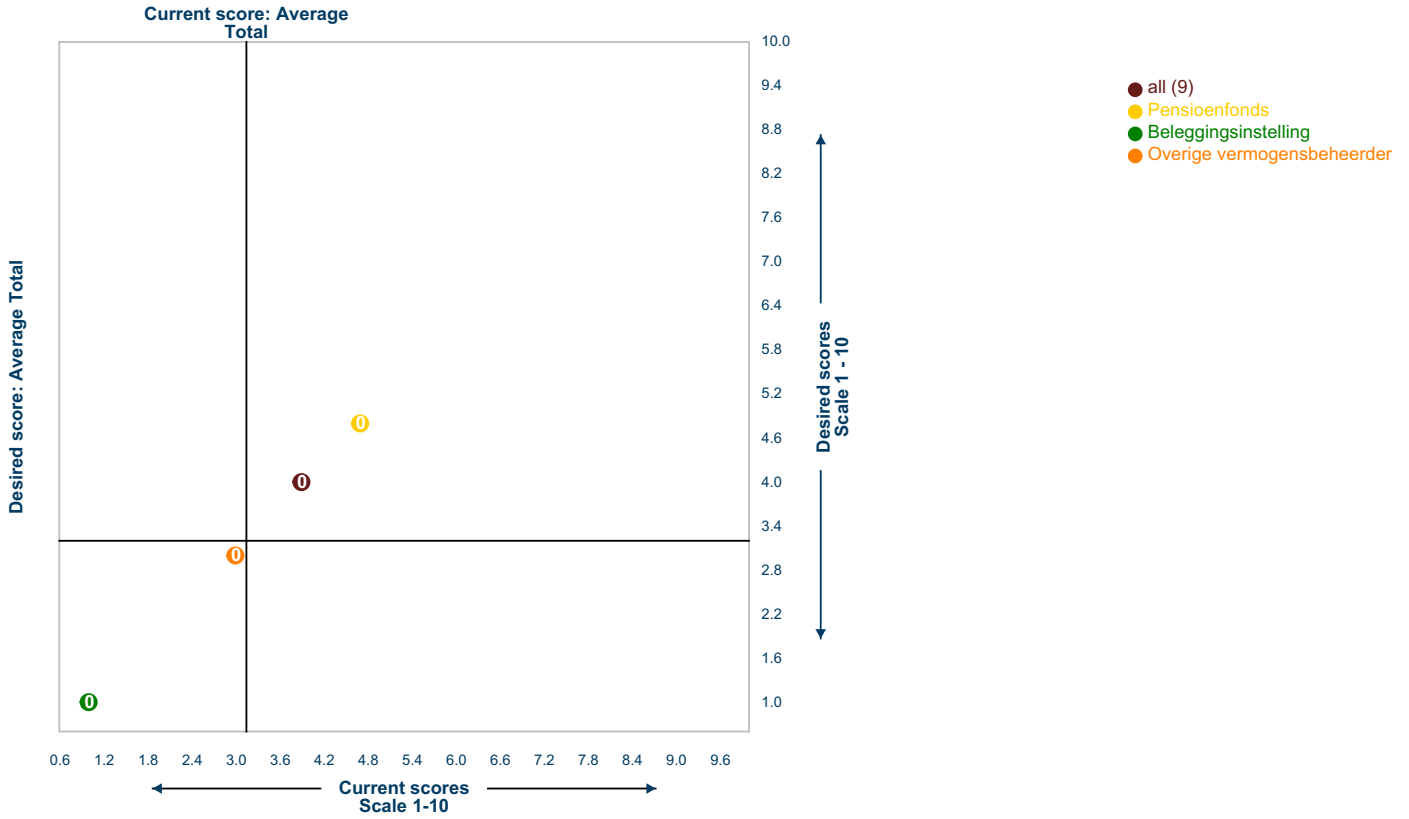


### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het bepalen van uw stem? - Belangenorganisaties

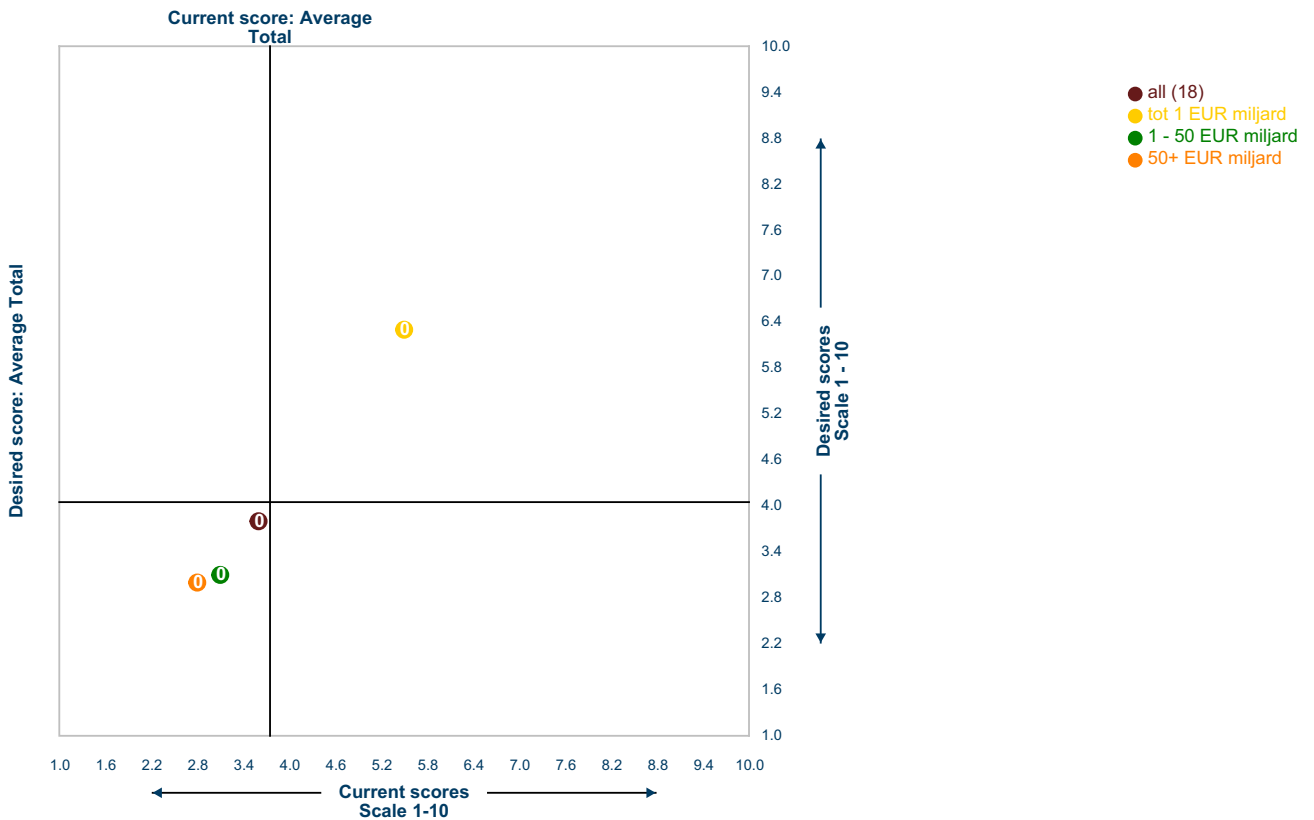
#### belengers(Q95)



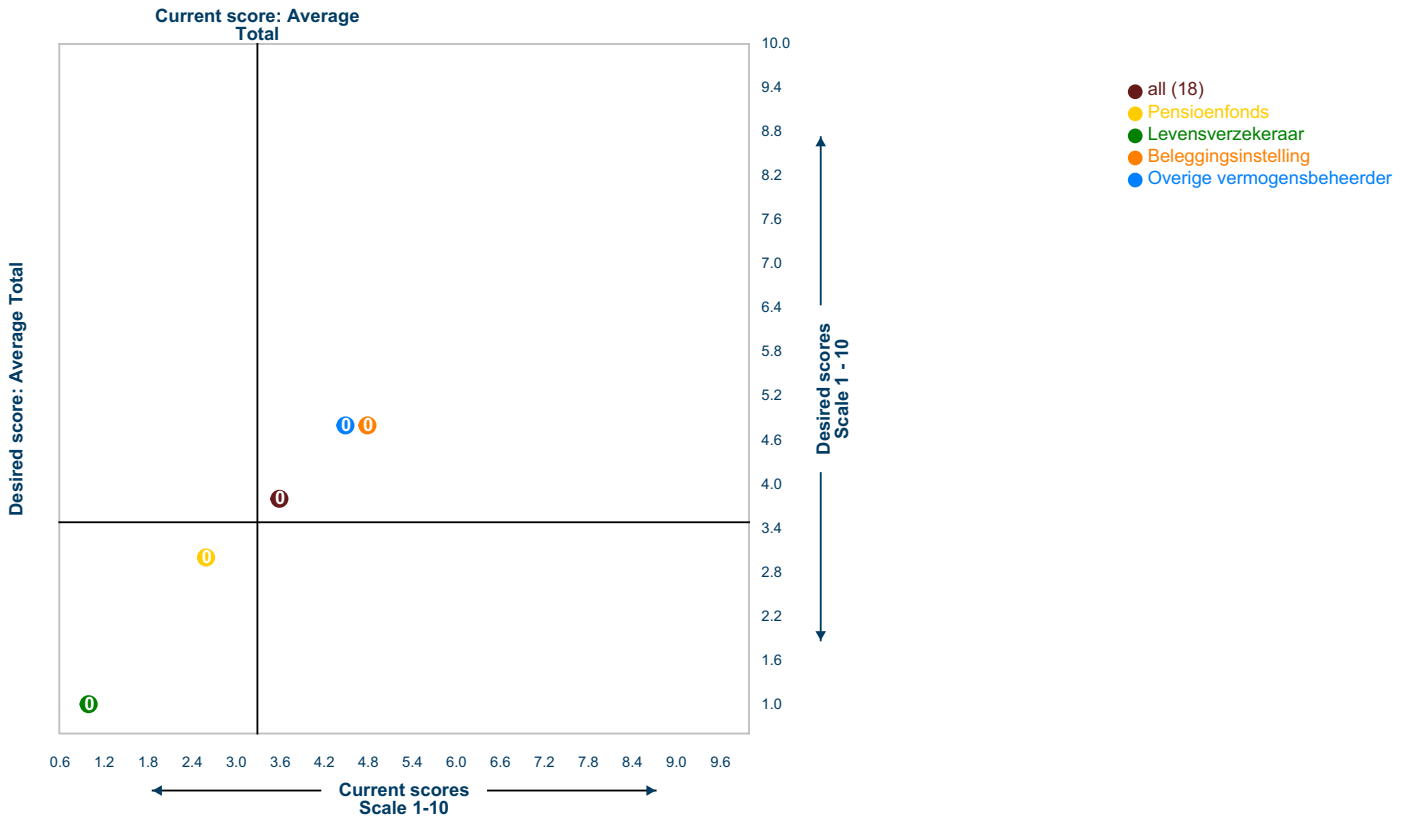
### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het bepalen van uw stem? - Belangenorganisaties beleggers(Q95)



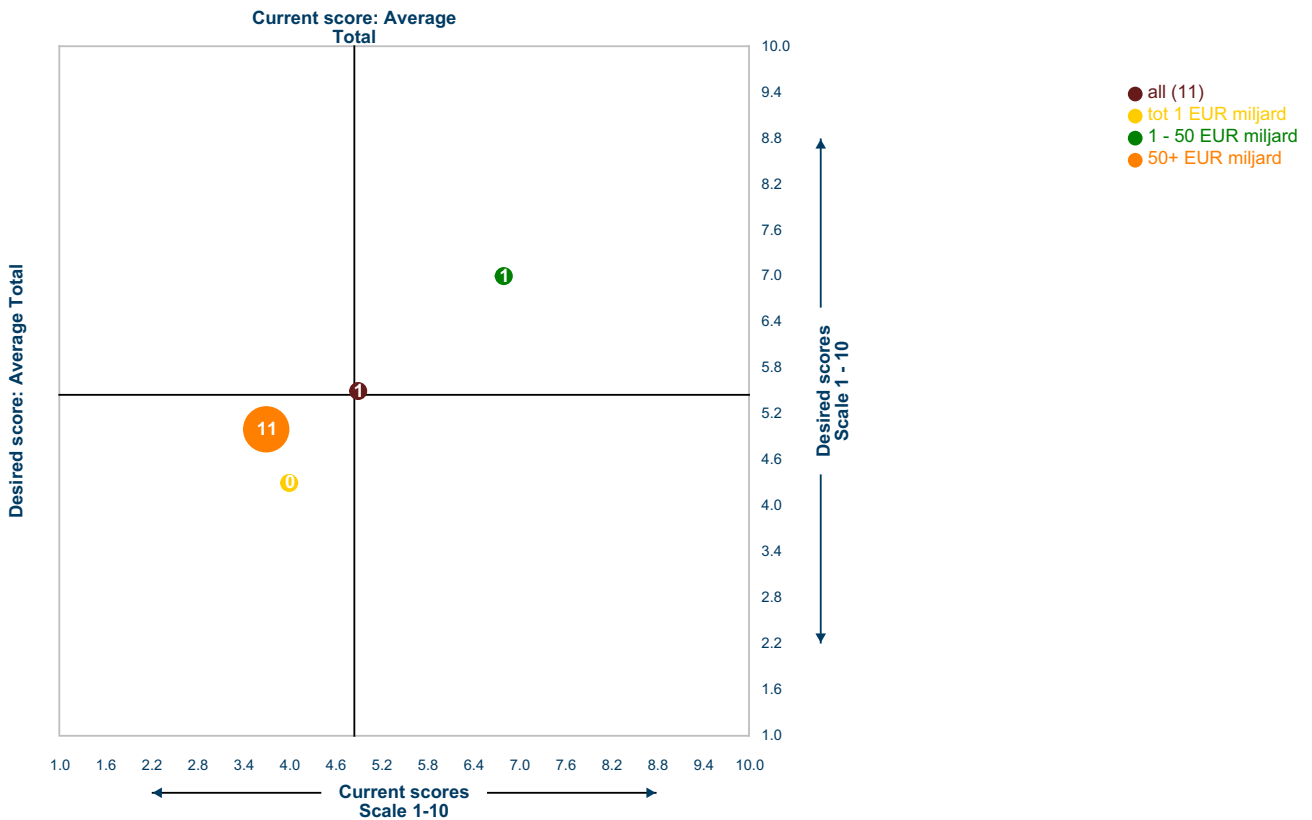
### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het bepalen van uw stem? - Andere beleggers(Q95a)



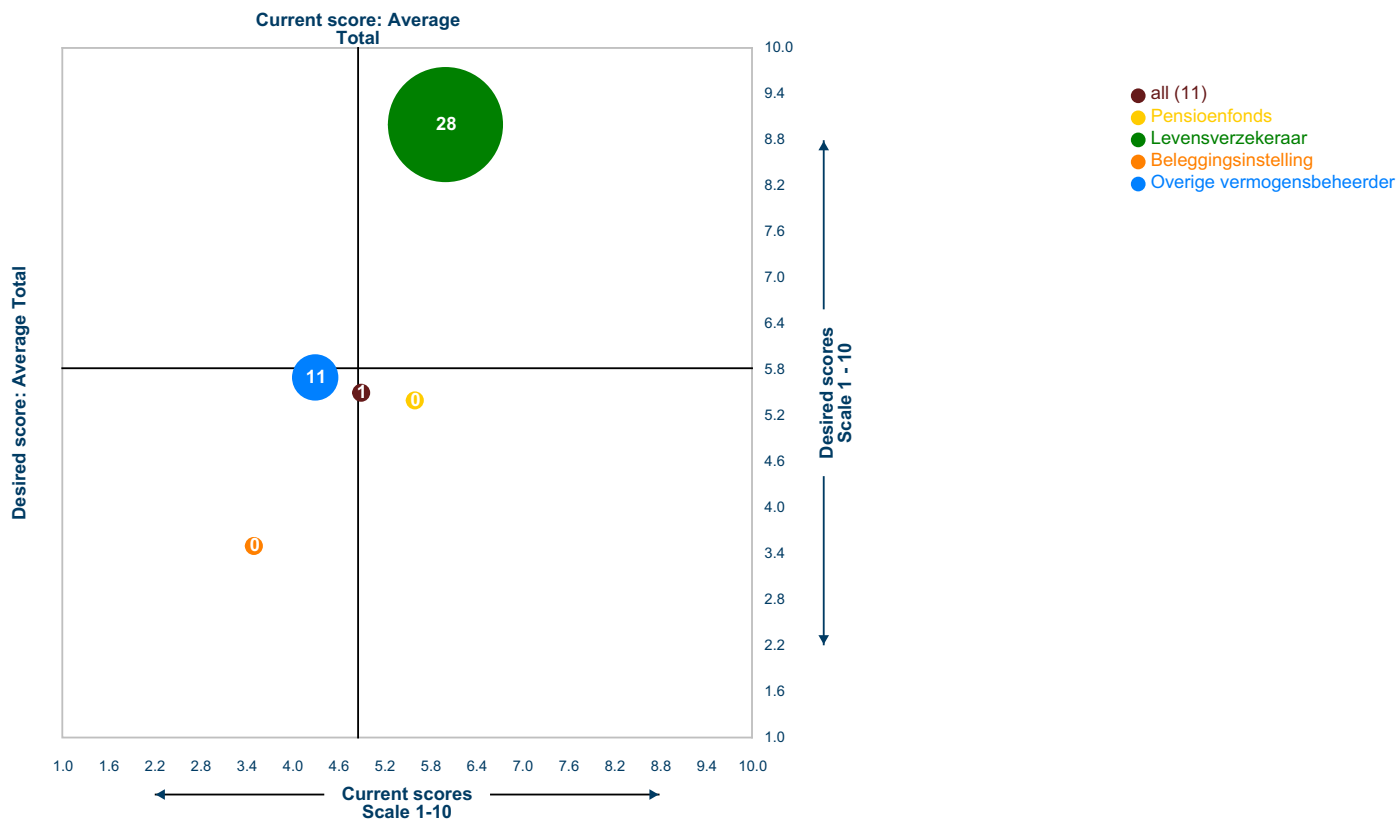
In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het bepalen van uw stem? - Andere beleggers(Q95a)



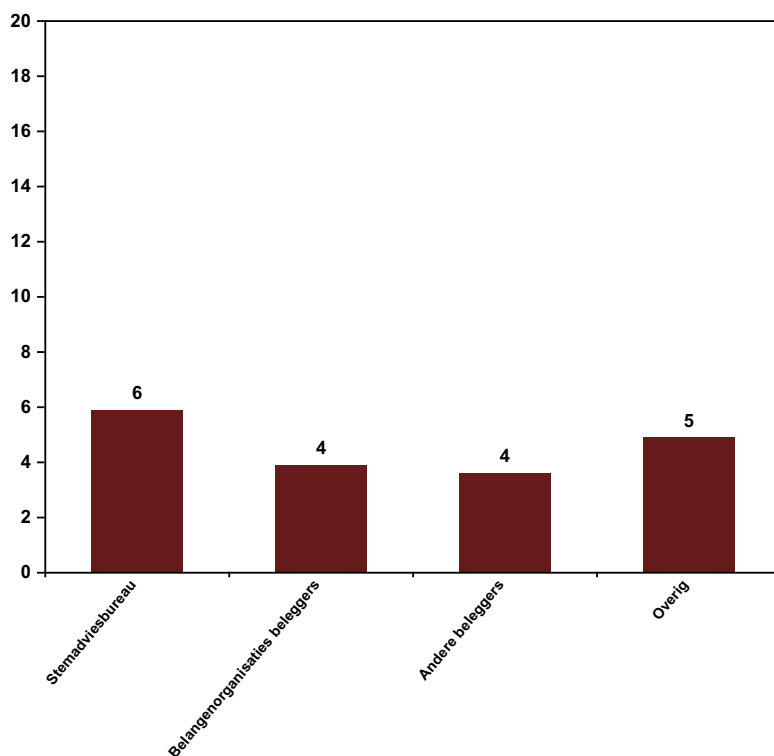
In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het bepalen van uw stem? - Overig(Q96)



### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het bepalen van uw stem? - Overig(Q96)

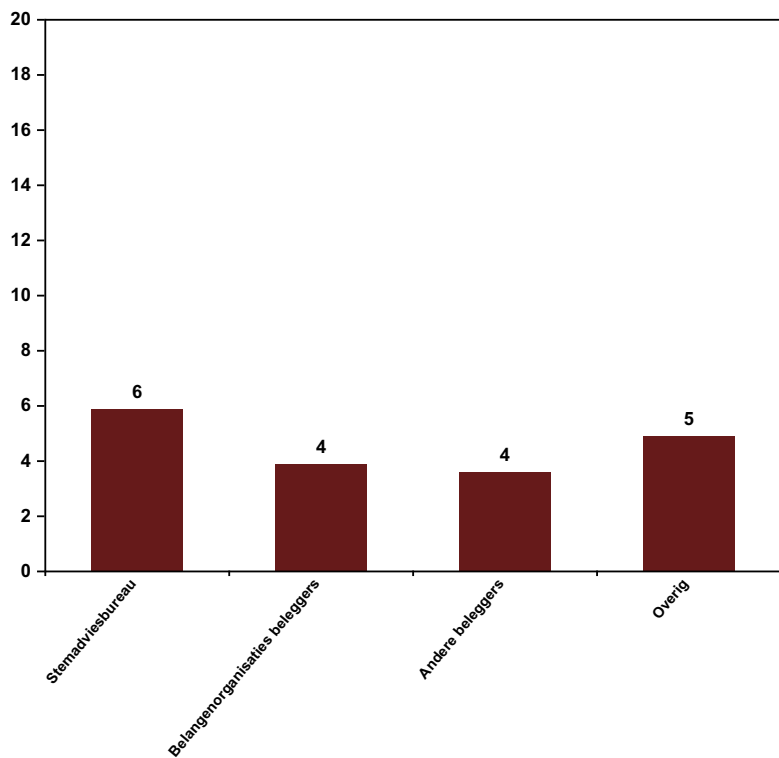


### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het bepalen van uw stem? - Q96a(Q96a)



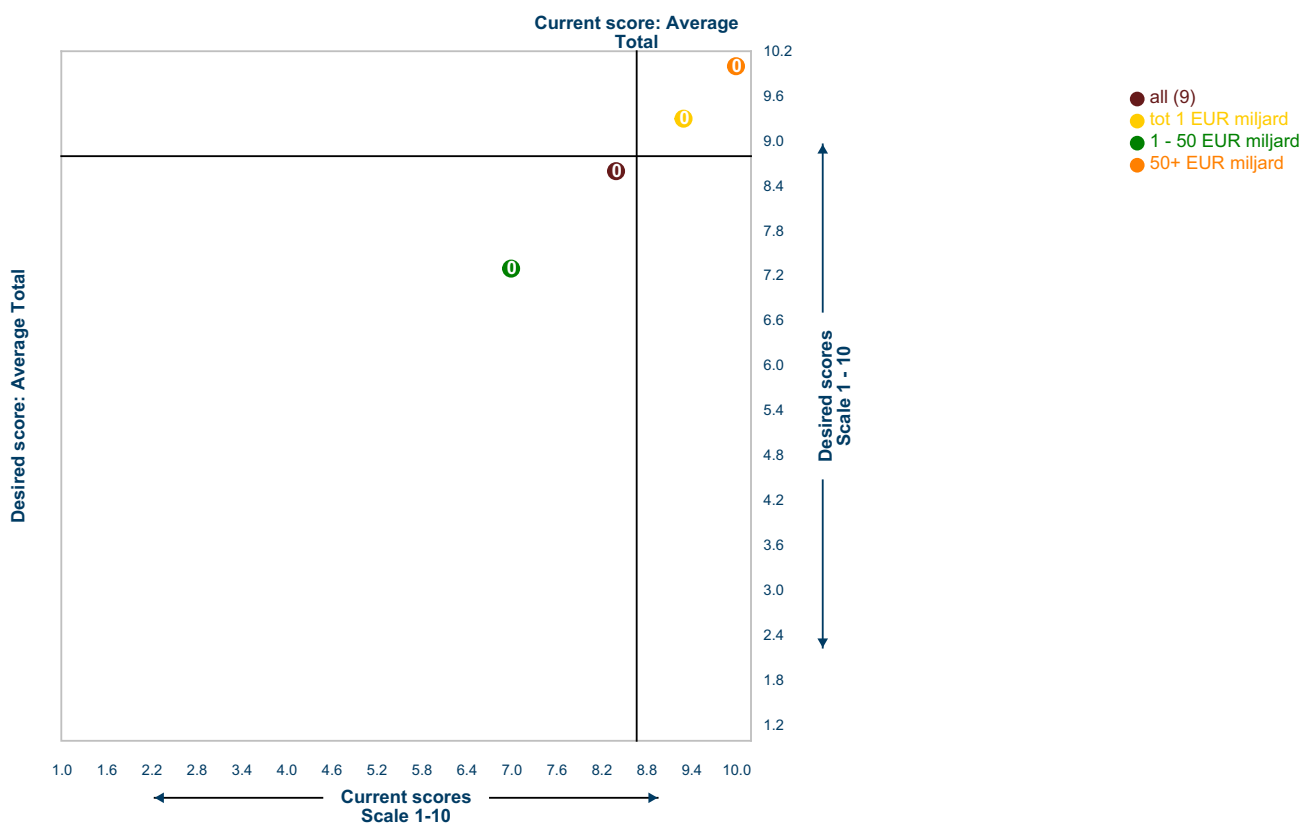
all (18.3)				
Groep	Stemad...	Belang...	Andere...	Overig
all	5.9	3.9	3.6	4.9

### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het bepalen van uw stem? - Q96a(Q96a)



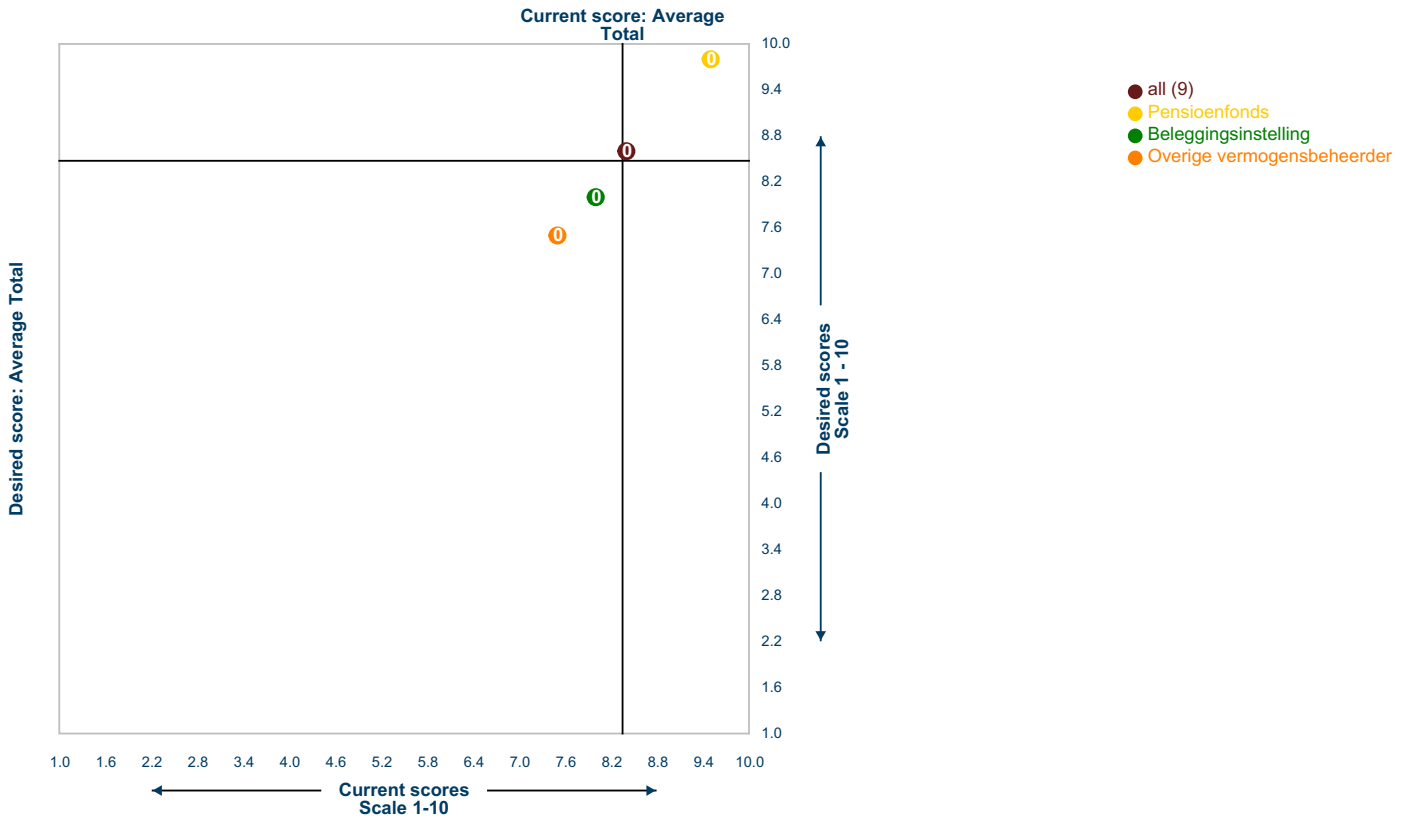
all (18.3)				
Groep	Stemad...	Belang...	Andere...	Overig
all	5.9	3.9	3.6	4.9

### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? - Voting platforms (Internet)(Q90)

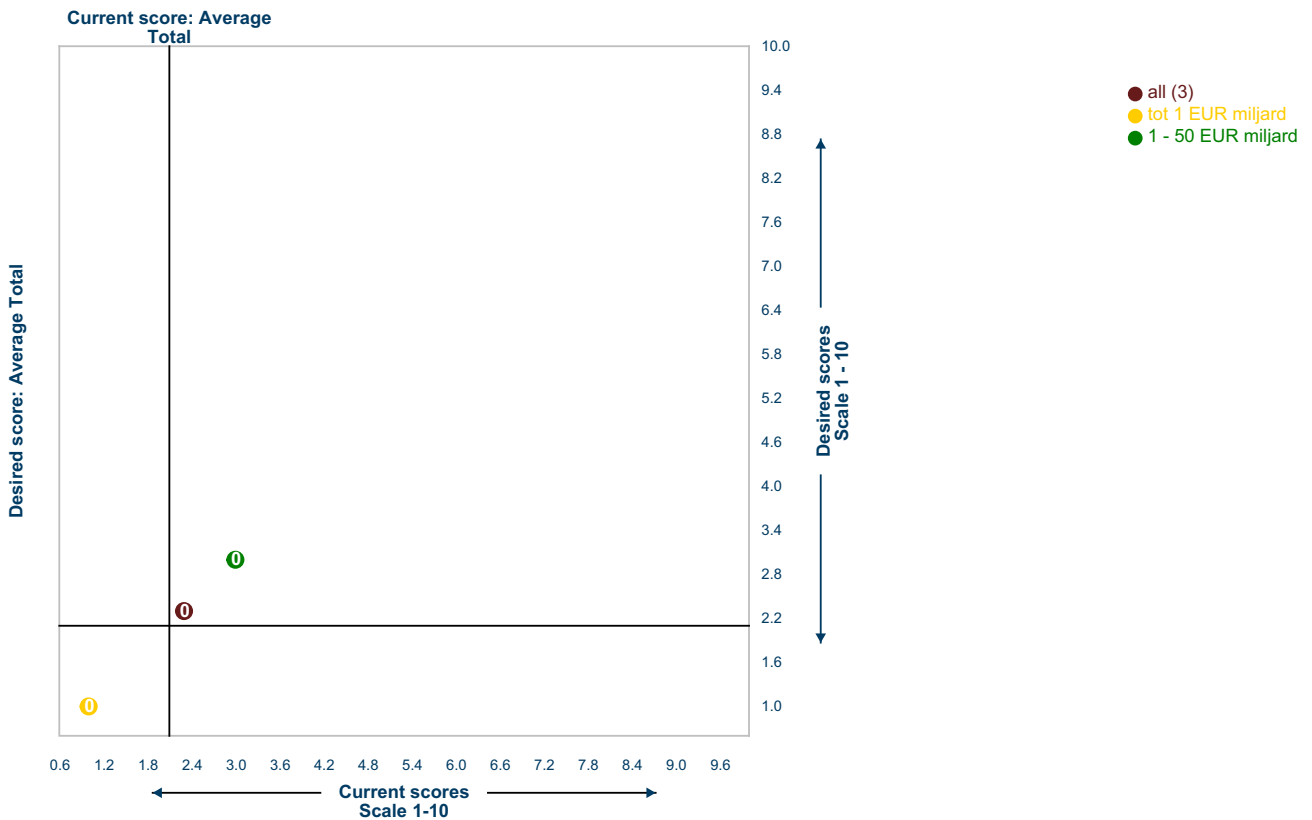




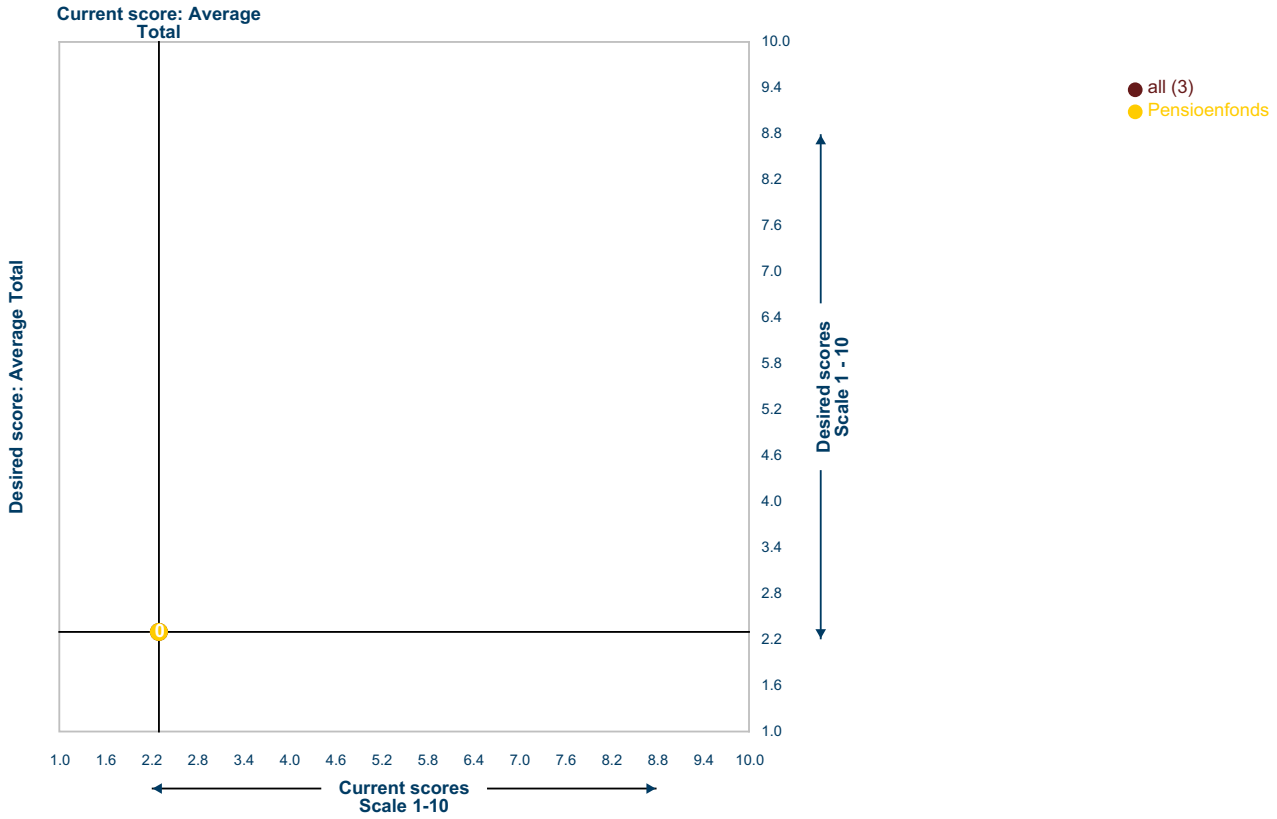
In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? -  
Voting platforms (Internet)(Q90)



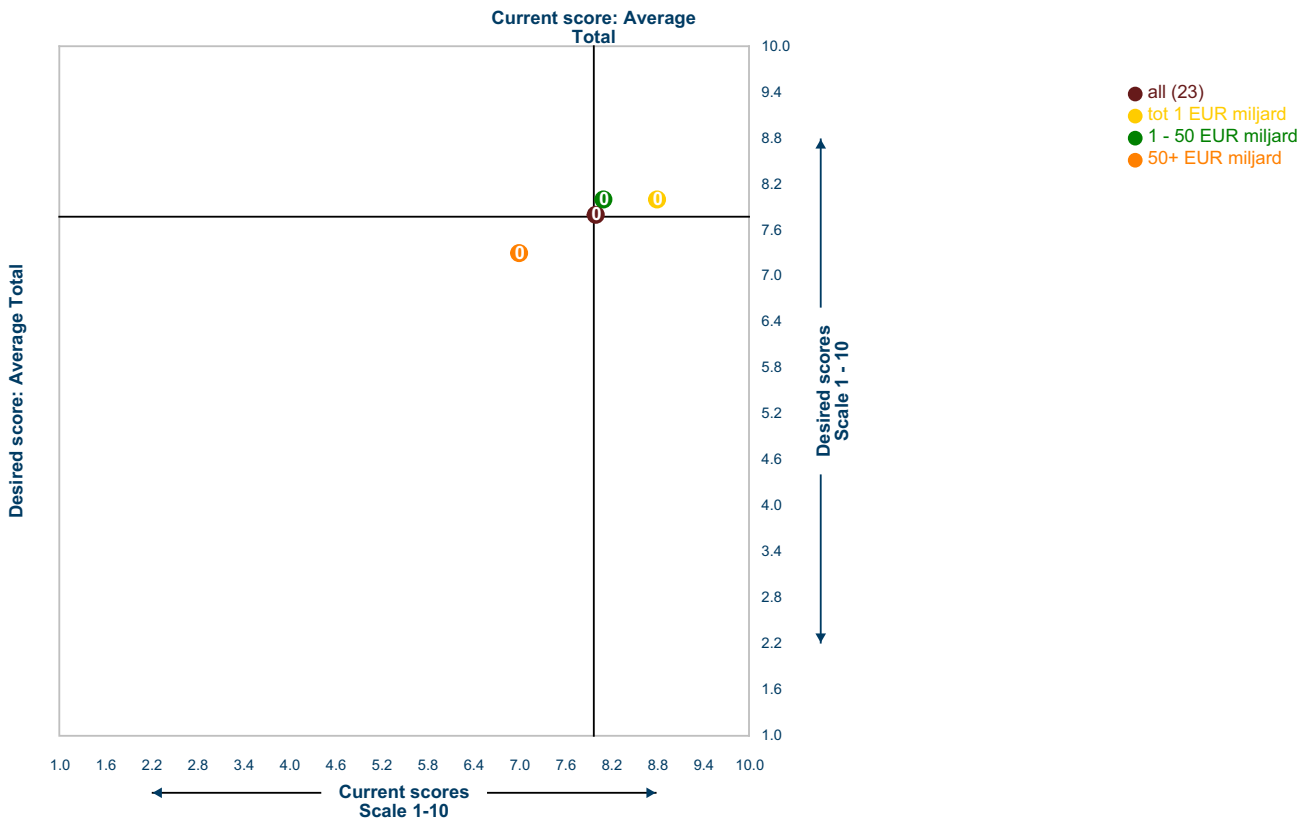
In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? -  
Clearing house(Q91)



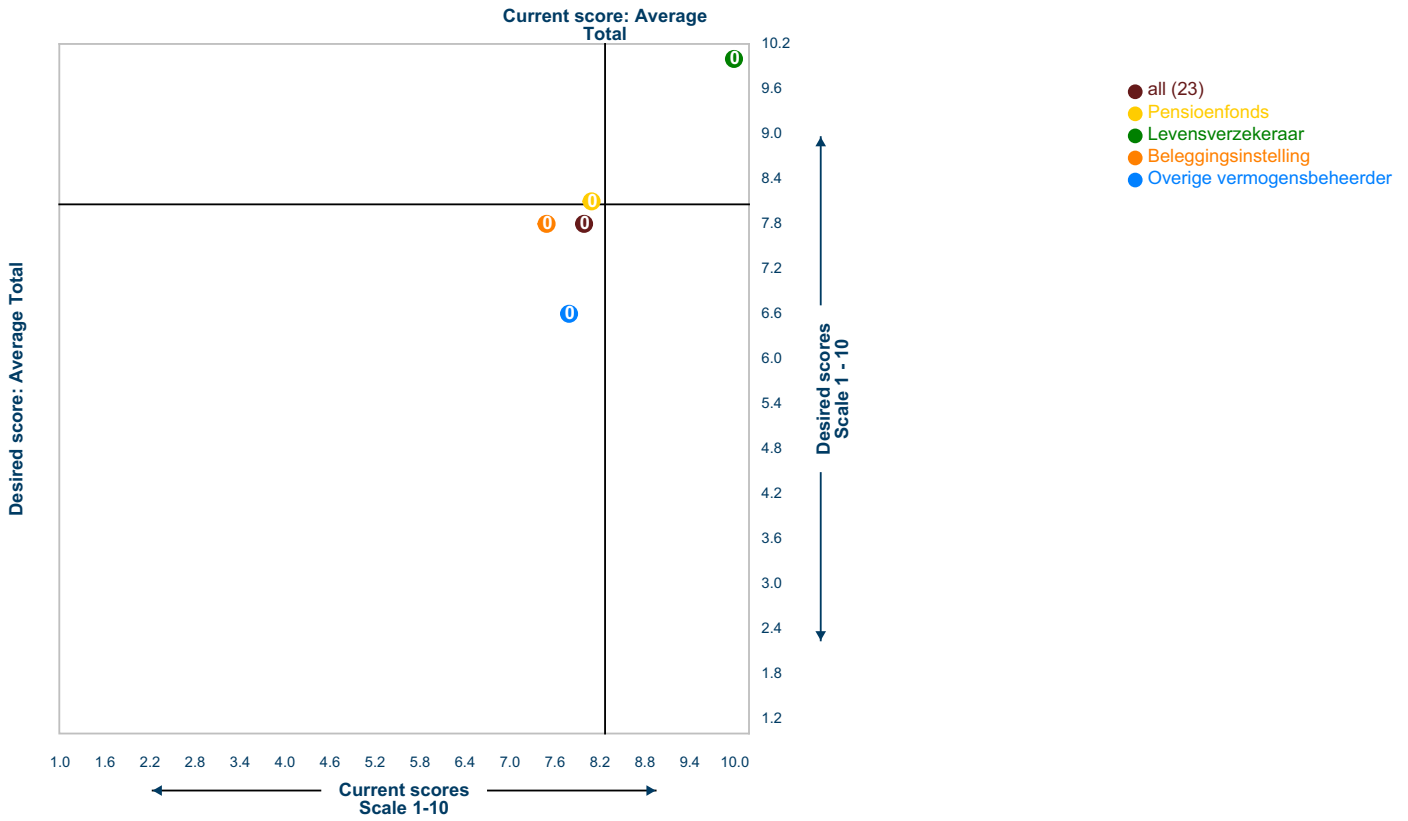
### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? - Clearing house(Q91)



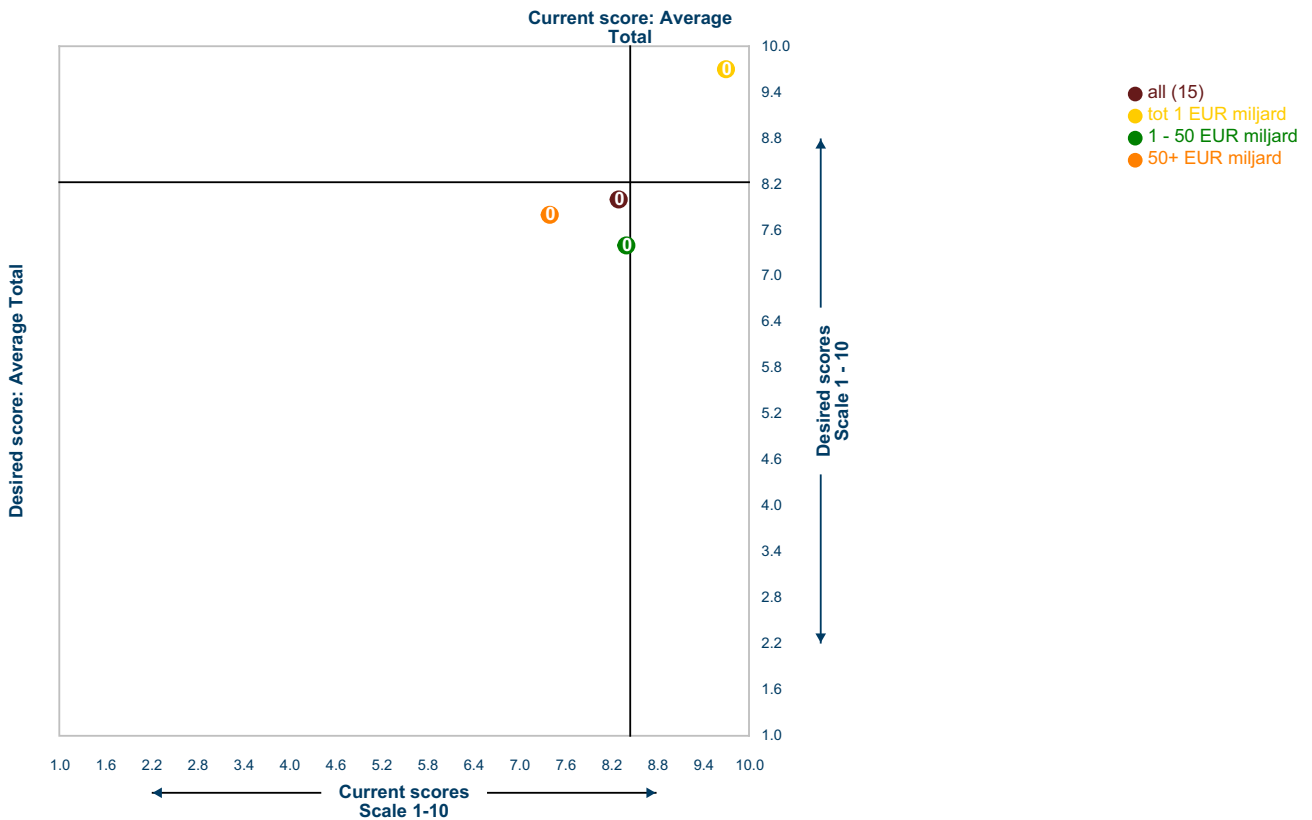
### In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? - Custodian(Q92)



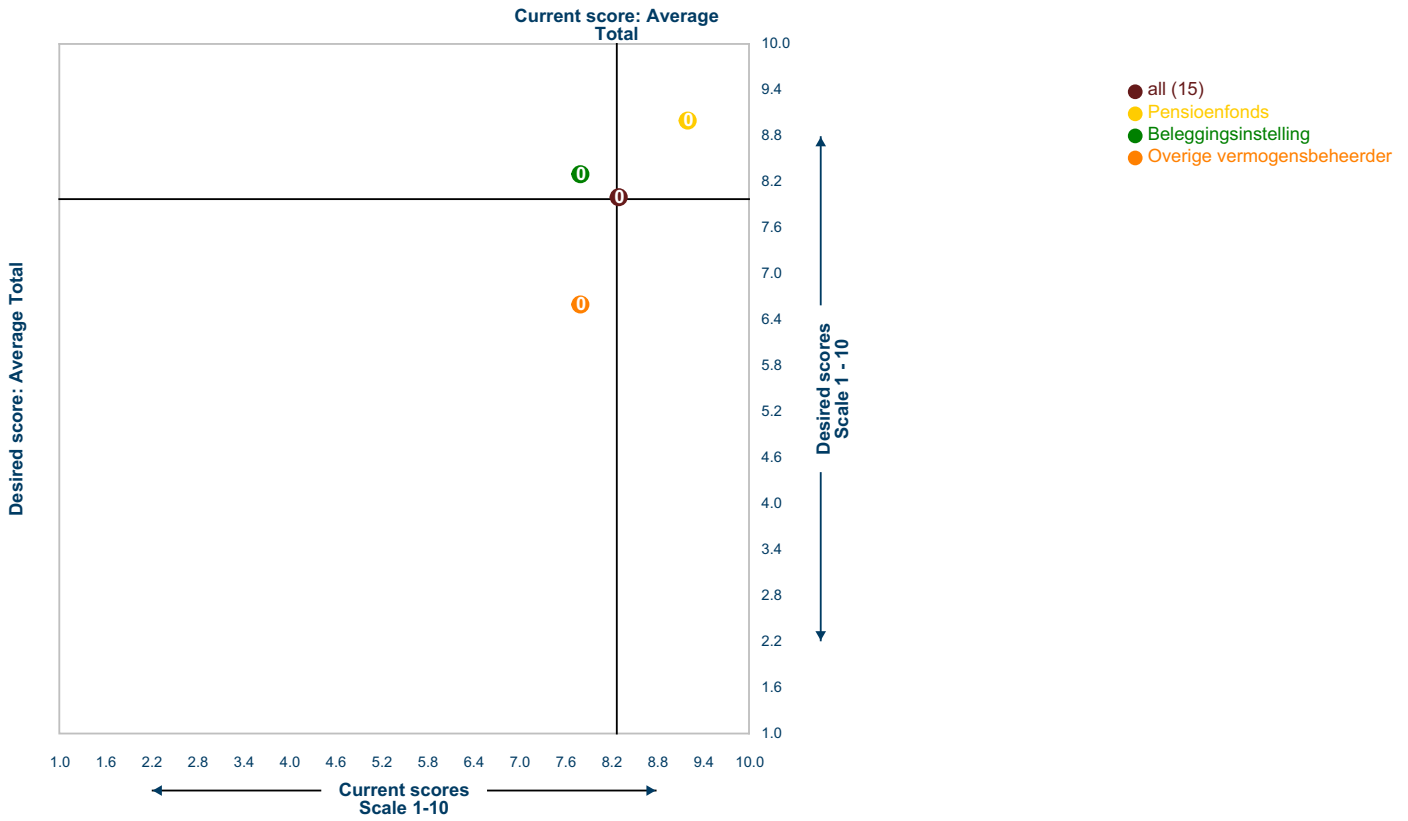
In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? - Custodian(Q92)



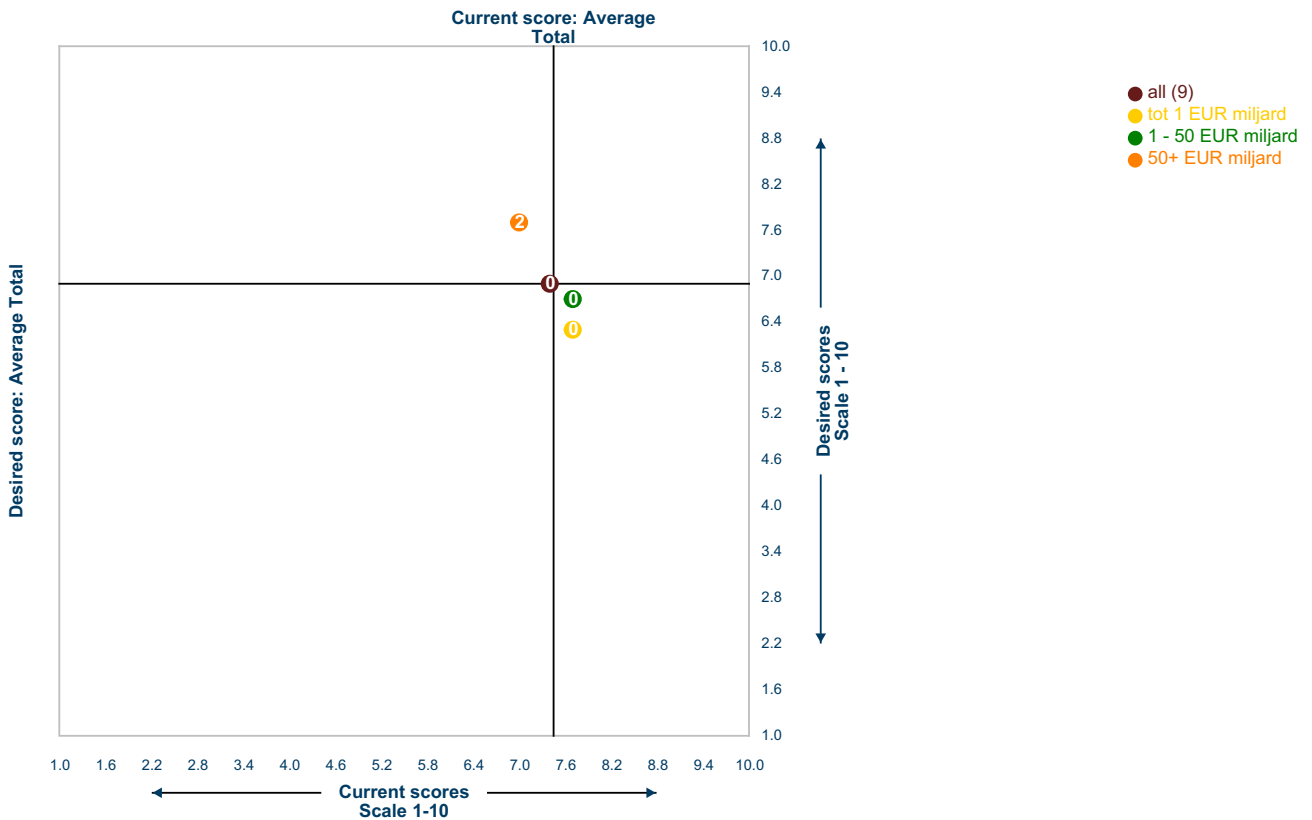
In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? - Sub\_custodian(Q93)



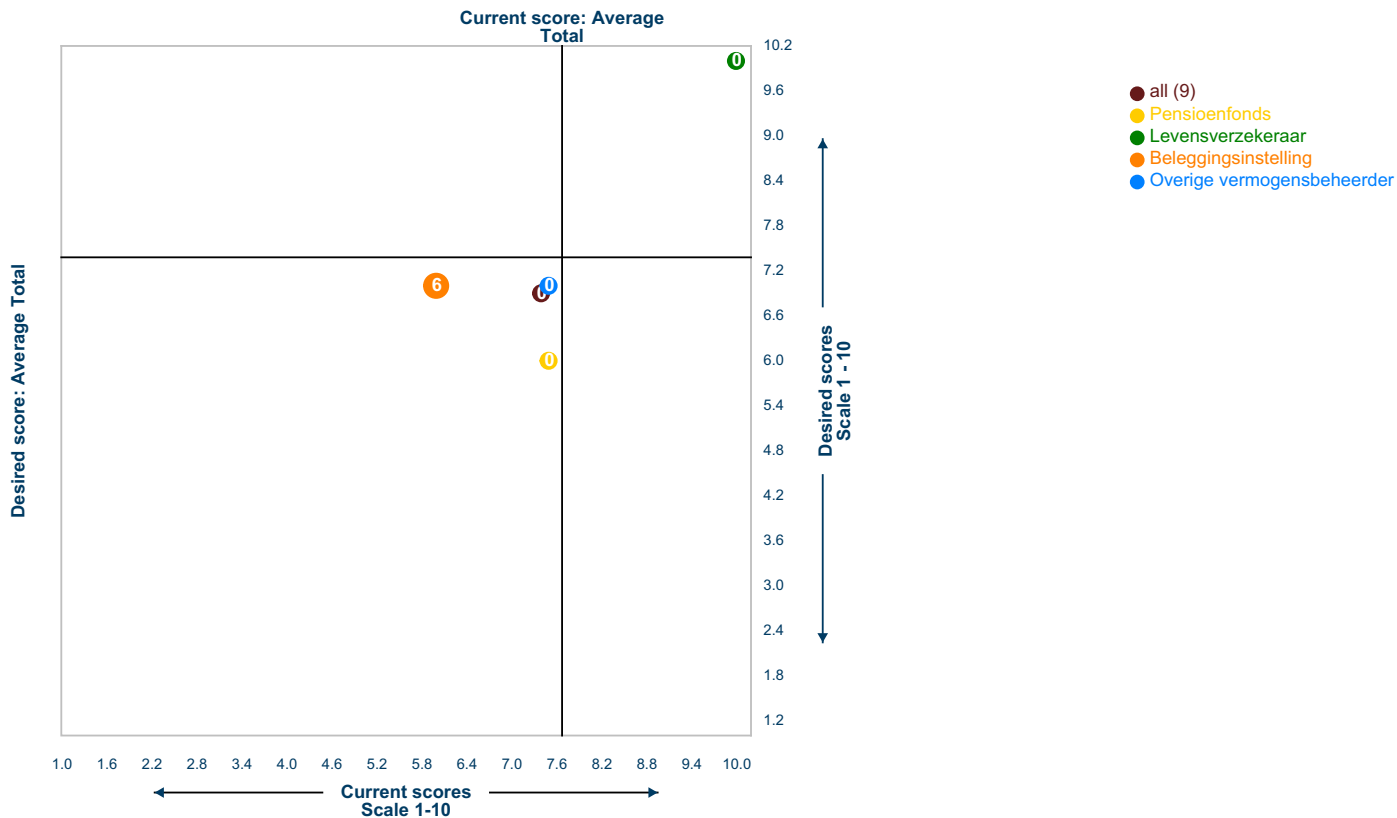
In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? - Sub\_custodian(Q93)



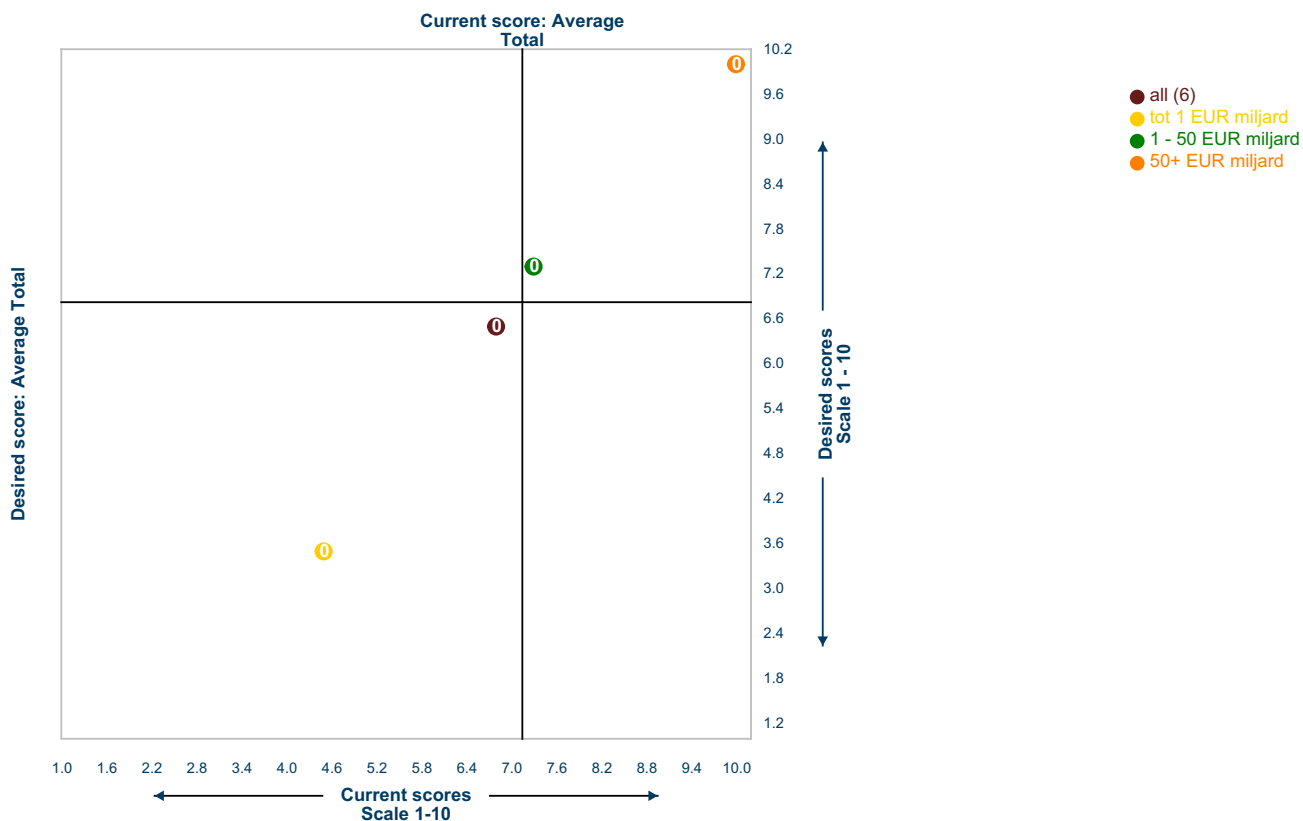
In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? - Notaris vennootschap(Q94)



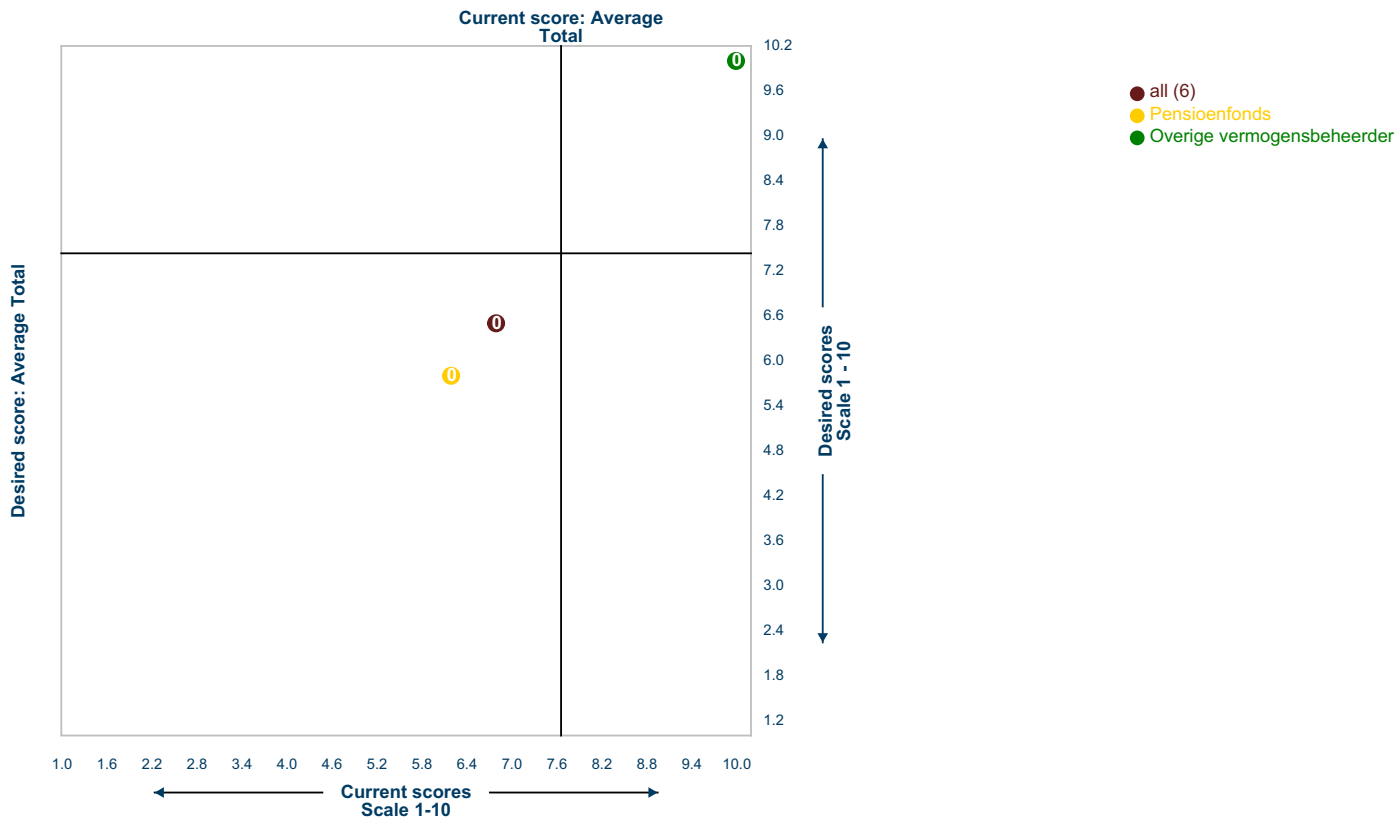
In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? - Notaris vennootschap(Q94)



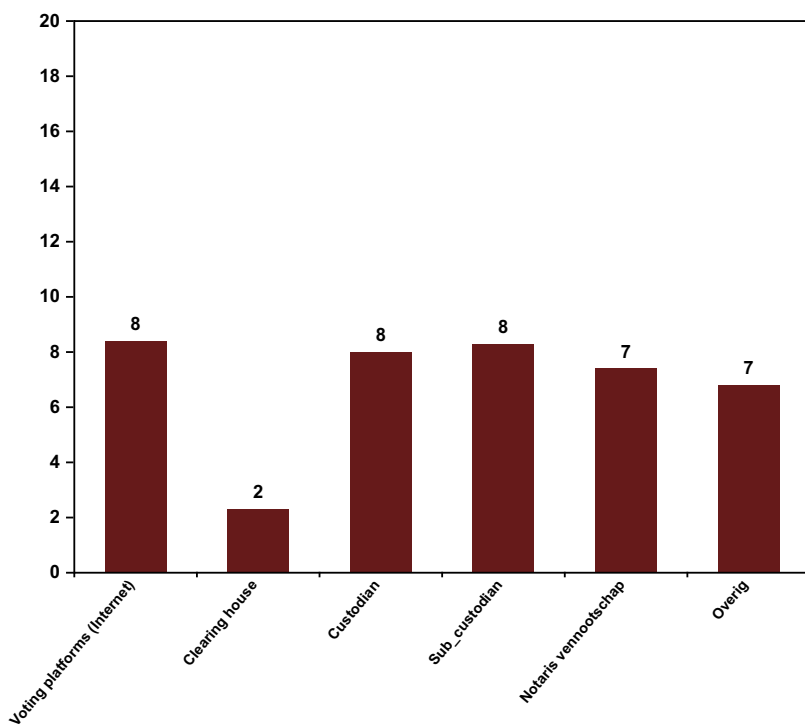
In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? - Overig(Q94a)



In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? - Overig(Q94a)

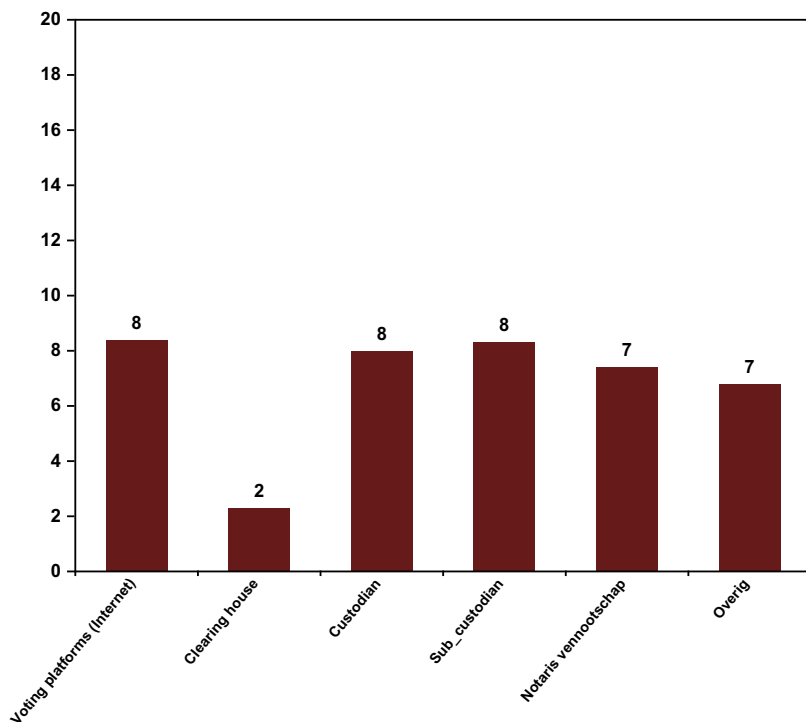


In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? - Q94b(Q94b)



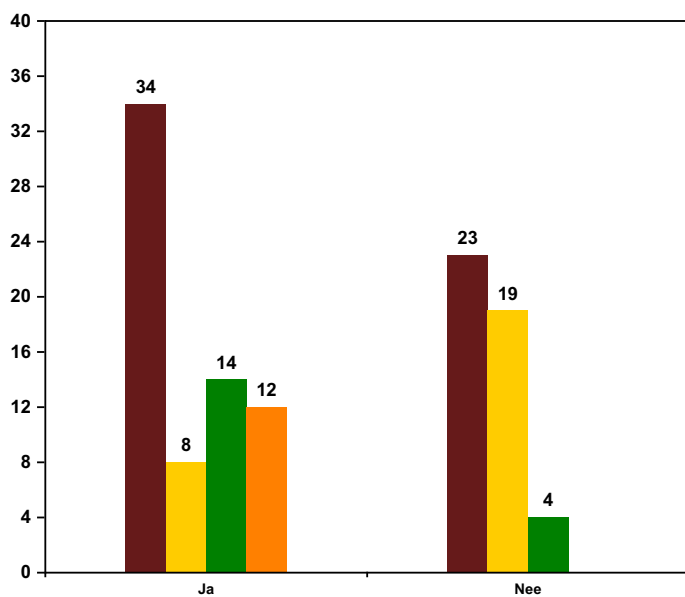
Groep	Voti...	Clea...	Cust...	Sub_...	Nota...	Over...
all (41.2)	8.4	2.3	8	8.3	7.4	6.8

In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem? - Q94b(Q94b)



Groep	Voti...	Clea...	Cust...	Sub_...	Nota...	Over...
all (41.2)	8.4	2.3	8	8.3	7.4	6.8

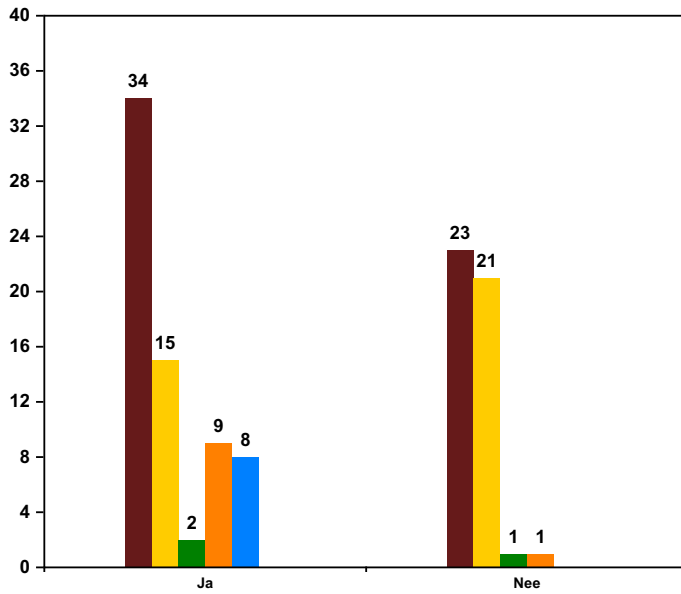
Geeft u de proxy holder expliciet opdracht hoe uw stem uit te brengen?(Q97)



Groep	Ja	Nee
all (57)	60%	40%
tot 1 E...	30%	70%
1 - 50 ...	78%	22%
50+ EUR...	100%	

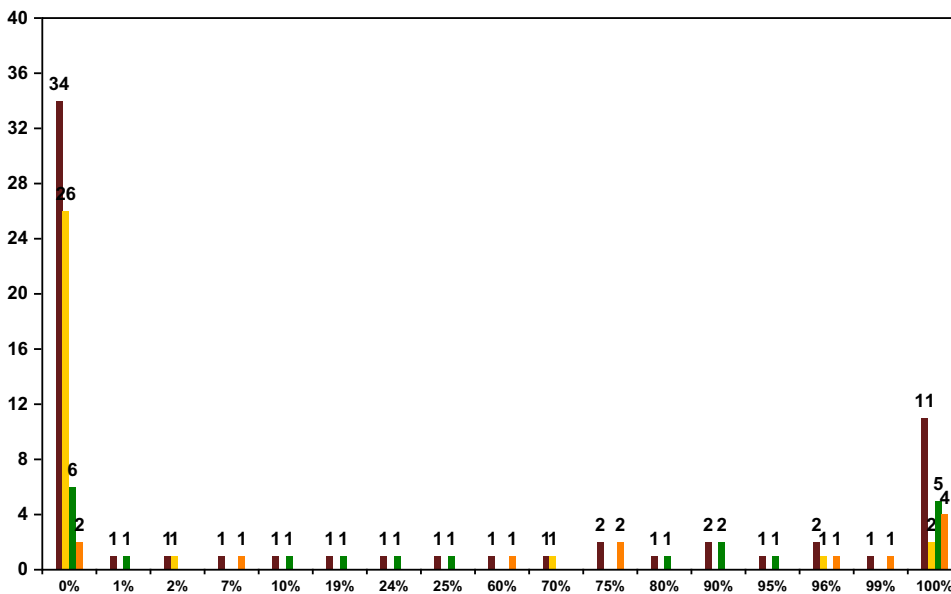
Groep	Ja	Nee
all	60%	40%
tot 1 E...	30%	70%
1 - 50 ...	78%	22%
50+ EUR...	100%	

### Geeft u de proxy holder expliciet opdracht hoe uw stem uit te brengen?(Q97)



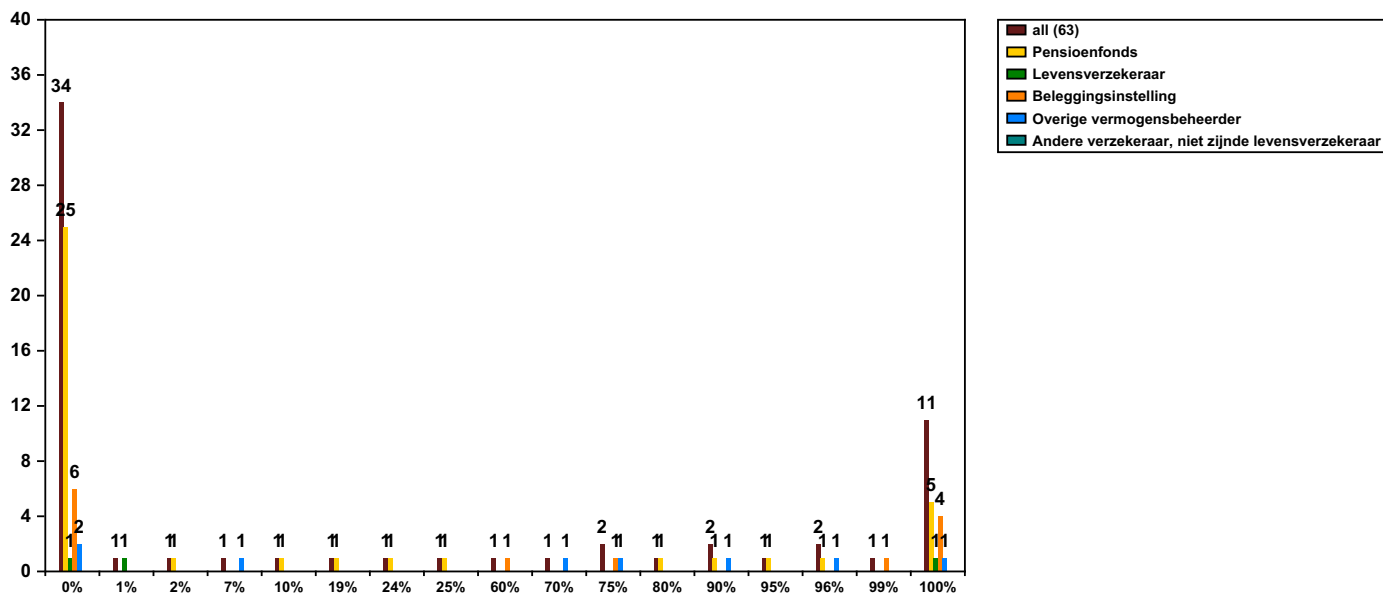
Groep	Ja	Nee
all	60%	40%
Pensioe...	42%	58%
Levensv...	67%	33%
Beleggi...	90%	10%
Overige...	100%	
Andere ...		

### In welke mate weet u uiteindelijk of de proxy holder uw stem uitbrengt, wanneer u bij volmacht uw stem laat uitbrengen?(Q98\_question)

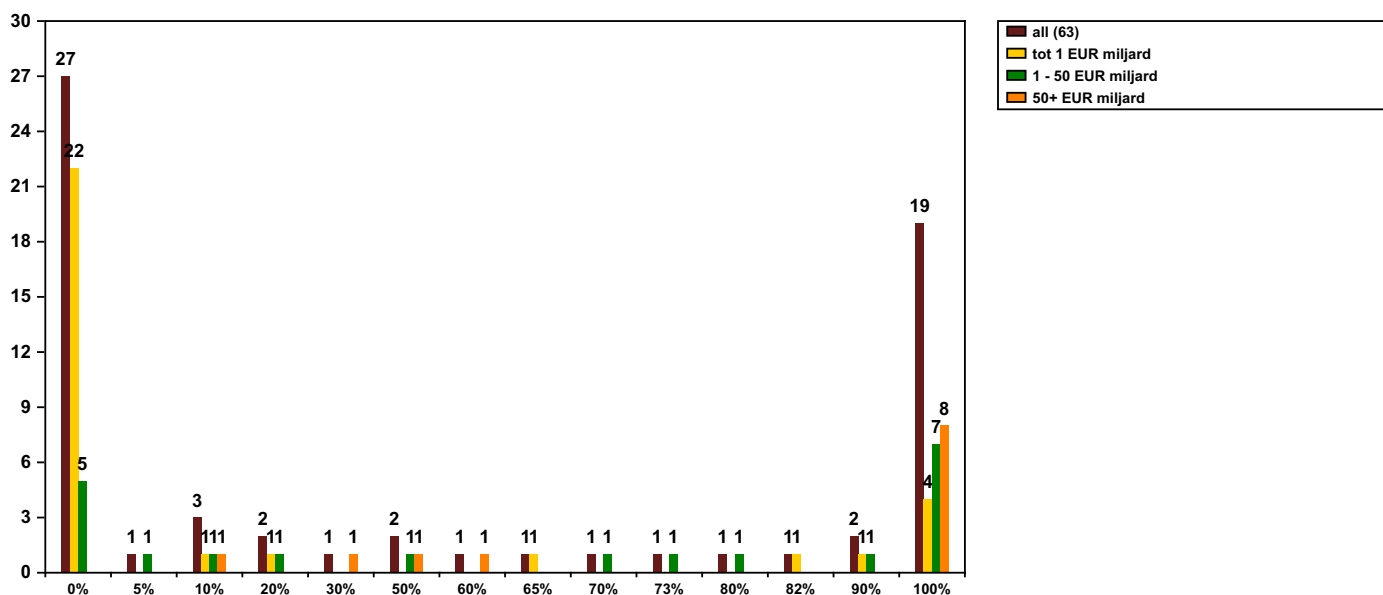




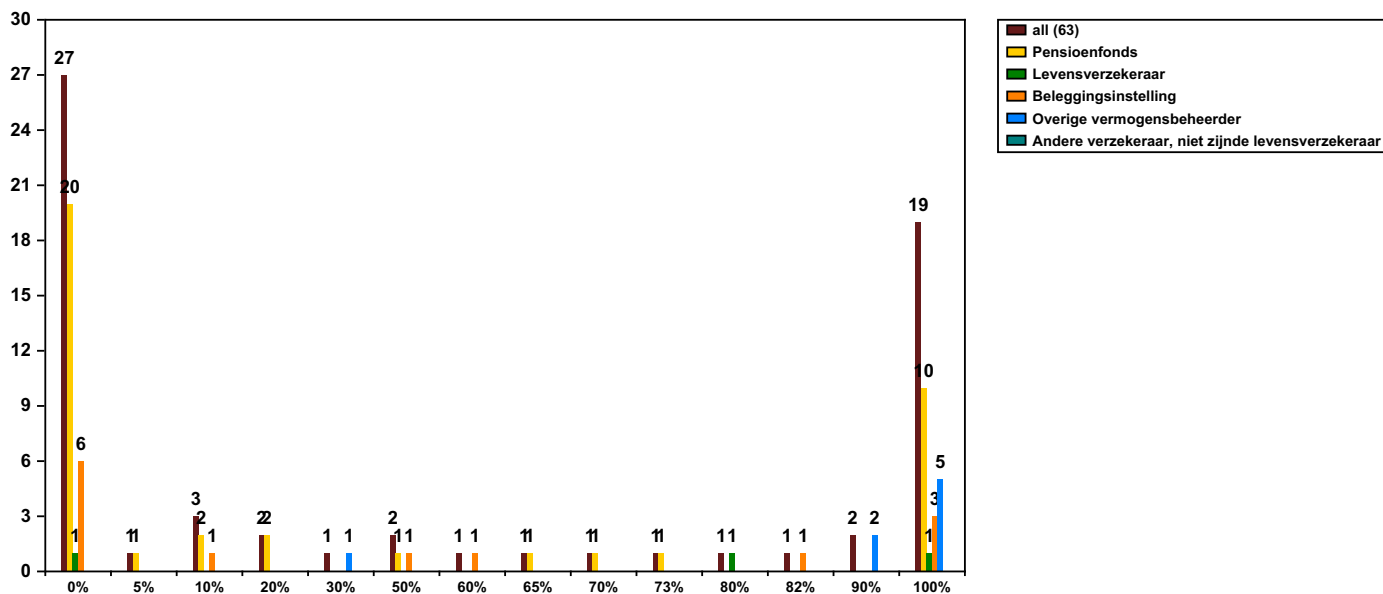
In welke mate weet u uiteindelijk of de proxy holder uw stem uitbrengt, wanneer u bij volmacht uw stem laat uitbrengen?(Q98\_question)



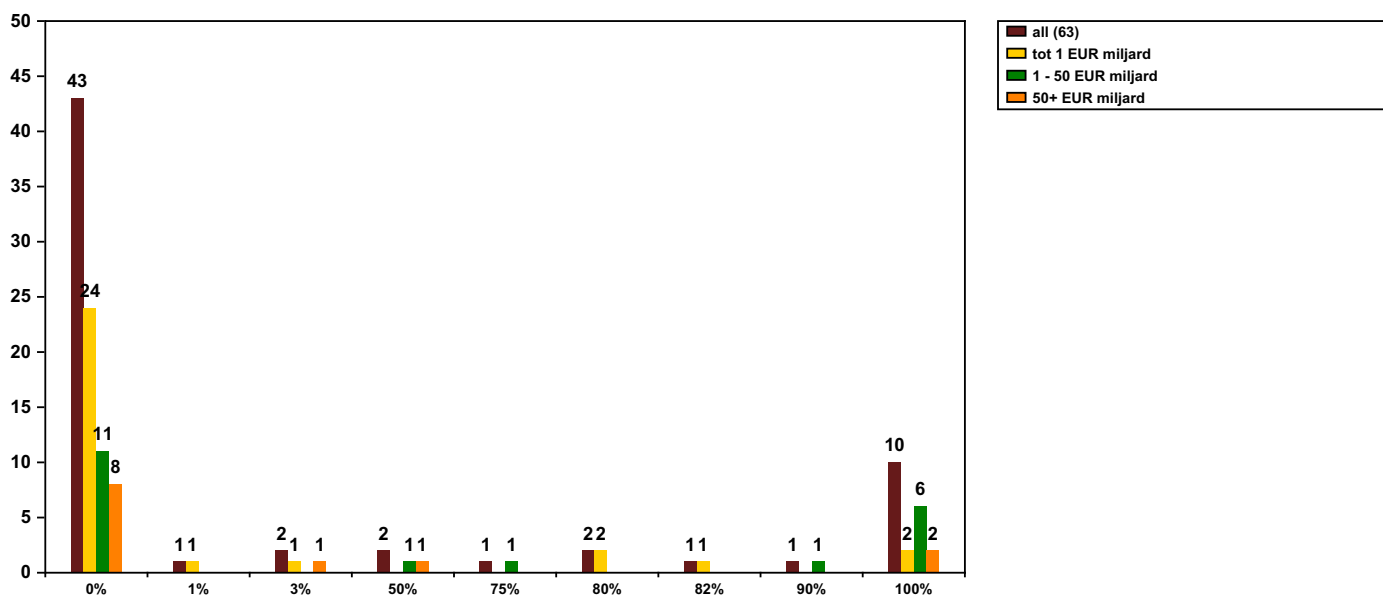
In welke mate bent u van mening dat de keten tussen de aandeelhouder en het uiteindelijk uitbrengen van de stem geaudit zou moeten worden?(Q100\_question)



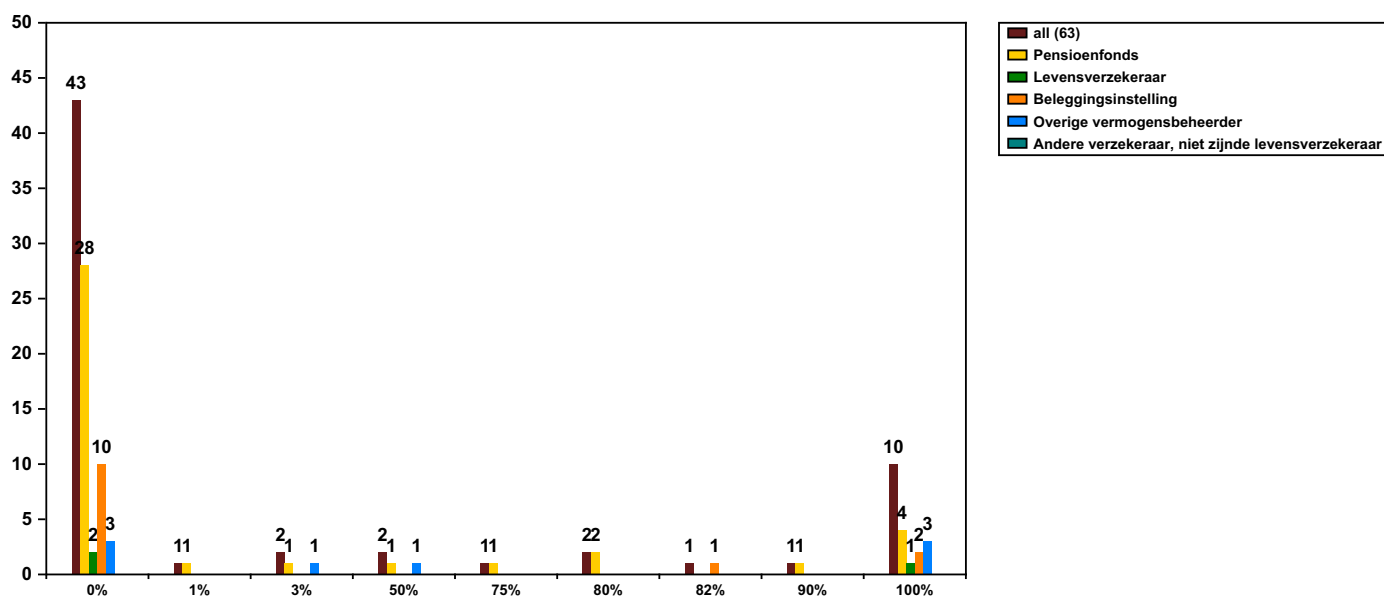
In welke mate bent u van mening dat de keten tussen de aandeelhouder en het uiteindelijk uitbrengen van de stem geaudit zou moeten worden?(Q100\_question)



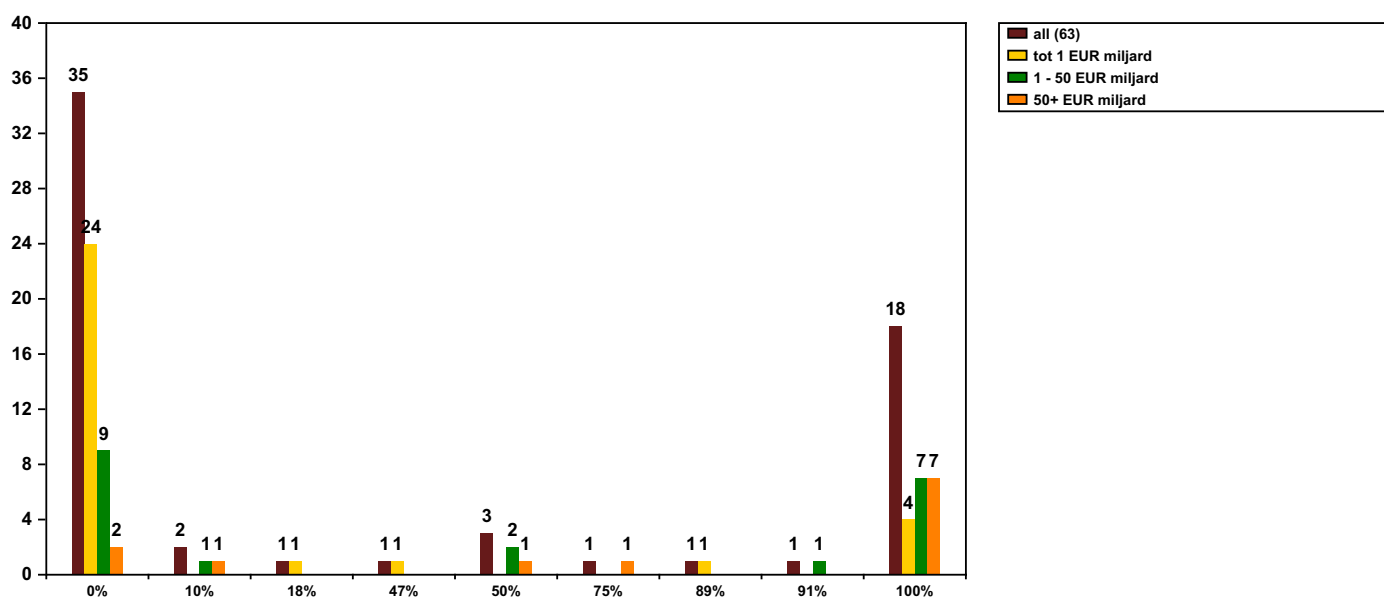
In welke mate mag uw proxyholder voorafgaand aan de B-AvA uw stemmen aan de vennootschap bekend maken?(Q101\_question)



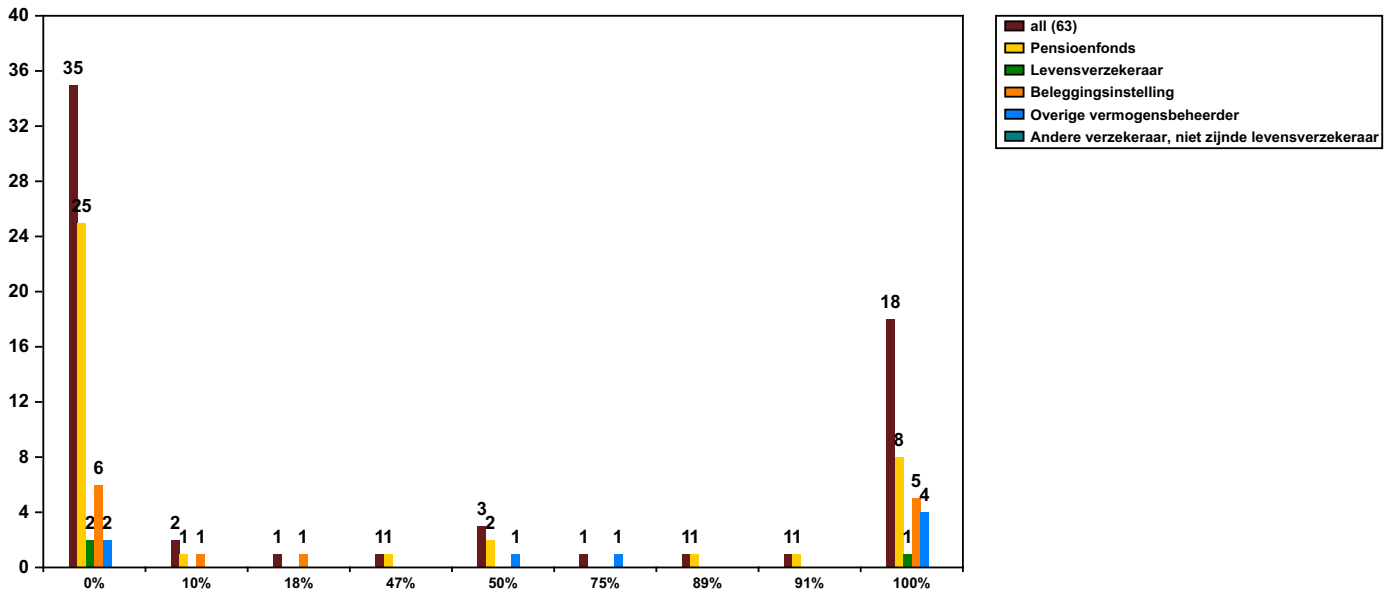
### In welke mate mag uw proxyholder voorafgaand aan de B-AvA uw stemmen aan de vennootschap bekend maken?(Q101\_question)



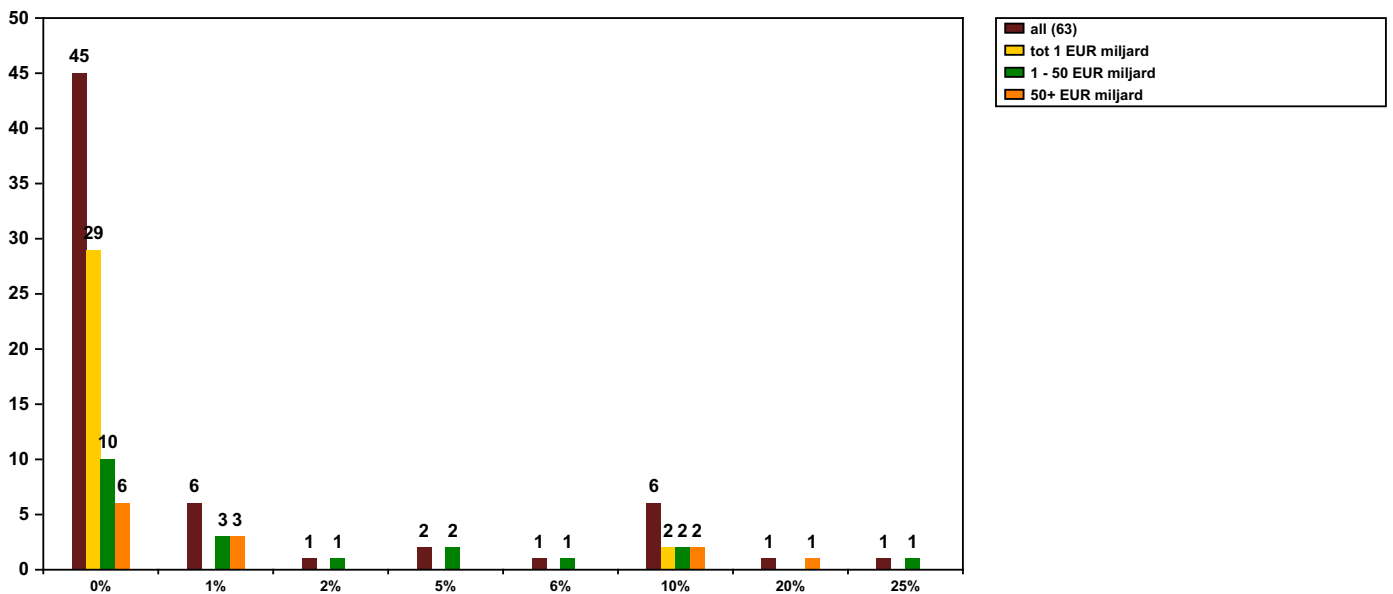
### In welke mate mag uw proxyholder alleen tijdens de B-AvA uw stemmen aan de vennootschap bekend maken?(Q102\_question)



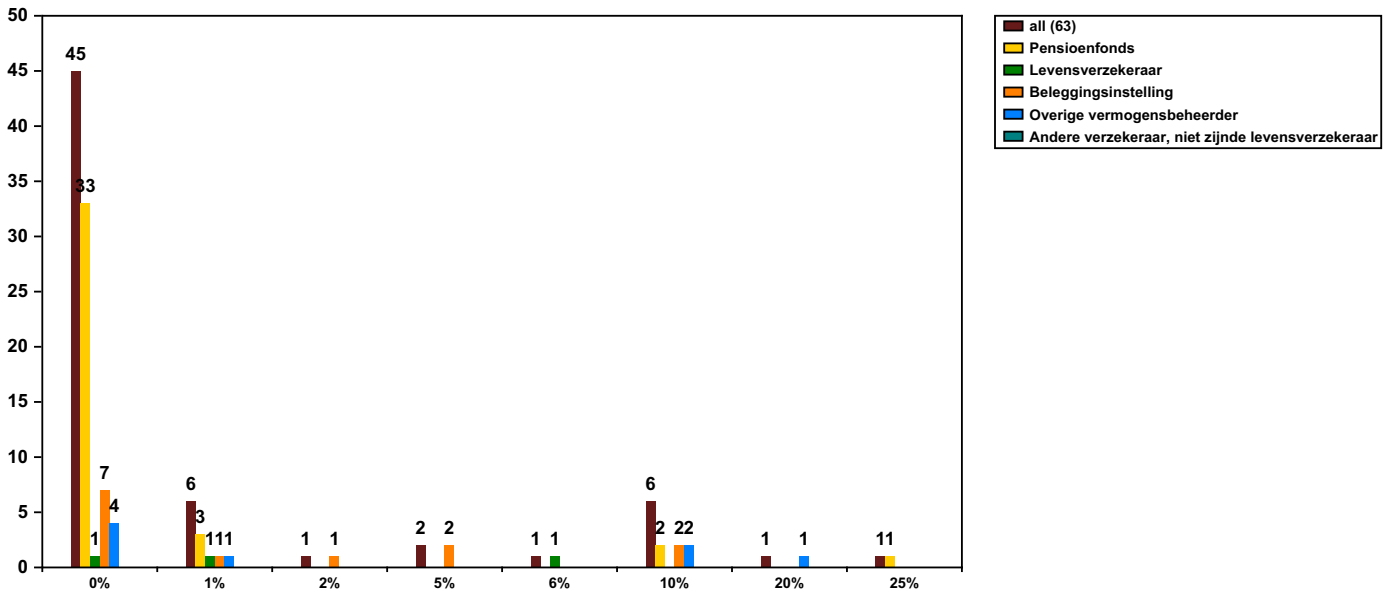
In welke mate mag uw proxyholder alleen tijdens de B-AvA uw stemmen aan de vennootschap bekend maken?(Q102\_question)



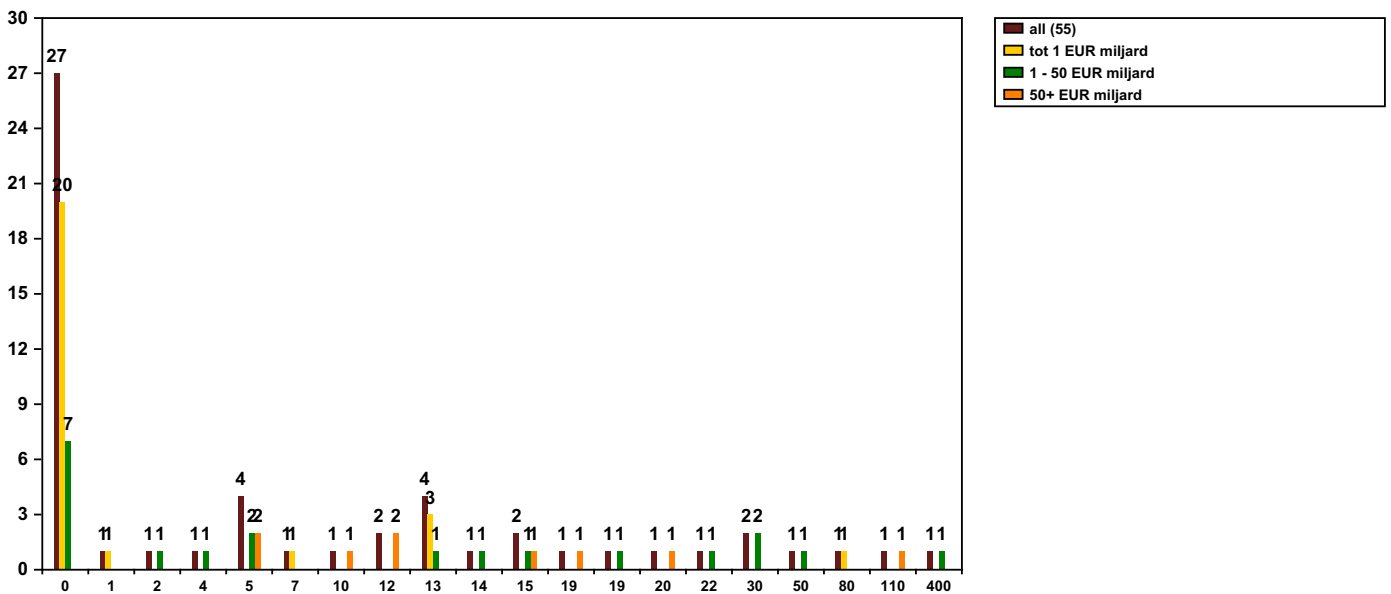
Hoeveel procent van uw tijdens de B-AvA uit te brengen stemmen was, voorafgaand aan de behandeling van het agendapunt op de B-AvA, bij de andere aandeelhouders bekend?(Q105\_question)



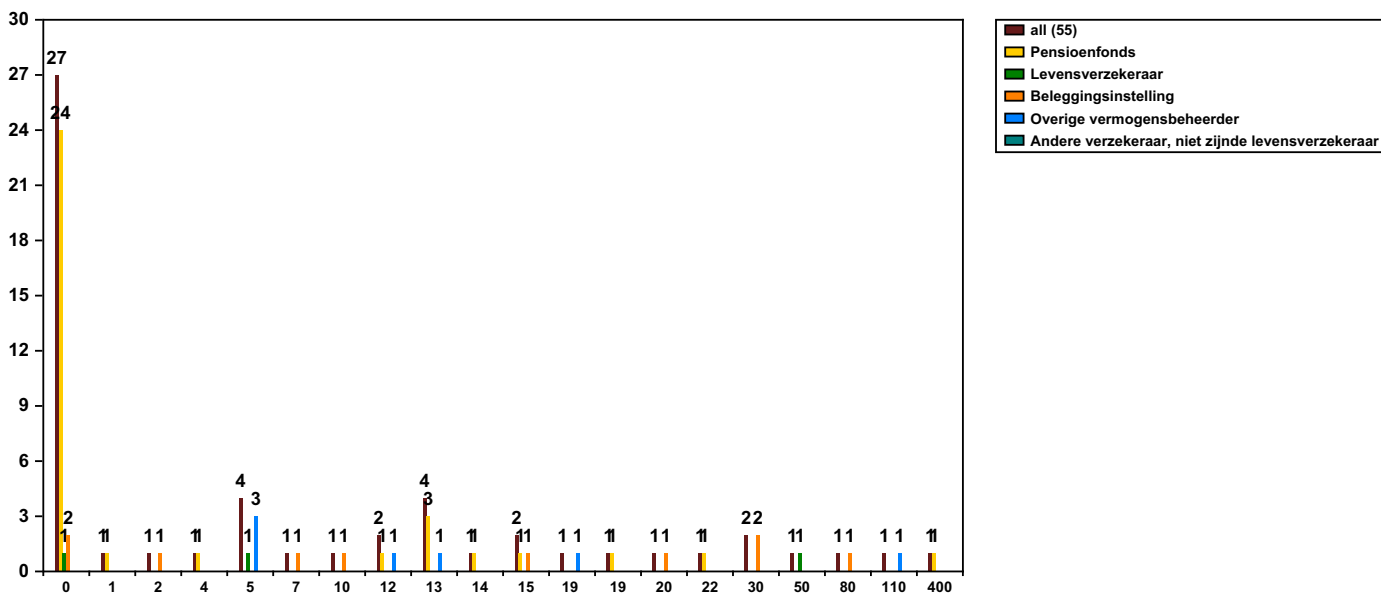
Hoeveel procent van uw tijdens de B-AvA uit te brengen stemmen was, voorafgaand aan de behandeling van het agendapunt op de B-AvA, bij de andere aandeelhouders bekend?(Q105\_question)



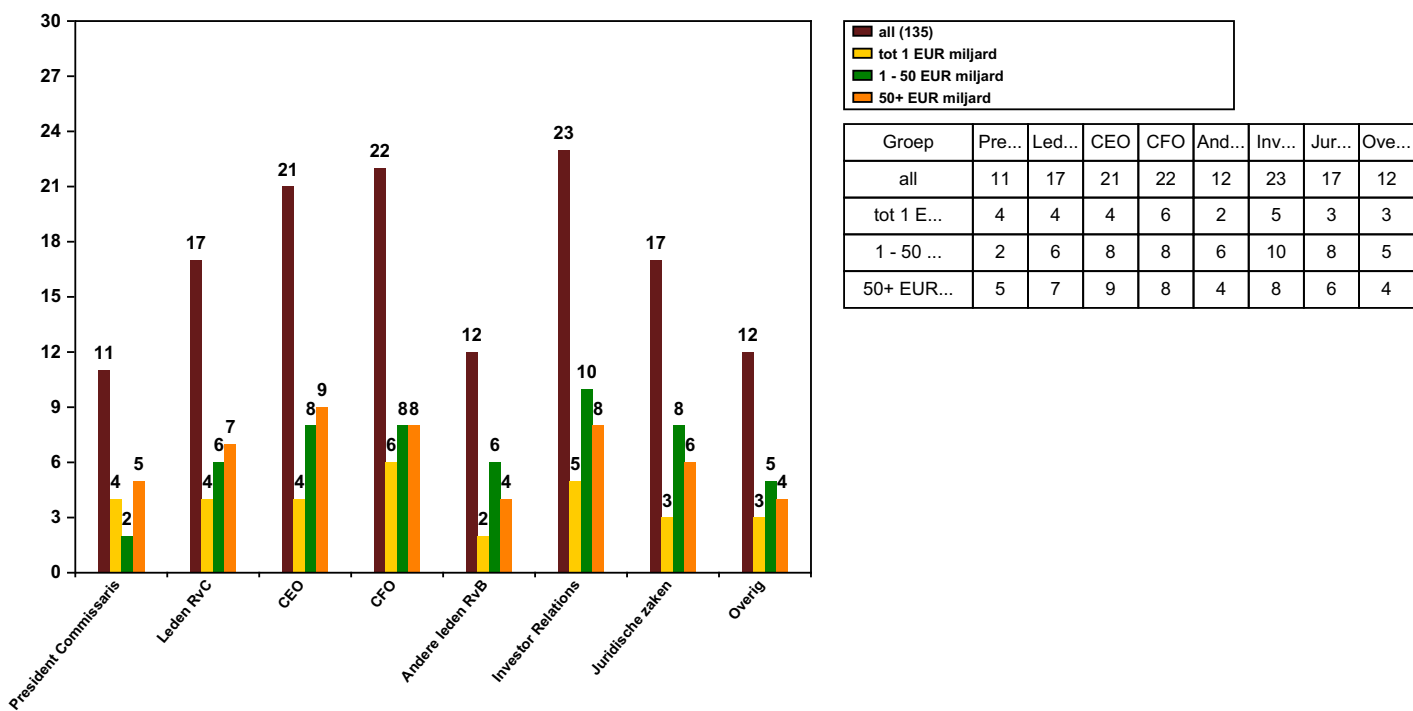
Hoe vaak heeft u gedurende het B-AvA seizoen 2010 over boekjaar 2009 contact gehad met bestuurders/vertegenwoordigers van individuele vennootschappen buiten de B-AvA's om uit hoofde van betrokken aandeelhouderschap?(Reguliere contacten van portfolio managers uitgesloten)(Q112)



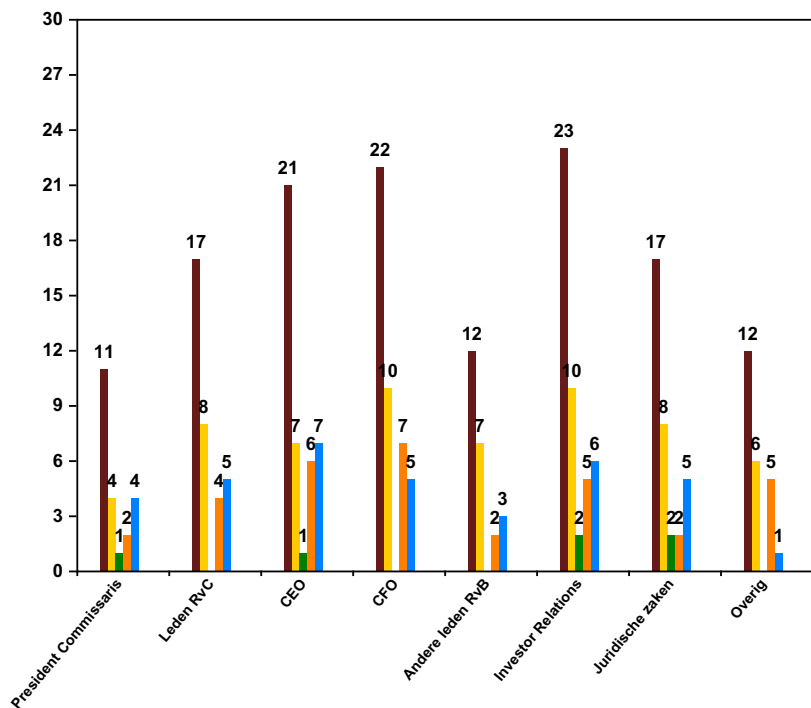
Hoe vaak heeft u gedurende het B-AvA seizoen 2010 over boekjaar 2009 contact gehad met bestuurders/vertegenwoordigers van individuele vennootschappen buiten de B-AvA's om uit hoofde van betrokken aandeelhouderschap?(Reguliere contacten van portfolio managers uitgesloten)(Q112)



Wie vertegenwoordigde de vennootschap tijdens deze contacten?(Q112a)

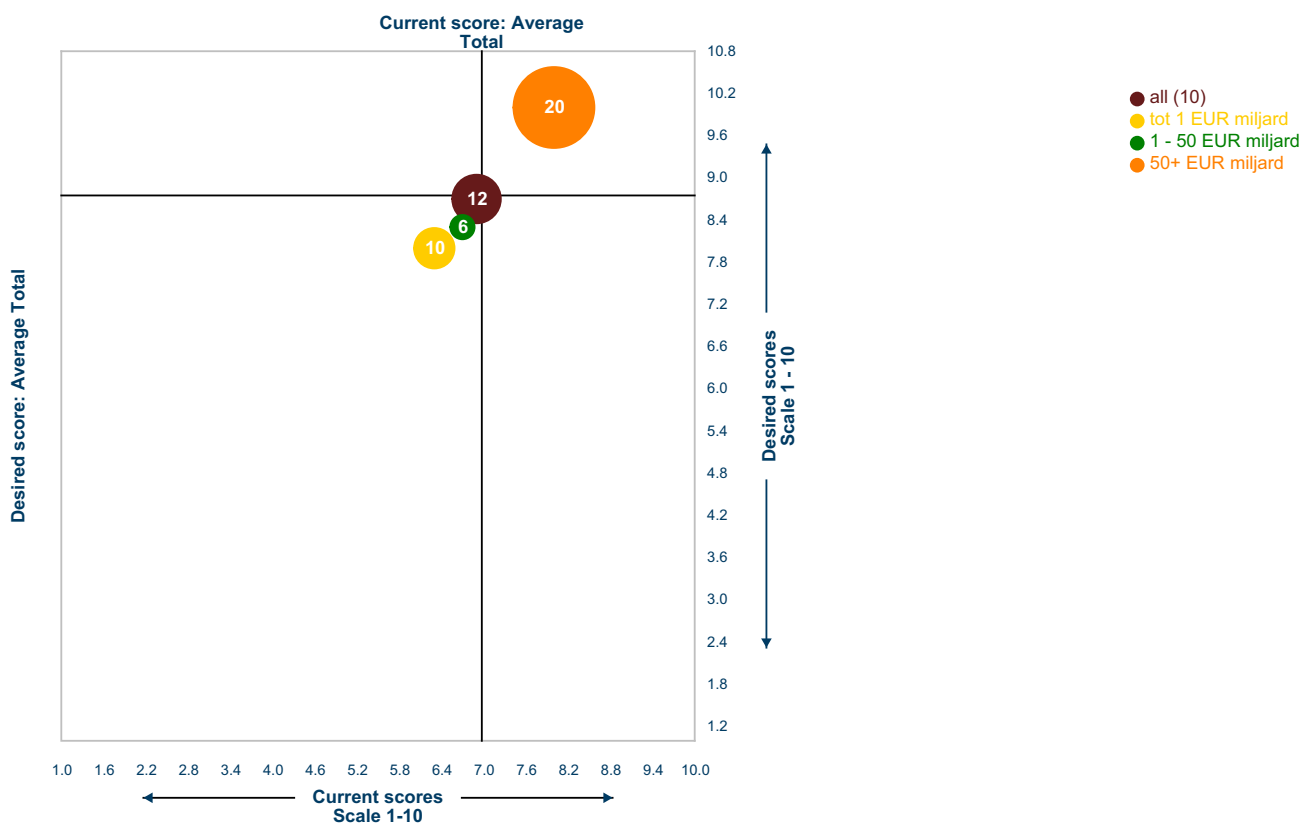


### Wie vertegenwoordigde de vennootschap tijdens deze contacten?(Q112a)

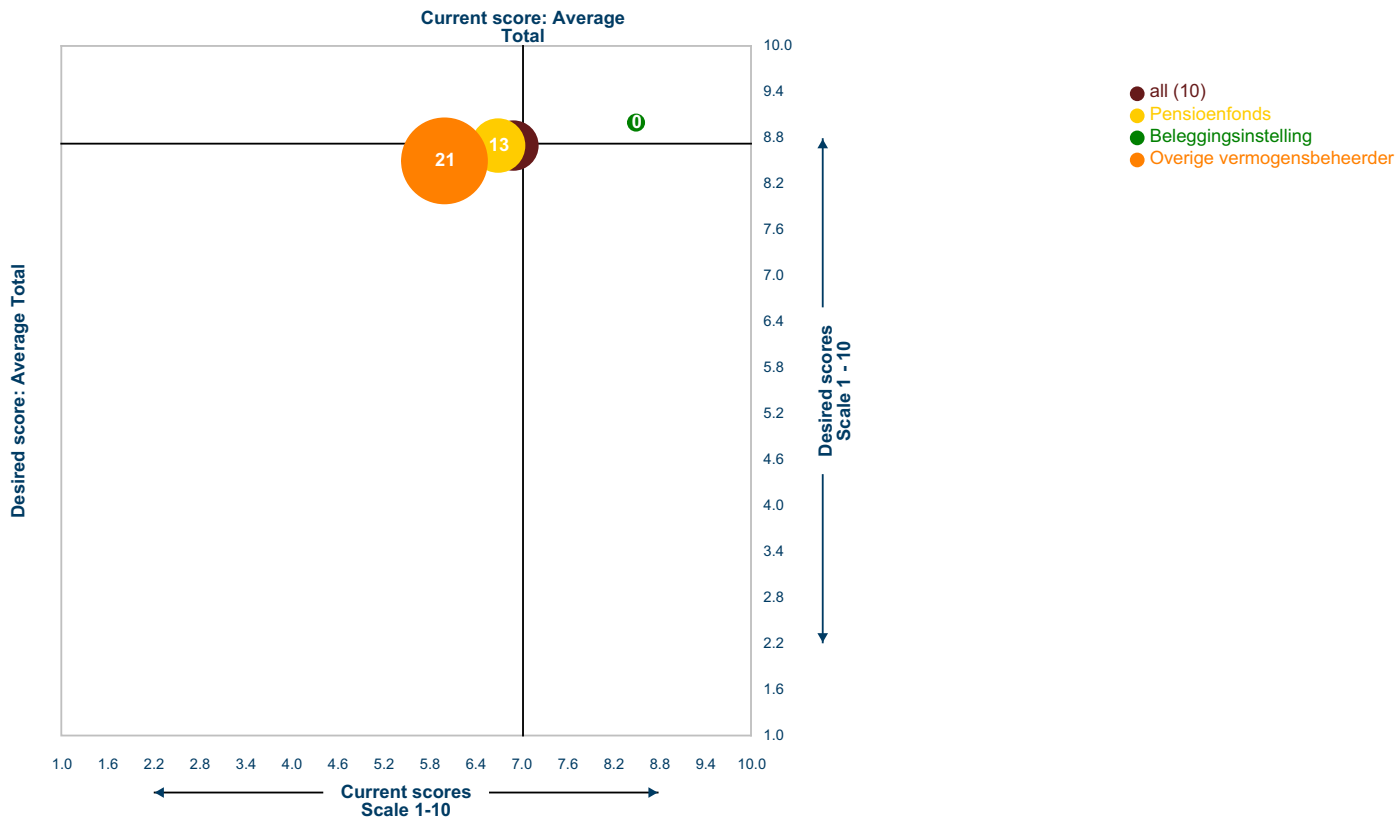


Groep	Pre...	Led...	CEO	CFO	And...	Inv...	Jur...	Ove...
all	11	17	21	22	12	23	17	12
Pensioe...	4	8	7	10	7	10	8	6
Levensv...	1		1			2	2	
Beleggi...	2	4	6	7	2	5	2	5
Overige...	4	5	7	5	3	6	5	1
Andere ...								

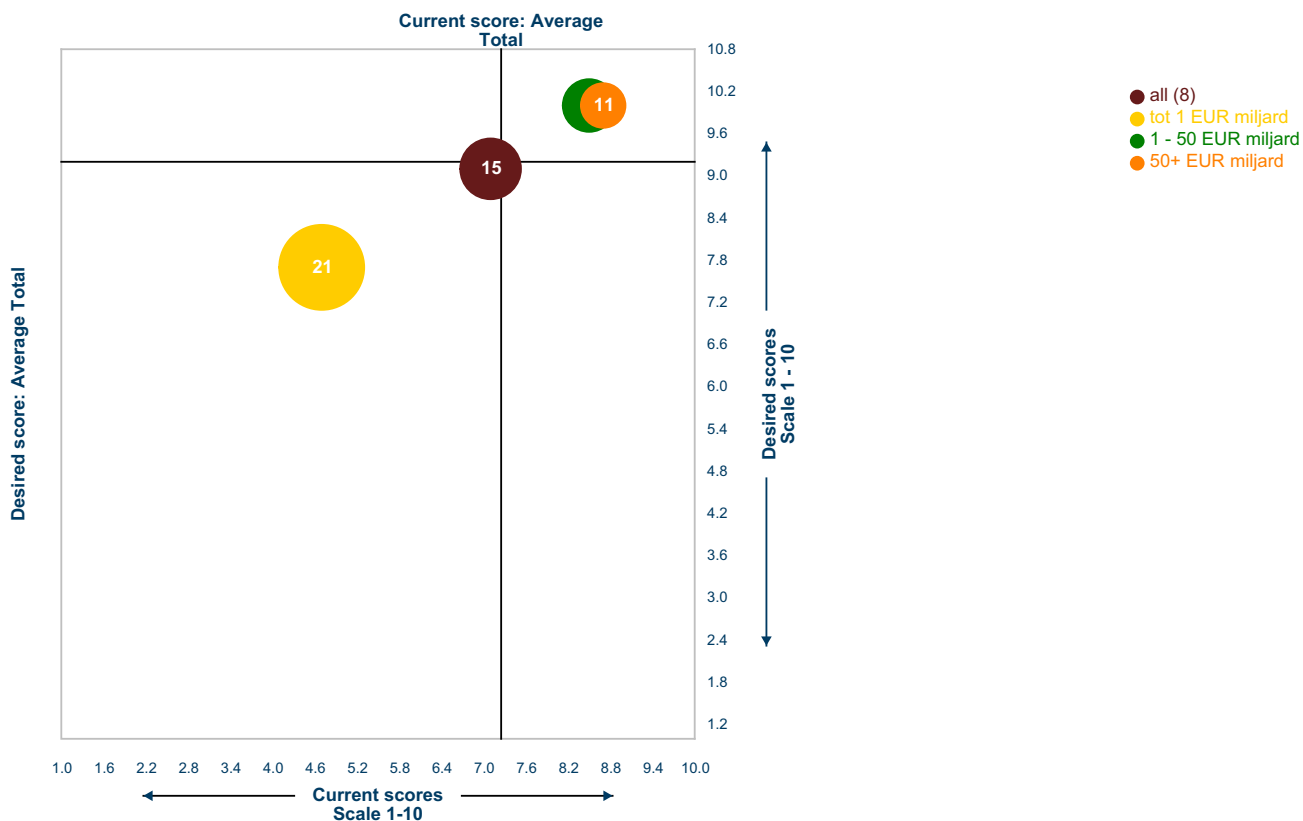
### Hoe beoordeelt u deze contacten? (inhoudelijk)(Q114)



### Hoe beoordeelt u deze contacten? (inhoudelijk)(Q114)

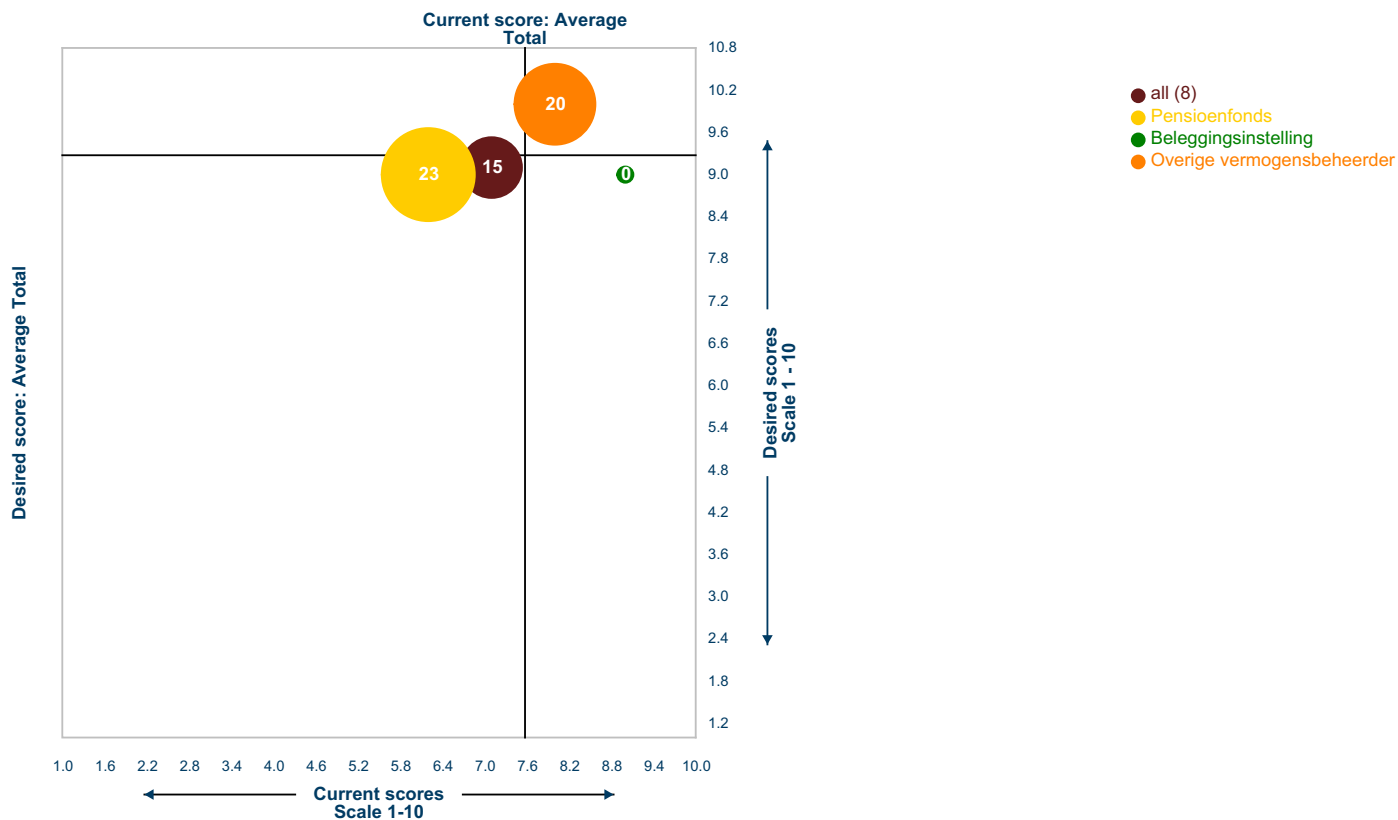


### Hoe beoordeelt u de frequentie?(Q114a)

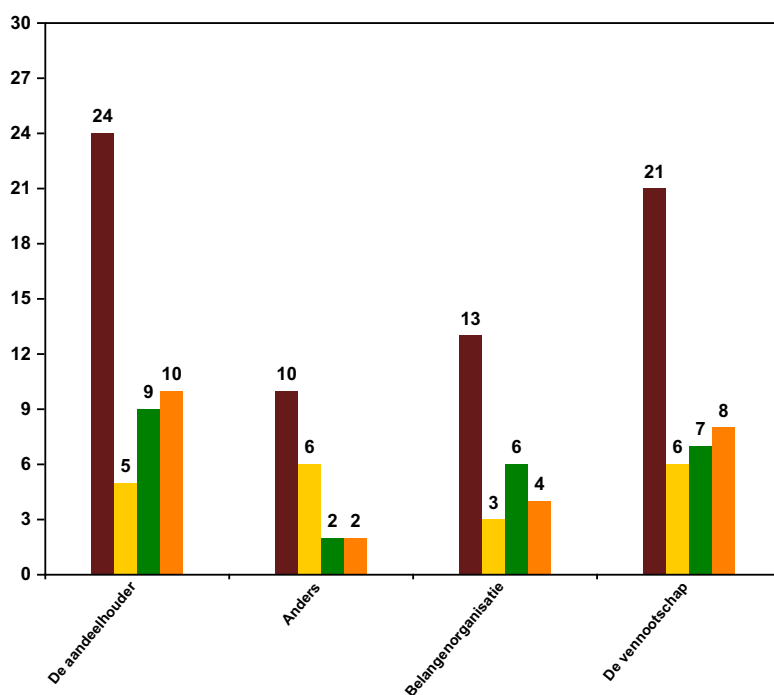




### Hoe beoordeelt u de frequentie?(Q114a)



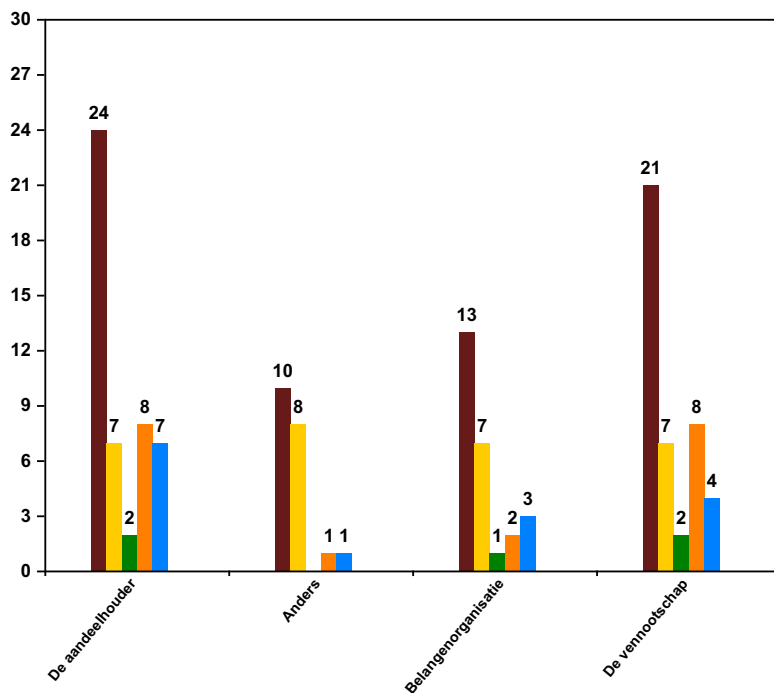
### Wie nam het initiatief voor deze contacten?(Q115)



Groep	De aan...	Anders	Belang...	De ven...
all	24	10	13	21
tot 1 E...	5	6	3	6
1 - 50 ...	9	2	6	7
50+ EUR...	10	2	4	8

Groep	De aan...	Anders	Belang...	De ven...
all	24	10	13	21
tot 1 E...	5	6	3	6
1 - 50 ...	9	2	6	7
50+ EUR...	10	2	4	8

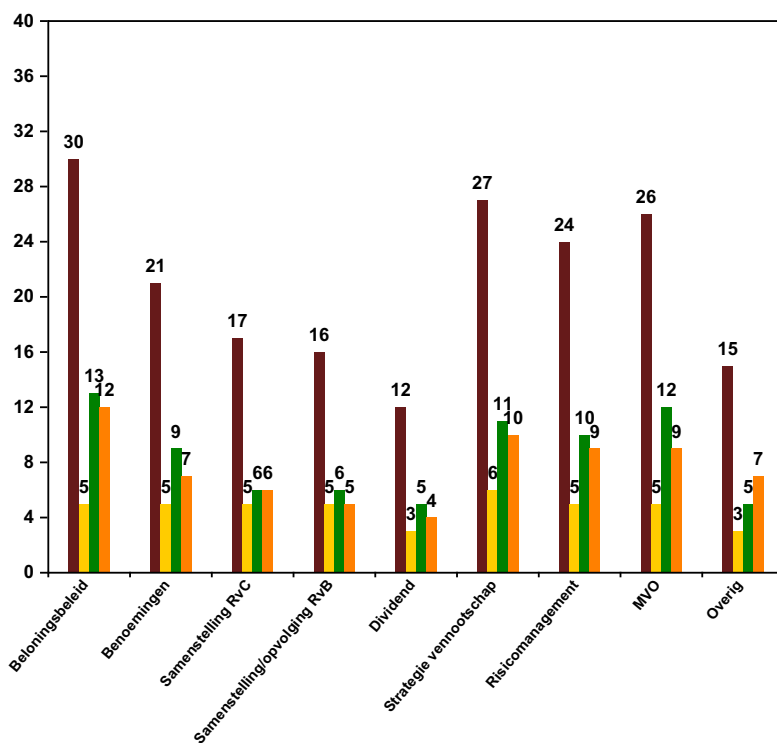
### Wie nam het initiatief voor deze contacten?(Q115)



all (68)
Pensioenfonds
Levensverzekeraar
Beleggingsinstelling
Overige vermogensbeheerder
Andere verzekeraar, niet zijnde levensverzekeraar

Groep	De aan...	Anders	Belang...	De ven...
all	24	10	13	21
Pensioe...	7	8	7	7
Levensv...	2		1	2
Beleggi...	8	1	2	8
Overige...	7	1	3	4
Andere ...				

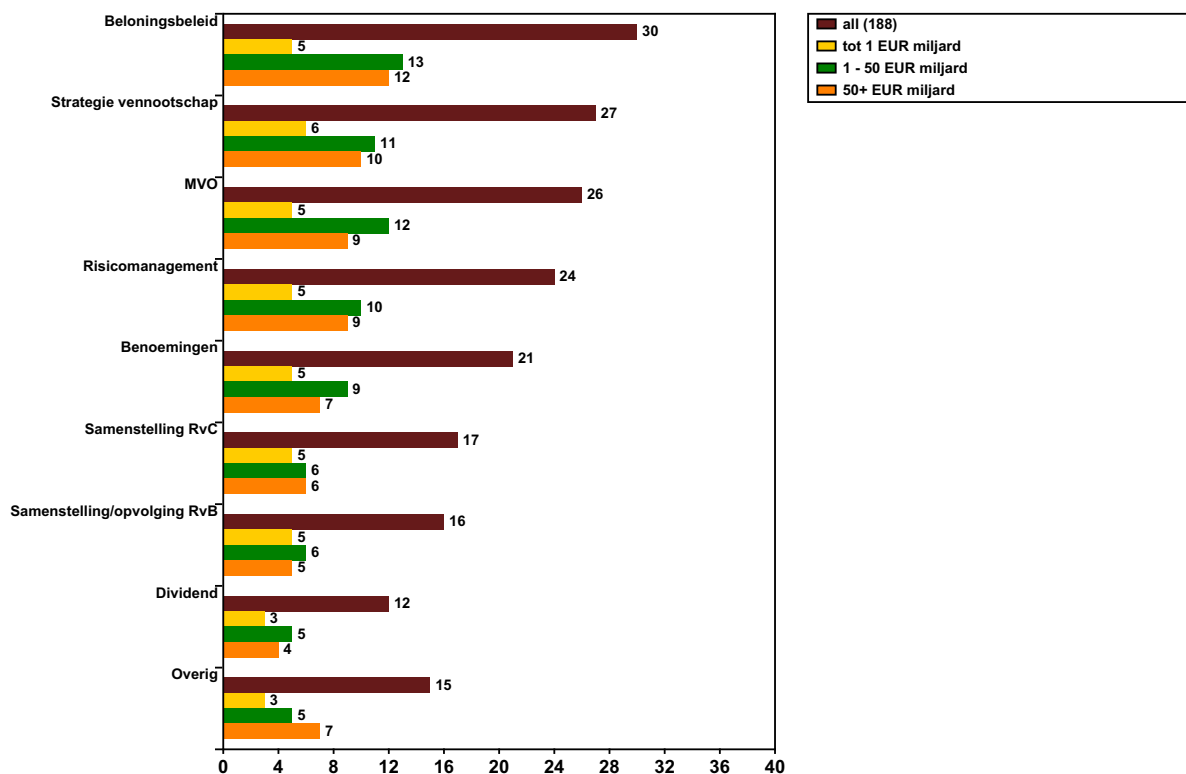
### Over welke onderwerpen heeft buiten de B-AvA overleg tussen vennootschap en aandeelhouder plaatsgevonden?(Q119)



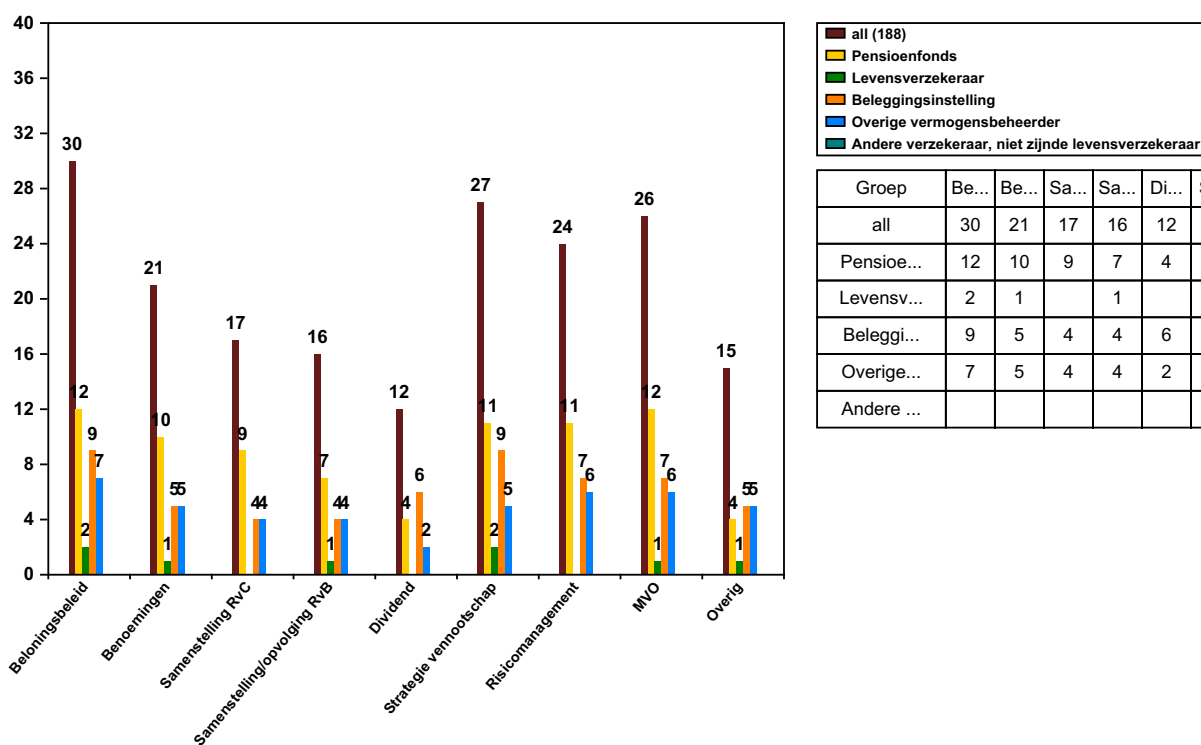
all (188)
tot 1 EUR miljard
1 - 50 EUR miljard
50+ EUR miljard

Groep	Be...	Be...	Sa...	Sa...	Di...	St...	Ri...	MV...	Ov...
all	30	21	17	16	12	27	24	26	15
tot 1 E...	5	5	5	5	3	6	5	5	3
1 - 50 ...	13	9	6	6	5	11	10	12	5
50+ EUR...	12	7	6	5	4	10	9	9	7

### Over welke onderwerpen heeft buiten de B-AvA overleg tussen vennootschap en aandeelhouder plaatsgevonden?(Q119)

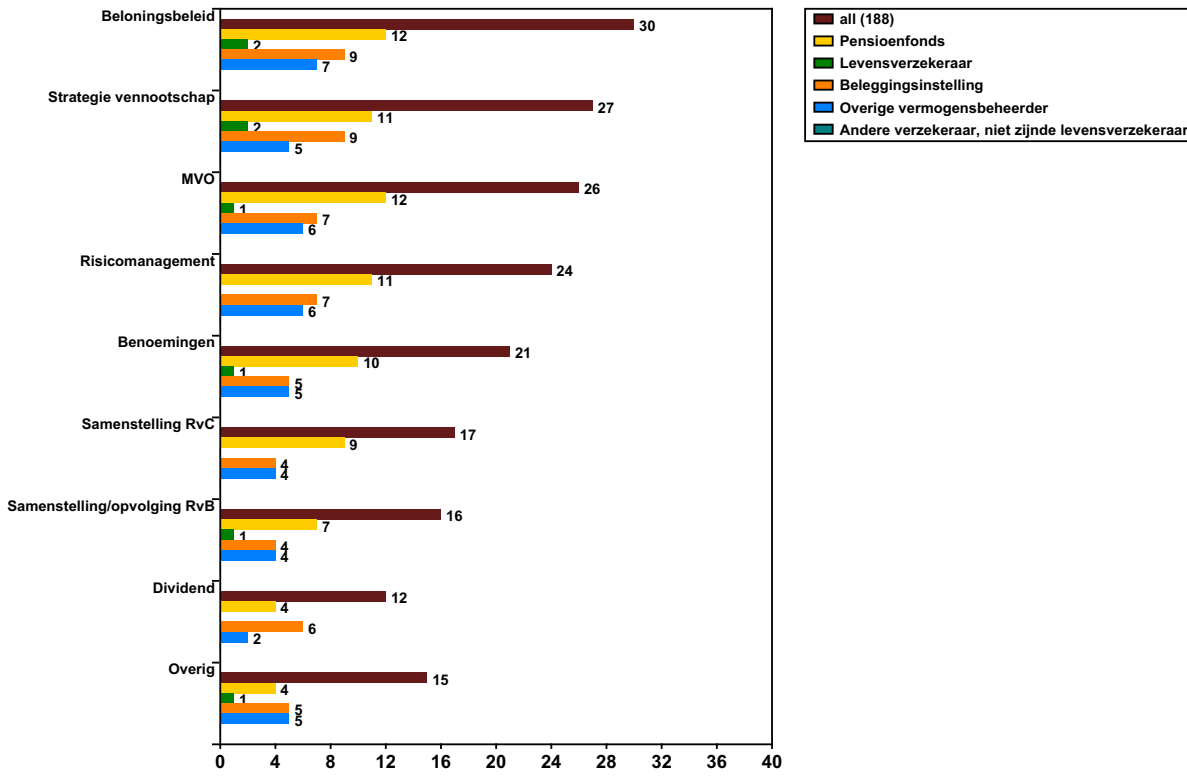


### Over welke onderwerpen heeft buiten de B-AvA overleg tussen vennootschap en aandeelhouder plaatsgevonden?(Q119)

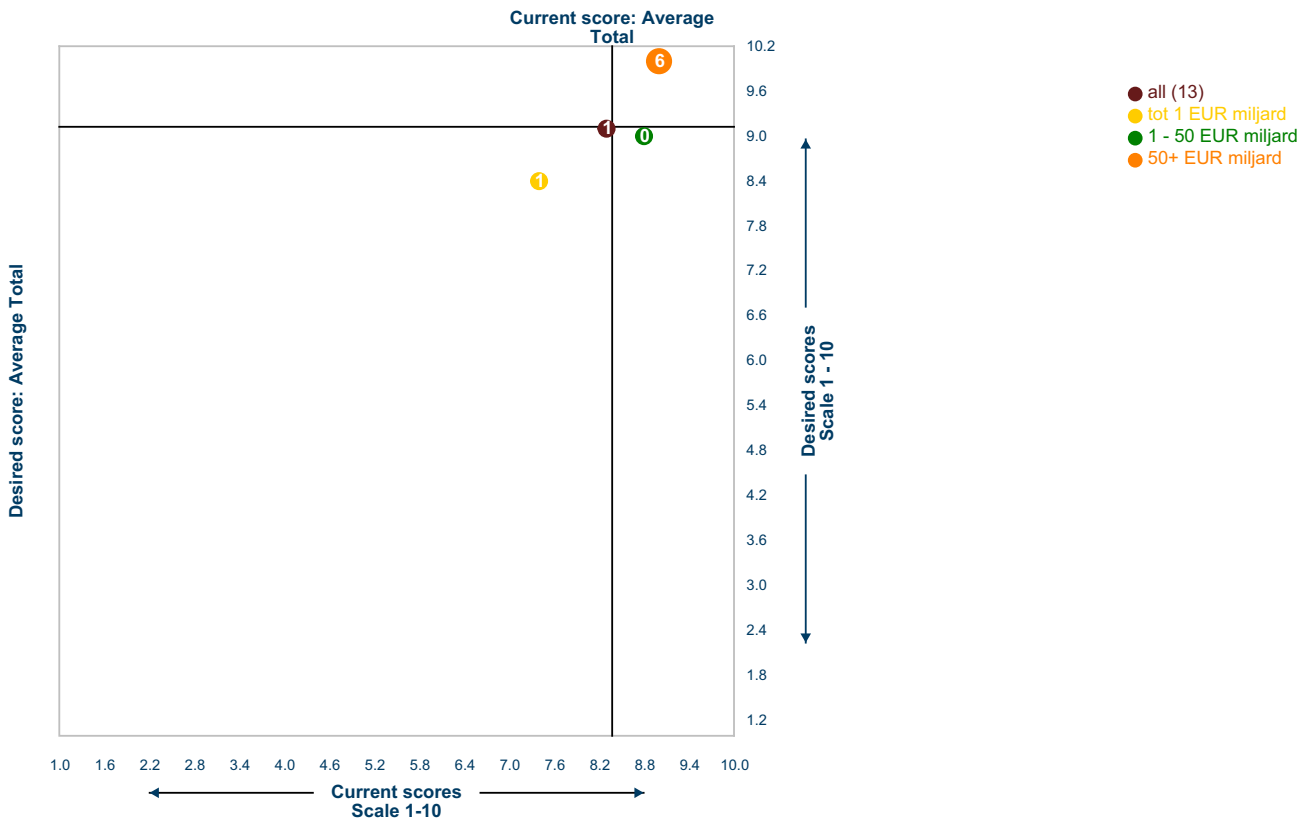


Groep	Be...	Be...	Sa...	Sa...	Di...	St...	Ri...	MV...	Ov...
all	30	21	17	16	12	27	24	26	15
Pensioe...	12	10	9	7	4	11	11	12	4
Levensv...	2	1		1		2		1	1
Beleggi...	9	5	4	4	6	9	7	7	5
Overige...	7	5	4	4	2	5	6	6	5
Andere ...									

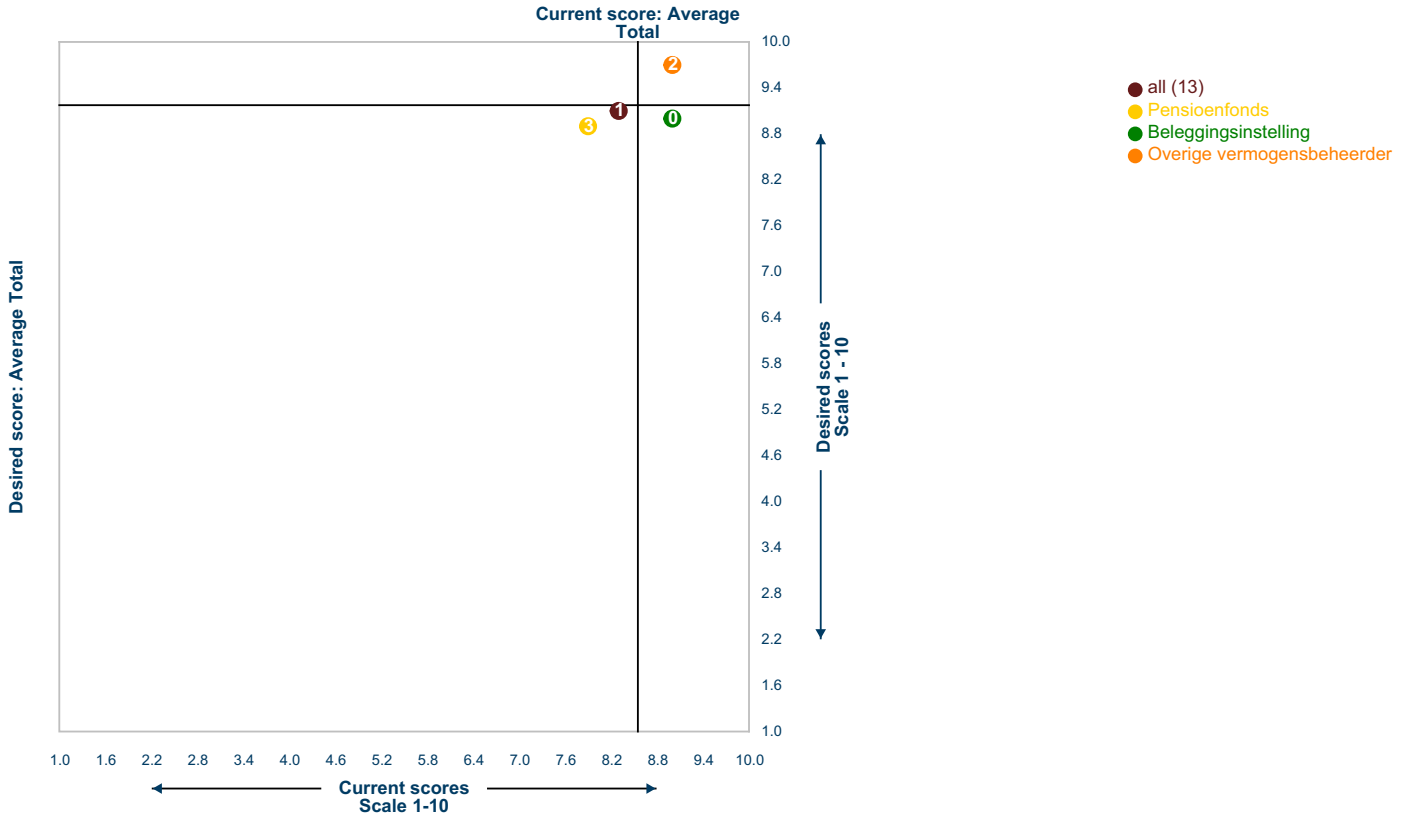
Over welke onderwerpen heeft buiten de B-AvA overleg tussen vennootschap en aandeelhouder plaatsgevonden?(Q119)



In welke mate voelt u zich als [[av]] vrij om in dit overleg over allerlei onderwerpen met de [[va]] te praten?(Q120)

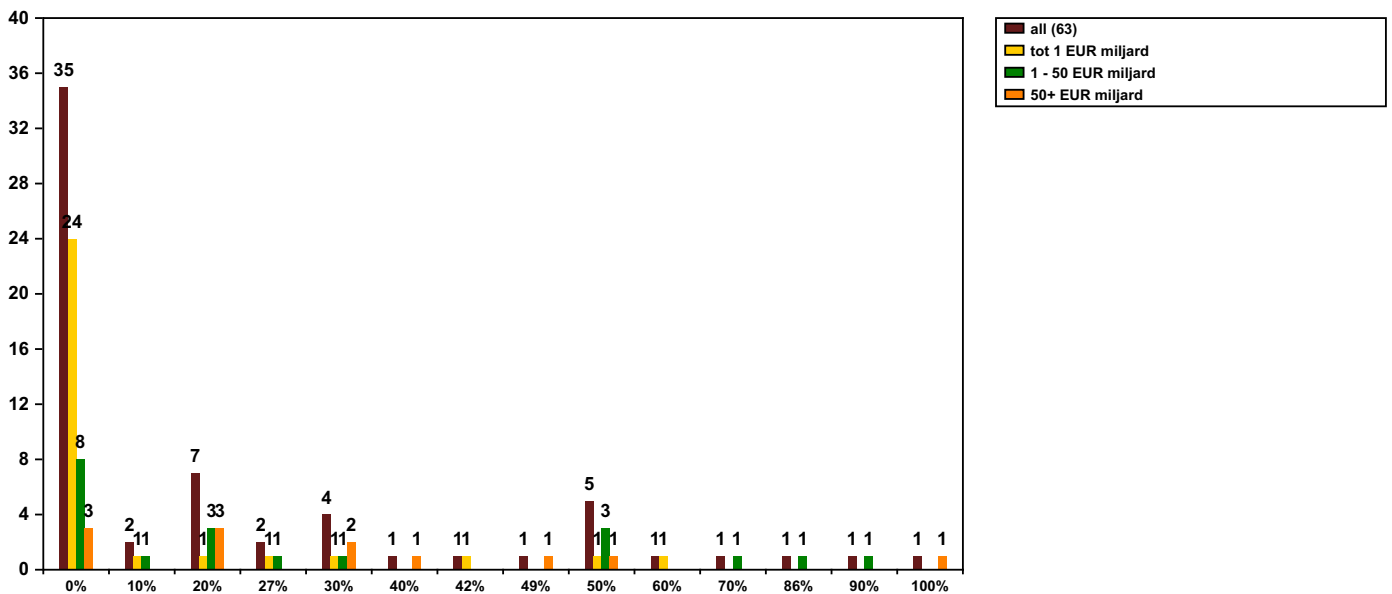


In welke mate voelt u zich als **[[av]]** vrij om in dit overleg over allerlei onderwerpen met de **[[va]]** te praten?(Q120)

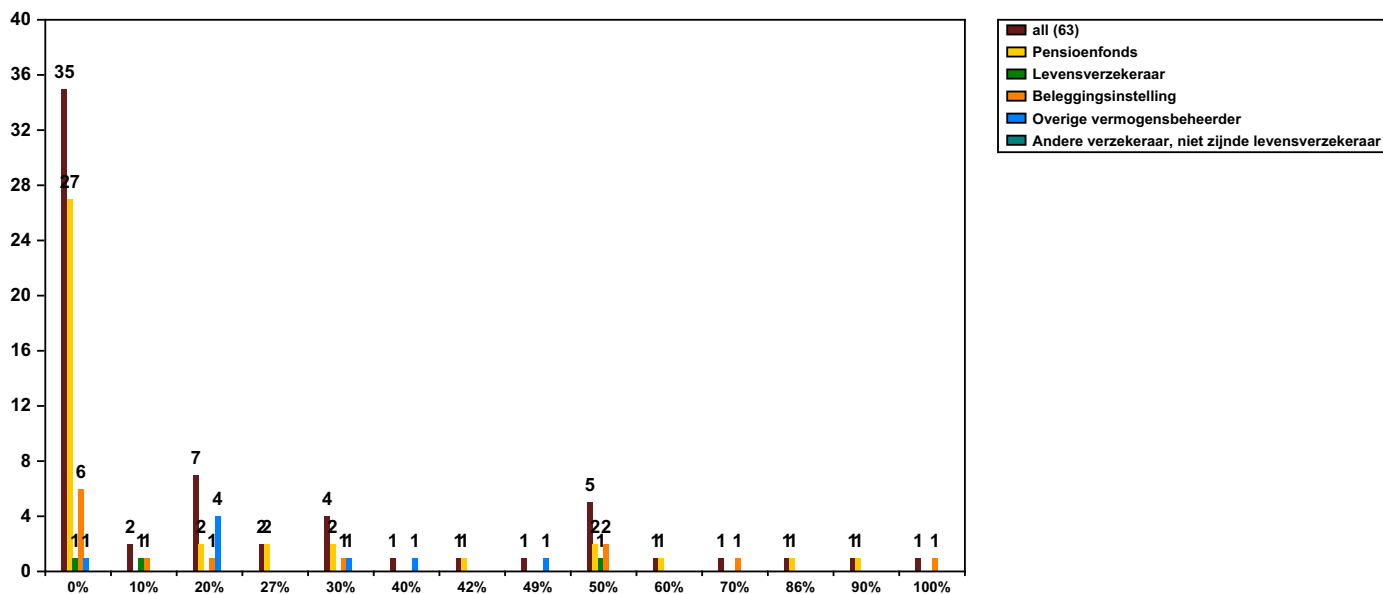


All | P = 9% (109 / 720)

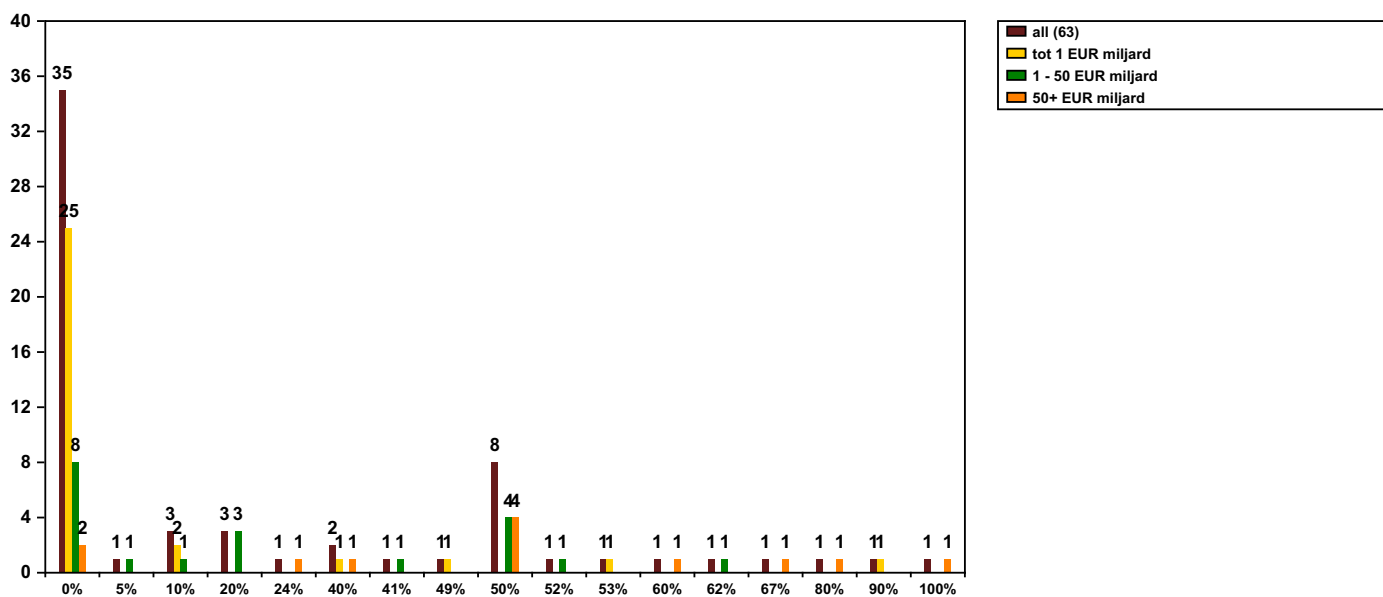
In welke mate voelt u zich als **[[av]]** beperkt in het overleg door: - De Nederlandse regels met betrekking tot voorwetenschap, de voorkenniswetgeving?(Q123\_question)



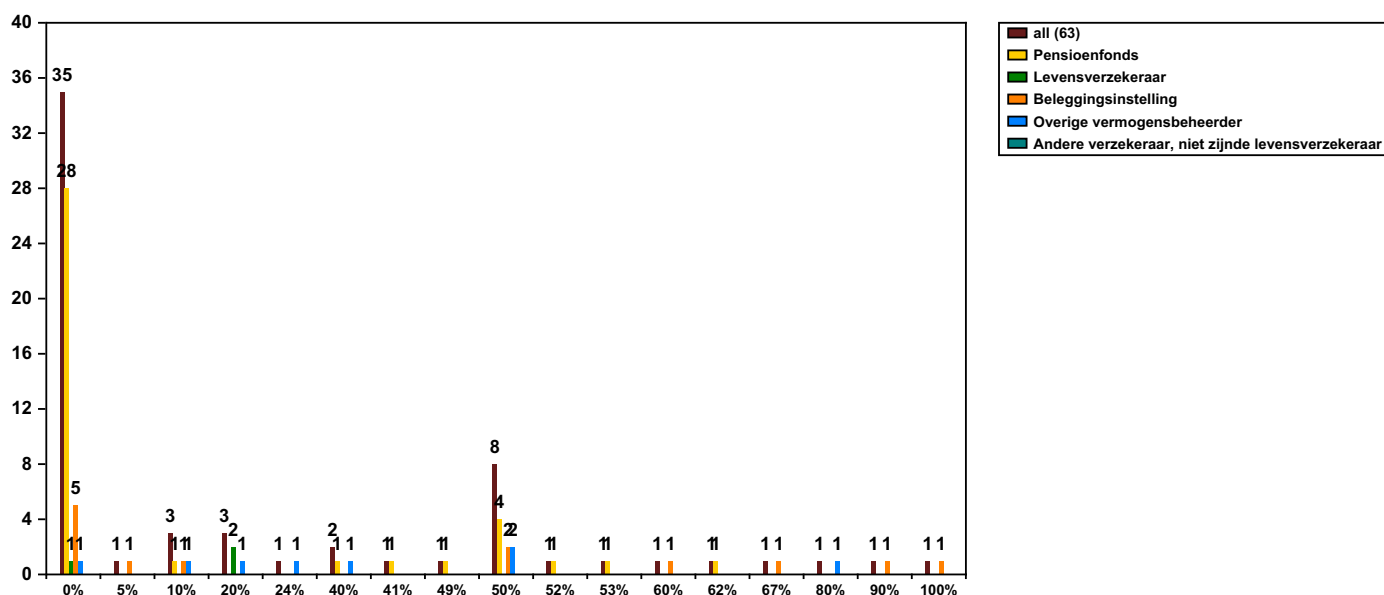
In welke mate voelt u zich als **[[av]]** beperkt in het overleg door: - De Nederlandse regels met betrekking tot voorwetenschap, de voorkenniswetgeving?(Q123\_question)



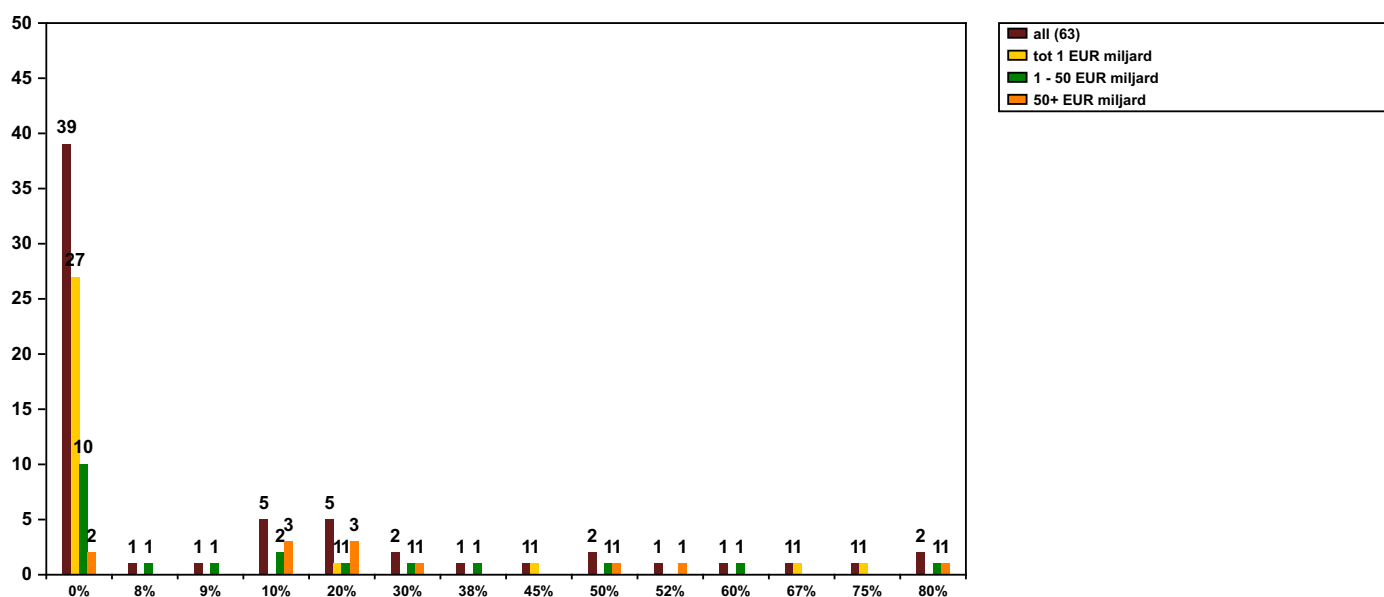
In welke mate voelt u zich als **[[av]]** beperkt in het overleg door: - "Acting in Concert" bepalingen?(Q124a\_question)



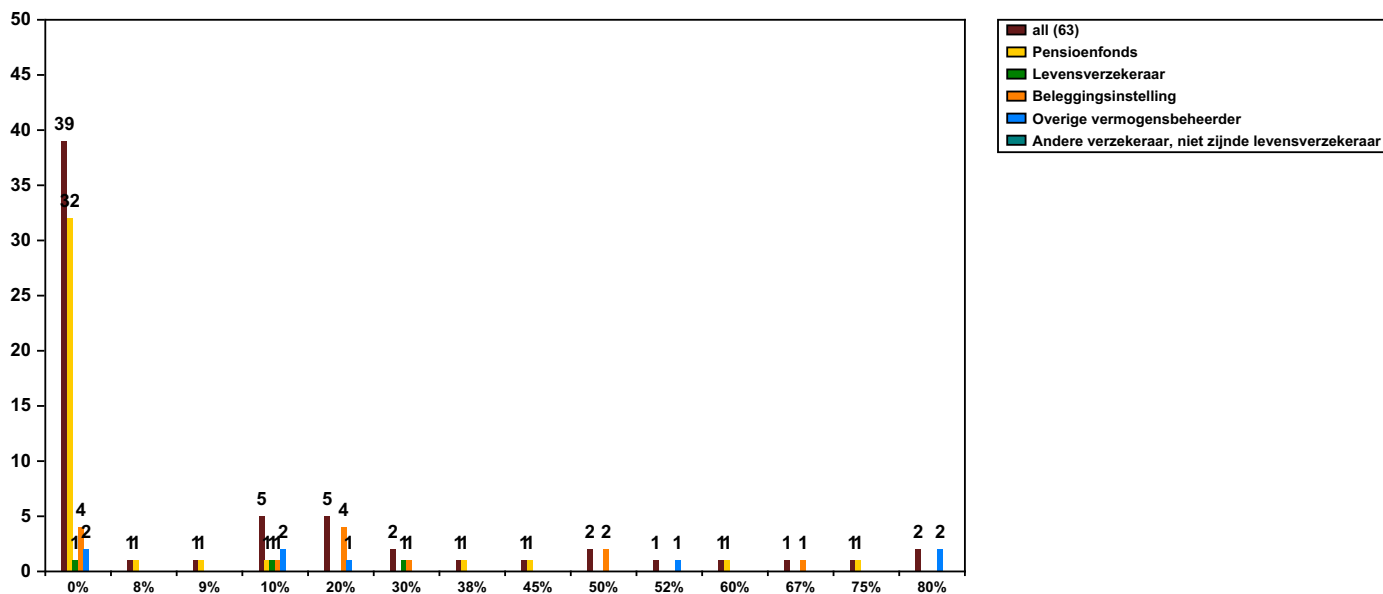
In welke mate voelt u zich als [[av]] beperkt in het overleg door: - "Acting in Concert" bepalingen?(Q124a\_question)



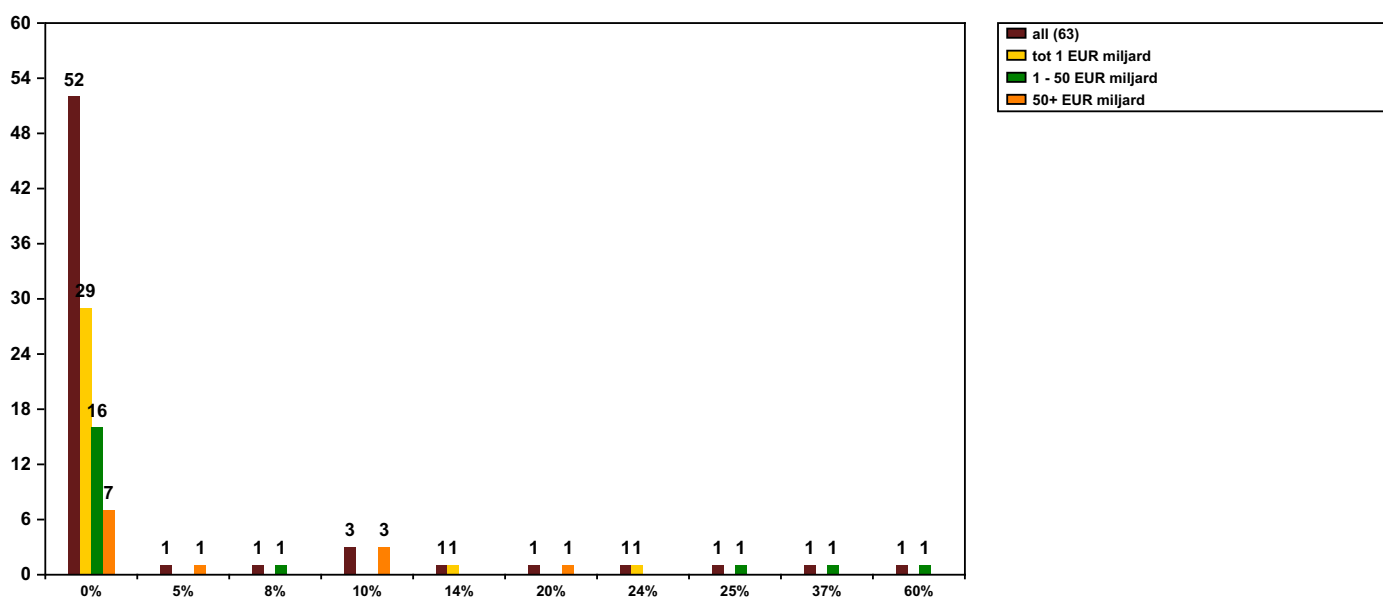
In welke mate voelt u zich als [[av]] beperkt in het overleg door: - De [[va]]?(Q124\_question)



In welke mate voelt u zich als **[[av]]** beperkt in het overleg door: - De **[[va]]**?(Q124\_question)

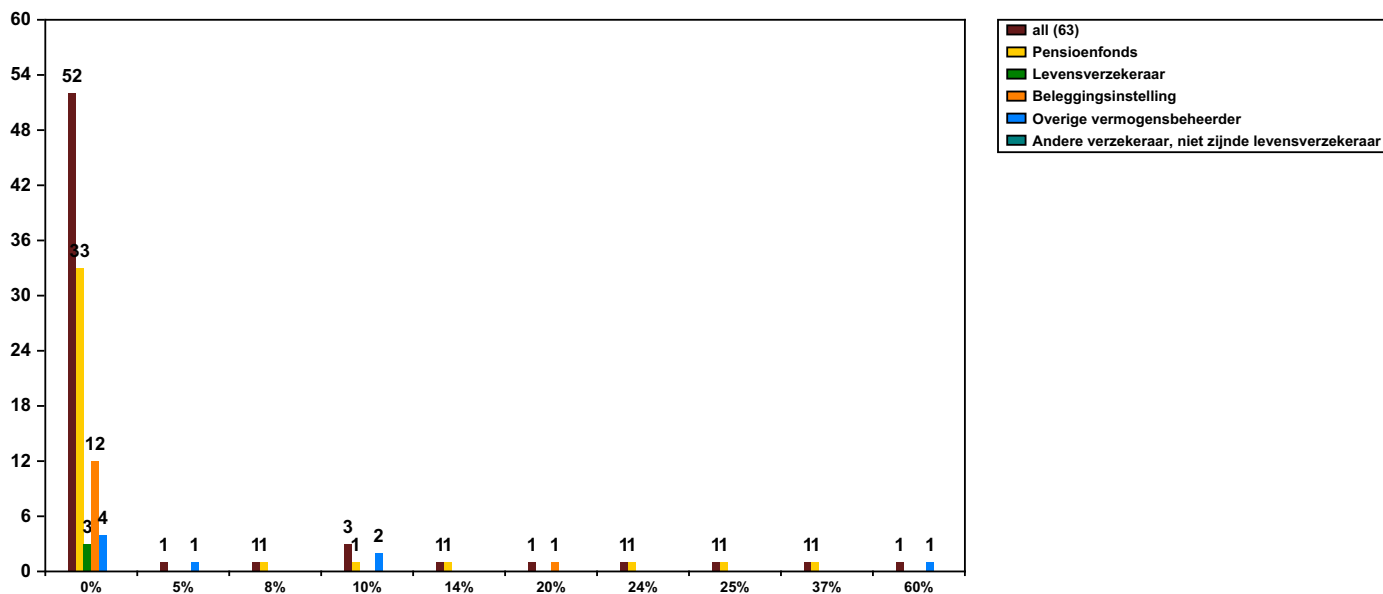


In welke mate voelt u zich als **[[av]]** beperkt in het overleg door: - Andere aandeelhouders/institutionele beleggers?(Q125\_question)

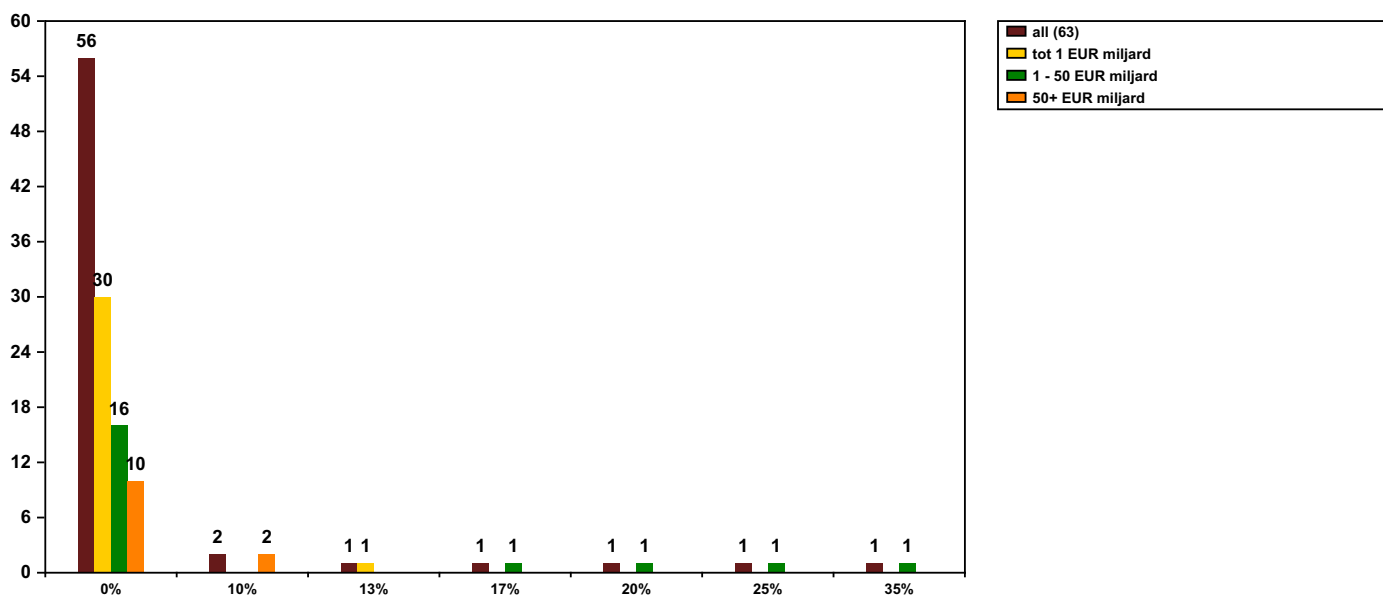




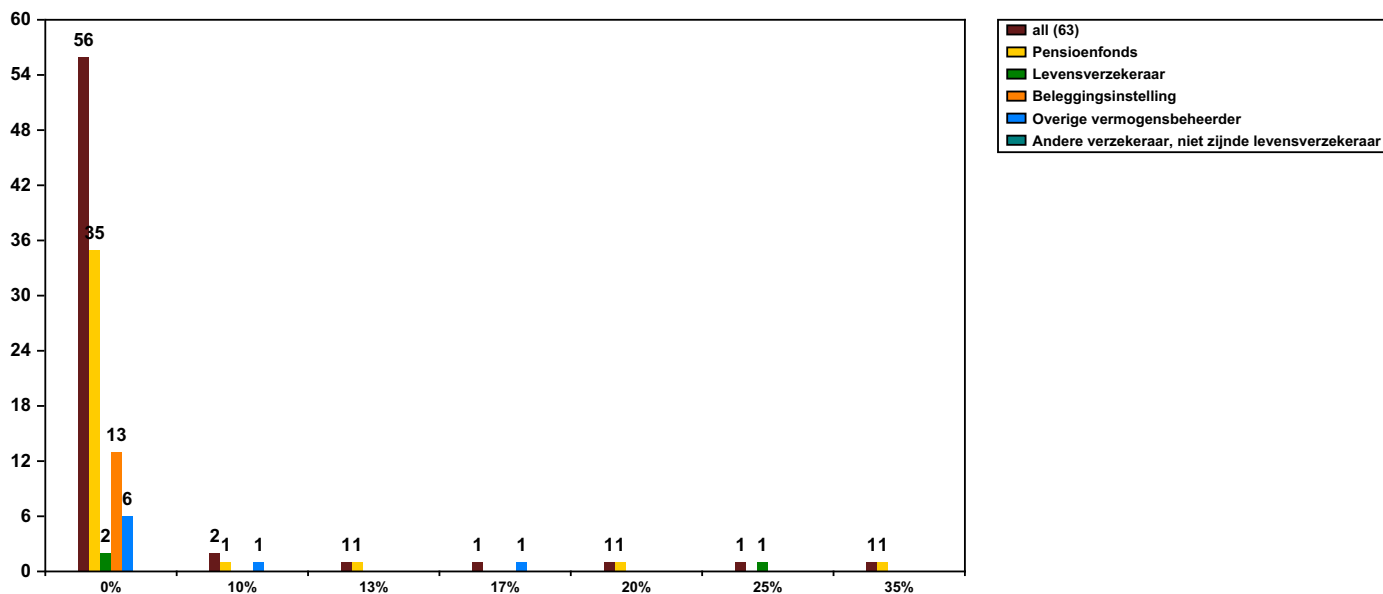
In welke mate voelt u zich als [[av]] beperkt in het overleg door: - Andere aandeelhouders/institutionele beleggers?(Q125\_question)



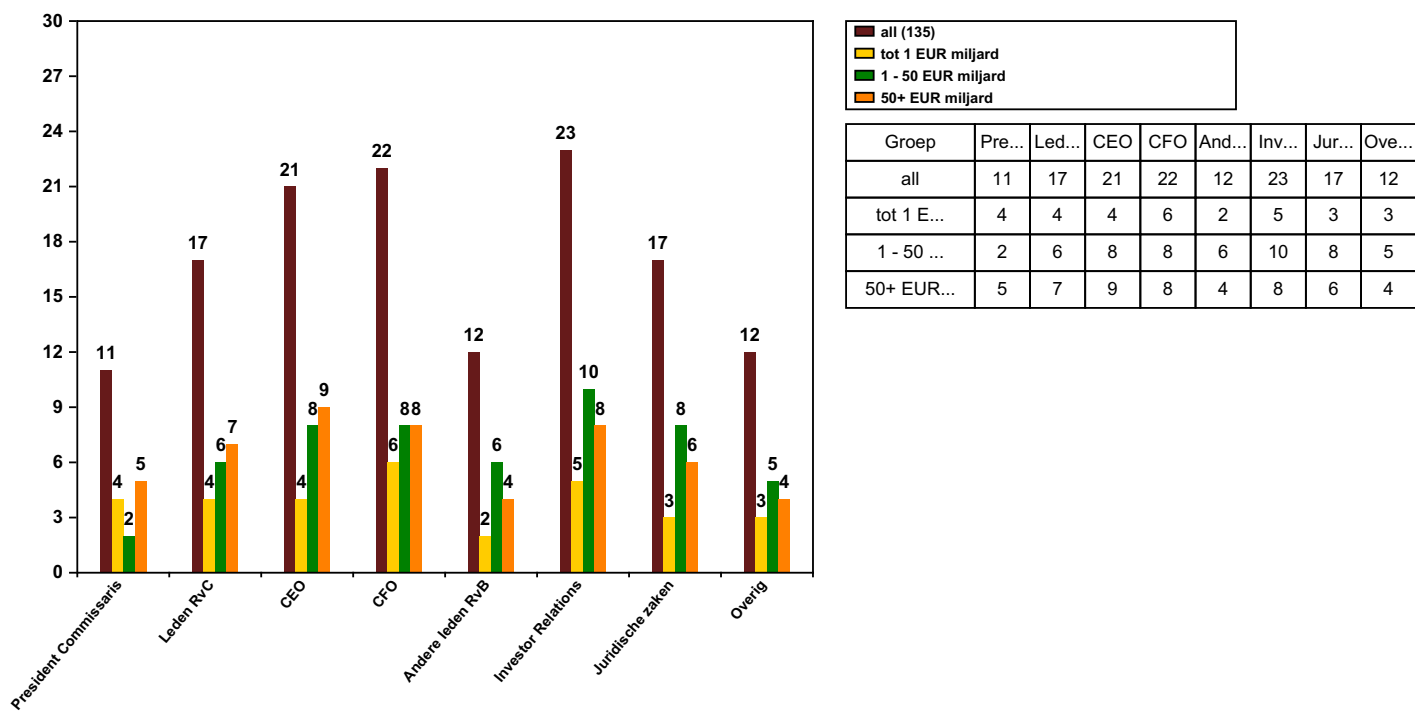
In welke mate voelt u zich als [[av]] beperkt in het overleg door: - Overig(Q126\_question)



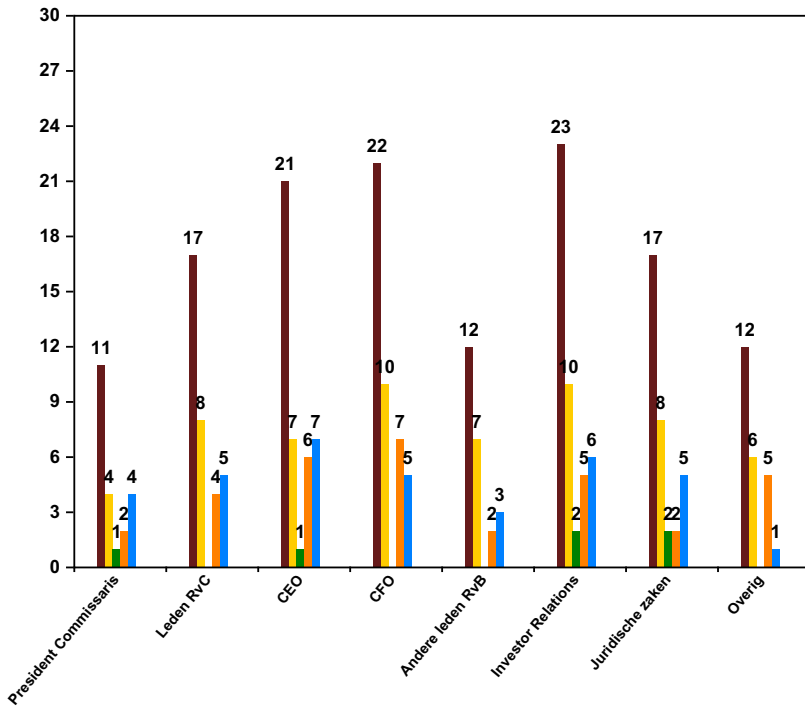
### In welke mate voelt u zich als [[av]] beperkt in het overleg door: - Overig(Q126\_question)



### Wie vertegenwoordigde de vennootschap tijdens deze contacten?(Q112a)

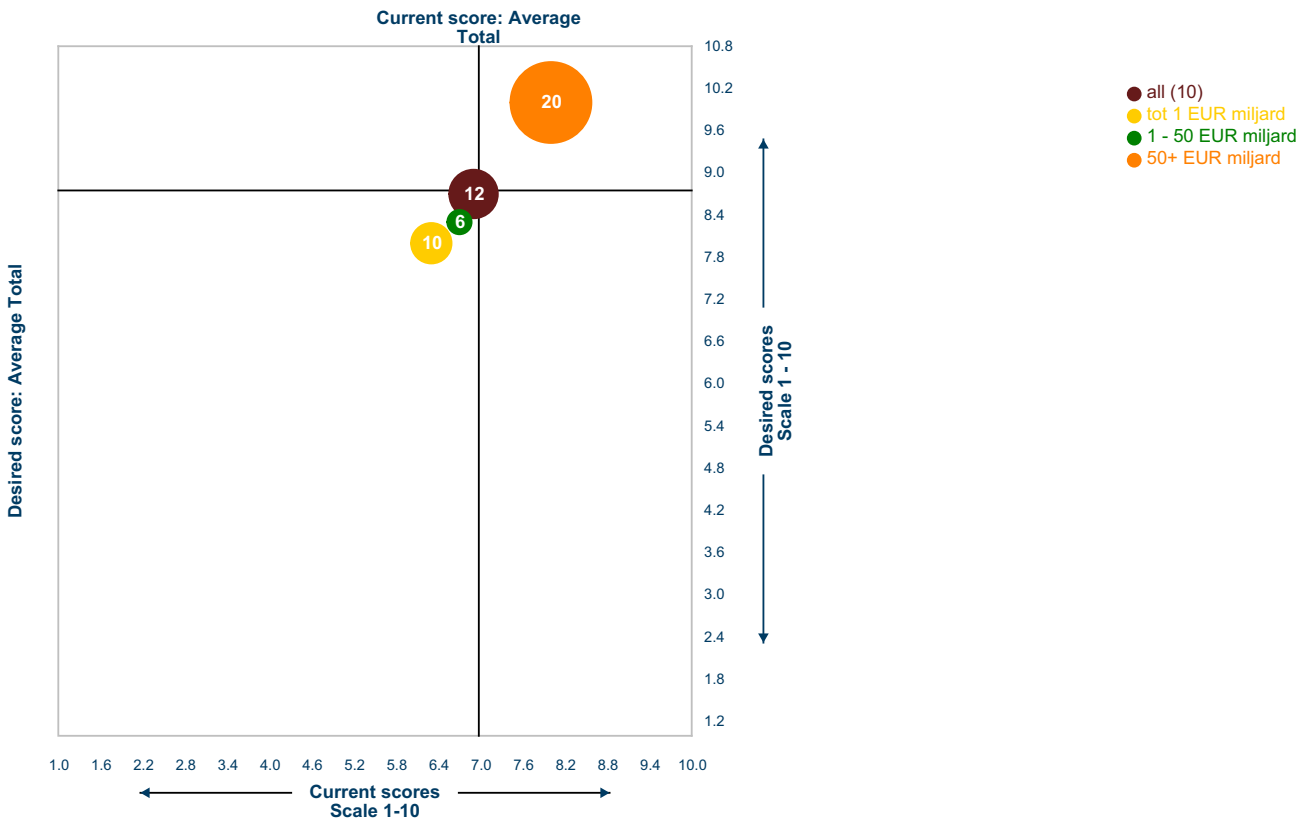


### Wie vertegenwoordigde de vennootschap tijdens deze contacten?(Q112a)

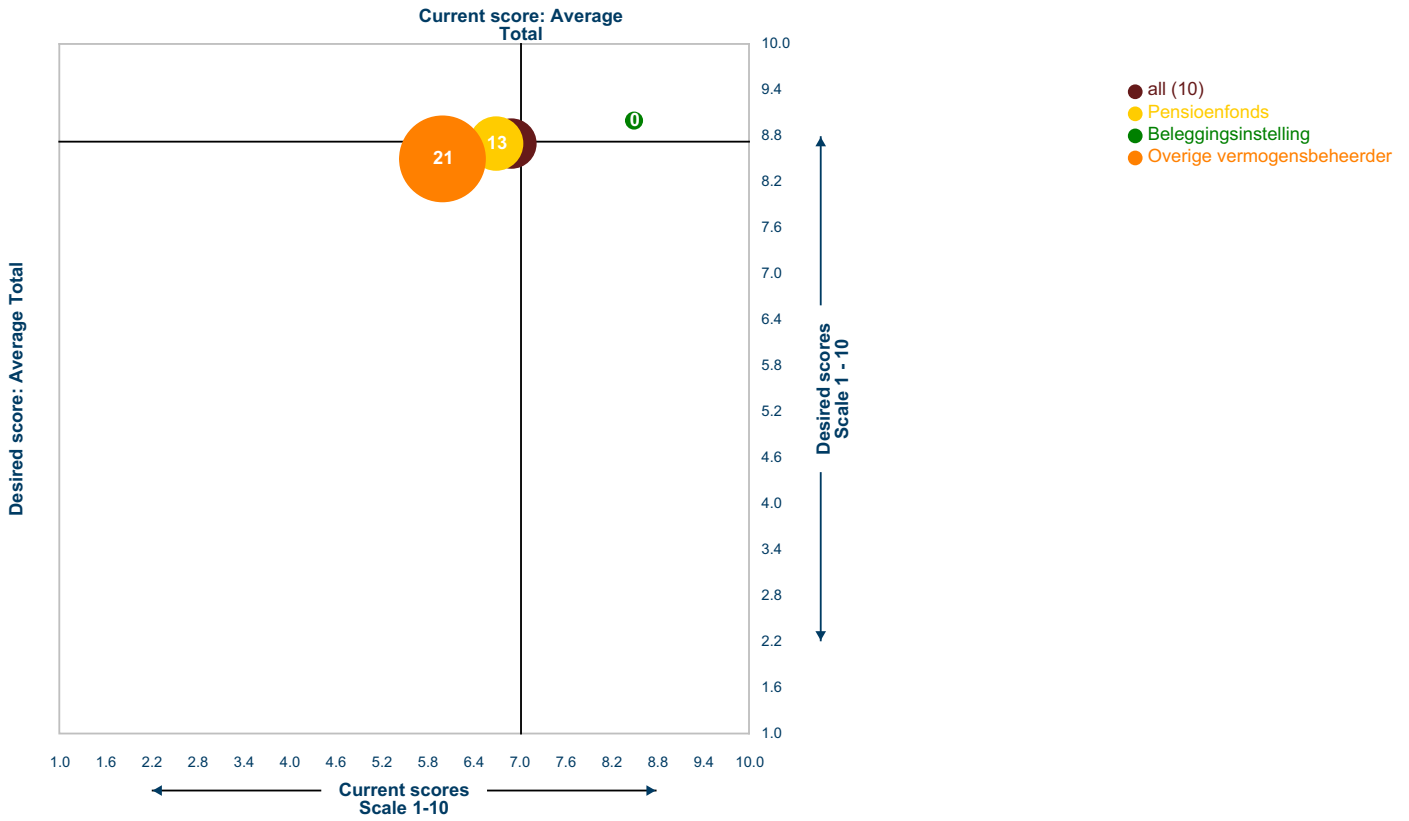


Groep	Pre...	Led...	CEO	CFO	And...	Inv...	Jur...	Ove...
all	11	17	21	22	12	23	17	12
Pensioe...	4	8	7	10	7	10	8	6
Levensv...	1		1			2	2	
Beleggi...	2	4	6	7	2	5	2	5
Overige...	4	5	7	5	3	6	5	1
Andere ...								

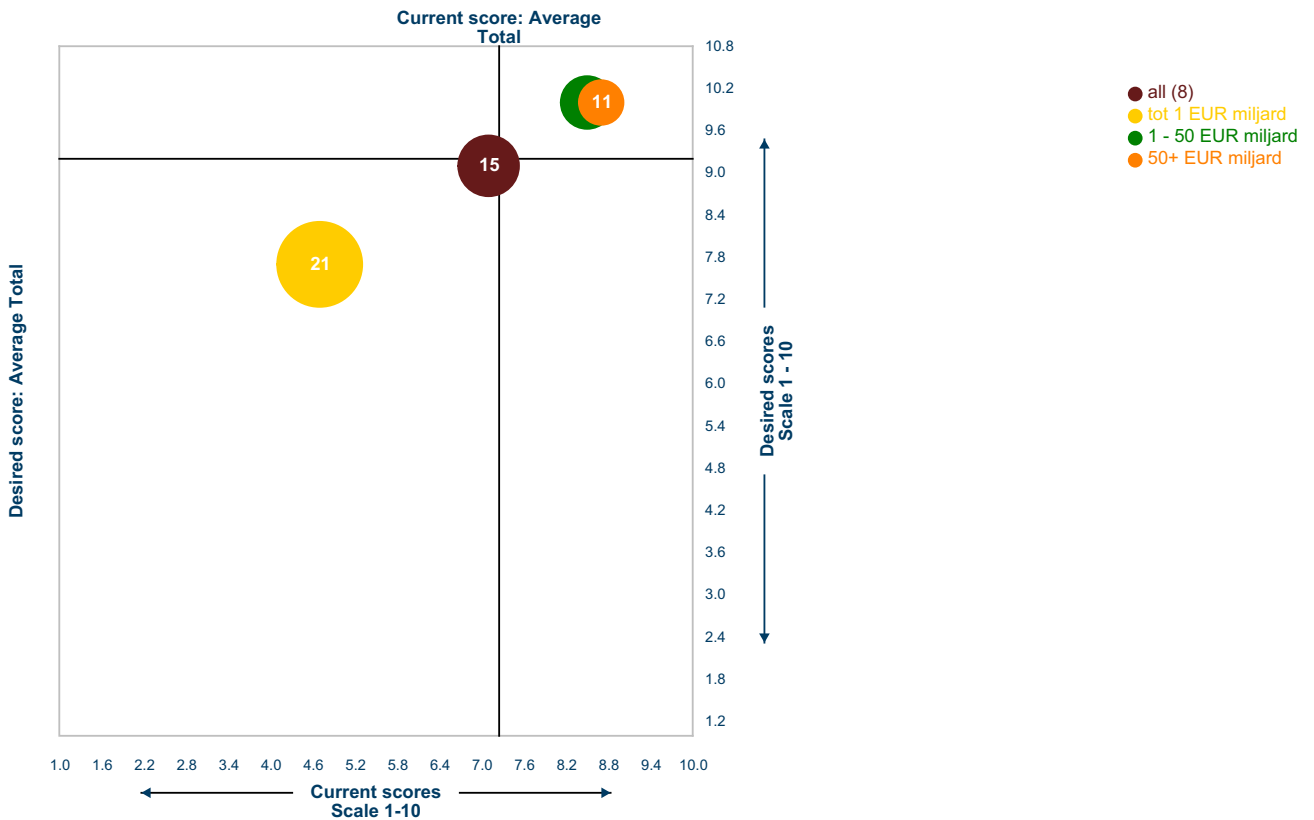
### Hoe beoordeelt u deze contacten? (inhoudelijk)(Q114)



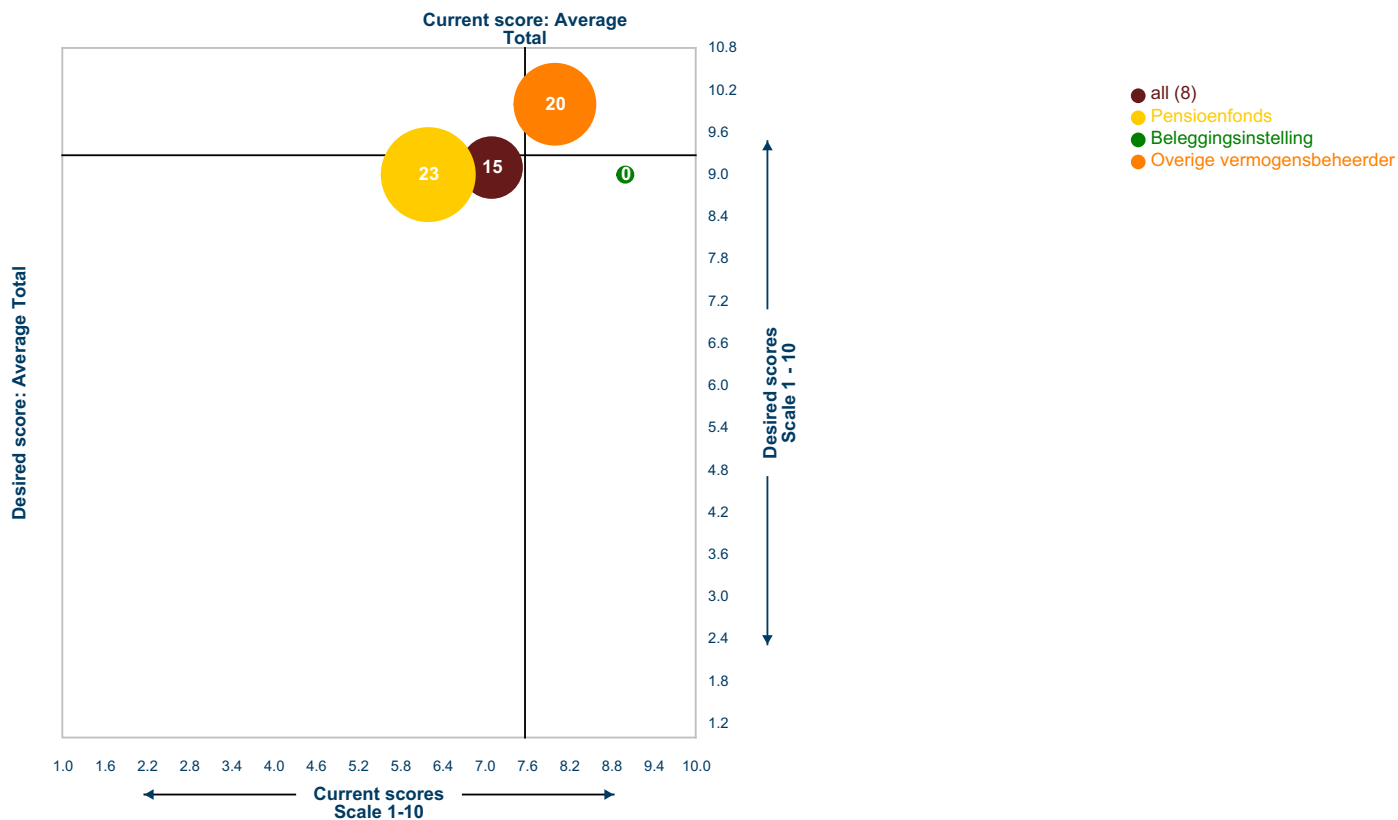
### Hoe beoordeelt u deze contacten? (inhoudelijk)(Q114)



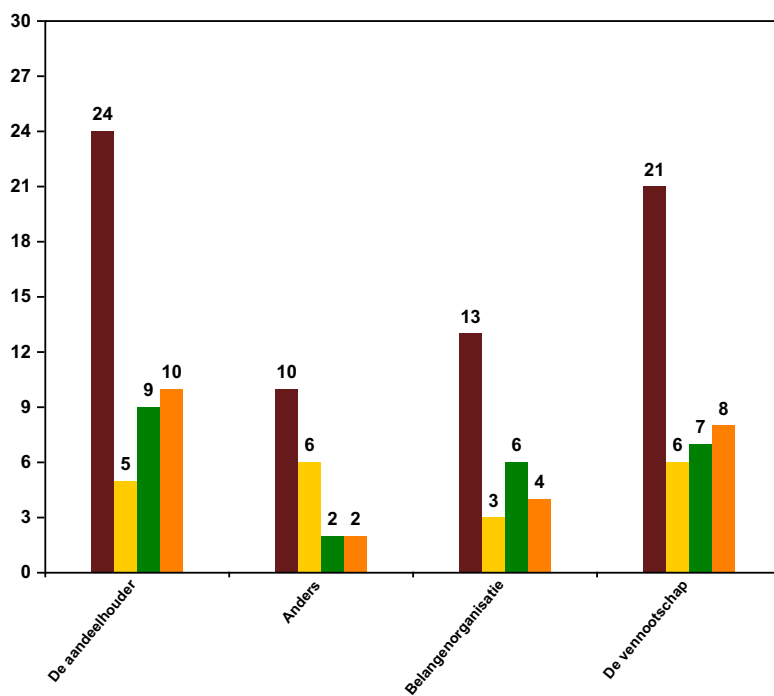
### Hoe beoordeelt u de frequentie?(Q114a)



### Hoe beoordeelt u de frequentie?(Q114a)



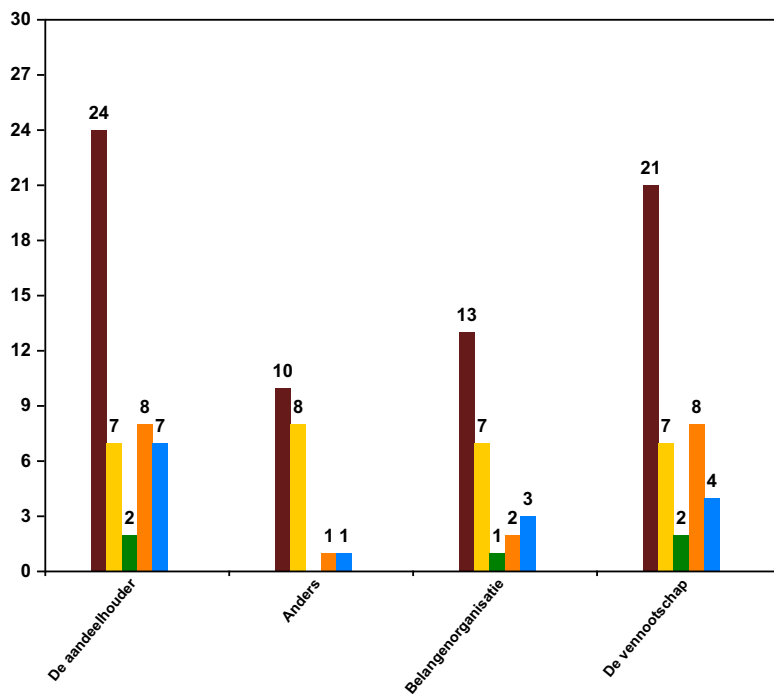
### Wie nam het initiatief voor deze contacten?(Q115)



Groep	De aan...	Anders	Belang...	De ven...
all	24	10	13	21
tot 1 E...	5	6	3	6
1 - 50 ...	9	2	6	7
50+ EUR...	10	2	4	8

Groep	De aan...	Anders	Belang...	De ven...
all	24	10	13	21
tot 1 E...	5	6	3	6
1 - 50 ...	9	2	6	7
50+ EUR...	10	2	4	8

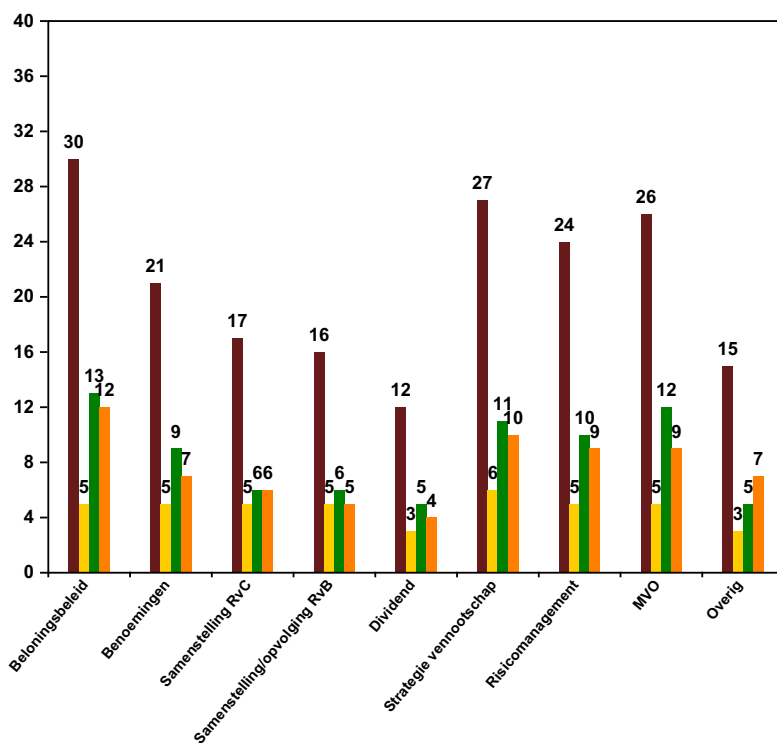
### Wie nam het initiatief voor deze contacten?(Q115)



Groep	De aan...	Anders	Belang...	De ven...
all	24	10	13	21
Pensioe...	7	8	7	7
Levensv...	2		1	2
Beleggi...	8	1	2	8
Overige...	7	1	3	4
Andere ...				

Groep	De aan...	Anders	Belang...	De ven...
all	24	10	13	21
Pensioe...	7	8	7	7
Levensv...	2		1	2
Beleggi...	8	1	2	8
Overige...	7	1	3	4
Andere ...				

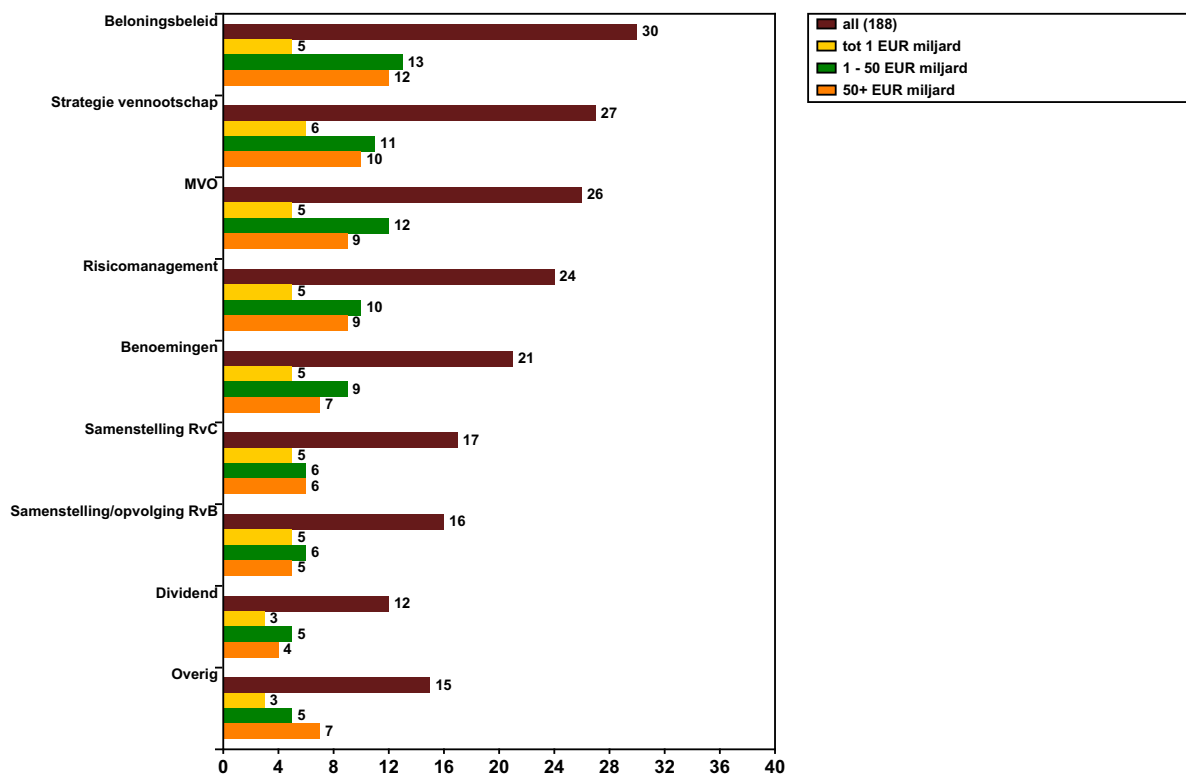
### Over welke onderwerpen heeft buiten de B-AvA overleg tussen vennootschap en aandeelhouder plaatsgevonden?(Q119)



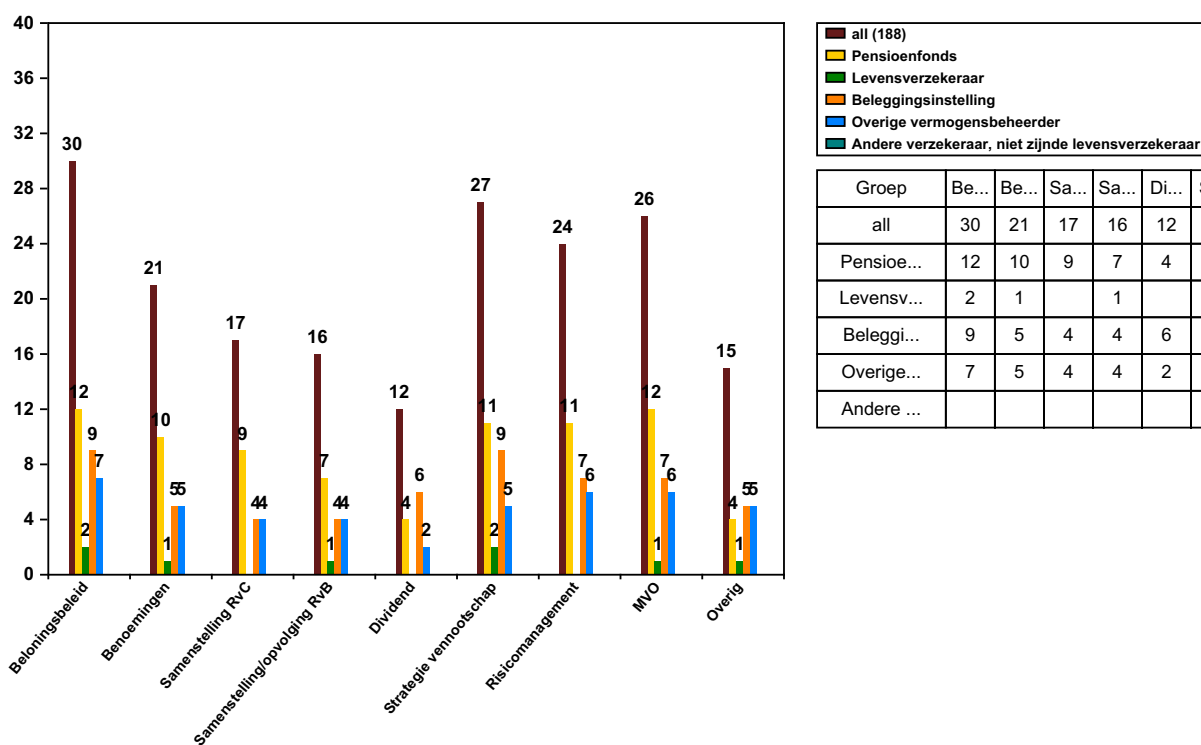
Groep	Be...	Be...	Sa...	Sa...	Di...	St...	Ri...	MV...	Ov...
all	30	21	17	16	12	27	24	26	15
tot 1 E...	5	5	5	5	3	6	5	5	3
1 - 50 ...	13	9	6	6	5	11	10	12	5
50+ EUR...	12	7	6	5	4	10	9	9	7

Groep	Be...	Be...	Sa...	Sa...	Di...	St...	Ri...	MV...	Ov...
all	30	21	17	16	12	27	24	26	15
tot 1 E...	5	5	5	5	3	6	5	5	3
1 - 50 ...	13	9	6	6	5	11	10	12	5
50+ EUR...	12	7	6	5	4	10	9	9	7

### Over welke onderwerpen heeft buiten de B-AvA overleg tussen vennootschap en aandeelhouder plaatsgevonden?(Q119)

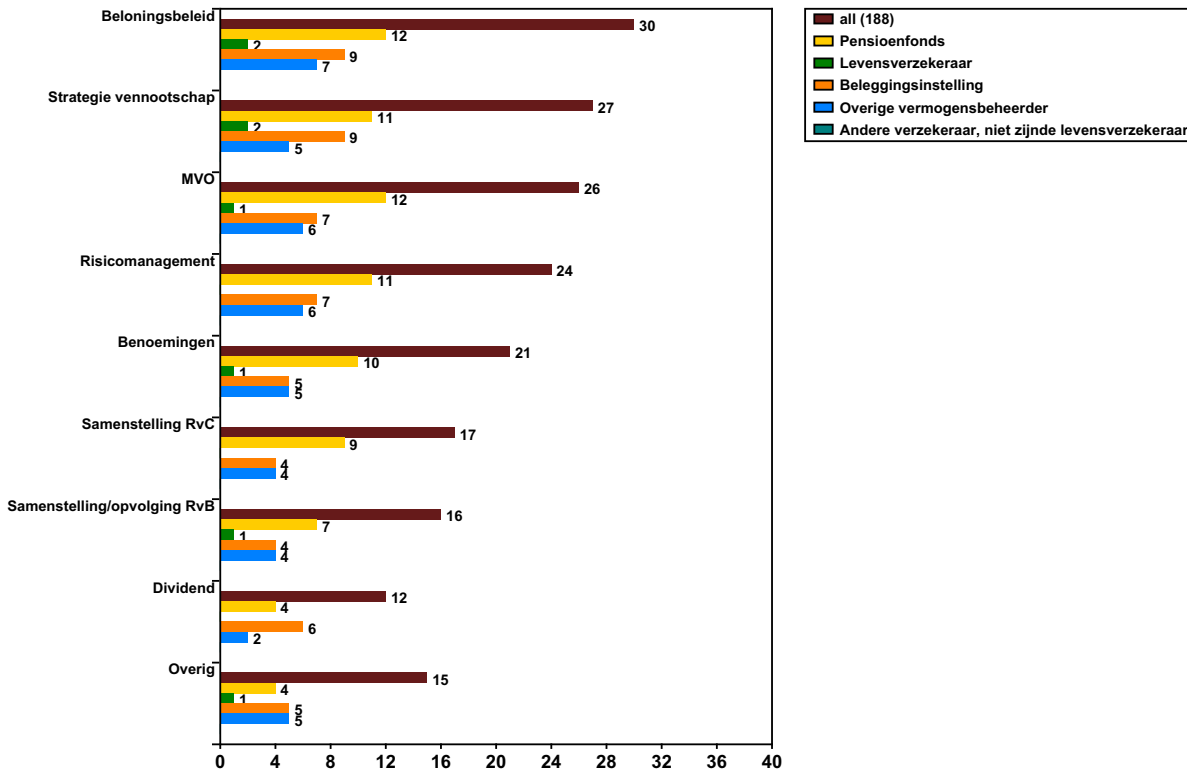


### Over welke onderwerpen heeft buiten de B-AvA overleg tussen vennootschap en aandeelhouder plaatsgevonden?(Q119)

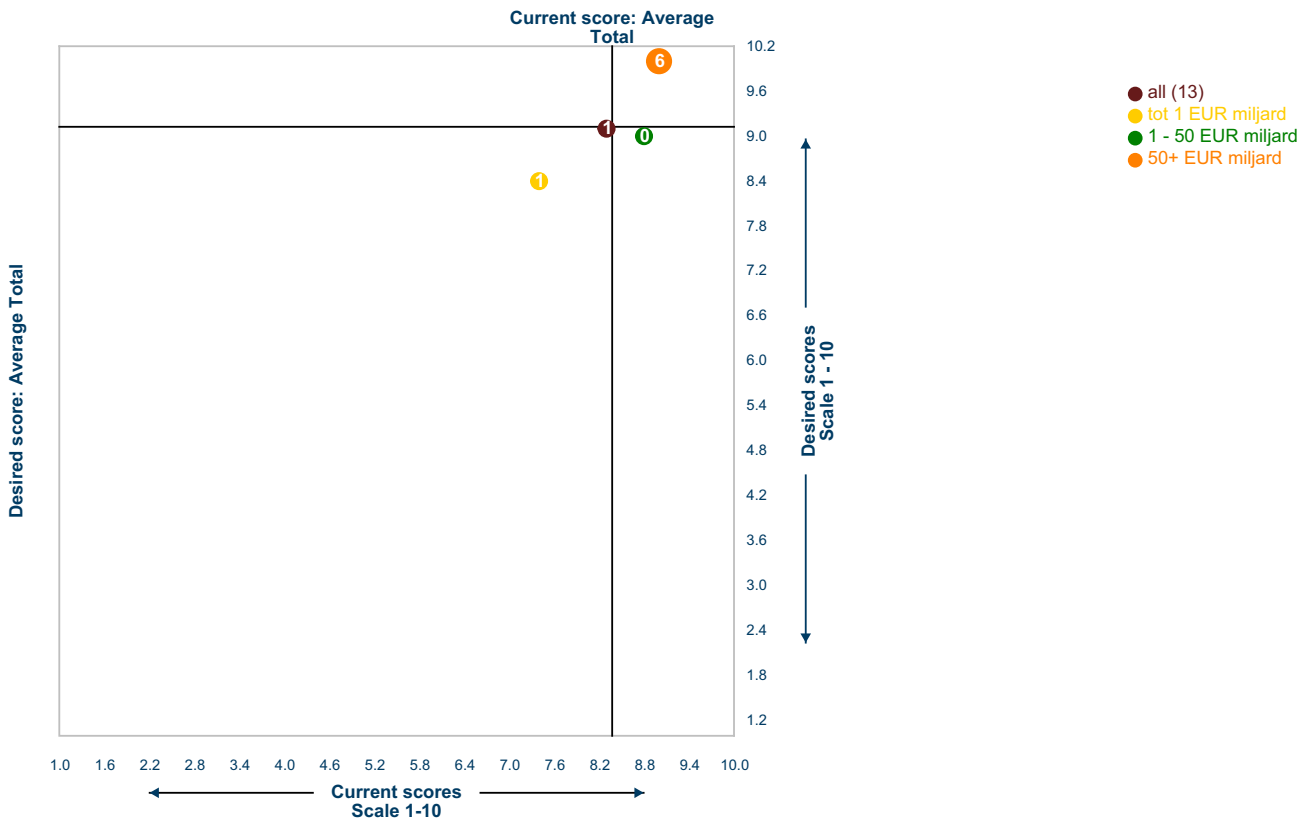


Groep	Be...	Be...	Sa...	Sa...	Di...	St...	Ri...	MV...	Ov...
all	30	21	17	16	12	27	24	26	15
Pensioe...	12	10	9	7	4	11	11	12	4
Levensv...	2	1		1		2		1	1
Beleggi...	9	5	4	4	6	9	7	7	5
Overige...	7	5	4	4	2	5	6	6	5
Andere ...									

Over welke onderwerpen heeft buiten de B-AvA overleg tussen vennootschap en aandeelhouder plaatsgevonden?(Q119)

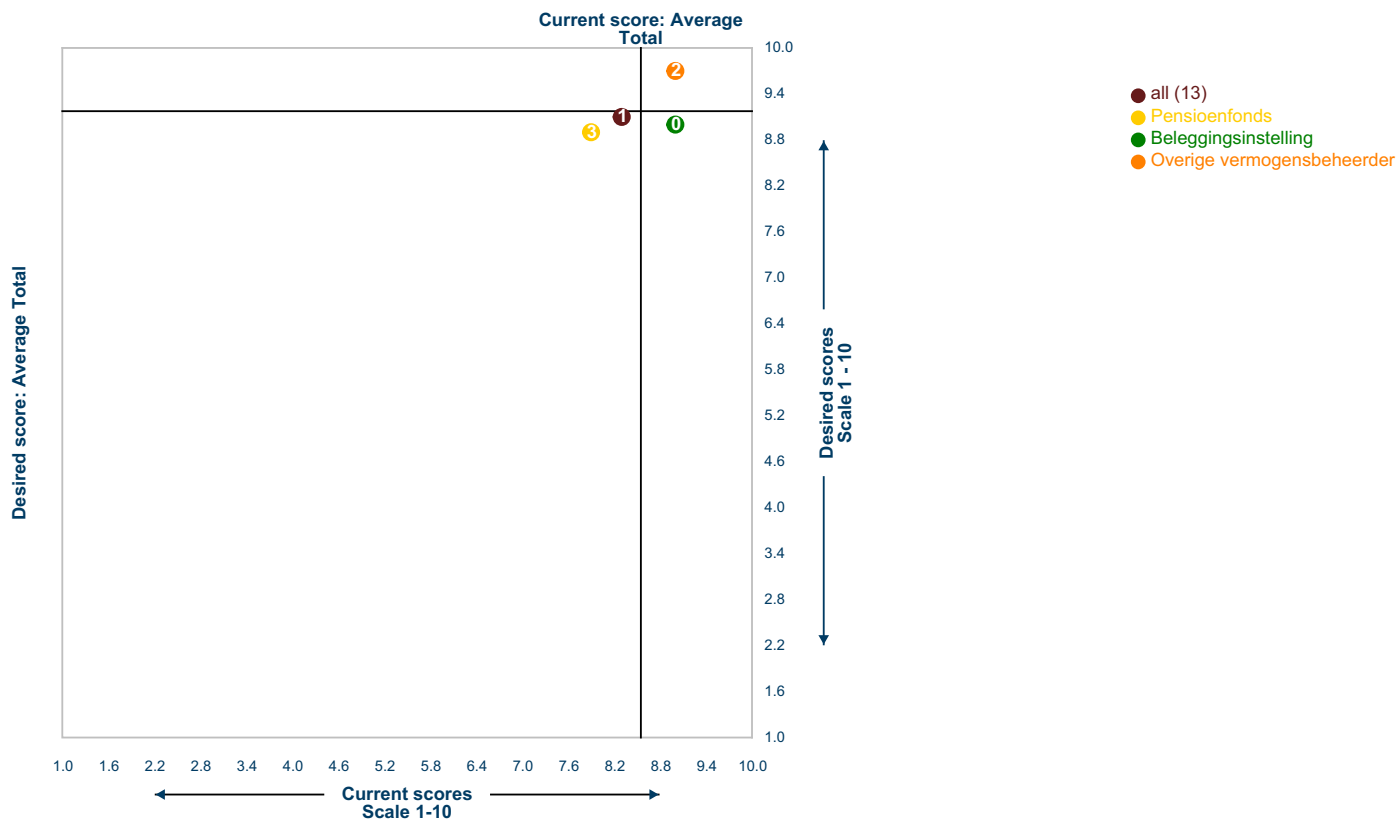


In welke mate voelt u zich als [[av]] vrij om in dit overleg over allerlei onderwerpen met de [[va]] te praten?(Q120)





In welke mate voelt u zich als [[av]] vrij om in dit overleg over allerlei onderwerpen met de [[va]] te praten?(Q120)





Naleving aangepaste Nederlandse Corporate  
Governance Code door aandeelhouders

Base data

Beursvennootschappen  
20 - 10 - 2010

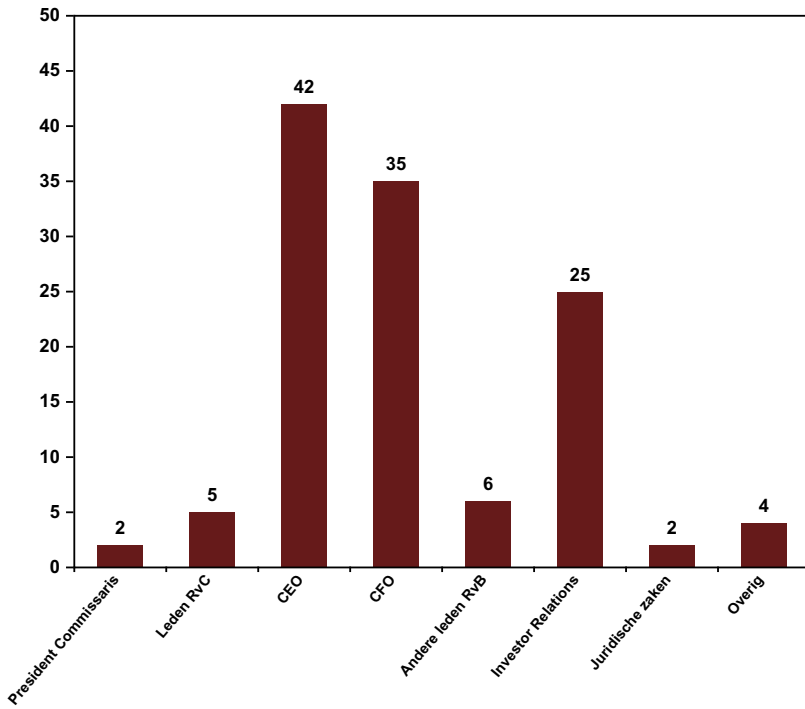
**Onderzoek**

Geopend : 16 - 08 - 2010  
Gesloten : 20 - 10 - 2010

**Participatie**

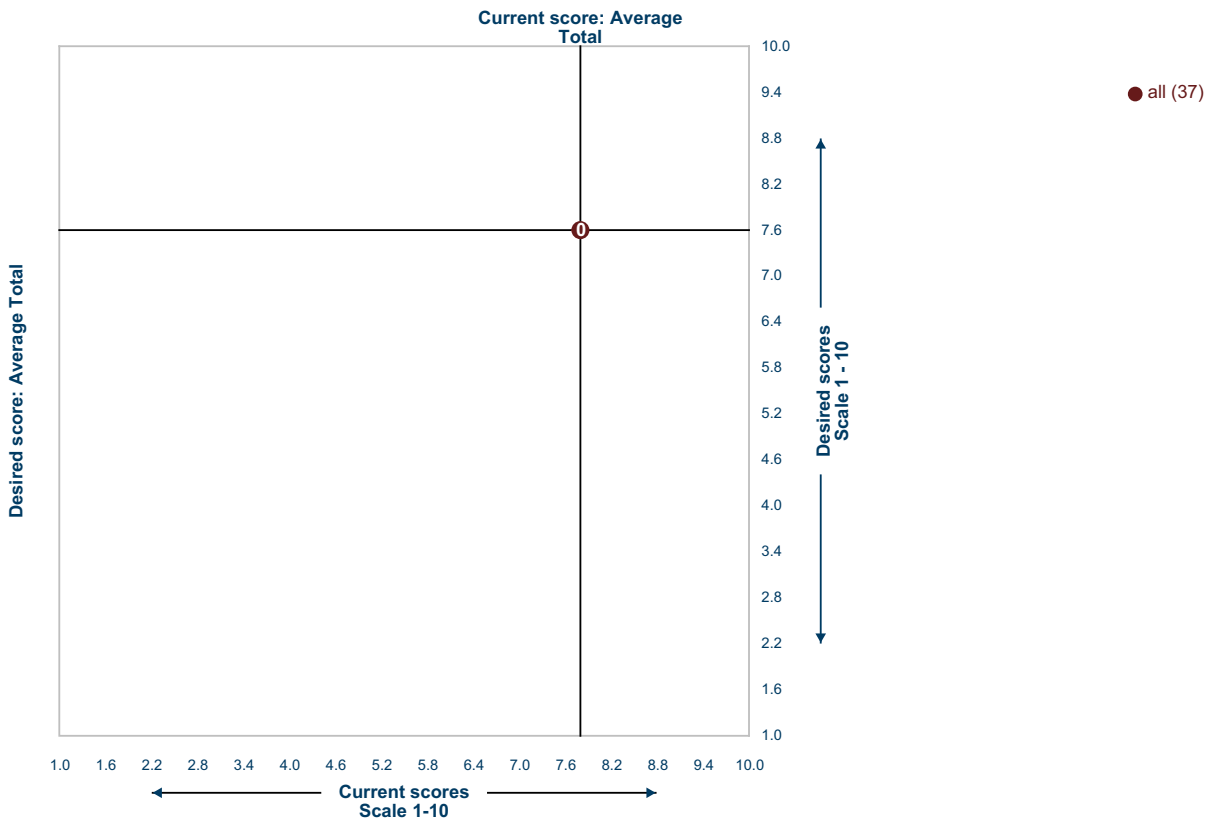
Uitgenodigd : 104  
Ingevuld : 46  
Participatie : 44%

### Wie vertegenwoordigde de vennootschap tijdens deze contacten?(Q112a)

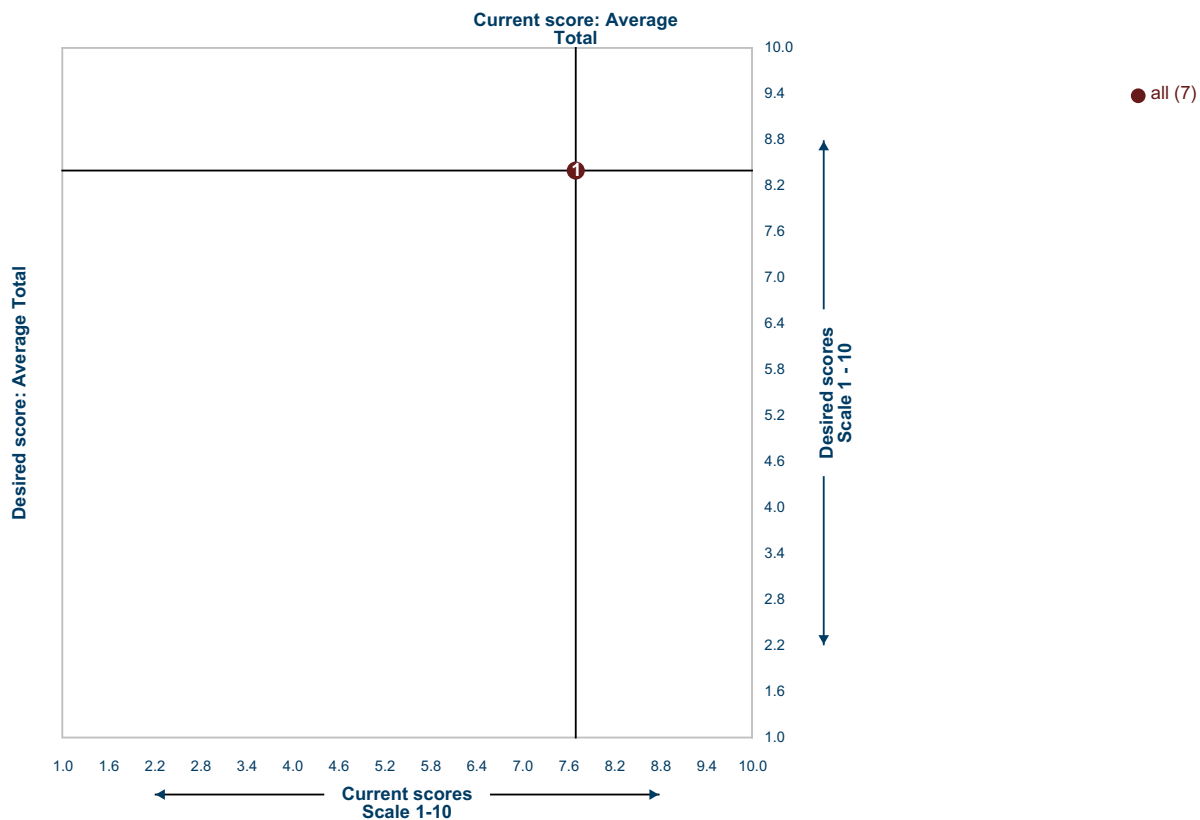


Groep	Pre...	Led...	CEO	CFO	And...	Inv...	Jur...	Ove...
all (121)	2	5	42	35	6	25	2	4

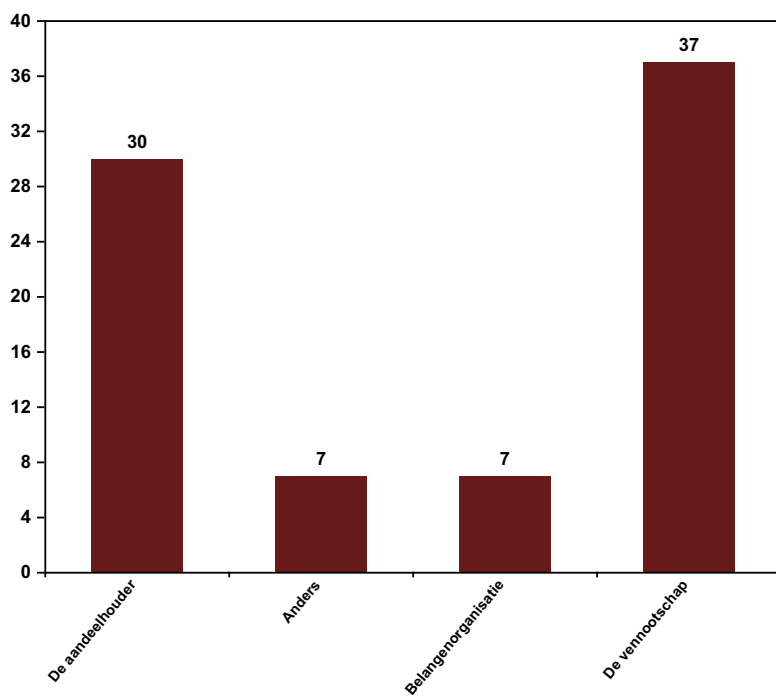
### Hoe beoordeelt u deze contacten? (inhoudelijk)(Q114)



### Hoe beoordeelt u de frequentie?(Q114a)

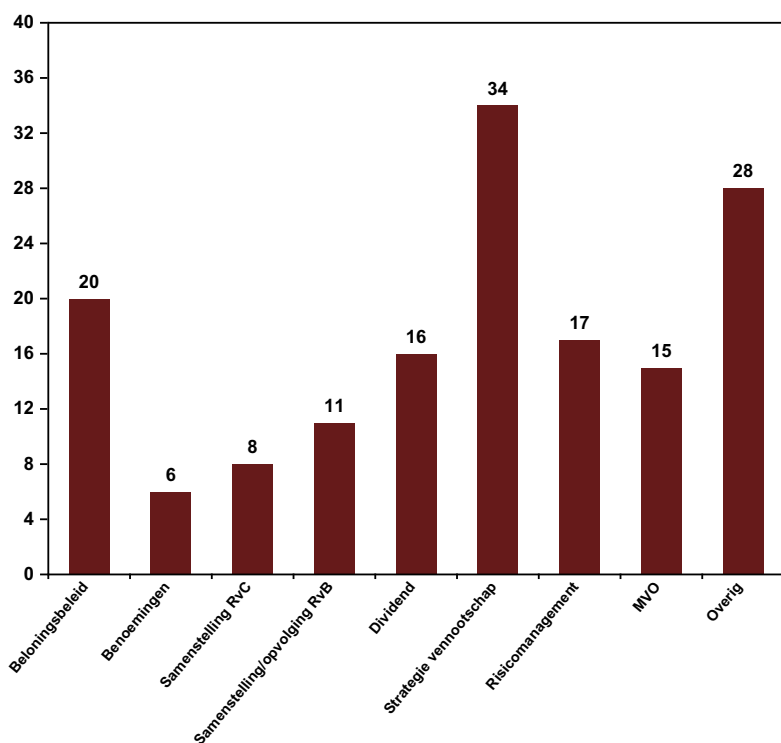


### Wie nam het initiatief voor deze contacten?(Q115)



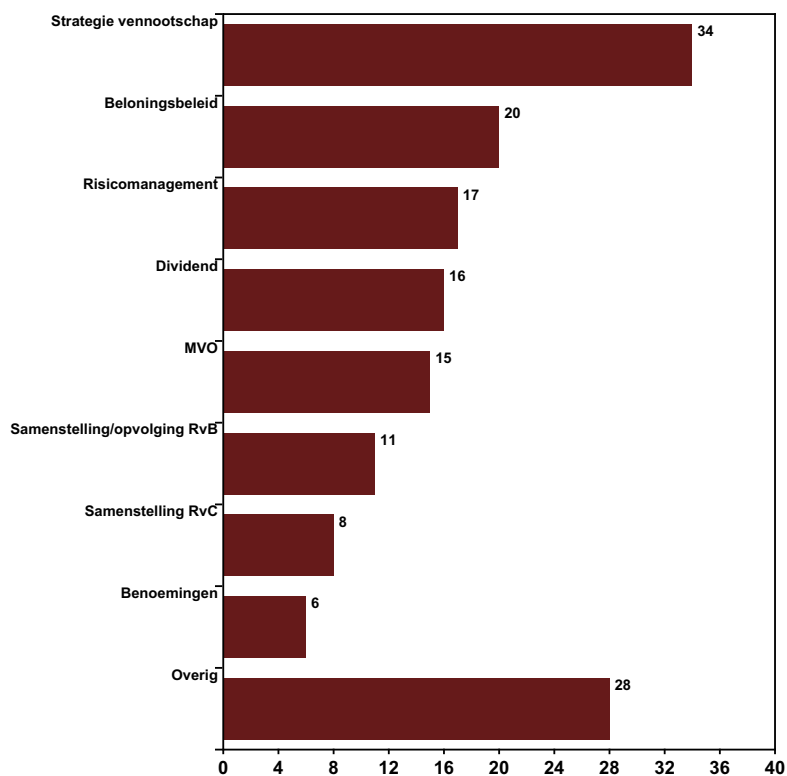
all (81)				
Groep	De aan...	Anders	Belang...	De ven...
all	30	7	7	37

### Over welke onderwerpen heeft buiten de B-AvA overleg tussen vennootschap en aandeelhouder plaatsgevonden?(Q119)



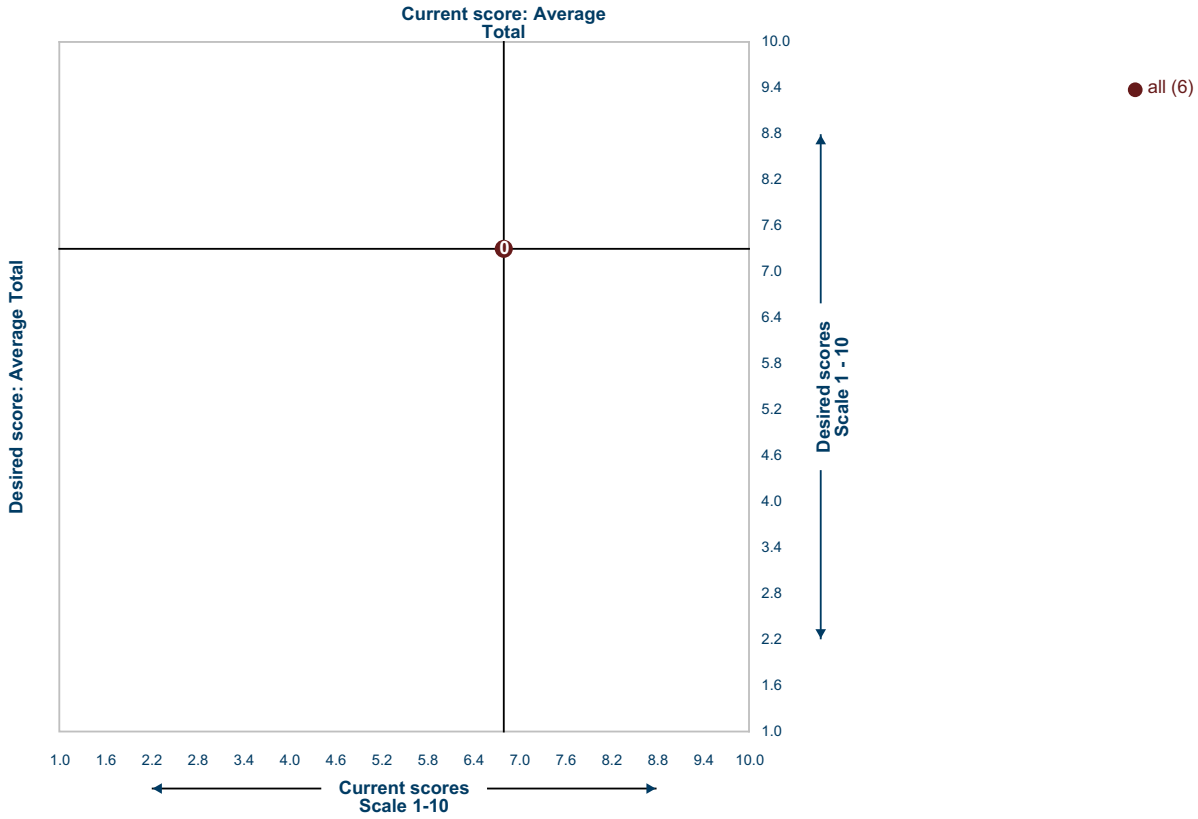
Groep	Be...	Be...	Sa...	Sa...	Di...	St...	Ri...	MV...	Ov...
all	20	6	8	11	16	34	17	15	28

### Over welke onderwerpen heeft buiten de B-AvA overleg tussen vennootschap en aandeelhouder plaatsgevonden?(Q119)



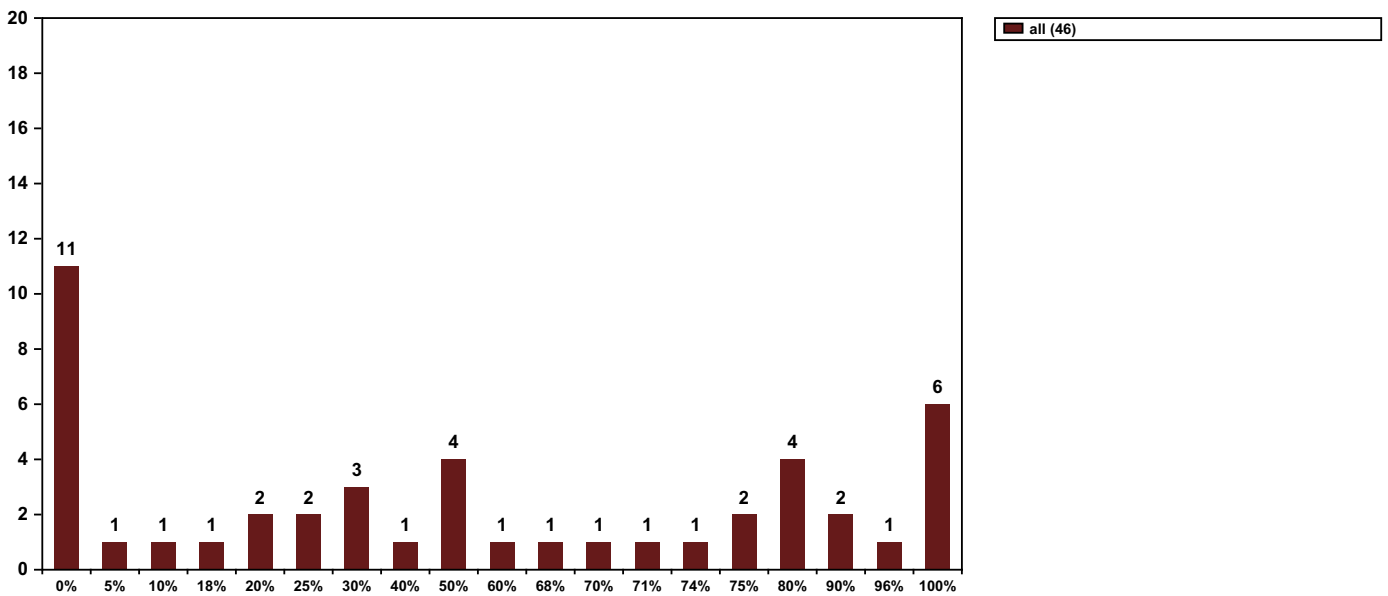
Groep	Count
all (155)	155

In welke mate voelt u zich als **[[av]]** vrij om in dit overleg over allerlei onderwerpen met de **[[va]]** te praten?(Q120)

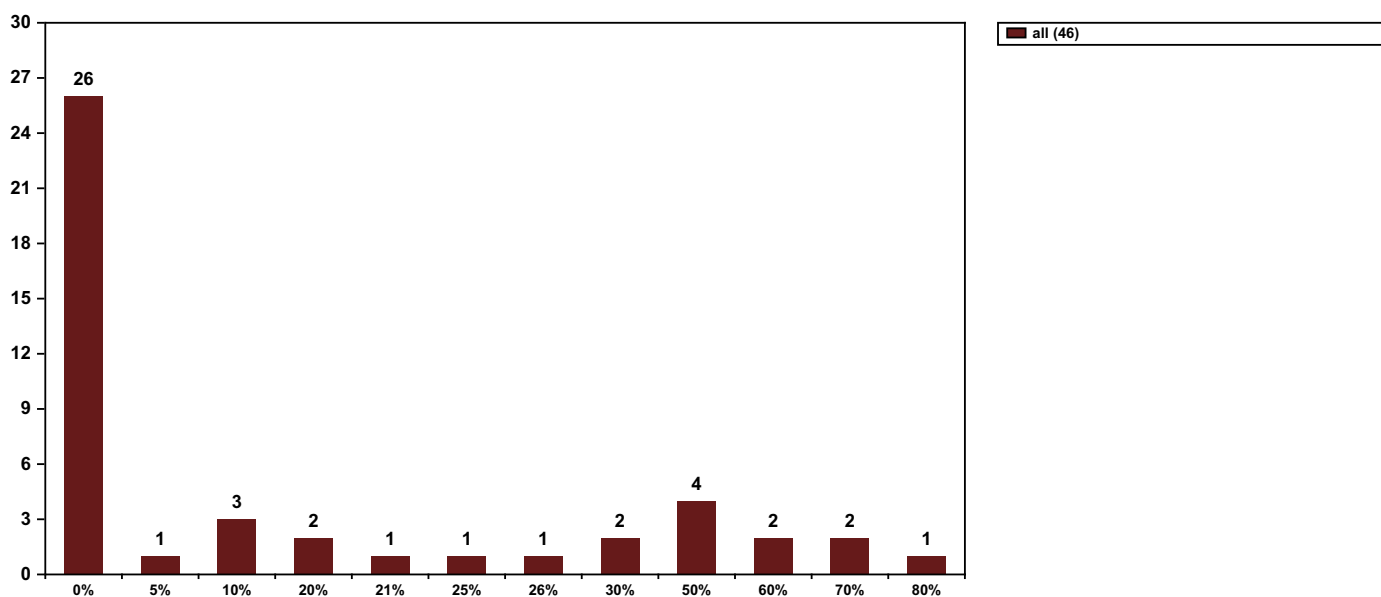


All | P = 9% (109 / 720)

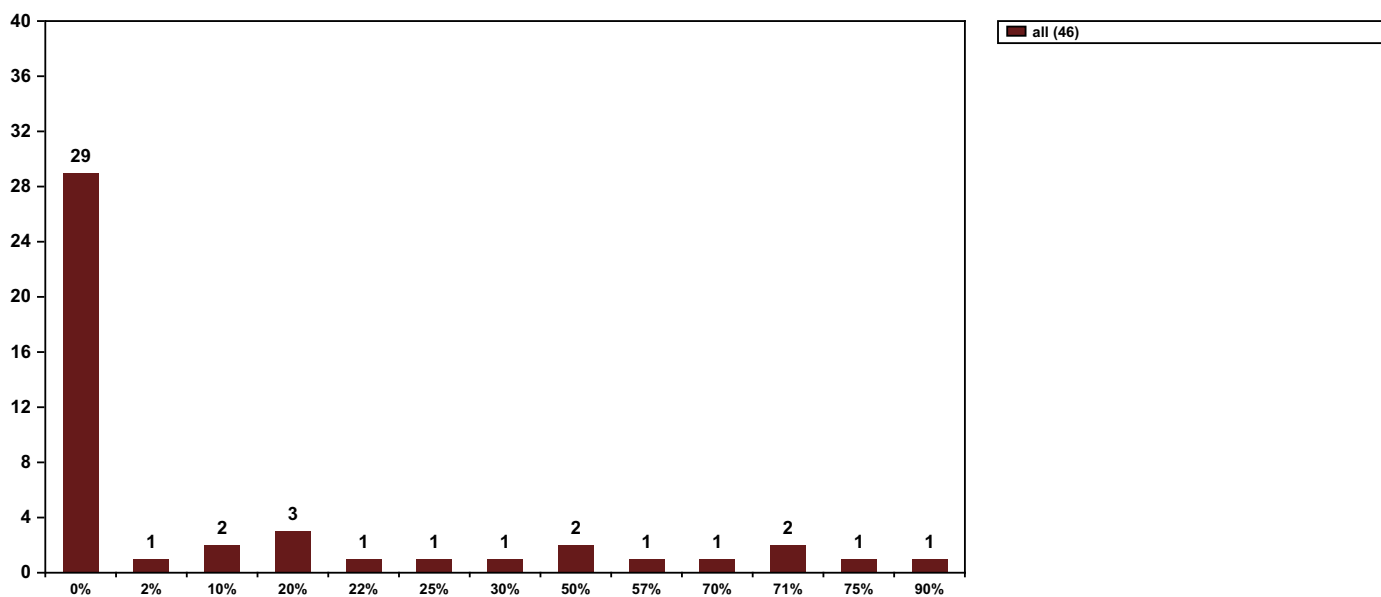
In welke mate voelt u zich als **[[av]]** beperkt in het overleg door: - De Nederlandse regels met betrekking tot voorwetenschap, de voorkenniswetgeving?(Q123\_question)



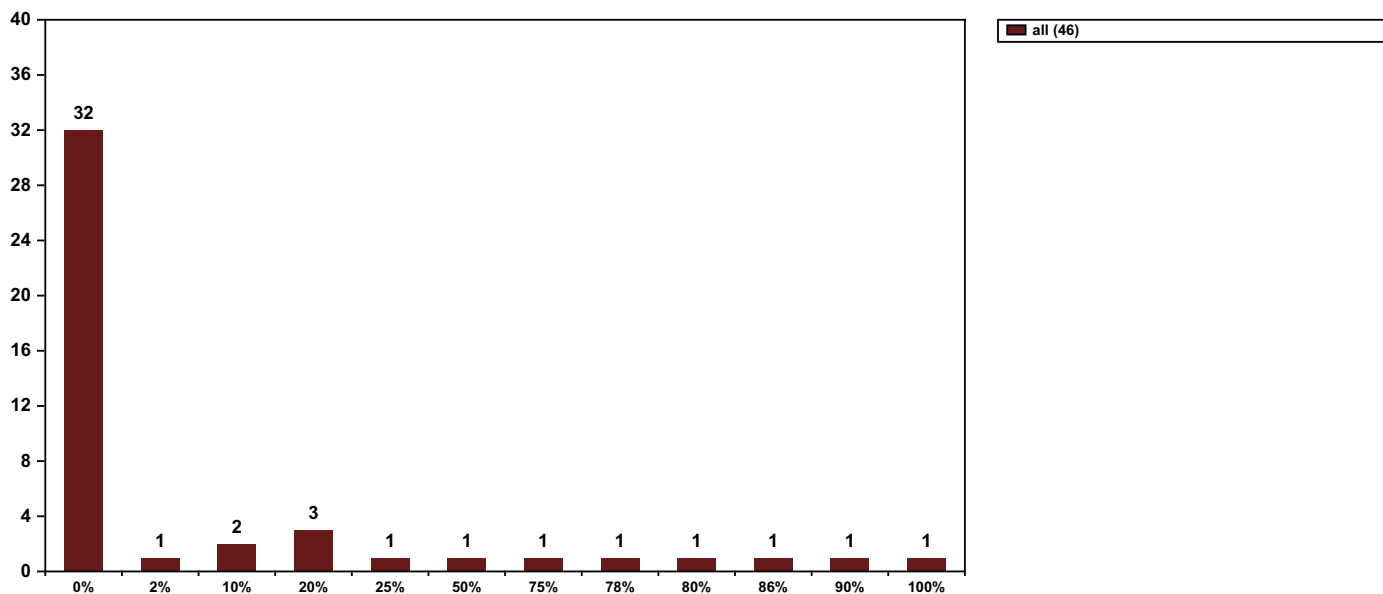
In welke mate voelt u zich als [[av]] beperkt in het overleg door: - "Acting in Concert" bepalingen?(Q124a\_question)



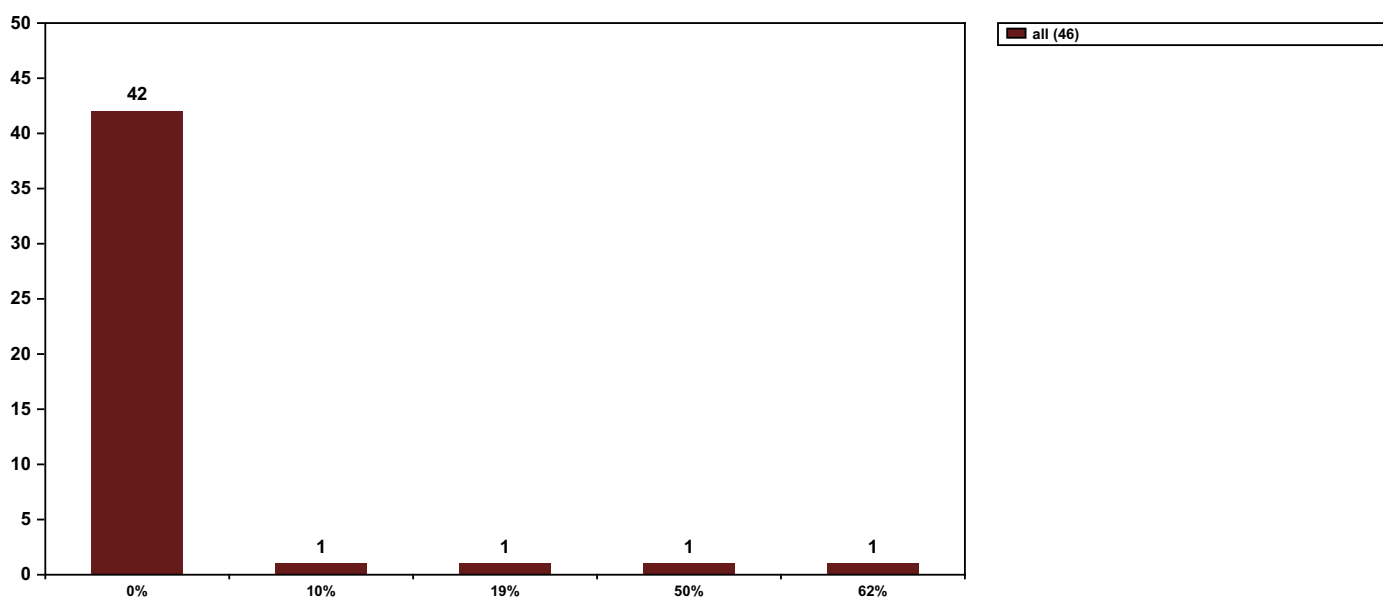
In welke mate voelt u zich als [[av]] beperkt in het overleg door: - De [[va]]?(Q124\_question)



In welke mate voelt u zich als **[[av]]** beperkt in het overleg door: - Andere aandeelhouders/institutionele beleggers?(Q125\_question)

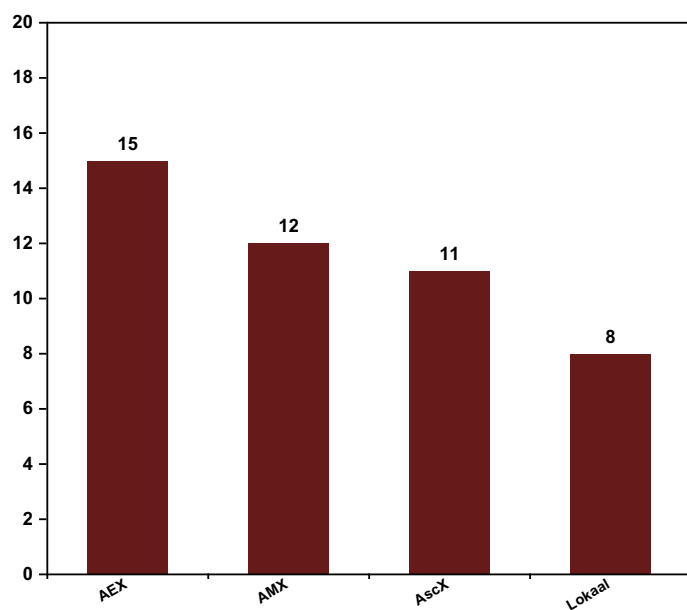


In welke mate voelt u zich als **[[av]]** beperkt in het overleg door: - Overig(Q126\_question)





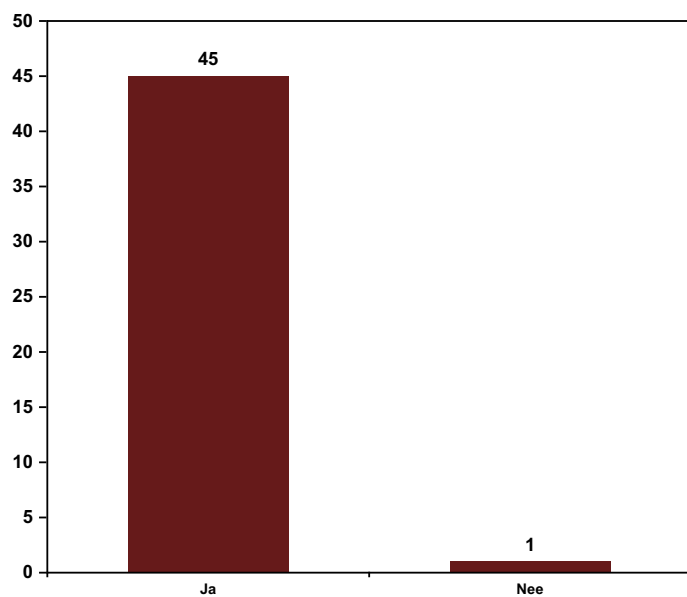
## In welke index was uw vennootschap ultimo 2009 opgenomen?(Q28)



all (46)

Groep	AEX	AMX	AscX	Lokaal
all	33%	26%	24%	17%

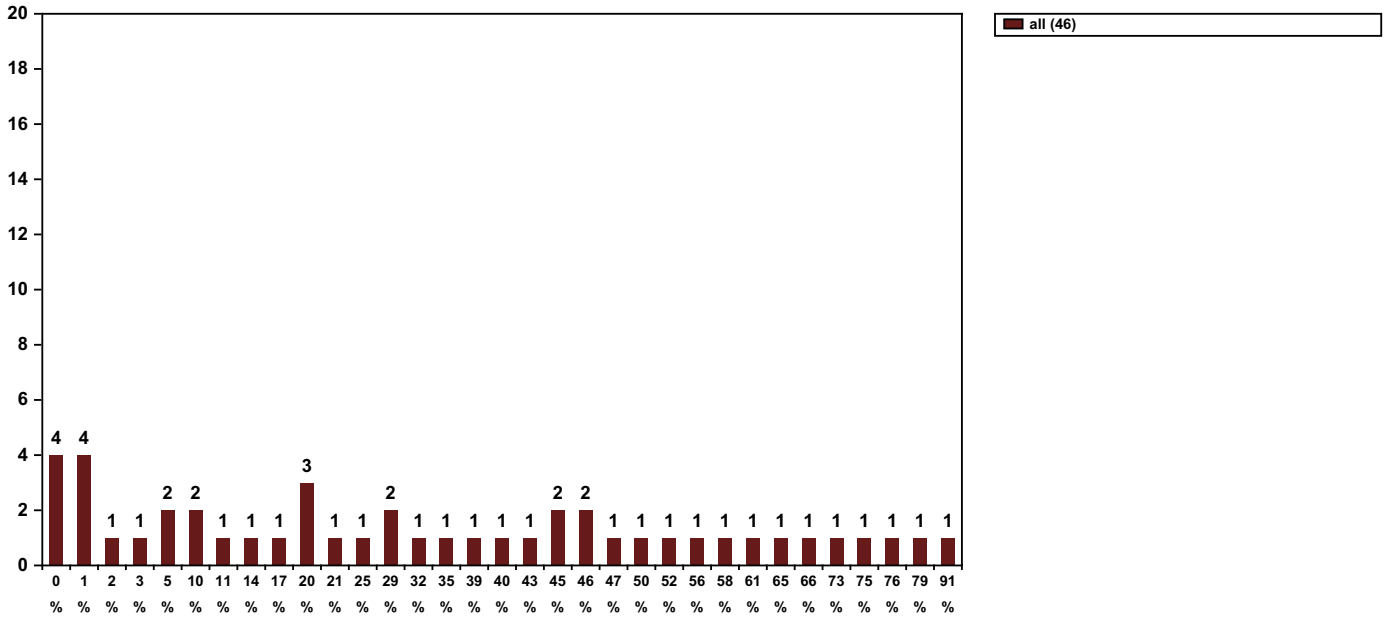
## Heeft u over het kalenderjaar 2009 op enig moment een aandeelhouder met een aanmerkelijk belang (5%+) gehad in uw vennootschap?(Q29)



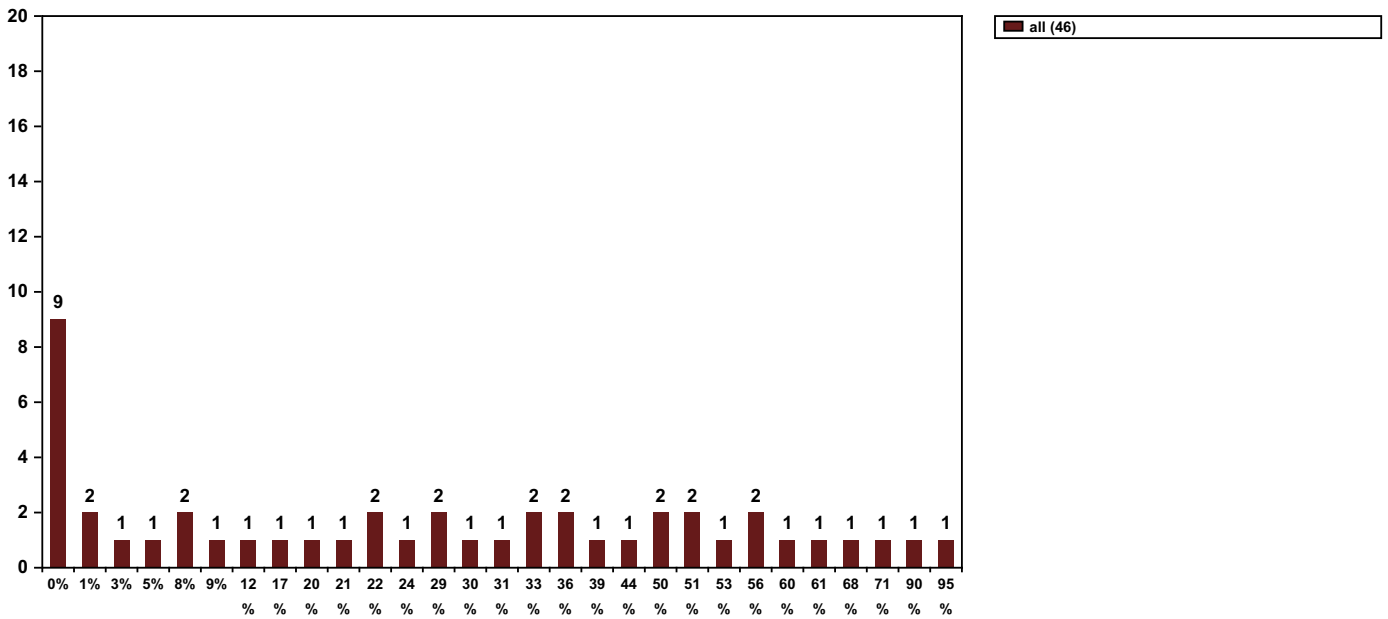
all (46)

Groep	Ja	Nee
all	98%	2%

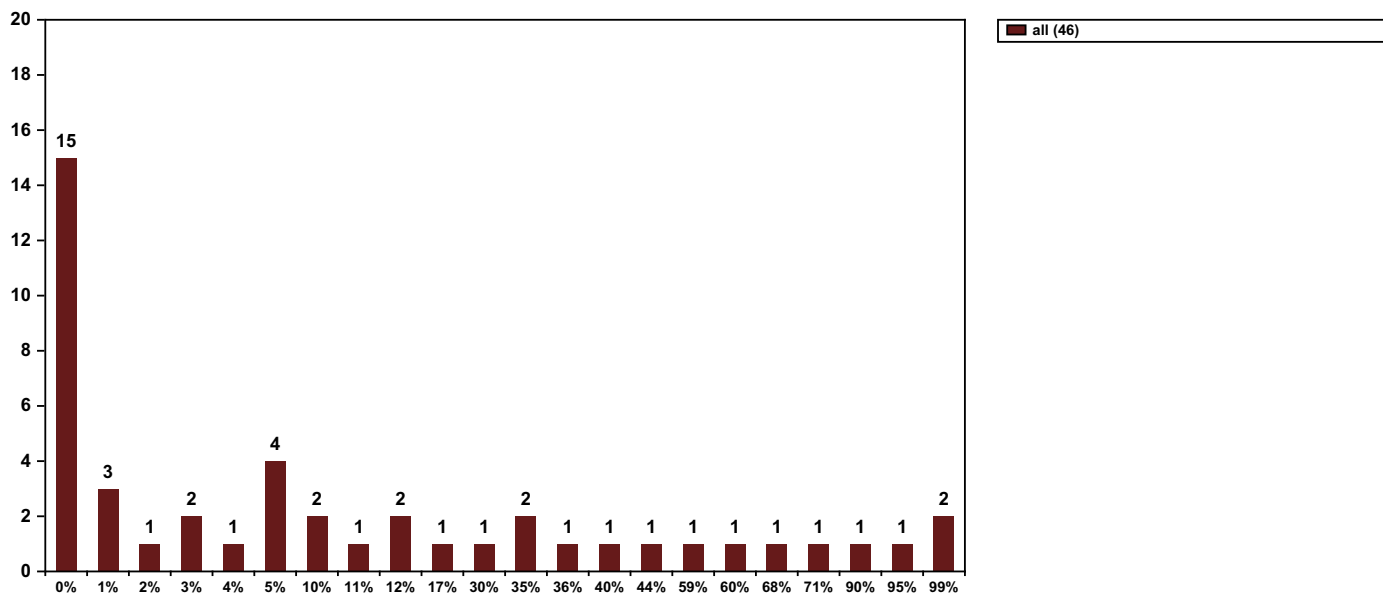
### Wat was het totale opkomst percentage van uw (Bijzondere) Algemene Vergadering van Aandeelhouders? - Direct(Q108\_question)



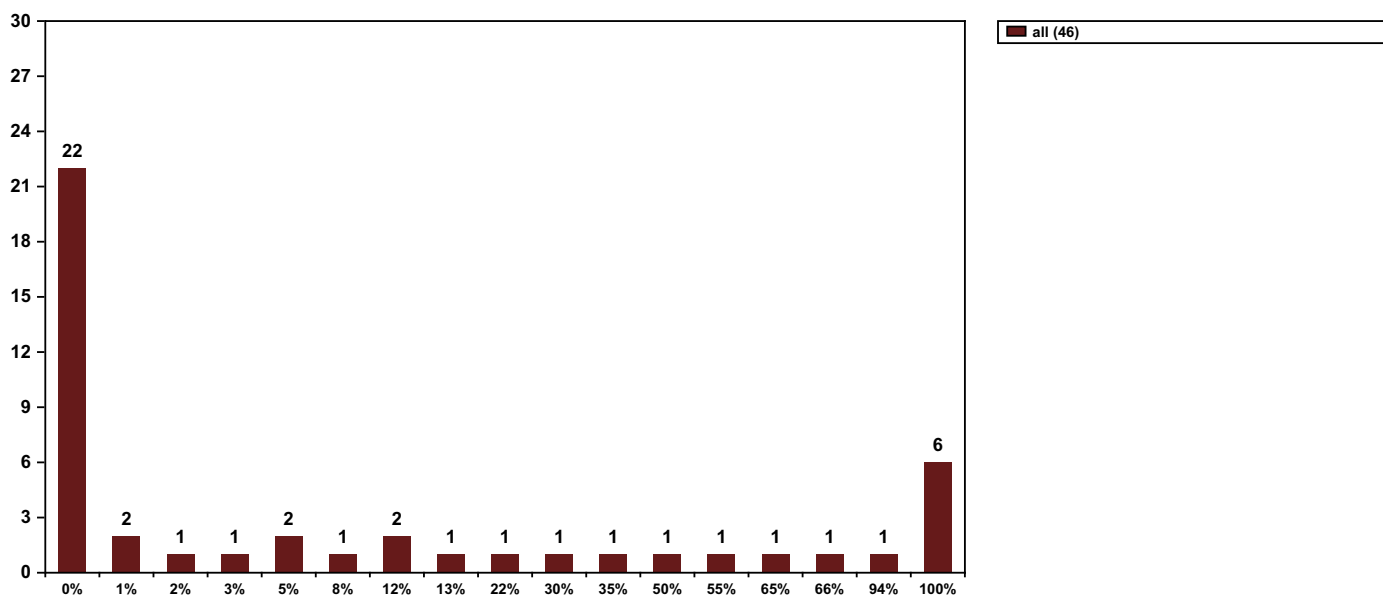
### Wat was het totale opkomst percentage van uw (Bijzondere) Algemene Vergadering van Aandeelhouders? - Proxyholders(Q109\_question)



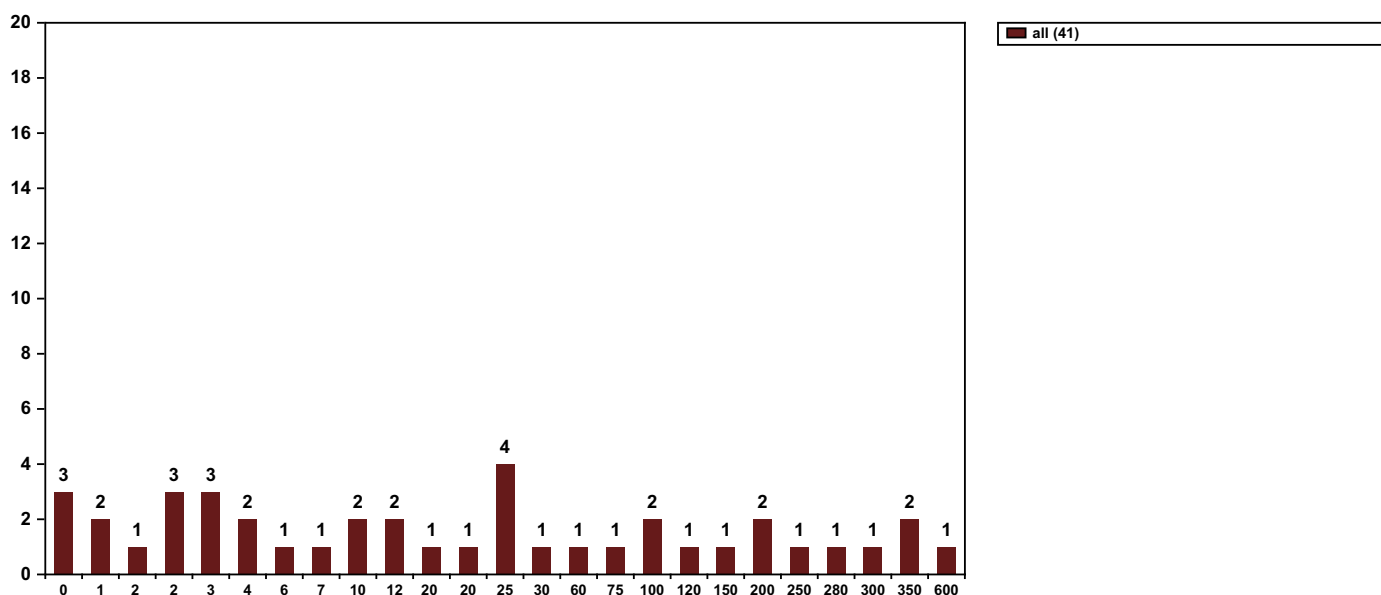
Hoeveel % van de stemmen van uw B-AvA was vooraf uitgebracht?(Q104\_question)



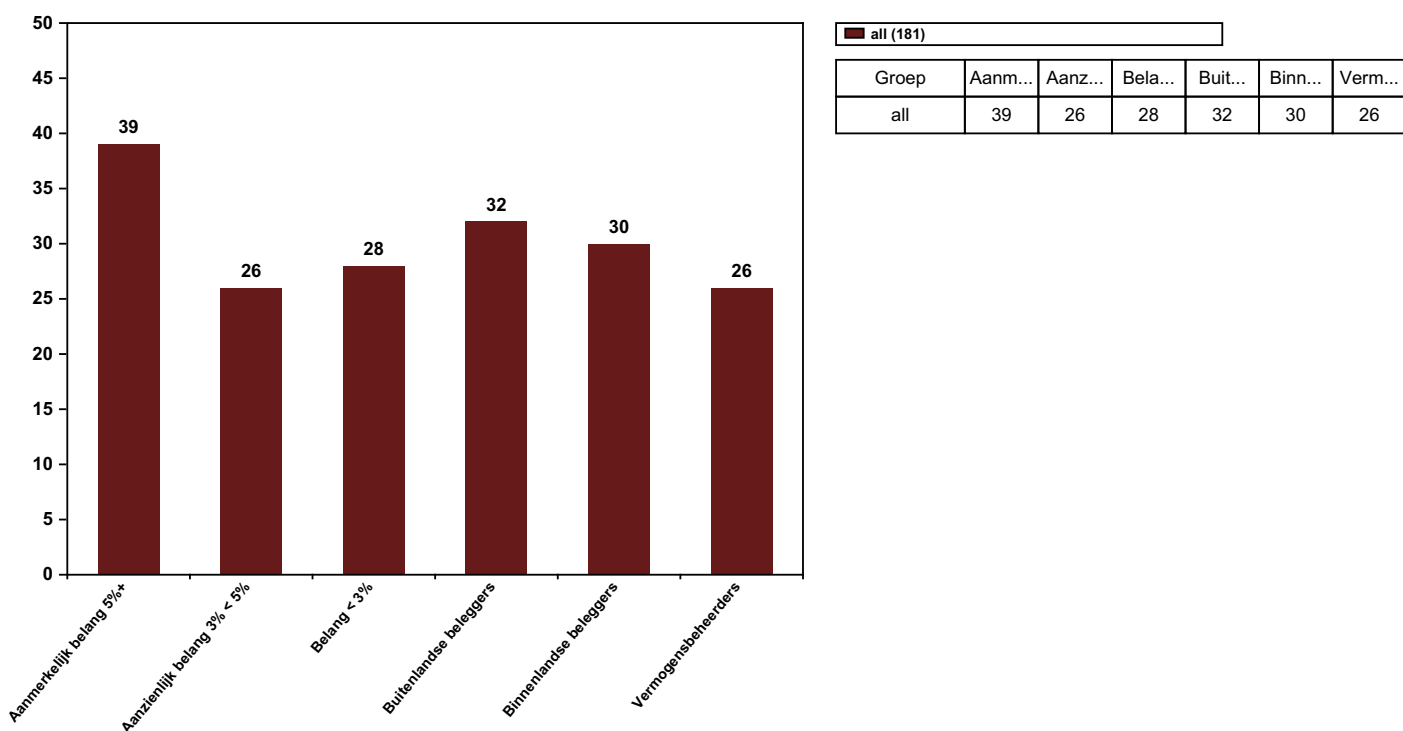
Van hoeveel % van deze stemmen was er vooraf bij de vennootschap bekend wat er gestemd was?(Q104a\_question)



### Hoe vaak heeft u gedurende B-AvA seizoen 2010 over boekjaar 2009 contact gehad met individuele aandeelhouders buiten de B-AvA's om?(Q113)

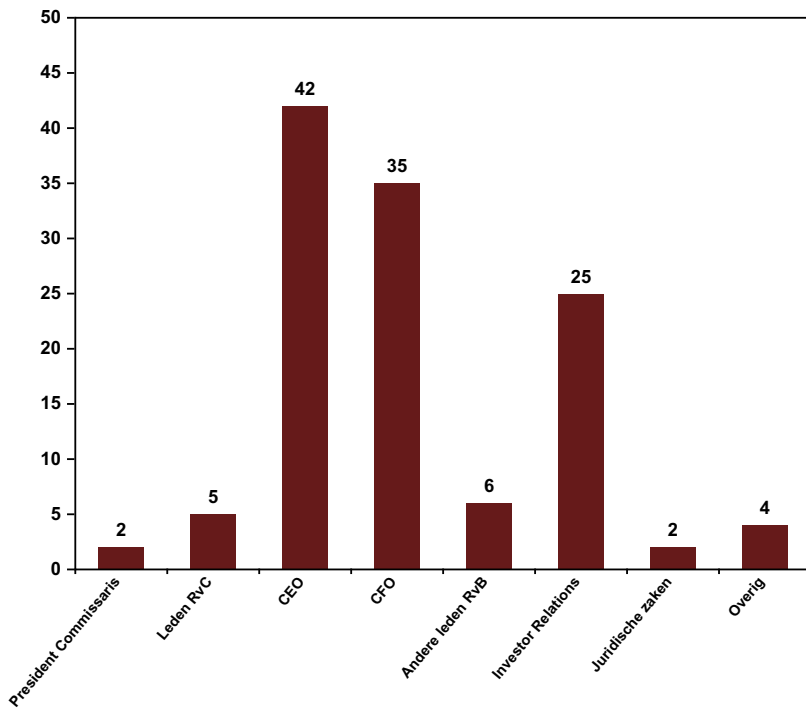


### Met wat voor aandeelhouder had u contact?(Q113a)



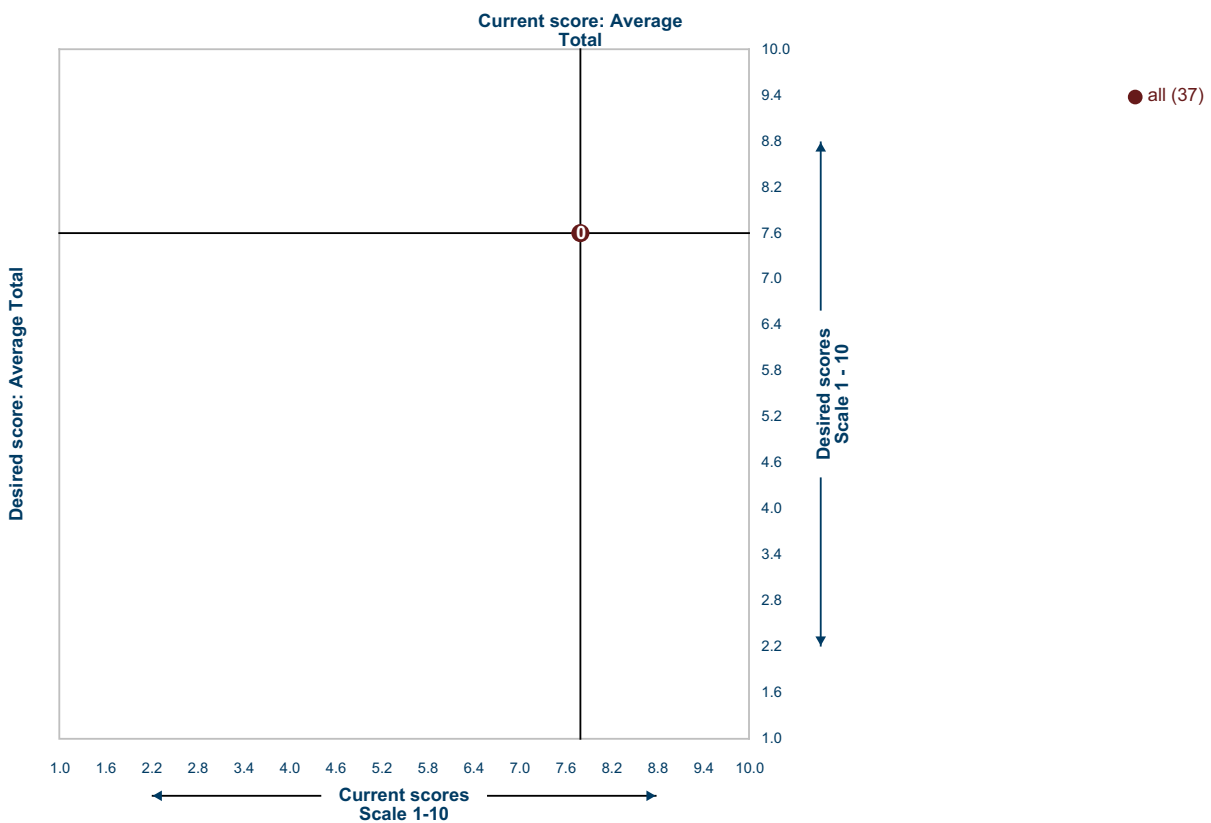
Groep	Aanm...	Aanz...	Bela...	Buit...	Binn...	Verm...
all	39	26	28	32	30	26

### Wie vertegenwoordigde de vennootschap tijdens deze contacten?(Q112a)

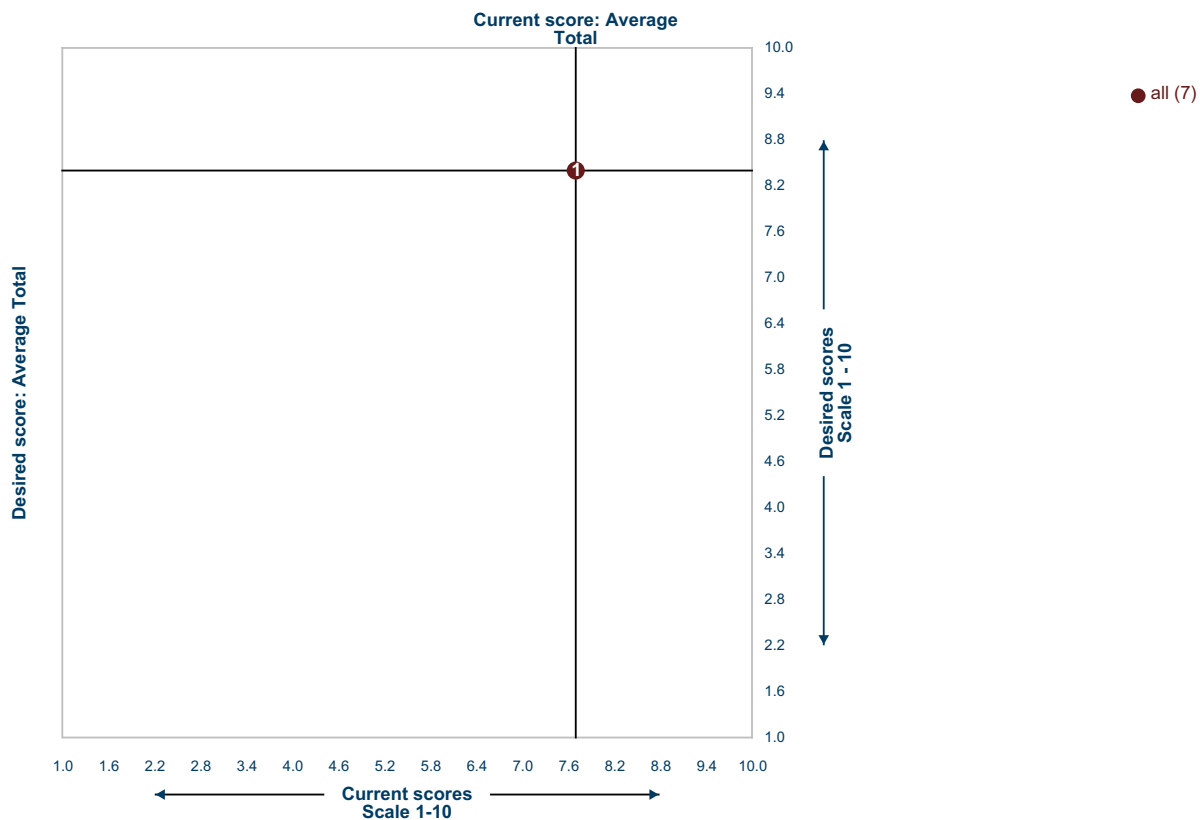


Groep	Pre...	Led...	CEO	CFO	And...	Inv...	Jur...	Ove...
all (121)	2	5	42	35	6	25	2	4

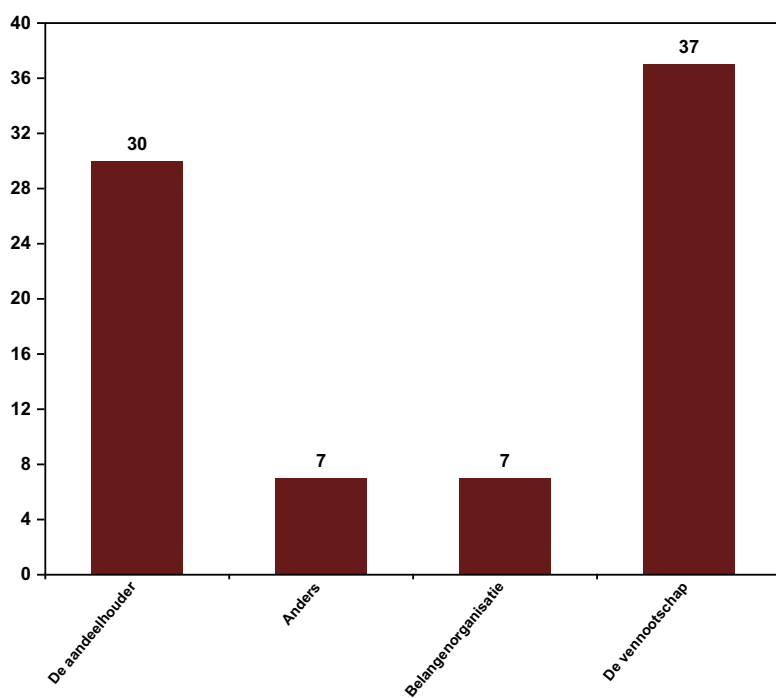
### Hoe beoordeelt u deze contacten? (inhoudelijk)(Q114)



### Hoe beoordeelt u de frequentie?(Q114a)

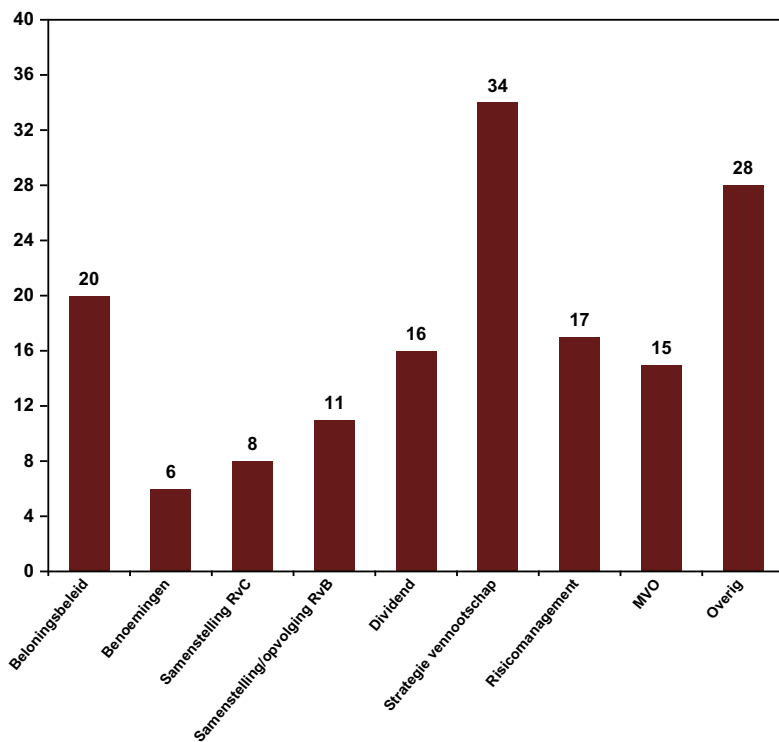


### Wie nam het initiatief voor deze contacten?(Q115)



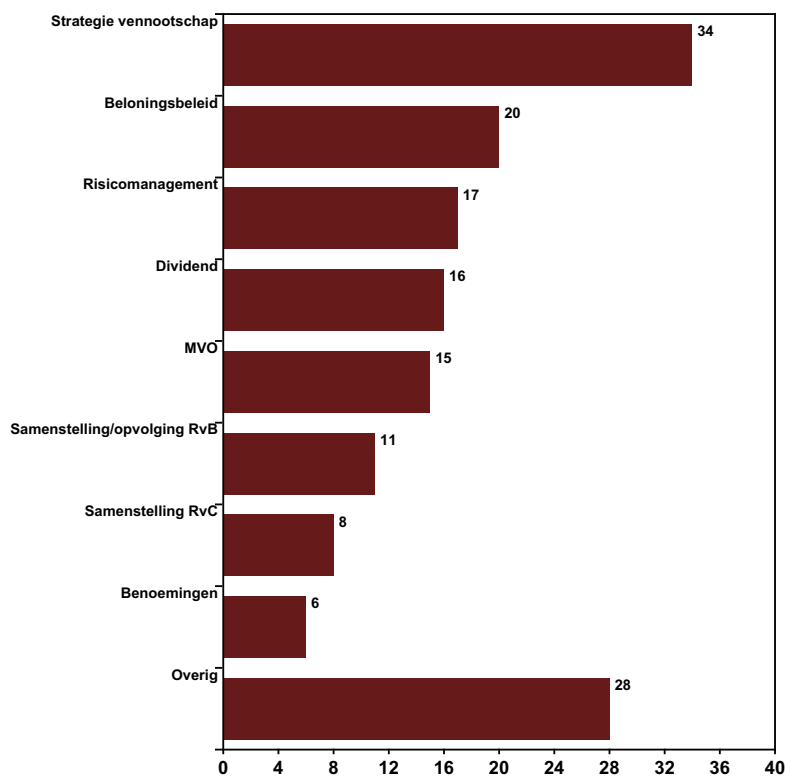
all (81)				
Groep	De aan...	Anders	Belang...	De ven...
all	30	7	7	37

### Over welke onderwerpen heeft buiten de B-AvA overleg tussen vennootschap en aandeelhouder plaatsgevonden?(Q119)



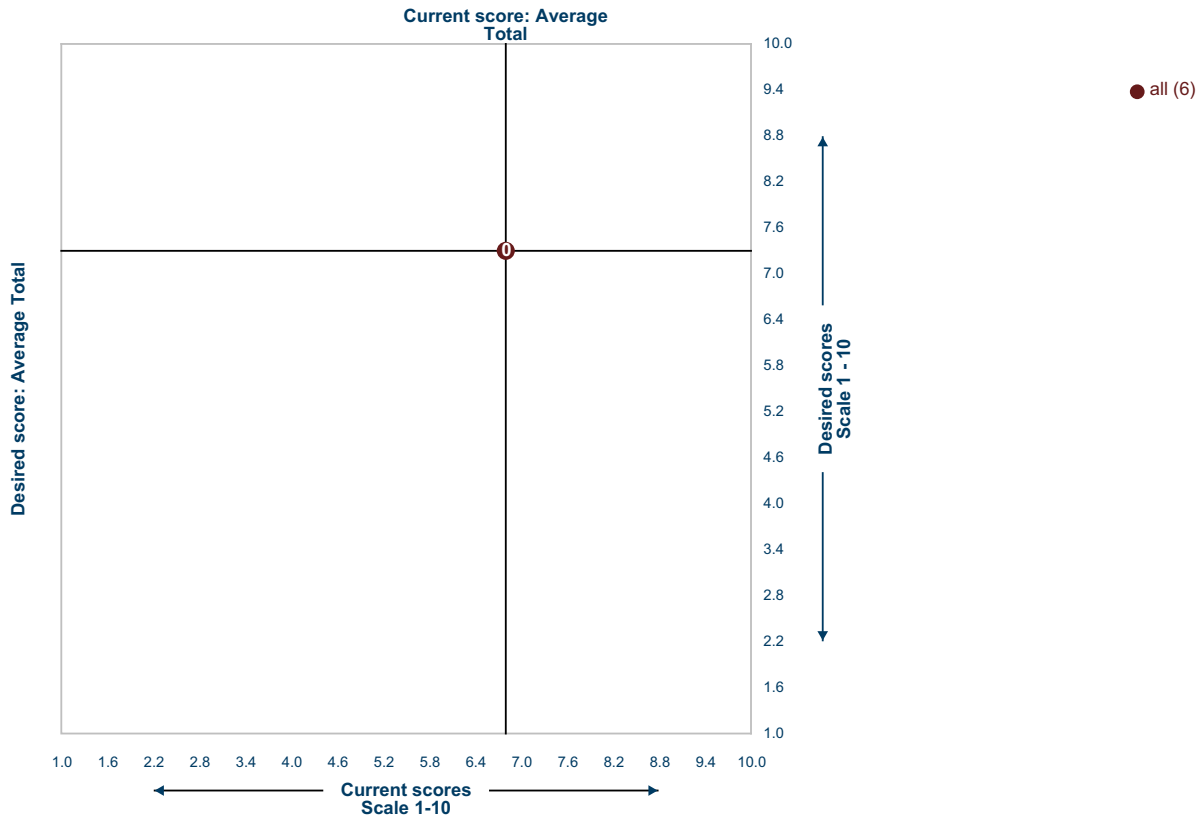
Groep	Be...	Be...	Sa...	Sa...	Di...	St...	Ri...	MV...	Ov...
all	20	6	8	11	16	34	17	15	28

### Over welke onderwerpen heeft buiten de B-AvA overleg tussen vennootschap en aandeelhouder plaatsgevonden?(Q119)



Groep	Count
all (155)	155

In welke mate voelt u zich als **[[av]]** vrij om in dit overleg over allerlei onderwerpen met de **[[va]]** te praten?(Q120)







### **Bijlage 3      Lijst met institutionele beleggers**

Onderverdeeld naar:

- Beleggingsinstellingen
- Pensioenfondsen
- Levensverzekeraars
- Vermogenbeheerders
- Buitenlandse institutionele beleggers



## Beleggingsinstellingen

- 1 AB Management B.V.
- 2 Accenta Capital Management
- 3 Achmea Beleggingsfondsen Beheer B.V.
- 4 ActivInvestor Management B.V.
- 5 Aefides Beheer B.V.
- 6 AEGON Investment Management B.V.
- 7 Aethra Funds B.V.
- 8 Allianz Holland Paraplufonds N.V.
- 9 Altius Fund Management B.V.
- 10 Annexum Beheer B.V.
- 11 Antaurus Capital Management B.V.
- 12 Anthos Fund Management B.V.
- 13 APF International Vastgoedfondsen Beheer B.V.
- 14 ASN Beleggingsinstellingen Beheer B.V.
- 15 ASR Nederland Beleggingsbeheer N.V.
- 16 Attica Fund Management
- 17 AZL Vermogensbeheer B.V.
- 18 Beethoven Beheer B.V.
- 19 Belvédère Academia Leiden University N.V.
- 20 Bloemendaal Investment Management B.V.
- 21 BNG Vermogensbeheer B.V.
- 22 BNP Paribas Investment Partners Funds (Nederland) N.V.
- 23 Bouwfonds Fondsmanagement B.V.
- 24 Bouwfonds Vastgoedfondsen Beheer B.V.
- 25 Brand New Day Vermogensopbouw N.V.
- 26 CapCorp NL Management B.V.
- 27 Corio N.V.
- 28 Delta Lloyd Asset Management N.V.
- 29 Delta Lloyd N.V. Multifunds
- 30 Deminor Investment Management B.V.
- 31 De Veste Vermogensbeheer B.V.
- 32 DIM Vastgoed N.V.
- 33 Eagle Fund Beheer B.V.
- 34 Eurocommercial Properties N.V.
- 35 European Assets Trust N.V.
- 36 EValuation Capital Management B.V.
- 37 FalcInvest Fund Management B.V.
- 38 Finles N.V.
- 39 First Capital Fundmanagement B.V.
- 40 Fortis B Fix BEVEK
- 41 Global Equity High Yield Fund B.V.
- 42 Global Opportunities (GO) Capital Asset Management B.V.
- 43 Grand Cru Beleggingsmaatschappij B.V.
- 44 Groothandelsgebouwen N.V.
- 45 Haerzathe Investments Beheer B.V.
- 46 Hanzevast capital N.V.
- 47 Heerenstede Vastgoed Beheer B.V.
- 48 Himalayan Fund N.V.
- 49 HiQ Invest B.V.
- 50 Holland Immo Group Beheer B.V.
- 51 Homburg Invest Inc.
- 52 IBUS Fondsen Beheer B.V.
- 53 IMC Asset Management B.V.
- 54 Index Garant Management B.V.
- 55 ING Fund Management B.V.
- 56 ING Real Estate Regulated Fund Management B.V.
- 57 Inmaxxa B.V.
- 58 Insinger de Beaufort Asset Management N.V.
- 59 IVM Vermogensbeheer B.V.
- 60 Keijser Capital Asset Management B.V.
- 61 Kempen Capital Management N.V.
- 62 Legal & General Nederland Beleggingen B.V.
- 63 LevensloopPlus B.V.
- 64 Leveraged Capital Holdings N.V.
- 65 Loyalis Sparen & Beleggen N.V.
- 66 Maecenas Beheer B.V.
- 67 Man Fund Management Netherlands B.V.
- 68 MasterMix Global Mix Fund N.V.
- 69 Meesman Index Investments B.V.
- 70 MeesPierson Real Estate Management B.V.
- 71 MEI-Fondsenbeheer B.V.
- 72 Mn Services Fondsenbeheer B.V.
- 73 Monolith Investment Management B.V.
- 74 NBZ - Management B.V.

- 75 Nieuwe Steen Investments N.V.  
76 Ohpen B.V.  
77 Old Kinderhook Invest B.V.  
78 Optimix Vermogensbeheer N.V.  
79 Oyens & Van Eeghen Beheer B.V.  
80 PGGM Fondsenbeheer B.V.  
81 Phanos Fund Management B.V.  
82 Rabobank Ledencertificaten N.V.  
83 Renpart Vastgoed Management B.V.  
84 Robeco Fund Management B.V.  
85 Rodamco Europe N.V.  
86 ROI am B.V.  
87 Rorento N.V.  
88 Safe Harbour Fund Management B.V.  
89 Seawind Capital Partners B.V.  
90 Shell Asset Management  
Company B.V.  
91 SNS Beleggingsfondsen Beheer B.V.  
92 Somerset Capital Partners  
Management B.V.  
93 Staalbankiers Vastgoedfondsen  
Beheer B.V.  
94 Stichting Beheer Oikocredit  
Nederland Fonds  
95 Syntrus Achmea  
Vermogensbeheer B.V.  
96 SynVest Fund Management B.V.  
97 Teslin Capital Management B.V.  
98 TG Fund Management B.V.  
99 Theta Fund Management B.V.  
100 ThinkCapital Asset Management B.V.  
101 TKP Investments B.V.  
102 T&P Allegretto Fund N.V.  
103 Trading Capital Holdings N.V.  
104 Triodos Investment  
Management B.V.  
105 TRUSTUS Capital Management B.V.  
106 Unibail Rodamco S.E.  
107 Van Boom & Slettenhaar  
Vastgoedfondsen B.V.  
108 Vastgoed Syndicering Nederland  
N.V.  
109 VastNed Management B.V.  
110 VermogensParaplu Beheer B.V.  
111 Vinc Vastgoed Management I B.V.  
112 VPV Bankiers N.V.  
113 VVAA Beleggingsfondsen  
Beheer B.V.  
114 Wereldhave N.V.  
115 Wesa-Effecten B.V.  
116 Wijs & Van Oostveen B.V.  
117 Wilgenhaege Fondsen  
Management B.V.  
118 Woningstichting Accolade  
119 WVGH B.V.  
120 Zeeland Investments Beheer B.V.  
121 Zeuven Meeren Fondsenbeheer B.V.

## Pensioenfondsen

- 1 Stichting Pensioenfonds GITP 's-Hertogenbosch
- 2 Stichting Pensioenfonds Gasunie
- 3 Stichting Pensioenfonds ABB Rotterdam
- 4 Stichting Pensioenfonds British American Tobacco Amstelveen
- 5 Stichting Pensioenfonds Genencor International Heerlen
- 6 Stichting Pensioenfonds Dijker van Dien Amsterdam
- 7 Stichting Pensioenfonds DHL Finance Services Maastricht
- 8 Stichting Pensioenfonds van de Algemene Onderwijsbond Utrecht
- 9 Stichting Pensioenfonds Akzo Nobel Tilburg
- 10 Stichting Pensioenfonds AXA Verzekeringen Capelle aan den IJssel
- 11 Stichting Alcan Pensioenfonds Breda
- 12 Stichting Pensioenfonds Stork
- 13 Stichting Pensioenfonds Legal & General Hilversum
- 14 Stichting Anw-fonds Pon Holdings Leusden
- 15 Stichting Pensioenfonds Geveke Nijkerk
- 16 Stichting Bedrijfspensioenfonds voor het Bakkersbedrijf Groningen
- 17 Stichting Pensioenfonds Kemira Europoort Rotterdam
- 18 Stichting Pensioenfonds ING
- 19 Stichting Pensioenfonds van de Stichting Nationaal Lucht- en Ruimtevaartlaboratorium Amsterdam
- 20 Stichting Pensioenfonds KLM-Cabinepersoneel Amstelveen
- 21 Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor de Betonproductenindustrie Amsterdam
- 22 Stichting Pensioenfonds SC Johnson Mijdrecht
- 23 Stichting Calpam-Pensioenfonds Rotterdam
- 24 Stichting Bedrijfstakpensioenfonds Waterbouw Rijswijk zh
- 25 Stichting Pensioenfonds Bonda Hillegom
- 26 Stichting Pensioenfonds Bonda-Concern Rotterdam
- 27 Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor de Groothandel in Levensmiddelen Utrecht
- 28 Stichting Bedrijfstakpensioenfonds Mode-, Interieur-, Tapijt- en Textielindustrie Heerlen
- 29 Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor de Schoen-, Leder- en Lederwarenindustrie Tilburg
- 30 Stichting Bedrijfspensioenfonds voor de Landbouw Zoetermeer
- 31 Stichting Pensioenfonds Campagne Rotterdam
- 32 Stichting GE Pension NL 2007 Schiphol-Rijk
- 33 LTP Psf, St. Amsterdam
- 34 Stichting Pensioenfonds Vliegers Martinair Holland Schiphol
- 35 Stichting Pensioenfonds Henkel Nederland B.V. Nieuwegein
- 36 Stichting Bedrijfspensioenfonds Herwinning Grondstoffen 's-Gravenhage
- 37 Textielgoederen en Aanverwante Artikelen, Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor de Groothandel in Amsterdam
- 38 Stichting Philips Pensioenfonds
- 39 Stichting Pensioenfonds Cargill B.V. Amsterdam
- 40 Stichting Pensioenfonds UWV
- 41 Stichting Pensioenfonds AVIKO Breda
- 42 Stichting Pensioenfonds Suiker 2007 Diemen
- 43 Stichting "Merrill Lynch Pensioenfonds Nederland" Amsterdam
- 44 Stichting Alcatel-Lucent Pensioenfonds Rijswijk zh
- 45 Stichting Pensioenfonds Stratus Computers Maarssen
- 46 Stichting Pensioenfonds Nedmag Industries Veendam
- 47 Stichting Pensioenfonds Unilever Nederland 'Progress'
- 48 Stichting Pensioenfonds Recticel Kesteren
- 49 Maxeda, Stichting Directiepensioenfonds Amsterdam

- |    |   |     |   |
|----|---|-----|---|
| 50 | Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor de Detailhandel De Meern                                      | 75  | Stichting Pensioenfonds Mercurius Amsterdam Amsterdam                               |
| 51 | Stichting Pensioenfonds Intres Hoevelaken   | 76  | Pensioenfonds Horeca & Catering   |
| 52 | Stichting Pensioenfonds Urenco Nederland Almelo   | 77  | Stichting Pensioenfonds Media Groep Limburg Sittard                                 |
| 53 | Stichting Pensioenfonds E-Way Capelle aan den IJssel  | 78  | Stichting Pensioenfonds SDB Beilen  |
| 54 | Stichting Metro Pensioenfonds Diemen  | 79  | Stichting Pensioen- en Voorzieningsfonds van Verenigde Octrooibureaux 's-Gravenhage |
| 55 | Stichting Pensioenfonds Sandvik in Nederland Schiedam   | 80  | Stichting Pensioenfonds Overrente Rijswijk zh                                       |
| 56 | Stichting Pensioenfonds Ahold Zaandam   | 81  | Stichting Pensioenfonds Goudse Haven Gouda  |
| 57 | Stichting Pensioenfonds VNU Diemen  | 82  | Stichting Pensioenfonds Tate & Lyle Netherlands Houten                              |
| 58 | Stichting Pensioenfonds Abbott Nederland Zwolle   | 83  | Stichting Jan Huysman Wz.Fonds Rotterdam  |
| 59 | Stichting Pensioenfonds McCain Hoofddorp  | 84  | MCB, St. Psf. Valkenswaard  |
| 60 | Stichting Spaar- en Pensioenfonds WVCS-groep Breda  | 85  | Stichting Financiering Voortzetting Pensioenverzekering Amstelveen                  |
| 61 | Stichting Pensioenfonds ABP   | 86  | Stichting Vroegpensioenfonds Technische Groothandel Amsterdam                       |
| 62 | Stichting Pensioenfonds van de Metalektro (PME) Luchthaven Schiphol                                   | 87  | Stichting TOTAL Pensioenfonds Nederland Nieuwddorp                                  |
| 63 | Stichting Pensioenfonds Robeco Rotterdam  | 88  | Ahrend Psf. St. Amsterdam   |
| 64 | Stichting Pensioenfonds GE Artesia Bank Amsterdam   | 89  | Stichting Pensioenfonds Helvoet Helvevoetsluis                                      |
| 65 | Kunststof- en Rubberindustrie, St. Bpf. Prepensioen voor de Den Haag niet-                            | 90  | Stichting Pensioenfonds Gomacon B.V. Vorden   |
| 66 | Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor het Kartonage- en Flexibele Verpakkingenbedrijf 's-Gravenhage | 91  | Stichting Pensioenfonds TNO   |
| 67 | Stichting Pensioenfonds Groothandel Vegro Alkmaar   | 92  | Stichting Pensioenfonds TDF Botlek Rotterdam  |
| 68 | Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor het Film- en Bioscoopbedrijf Amsterdam                        | 93  | Stichting Pensioenfonds Katholieke Onderwijs Vakorganisatie 1986 Zoetermeer         |
| 69 | Stichting Pensioenfonds Holland's Glorie Lisse  | 94  | Stichting Pensioenfonds NIWO Rijswijk   |
| 70 | Stichting Pensioenfonds Cultuur 's-Gravenhage   | 95  | De Pensioenstichting Reesink Zutphen  |
| 71 | Stichting Pensioenfonds Hewlett-Packard Utrecht   | 96  | Stichting Sportfondsen Pensioenfonds Amsterdam                                      |
| 72 | Stichting Pensioenfonds Noblesse Naarden  | 97  | Stichting FLUKE Pensioenfonds Eindhoven   |
| 73 | Stichting Pensioenfonds Mayr-Melnhof Eerbeek Eerbeek  | 98  | Stichting Pensioenfonds Achmea De Meern   |
| 74 | Stichting Pensioenfonds Pipelife Nederland Weesp  | 99  | Stichting Pensioenfonds Ecolab B.V. Nieuwegein                                      |
|    |   | 100 | Stichting Pensioenfonds SDU Almere  |
|    |   | 101 | Stichting vroegpensioen brandstoffenbedrijf Rotterdam                               |

- |     |   |     |  |
|-----|---|-----|--|
| 102 | Stichting Pensioenfonds Group 4 Securicor Almere                              | 127 | Stichting Pensioenfonds Alcatel Nederland Rijswijk zh  |
| 103 | Stichting Pensioenfonds Woningraad Almere                                     | 128 | Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor de Baksteenindustrie Amsterdam   |
| 104 | Stichting Pensioenfonds Alliance Etten-Leur                                   | 129 | Stichting Vroegpensioenfonds voor de Baksteenindustrie Amsterdam   |
| 105 | Stichting Pensioenfonds Alliance Nederland 's-Hertogenbosch                   | 130 | Stichting Pensioenfonds BDO Accountants & Adviseurs Utrecht  |
| 106 | Stichting Pensioenfonds Allianz Nederland Rotterdam                           | 131 | Stichting Bedrijfspensioenfonds voor de Bitumineuze en Kunststof Dakbedekkingsbedrijven Amsterdam  |
| 107 | Stichting Pensioenfonds Wereldhave 's-Gravenhage                              | 132 | Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor de Bouwnijverheid Harderwijk   |
| 108 | Stichting Shell Pensioenfonds   | 133 | Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor het Schilders-, Afwerkings- en Glaszetbedrijf Rijswijk   |
| 109 | Stichting 'Pensioenfonds Syngenta Nederland' Enkhuizen                        | 134 | Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor de Groothandel in Vlakglas, de Groothandel in Verf, het Glasbewerkings- en het Glazeniersbedrijf Gouda |
| 110 | Stichting Pensioenfonds Sappi Netherlands Maastricht                          | 135 | Stichting Pensioenfonds Cindu International Uithoorn   |
| 111 | Stichting Pensioenfonds Mercer Amstelveen                                     | 136 | Stichting Co-op Pensioenfonds Utrecht  |
| 112 | Stichting Pensioenfonds TBI Rotterdam   | 137 | Stichting CRH Pensioenfonds Rijswijk   |
| 113 | Hordijk Beheer B.V., St. Psf. voor het Personeel van Delft                    | 138 | Stichting Pensioenfonds Datawell Haarlem   |
| 114 | Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor de Handel in Bouwmaterialen Amsterdam | 139 | Stichting Dow Pensioenfonds Terneuzen  |
| 115 | Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor de Houthandel Amsterdam               | 140 | Stichting Pensioenfonds voor Fysiotherapeuten Tilburg Beroepspensioenfonds   |
| 116 | Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor de Houtverwerkendeindustrie De Meern  | 141 | Stichting Pensioenfonds HAL Rotterdam  |
| 117 | Stichting Pensioenfonds Emballage Industrie en Houthandel Dongen Dongen       | 142 | Stichting Pensioenfonds Inesse Eijsden   |
| 118 | Stichting Pensioenfonds SABIC Innovative Plastics Heerlen                     | 143 | Stichting Pensioenfonds Levi Lassen 's-Gravenhage  |
| 119 | Stichting Pensioenfonds SABIC Sittard   | 144 | Stichting Pensioenfonds Monsanto Holland Enkhuizen   |
| 120 | Instelling Pensioenfonds van de Nederlandse Bisdommen Heerlen                 | 145 | Stichting Bedrijfspensioenfonds voor de Betonmortelindustrie Amsterdam   |
| 121 | Stichting Pensioenfonds Renolit Nederland Weesp                               | 146 | Stichting Pensioenfonds Nederlands-Israelietische Hoofdsynagoge te Amsterdam Amsterdam   |
| 122 | Stichting Pensioenfonds Trespa Weert  | 147 | Stichting Pensioenfonds Océ Venlo  |
| 123 | Stichting Pensioenfonds Interface Fashion Bergen nh                           | 148 | Stichting Pensioenfonds OWASE Hardenberg   |
| 124 | Stichting Pensioenfonds IAK Verzekeringen Eindhoven                           | 149 | Stichting Pensioenfonds Panteia Zoetermeer   |
| 125 | Stichting Pensioenfonds Fujitsu Nederland Maarssen                            |     |  |
| 126 | Stichting Pensioenfonds DSM Nederland Heerlen                                 |     |  |



- |     |   |     |   |
|-----|---|-----|---|
| 150 | Stichting Pensioenfonds<br>Productschappen Rijswijk zh  | 173 | Stichting Pensioenfonds NIGOCO<br>Midlum                              |
| 151 | Stichting Pensioenfonds SER &<br>Bedrijfschappen Rijswijk   | 174 | Stichting Pensioenfonds H. van<br>Puijenbroek Goirle                  |
| 152 | Stichting Ondernemingspensioenfonds<br>Abraxas Life Tilburg   | 175 | Stichting Pensioenfonds Novartis Pharma<br>B.V. Arnhem                |
| 153 | Stichting Pensioenfonds Deloitte Rijswijk<br>zh   | 176 | Stichting Pensioenfonds Fluor Nederland<br>Haarlem                    |
| 154 | Stichting Pensioenfonds Sagittarius<br>Bussum   | 177 | Stichting Pensioenfonds Ardagh<br>Nederland Dongen                    |
| 155 | Stichting Pensioenfonds TDV Deventer  | 178 | Stichting Nuplex Pensioenfonds Bergen<br>op Zoom                      |
| 156 | Stichting Beroepspensioenfonds voor<br>Zelfstandige Kunstenaars AENA 's-<br>Gravenhage Beroepspensioenfonds | 179 | Stichting Pensioenfonds van de Kas Bank                               |
| 157 | 'Stichting Pensioenfonds Openbare<br>Bibliotheken' Heerlen  | 180 | Stichting Pensioenfonds Rockwool<br>Roermond                          |
| 158 | Stichting Pensioenfonds Poseidon<br>Vlissingen  | 181 | Stichting Pensioenfonds Zorg en Welzijn<br>Zeist                      |
| 159 | Stichting Pensioenfonds Werk en<br>(re)Integratie Amsterdam   | 182 | Stichting Pensioenfonds Schuitema<br>Amersfoort                       |
| 160 | Stichting Pensioenfonds "de Schelde"<br>Vlissingen  | 183 | Stichting Pensioenfonds Loyens & Loeff<br>Amsterdam                   |
| 161 | Stichting Notarieel Pensioenfonds 's-<br>Gravenhage Wettelijk pensioenfonds                                 | 184 | Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor<br>de Media PNO Hilversum     |
| 162 | Stichting Pensioenfonds Elsevier-<br>Ondernemingen Amsterdam  | 185 | "Stichting Pensioenfonds Imtech"<br>Amersfoort                        |
| 163 | Stichting Pensioenfonds Lease Beheer<br>Almere  | 186 | Stichting Pensioenfonds P. van Leeuwen<br>Zwijndrecht                 |
| 164 | Stichting Pensioenfonds Medisch<br>Specialisten Zeist Beroepspensioenfonds                                  | 187 | Stichting Pensioenfonds Perfetti Van<br>Melle Breda                   |
| 165 | Stichting Pensioenfonds voor de<br>Nederlandse Groothandel 's-Gravenhage                                    | 188 | Stichting Pensioenfonds Unisys<br>Nederland Schiphol-Rijk             |
| 166 | Stichting Pensioenfonds Openbare<br>Apothekers 's-Gravenhage<br>Beroepspensioenfonds                        | 189 | Stichting Pensioenfonds ERIKS Alkmaar                                 |
| 167 | Stichting Pensioenfonds Verzicht<br>Leidschendam  | 190 | Stichting Pensioenfonds Hoogovens                                     |
| 168 | Stichting Pensioenfonds Tandartsen en<br>Tandarts-Specialisten Heerlen<br>Beroepspensioenfonds              | 191 | Stichting Pensioenfonds Johnson<br>Controls Schiphol-Rijk             |
| 169 | Stichting Pensioenfonds Monier<br>Montfoort   | 192 | Stichting Pensioenfonds ENCI<br>Maastricht                            |
| 170 | Stichting Pensioenfonds KSB Nederland<br>B.V. Zwanenburg  | 193 | Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor<br>het Kappersbedrijf Utrecht |
| 171 | Stichting Pensioenfonds Hunter Douglas<br>Rotterdam   | 194 | Stichting Pensioenfonds voor de<br>Architectenbureaus Amsterdam       |
| 172 | Stichting Pensioenfonds Dutch Space<br>Leiden   | 195 | Stichting Pensioenfonds Holland Casino<br>Hoofddorp                   |
|     |   | 196 | Stichting Ondernemingspensioenfonds<br>Mn Services Rijswijk           |
|     |   | 197 | De Stichting Kuwait Petroleum<br>Pensioenfonds Nederland Rotterdam    |

- |     |  |     |  |
|-----|--|-----|--|
| 198 | Stichting Pensioenfonds NEDALCO<br>Bergen op Zoom                                | 224 | Stichting Roba Pensioenfonds IJsselstein<br>ut   |
| 199 | Stichting Jaarbeurs Pensioenfonds<br>Utrecht                                     | 225 | Stichting Pensioenfonds Openbaar<br>Vervoer  |
| 200 | Stichting Pensioenfonds Swiss Re<br>Nederland Amstelveen                         | 226 | Stichting Spoorwegpensioenfonds<br>Utrecht   |
| 201 | Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor<br>het Levensmiddelenbedrijf De Meern    | 227 | V.O.R. Pensioen B.V. Kudelstaart   |
| 202 | Stichting Pensioenfonds Fresenius<br>Nederland                                   | 228 | Stichting Pensioenfonds CITCO<br>Nederland Amsterdam                                   |
| 203 | Stichting Pensioenfonds Transmark<br>Almere                                      | 229 | Stichting Molenaarspensioenfonds<br>Amsterdam  |
| 204 | Stichting Pensioenfonds Lloyd's Register<br>Nederland Rotterdam                  | 230 | Stichting Pensioenfonds Wienerberger<br>Zaltbommel                                     |
| 205 | Stichting Pensioenfonds Plieger<br>Zaltbommel                                    | 231 | Stichting Pensioenfonds Monuta<br>Apeldoorn  |
| 206 | Stichting Pensioenfonds Medewerkers<br>Apotheken 's-Gravenhage                   | 232 | Stichting Algemeen Mijnwerkersfonds<br>van de Steenkolenmijnen in Limburg<br>Heerlen   |
| 207 | Stichting-Telegraafpensioenfonds 1959<br>Amsterdam                               | 233 | Stichting Beambtenfonds voor het<br>Mijnbedrijf Heerlen                                |
| 208 | Stichting Pensioenfonds van het Verbond<br>van Verzekeraars 's-Gravenhage        | 234 | Stichting Pensioenfonds Coca-Cola<br>Enterprises Nederland Rotterdam                   |
| 209 | Stichting Pensioenfonds Vriesendorp &<br>Gaade 's-Gravenhage                     | 235 | Stichting Nedlloyd Pensioenfonds<br>Rotterdam  |
| 210 | Stichting Berenschot Pensioenfonds<br>Utrecht                                    | 236 | Stichting Pensioenfonds Xerox Venray   |
| 211 | Stichting Pensioenfonds Wagenborg<br>Delfzijl                                    | 237 | Stichting Pensioenfonds Flexsecurity<br>Diemen   |
| 212 | Stichting Pensioenfonds Smurfit Kappa<br>Nederland Eindhoven                     | 238 | Stichting Nutreco Pensioenfonds<br>Boxmeer   |
| 213 | Stichting Pensioenfonds Smurfit<br>Nederland Eindhoven                           | 239 | Stichting Pensioenfonds voor de<br>Woningcorporaties Amsterdam                         |
| 214 | Stichting Bedrijfspensioenfonds<br>Textielverzorging Apeldoorn                   | 240 | Stichting Bedrijfstakpensioenfonds<br>Optiekbedrijven Ouderkerk aan de<br>Amstel       |
| 215 | Stichting Ondernemingspensioenfonds<br>KPN Groningen                             | 241 | Stichting ORTEC Pensioenfonds<br>Groningen   |
| 216 | Stichting Pensioenfonds Dikema &<br>Chabot Tilburg                               | 242 | Stichting Pensioenfonds Gazelle Dieren   |
| 217 | Stichting Algemeen Pensioenfonds KLM   | 243 | Stichting Pensioenfonds Samenbinding<br>Leusden  |
| 218 | Stichting Pensioenfonds Blue Sky Group<br>Amstelveen                             | 244 | Stichting Pensioenfonds voor de<br>Predikanten in de Protestantse Kerk in<br>Nederland |
| 219 | Stichting Norit Pensioenfonds Zenderen   | 245 | Stichting Pensioenfonds SMIT<br>Rotterdam  |
| 220 | Stichting Pensioenfonds voor de<br>Bandenbranche Leiden                          | 246 | Stichting Pensioenfonds EBS Europort<br>Rotterdam                                      |
| 221 | Stichting Pensioenfonds Heinz Zeist  |     |  |
| 222 | Stichting Pensioenfonds IBM Nederland  |     |  |
| 223 | Stichting Pensioenfonds voor Roeiers in<br>het Rotterdamse havengebied Rotterdam |     |  |

- 247 Stichting Pensioenfonds Peltenburg voor de werknemers van Koninklijke Brill N.V. Leiden
- 248 Stichting Pensioenfonds NCR Amsterdam
- 249 Stichting Personeelspensioenfonds Fondsenbeheer Waterbouw Rijswijk zh
- 250 Stichting Prepensioenfonds voor het Personenvervoer over de Weg Amsterdam
- 251 Stichting Pensioenfonds Buizerdlaan Rotterdam
- 252 Stichting Pensioenfonds Koninklijke Cosun Breda
- 253 Stichting Pensioenfonds Petroland 's-Gravenhage
- 254 Stichting Pensioenfonds Ernst & Young Rotterdam
- 255 Stichting Algemeen Pensioenfonds Provisum Amsterdam
- 256 Hagee Stichting Amstelveen
- 257 Stichting Pensioenfonds Unirobe Meeùs Groep Amersfoort
- 258 Stichting Pensioenfonds Vopak Rotterdam
- 259 Stichting Pensioenfonds NIC Zwolle
- 260 Stichting Pensioenfonds Nike Nederland Capelle aan den IJssel
- 261 Stichting Pensioenfonds Towers Perrin Capelle aan den IJssel
- 262 TNT Postbezorgers, Stichting pensioenfonds Groningen
- 263 Stichting Pensioenfonds KPN
- 264 Stichting Pensioenfonds SNT Groningen
- 265 Stichting Ondernemingspensioenfonds TNT Groningen
- 266 Stichting Pensioenfonds TNT Groningen
- 267 Stichting Pensioenfonds voor Dierenartsen Tilburg
- 268 Stichting Pensioenfonds DuPont Nederland Dordrecht
- 269 Stichting Pensioenfonds Deutsche Bank Nederland Amsterdam
- 270 Stichting Pensioenfonds Siemens 's-Gravenhage
- 271 Stichting Pensioenfonds Albemarle Amsterdam
- 272 Stichting Pensioenfonds Fortis Bank Nederland Utrecht
- 273 Stichting Pensioenfonds voor Verloskundigen Tilburg
- 274 Stichting Pensioenfonds ANWB 's-Gravenhage
- 275 Stichting Pensioenfonds Ballast Nedam Nieuwegein
- 276 Stichting Pensioenfonds ACF/Brocacef Maarssen
- 277 Stichting Pensioenfonds Campina Woerden
- 278 Stichting Pensioenfonds CBR Rijswijk zh
- 279 Stichting Pensioenfonds Chevron Vondelingenplaat RT
- 280 Stichting Pensioenfonds Consumentenbond 's-Gravenhage
- 281 Stichting Pensioenfonds Delta Lloyd Amsterdam
- 282 Stichting Pensioenfonds DHV Amersfoort
- 283 Stichting Pensioenfonds Forbo Assendelft
- 284 Stichting Pensioenfonds Grontmij De Bilt
- 285 Stichting Pensioenfonds Haskoning Nijmegen
- 286 Stichting Heineken Pensioenfonds Zoeterwoude
- 287 Stichting Pensioenfonds Equens Utrecht
- 288 Stichting Pensioenfonds Michelin Drunen
- 289 Stichting Pensioenfonds THALES NEDERLAND Hengelo
- 290 STICHTING PENSIOENFONDS ODS Barendrecht
- 291 Stichting Pensioenfonds De Open Ankh Soesterberg
- 292 Stichting Pensioenfonds Randstad Diemen
- 293 Stichting Pensioenfonds Saen Options Amsterdam
- 294 Stichting Pensioenfonds Sara Lee Nederland Utrecht
- 295 Stichting Pensioenfonds Sphinx Maastricht Maastricht
- 296 Stichting Pensioenfonds Koninklijke Ten Cate Almelo

- 297 Hollandse Dagbladcombinatie, St. Psf. Alkmaar
- 298 Stichting Pensioenfonds Vredestein Banden Enschede
- 299 Stichting Pensioenfonds Wolters Kluwer Nederland Deventer
- 300 Stichting Pensioenfonds "Protector" Heerlen
- 301 Stichting Pensioenfonds Atos Origin Utrecht
- 302 Stichting Pensioenfonds AVEBE Foxhol
- 303 Stichting Pensioenfonds Avery Dennison Tilburg
- 304 Stichting Pensioenfonds Bavaria Lieshout
- 305 BP Raffinaderij, St. Psf. Rotterdam
- 306 Capgemini Nederland, St. Psf. Tilburg
- 307 Oud EYC, St. Psf. Utrecht
- 308 Stichting Pensioenfonds ECI Vianen
- 309 Stichting Pensioenfonds FNV Amsterdam
- 310 Stichting Pensioenfonds Johnson & Johnson Nederland Tilburg
- 311 Stichting Pensioenfonds Samas-Groep Houten
- 312 Stichting Pensioenfonds KLM Health services Amstelveen
- 313 Stichting Pensioenfonds Vliegend Personeel KLM Amstelveen
- 314 Stichting Pensioenfonds BP Amstelveen
- 315 Stichting Pensioenfonds Corporate Express Amsterdam
- 316 Stichting Pensioenfonds CSM Nederland Diemen
- 317 Stichting Pensioenfonds CSM Suiker Diemen
- 318 Stichting Pensioenfonds Billiton International Metals Rotterdam
- 319 Stichting HERO Pensioenfonds Breda
- 320 Stichting Pensioenfonds Honeywell Amsterdam
- 321 Stichting Pensioenfonds 't Anker Eerbeek
- 322 Stichting FUT-fonds Astellas Heerlen
- 323 Stichting Pensioenfonds Astellas Heerlen
- 324 Stichting Pensioenfonds AZL Heerlen
- 325 Stichting BASF Pensioenfonds Arnhem
- 326 Stichting BMS Pensioenfonds Woerden
- 327 Stichting Pensioenfonds Boskalis Papendrecht
- 328 Stichting Diolen Pensioenfonds Arnhem
- 329 Stichting Pensioenfonds GAMMA Holding Nederland Helmond
- 330 Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor de Groothandel in Bloemen en Planten Heerlen
- 331 Stichting Pensioenfonds van de Grolsche Bierbrouwerij Enschede
- 332 Stichting Pensioenfonds Huisartsen in Opleiding Utrecht
- 333 Stichting Pensioenfonds Hercules Nederland Heerlen
- 334 Stichting Pensioenfonds Invista Dordrecht
- 335 Stichting Pensioenfonds nv Linde Gas Benelux Heerlen
- 336 Stichting Pensioenfonds MSD Heerlen
- 337 Stichting Pensioenfonds NIBC 's-Gravenhage
- 338 Stichting IKEA Pensioenfonds Amsterdam Zuidoost
- 339 Stichting Pensioenfonds Pfizer Heerlen
- 340 Stichting Pensioenfonds Pharmachemie Haarlem
- 341 Pensioenstichting Transport Hoofddorp
- 342 Stichting Pensioenfonds Hout-en Bouwbond CNV Odijk
- 343 Stichting Pensioenfonds SCA Hygiene Products Nederland Zeist
- 344 Stichting Federatief Pensioenfonds Heerlen
- 345 Stichting Pensioenfonds Sligro Food Group Veghel
- 346 Stichting Pensioenfonds Teijin Aramid Heerlen
- 347 Stichting Pensioenfonds F. van Lanschot 's-Hertogenbosch
- 348 Stichting Pensioenfonds Wijsmuller IJmuiden
- 349 Stichting Pensioenfonds voor Huisartsen Driebergen-Rijsenburg
- 350 Stichting Pensioenfonds OPG Utrecht
- 351 Stichting Personeelspensioenfonds Cordares' Amsterdam
- 352 Stichting Pensioenfonds Ford Nederland Amsterdam

- 353 Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor Voetbaloefenmeesters in Nederland Hoofddorp
- 354 Stichting Pensioenfonds Afbouw en Onderhoud Services Rijswijk
- 355 Stichting Pensioenfonds Koninklijke Volker Wessels Stevin Rijswijk zh
- 356 Stichting Pensioenfonds Blyco Enschede
- 357 Stichting Rabobank Pensioenfonds Utrecht
- 358 Stichting Pensioenfonds Draka Holding Amsterdam
- 359 Stichting Pensioenfonds Recreatie Zoetermeer
- 360 Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor de Reisbranche De Meern
- 361 Stichting Pensioenfonds GlaxoSmithKline Zeist
- 362 Stichting Pensioenfonds Huntsman Rozenburg Rozenburg
- 363 Stichting Pensioenfonds Ardo Nederland Zundert
- 364 Stichting Pensioenfonds "Vitol Anker" Rotterdam
- 365 Stichting Pensioenfonds ARCADIS Nederland Arnhem
- 366 Stichting Pensioenfonds van de ABN AMRO Bank N.V.
- 367 Stichting Pensioenfonds Croda Gouda
- 368 L & G, St. Psf. Vianen
- 369 Stichting Spaarfonds Koninklijke Schouten Group N.V. Giessen
- 370 Aardappelen, Groenten en Fruit, St. Vroegpsf. voor de Groothandel in Amsterdam
- 371 Stichting Bedrijfspensioenfonds voor de Agrarische en Voedselvoorzieningshandel Rijswijk zh
- 372 Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor de Drankindustrie Rijswijk zh
- 373 Stichting Pensioenfonds Hewitt Nederland Amsterdam Zuidoost
- 374 Stichting Pensioenfonds "De Fracties" Wormerveer
- 375 Stichting Bedrijfspensioenfonds voor de schoenmakerij Utrecht
- 376 Stichting Pensioenfonds Transavia Cabinepersoneel Schiphol
- 377 Stichting Pensioenfonds Transavia Grondpersoneel Schiphol
- 378 Stichting Pensioenfonds AT&T Nederland 's-Gravenhage
- 379 Stichting Pensioenfonds Transavia Vliegers Schiphol
- 380 Stichting Bedrijfspensioenfonds voor de Koopvaardij Amsterdam
- 381 Vereniging Nederlands Pensioenfonds voor de Sigarenindustrie en aanverwante Bedrijven Zoetermeer
- 382 Stichting De Samenwerking, Pensioenfonds voor het Slagersbedrijf Zoetermeer
- 383 Stichting Pensioenfonds voor de Scheepsbouw- en Machine-Industrie Purmerend
- 384 Stichting Pensioenfonds Son Best
- 385 Stichting Bedrijfspensioenfonds voor de Groenten- en Fruitverwerkende Industrie Amsterdam
- 386 Stichting Pensioenfonds Jacobs Nederland Leiden
- 387 Stichting Schering-Plough Pensioenfonds Apeldoorn
- 388 Stichting Pensioenfonds Pon Holdings Almere
- 389 Stichting Pensioenfonds Royal Leerdam Leerdam
- 390 Stichting Pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken Gorinchem
- 391 Stichting Voorzieningsfonds Getronics Amsterdam
- 392 Stichting van Haren Pensioenfonds Waalwijk
- 393 Stichting Pensioenfonds voor de Grafische Bedrijven Amsterdam
- 394 Stichting Beroepspensioenfonds Loodsen Hoek Van Holland
- 395 Stichting Pensioenfonds voor de Tandtechniek Utrecht
- 396 Stichting Pensioenfonds De Goudse Gouda
- 397 Stichting Pensioenfonds Metaal en Techniek Rijswijk zh
- 398 Stichting Pensioenfonds TUI Nederland Rijswijk

- 399 Stichting Pensioenfonds voor het  
personeel van International Flavors and  
Fragrances I.F.F. (Nederland) B.V.  
Tilburg
- 400 Stichting Pensioenfonds NUTRICIA  
Zoetermeer
- 401 Stichting Pensioenfonds van De  
Nederlandsche Bank N.V. Amsterdam
- 402 Stichting Bedrijfstakpensioenfonds  
Waterbouw Rijswijk zh
- 403 Stichting Pensioenfonds Troost Pernis  
Ridderkerk
- 404 Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor  
de Verf- en Drukinktindustrie  
Amsterdam
- 405 Stichting Bedrijfspensioenfonds voor de  
Vlees- en Vleeswarenindustrie en de  
Gemaksvoedingindustrie Groningen
- 406 Stichting Prepensionering Vleeswaren- en  
Gemaksvoedingindustrie Groningen
- 407 Stichting VVV-Pensioenfonds Leersum
- 408 Stichting Pensioenfonds Meneba  
Rotterdam
- 409 Loyalis Pensioenfonds
- 410 Stichting Bedrijfspensioenfonds voor  
Medewerkers in het Notariaat Groningen
- 411 Stichting Pensioenfonds voor Reclame en  
Marketing Amsterdam
- 412 Stichting Pensioenfonds Heinz
- 413 Stichting Pensioenfonds ECORYS  
Nederland B.V. Rotterdam
- 414 Stichting Pensioenfonds Wonen De  
Meern
- 415 Stichting Bedrijfspensioenfonds voor de  
Zeevisserij Amsterdam
- 416 Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor  
de Suikerverwerkende Industrie  
Amsterdam
- 417 Pensioenfonds Vervoer
- 418 Pensioenfonds Zorgverzekeraars

## Levensverzekeraars

- 1 ABN AMRO Levensverzekering N.V.
- 2 Achmea Pensioen- en Levensverzekeringen N.V.
- 3 AEGON Levensverzekering N.V.
- 4 AEGON Spaarkas N.V.
- 5 Algemene Levensherv verzekering Maatschappij N.V.
- 6 Allianz Nederland Levensverzekering N.V.
- 7 Ardanta N.V.
- 8 ASR Beleggingsconsortium, Maatschappij voor Beleggen en Verzekeren N.V. Utrecht
- 9 ASR Levensverzekering N.V.
- 10 Avéro Pensioenverzekeringen N.V.
- 11 AXENT NabestaandenZorg N.V.
- 12 Cardif Levensverzekeringen N.V.
- 13 Cordares Levensverzekeringen N.V. Amsterdam
- 14 Credit Life International N.V.
- 15 De Eendragt Pensioen N.V.
- 16 Dela Natura Uitvaart Verzekeringen N.V.
- 17 DELA Uitvaartzorg Verzekeringen N.V.
- 18 DELA VERZEKERINGEN N.V.
- 19 Delta Lloyd Levensverzekering N.V.
- 20 Facultatieve Verzekeringen N.V.
- 21 Falcon Leven N.V.
- 22 GENERALI levensverzekering maatschappij N.V.
- 23 Goudse Levensverzekeringen N.V.
- 24 Hooghenraed Levensverzekeringen N.V.
- 25 ING Levensverzekering Retail N.V.
- 26 Interlloyd Levensverzekering Maatschappij N.V.
- 27 Klaverblad Levensverzekering N.V.
- 28 Kunst en Cultuur Pensioen- en Levensverzekering Maatschappij N.V.
- 29 Legal & General Nederland Levensverzekering Maatschappij N.V.
- 30 Leidsche Verzekering Maatschappij N.V.
- 31 Levensverzekering Maatschappij "De Onderlinge van 1719 U.A."
- 32 Loyalis Leven N.V.
- 33 Monuta Verzekeringen N.V.
- 34 N.V. Amersfoortse Levensverzekering Maatschappij
- 35 N.V. Argenta-Life Nederland
- 36 N.V. Maatschappij voor Sparen en Beleggen "Voorzorg van 1838"
- 37 N.V. Noordhollandsche van 1816, Levensverzekeringsmaatschappij
- 38 Nationale-Nederlanden Levensverzekering Maatschappij N.V.
- 39 Nederlandsche Algemeene Maatschappij van Levensverzekering "Conservatrix" N.V.
- 40 NIVO Uitvaartverzekeringen N.V. Mijdrecht
- 41 Ohra Levensverzekeringen N.V.
- 42 OLMA Levensverzekeringsmaatschappij voor Artsen N.V.
- 43 Onderling Fonds "Sliedrecht "B.A.
- 44 Onderlinge Levensverzekering- Maatschappij "'s-Gravenhage" U.A.
- 45 Optas Pensioenen N.V.
- 46 Paerel Leven N.V.
- 47 PGGM Levensverzekeringen N.V. Zeist
- 48 Proteq levensverzekeringen N.V.
- 49 Robein Leven N.V.
- 50 RVS Levensverzekering N.V.
- 51 SNS Reaal Levensverzekeringen
- 52 Tiels Onderling Fonds tot uitkering bij overlijden "Gustaaf Adolf" U.A.
- 53 VVAA Levensverzekeringen N.V. Utrecht

## **Vermogensbeheerders**

- 1 Allianz Nederland Asset Management
- 2 APG Groep
- 3 Doctors Pension Fund Services
- 4 Project Holland Fonds
- 5 ING Investment Management
- 6 PGGM
- 7 Syntrus Achmea
- 8 Robeco
- 9 SNS Asset Management
- 10 Aegon Asset Management
- 11 Mn Services Vermogensbeheer NV
- 12 ING AM Insurance Companies BV

## **Buitenlandse institutionele beleggers**

- 1 BlackRock
- 2 Capital Group Companies
- 3 F&C
- 4 Governance for Owners
- 5 Hermes Investment Management
- 6 Knight Vinke Asset Management
- 7 Railway Pension Investments
- 8 Universities Superannuation Scheme (USS)
- 9 Fidelity International
- 10 Norges Bank Investment Management
- 11 JP Morgan Asset Management
- 12 CalPERS





#### Bijlage 4      Lijst met vennootschappen

1	Aegon	46	Brunel Int.
2	Ahold	47	Exact Holding
3	Akzo Nobel	48	Grontmij
4	ASML Holding	49	Innoconcepts
5	BAM Groep	50	Fornix
6	Boskalis Westminster	51	Gamma Holding
7	Corio	52	Kardan
8	DSM	53	Kas Bank
9	Fugro	54	Macintosh Retail Group
10	Heineken	55	Nieuwe Steen Investments
11	ING Groep	56	Pharming Group
12	KPN	57	Qurius
13	Philips	58	Sligro Food Group
14	Randstad Holding	59	Telegraaf Media Groep
15	Reed Elsevier	60	TKH Group
16	SBM Offshore	61	UNIT 4 Group
17	TNT	62	VastNed Offices/Ind.
18	TomTom	63	Ajax
19	Unilever	64	Alanheri
20	Wereldhave	65	Amsterdam Commod.
21	Wolters Kluwer	66	AMT Holding
22	Aalberts Industries	67	Batenburg beheer
23	AMG	68	BE Semiconductor
24	Arcadis	69	Bever Holding
25	ASM	70	Brill Kon.
26	BinckBank	71	Crown van Gelder
27	Crucell	72	Cryo save group
28	CSM	73	CTAC
29	Delta Lloyd	74	DIM Vastgoed
30	Draka Holding	75	DOC Data
31	Eurocommercial	76	DPA Group
32	Heijmans	77	Groothandelsgebouw
33	Imtech	78	Heineken Holding
34	Nutreco Holding	79	HES Beheer
35	Mediq	80	HITT
36	Ordina	81	Holland Colours
37	SNS Reaal	82	Hydratec
38	USG People	83	ICT Automatisering
39	VastNed Retail	84	Kendrion
40	Kon. Vopak	85	Nedap
41	Wavin	86	Nedsense Enterpr
42	Kon. Wessanen	87	Neways Electronics
43	Accell Group	88	Océ
44	Ballast Nedam	89	Octoplus
45	Beter Bed Holding	90	Oranjewoud

- 91 Porceleyne Fles
- 92 Punch Graphix
- 93 ROOD Testhouse
- 94 ROTO Smeets
- 95 SIMAC Techniek
- 96 Smit International
- 97 Spyker Cars
- 98 Stern Groep
- 99 Ten Cate
- 100 TIE Holding
- 101 Value8
- 102 Van Lanschot
- 103 Vivenda Media Groep
- 104 Wegener

## **Bijlage 5      Surveys**

- Survey institutionele beleggers
- Survey vennootschappen





# De survey voor de institutionele beleggers

16 augustus 2010



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

Geachte heer/mevrouw,

Welkom op de website van het onderzoek *'Naleving aangepaste Nederlandse Corporate Governance Code door aandeelhouders'*.

Zoals in de uitnodiging werd aangekondigd is het doel van deze survey om in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance een beeld te krijgen van de wijze en mate van naleving van principe IV.4 uit de aangepaste Nederlandse Code Corporate Governance door aandeelhouders (klik [hier](#) voor de volledige code op de website van de Monitoring Commissie). Tevens zal middels deze survey een verkennend onderzoek gedaan worden naar het stem- en communicatiegedrag van aandeelhouders, in het bijzonder institutionele beleggers, teneinde op basis hiervan aanbevelingen te doen aan de Monitoring Commissie. Deze aanbevelingen zouden op termijn tot een toetsingsing van de relevante principes en best practice bepalingen in de Code kunnen leiden en het inzicht in het fenomeen 'betrokken aandeelhouderschap' in Nederlandse beursvennootschappen kunnen vergroten.

Uw bijdrage aan dit grootschalige onderzoek, dat dit jaar voor het eerst door de Monitoring Commissie Corporate Governance in samenwerking met Nyenrode onder institutionele beleggers en Nederlandse beursvennootschappen wordt gedaan, is van essentieel belang.

De Monitoring Commissie stelt het erg op prijs als u meewerkt aan deze survey. Uw gegevens zullen in de externe rapportages van Nyenrode en van de Monitoring Commissie geanonimiseerd worden verwerkt. De Monitoring Commissie heeft bevestigd vertrouwelijk te zullen omgaan met de gegevens die met deze survey worden verkregen.

Voor vragen kunt u contact opnemen met MeyerMonitor, het onderzoeksbureau dat de survey begeleidt. Zij zijn bereikbaar via e-mail [support@meyermonitor.com](mailto:support@meyermonitor.com) of op telefoonnummer 020-3050139 (maandag tot en met vrijdag tussen 9:00 en 17:00).

Alvast hartelijk dank voor uw bijdrage!

Met vriendelijke groet,  
mede namens de Monitoring Commissie Corporate Governance Code.

Prof.dr. Leen Paape RA PO C/A  
Dean of the Nyenrode School of Accountancy & Controlling



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

Opzet van de survey

Deze survey bestaat uit een algemeen deel en drie separate onderzoeken, nl:

- het 'formele' nalevingsonderzoek, door u zelf middels self-assessment in te vullen
- het verkennend onderzoek naar stemgedrag
- het verkennend onderzoek naar communicatiegedrag

Tenzij uit de context van de vraag het tegendeel blijkt, hebben alle vragen betrekking op het boekjaar 2009, c.q. op uw laatste boekjaar dat eindigt vóór 1 mei 2010.

U kunt in deze survey op elk gewenst moment uitloggen, om op een ander geschikt tijdstip weer verder te gaan. Na 15 minuten inactiviteit logt de survey vanzelf uit. De reeds ingevulde gegevens zullen bewaard blijven en zullen bij opnieuw inloggen voor u opnieuw beschikbaar zijn. Wij raden u echter aan de survey in een keer in te vullen.

Er is sprake van verschillende antwoordcategorieën:

- open vragen
- (meer)keuzevragen
- schalen (om aan te geven in meer of mindere mate)
- onderverdeling tussen de huidige situatie en de gewenste situatie

In deze survey is een glossary opgenomen om termen nader toe te lichten.

De in de glossary opgenomen termen zijn in de vraag onderstreept en door met uw muisknop op de term te gaan staan, zal de nadere toelichting worden weergegeven.

Mocht u het lettertype van de survey willen vergroten dan kan dit door "CTRL +" | "CTRL -".

Voor verdere vragen kunt u zoals gezegd contact opnemen met MeyerMonitor via [support@meyermonitor.com](mailto:support@meyermonitor.com) of via telefoonnummer 020-3050139 (maandag tot en met vrijdag tussen 9:00 en 17:00).

[Helpdesk](#)



[Vorige](#)

[Volgende](#)



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



### Algemeen

1 Wat is de juridische naam van uw instelling ?

2 Is Nederlands recht van toepassing op de rechtsvorm van Uw onderneming?

- Ja  
 Nee

3 Wat is het postadres van uw instelling?

4 Wat is uw naam?

5 Wat is uw e-mail adres?

6 Wat is uw functie?

7 Wat is de aard van uw hoofdactiviteiten als institutionele belegger?

- Pensioenfonds  
 Levensverzekeraar  
 Beleggingsinstelling  
 Overige vermogensbeheerder  
 Andere verzekeraar, niet zijnde levensverzekeraar



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code

### Algemeen

8 Hoe groot was het totaal belegd vermogen (assets under management) ultimo 2009?

- 0 – 10 € miljoen
- 10 – 50 € miljoen
- 50 – 100 € miljoen
- 100 – 200 € miljoen
- 200 – 500 € miljoen
- 500 – 1000 € miljoen
- 1 mrd – 25 € mrd
- 25 – 50 € mrd
- 50+ € mrd

9 Hoeveel procent van uw belegd vermogen had u ultimo 2009 direct dan wel indirect belegd in aandelen van Nederlandse beursvennootschappen?



10 Heeft u over het kalenderjaar 2009 op enig moment een aanmerkelijk belang (5%+) gehad in een Nederlandse beursvennootschap?

- Ja
- Nee



Vorige

Volgende



Powered by:



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

[Helpdesk](#)

### Algemeen

11 Heeft u het vermogensbeheer over uw belegd vermogen uitbesteed aan een externe vermogensbeheerder?

- nee
- deels
- volledig

12 Zo ja, welke vermogensbeheerder? (Meerdere antwoorden mogelijk)

- APG
- MN Services
- PGGM
- Robeco
- Syntus Achmea
- BlackRock
- State Street Global Advisors
- Goldman Sachs Asset Management
- Capital Group
- Aviva
- Fidelity
- AllianceBernstein Corporation
- Anders



[Vorige](#)

[Volgende](#)



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code

### Algemeen

13 Bent u aangesloten bij een belangenorganisatie voor institutionele beleggers, zo ja welke?

- Nee
- Eumedion
- Stichting Governance Platform
- Anders

14 Bent u bekend met de bepalingen in de Nederlandse Corporate Governance Code 2008 die gelden voor aandeelhouders/institutionele beleggers: principes IV.4 en de best-practice bepalingen IV.4.1, IV.4.2, IV.4.3, IV.4.4, IV.4.5 en IV.4.6?

- Ja
- Nee

15 Hoe relevant vindt u de code 2008 vanuit uw positie als aandeelhouder?



16 In hoeverre beschouwt u zichzelf als betrokken aandeelhouder? (betrokken aandeelhouderschap)



Vorige

Volgende



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

### Nalevingsonderzoek

#### IV.4.1

*Institutionele beleggers (pensioenfondsen, verzekeraars, beleggingsinstellingen, vermogensbeheerders) publiceren jaarlijks in ieder geval op hun website hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht op aandelen die zij houden in beursvennootschappen.*

17. Publiceert u uw stembeleid op aandelen gehouden in Nederlandse beursvennootschappen op uw website?

- Ja
- Nee

18. Zo niet, heeft u uitgelegd waarom u uw stembeleid niet heeft gepubliceerd?

- Ja
- Nee

19. Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?

- Website
- Jaarverslag
- Anders

Helpdesk

19% Voltooid

Vorige

Volgende



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code

### Nalevingsonderzoek

#### IV.4.2

*Institutionele beleggers doen jaarlijks op hun website en/of in hun jaarverslag verslag van de uitvoering van hun beleid ten aanzien van het uitvoeren van het stemrecht in het desbetreffende boekjaar.*

20 Heeft u op uw website en/of in uw jaarverslag verslag gedaan van de **uitvoering** van uw beleid aangaande het uitvoeren van het stemrecht?

- Ja
- Nee

21 Zo niet, heeft u uitgelegd waarom u geen verslag deed over de uitvoering van dit beleid?

- Ja
- Nee

22 Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?

- Website
- Jaarverslag
- Anders







## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

### Nalevingsonderzoek

#### IV.4.3

*Institutionele beleggers brengen ten minste eenmaal per kwartaal op hun website verslag uit of en hoe zij als aandeelhouders hebben gestemd op algemene vergaderingen.*

23a Publiceert u **of** u als aandeelhouder heeft gestemd op **EWAs**?

- Ja
- Nee

23b Zo ja, publiceert u per kwartaal?

- Ja
- Nee

24 Zo niet, heeft u uitgelegd waarom u hierover niet (per kwartaal) heeft gepubliceerd?

- Ja
- Nee

25 Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?

- Website
- Jaarverslag
- Anders

Helpdesk



Vorige

Volgende



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

### Nalevingsonderzoek

#### IV.4.3

*Institutionele beleggers brengen ten minste eenmaal per kwartaal op hun website verslag uit of en hoe zij als aandeelhouders hebben gestemd op algemene vergaderingen.*

26 Publiceert u per kwartaal **hoe** u als aandeelhouder hebt gestemd op (B)AVAs?

- Ja
- Nee

27 Zo niet, heeft u uitgelegd waarom u hierover niet per kwartaal heeft gepubliceerd?

- Ja
- Nee

28 Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?

- Website
- Jaarverslag
- Anders



Vorige

Volgende





## Nalevingsonderzoek

### IV.4.4

*Een aandeelhouder oefent het agenderingsrecht slechts uit nadat hij daarombrent in overleg is getreden met het bestuur. Wanneer een of meer aandeelhouders het voorkomen heeft de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, bijvoorbeeld door het ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen, wordt het bestuur in de gelegenheid gesteld een redelijke termijn in te roepen om hierop te reageren (de respons tijd). Dit geldt ook voor een voorkomen als hiervoor bedoeld dat strekt tot rechterlijke machtiging voor het bijeenroepen van een algemene vergadering op grond van artikel 2:110 BW. De desbetreffende aandeelhouder respecteert de door het bestuur ingeroepen respons tijd in de zin van best practice bepaling ff. 1.9.*

29. Wat vindt u in het algemeen een redelijke termijn voor het bestuur om op uw voorstel tot agendering te reageren? (in dagen)

30. Indien u gebruik zou maken van het agenderingsrecht zoals beschreven in best-practice bepaling IV.4.4, zou u dan het bestuur in de gelegenheid stellen om een redelijke termijn in te roepen om op uw voorstel tot agendering te reageren?

- Ja  
 Nee

31. Zo nee, heeft u uitgelegd waarom u best-practice bepaling IV.4.4 inzake het uitvoeren van het agenderingsrecht niet naleeft?

- Ja  
 Nee

32. Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?

- Website  
 Jaarverslag  
 Anders





## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

### Nalevingsonderzoek

#### IV.4.5

*Een aandeelhouder stemt naar zijn eigen inzicht. Van een aandeelhouder die gebruik maakt van stemadviezen van derden wordt verwacht dat hij zich een eigen oordeel vormt over het stembeleid van deze adviseur en de door deze adviseur verstrekte stemadviezen.*

- 33 Heeft u gestemd naar eigen inzicht of heeft u een oordeel gevormd over het stembeleid en/of stemadviezen van derden of heeft u gebruik gemaakt van stem adviezen van derden en owe stembeleid en stemadvies een eigen oordeel gevormd?"
- C Ik heb gestemd naar eigen inzicht
  - C Ik heb zelf een oordeel gevormd over het stembeleid en/of stemadviezen van derden
  - C Beide
  - C Geen van beide
- 34 Indien geen van beide, heeft u uitgelegd waarom u niet naar eigen inzicht stemt?
- C Ja
  - C Nee
- 35 Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?

- C Website
- C Jaarverslag
- C Anders

Helpdesk



Vorige

Volgende



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

### Nalevingsonderzoek

#### IV.4.6

*Indien een aandeelhouder een onderwerp op de agenda heeft laten plaatsen, licht hij dit ter vergadering toe en beantwoordt hij zo nodig vragen hierover.*

36 Heeft u een onderwerp op de agenda van een (B)AVA laten plaatsen en dit tijdens de vergadering toegelicht en zo nodig vragen beantwoord?

- Ja
- Nee, ik heb geen onderwerpen geplaatst
- Nee, ik heb geen toelichting gegeven of vragen beantwoord

37 Zo nee, heeft u uitgelegd waarom u geen toelichting heeft gegeven of zo nodig vragen heeft beantwoord tijdens de (B)AVA?

- Ja
- Nee

38 Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?

- Website
- Jaarverslag
- Anders

Helpdesk



Vorige

Volgende



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code

### Onderzoek naar stemgedrag

39 In hoeveel Nederlandse beursvennootschappen was uw instelling in het aandeelhoudersseizoen 2010 (boekjaar 2009) stemgerechtigd?

40 Hoe vaak heeft uw instelling op de (B)AvA's van deze Nederlandse beursvennootschappen **vooraf** aan de vergadering gestemd?

41 Bij hoeveel (B)AvA's is uw instelling zelf aanwezig geweest?

42 Bij hoeveel van deze (B)AvA's heeft u gestemd?

43 Bij hoeveel (B)AvA's was uw instelling door een gevolmachtigde derde vertegenwoordigd om uw stem uit te brengen?

44 Bij hoeveel van deze (B)AvA's heeft uw gevolmachtigde derde gestemd?



Vorige

Volgende



### Onderzoek naar stemgedrag

45 Welk bedrag heeft u in 2009 in totaal uitgegeven aan 'betrokken aandeelhouderschap'? Directe kosten(uitgaven) en indirecte kosten samenmenen.

46 Heeft u specifiek beleid gepubliceerd voor 'betrokken aandeelhouderschap'?

Ja

Nee

47 Zo ja, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd?

Website

Jaarverslag

Anders

48 In welke mate zouden onderstaande instrumenten voor uw instelling een positieve incentive zijn voor betrokken aandeelhouderschap in Nederlandse beursvennootschappen?

- Stewardship: comply or explain
- Loyaliteitssterrecht en/of loyaliteitsdividend
- Verdienen van sterrecht
- Opkomststerftee
- Prudentiele voorkeursbehandeling voor 5% belangen







### Onderzoek naar stemgedrag

49 Maakt u in de uitvoering van uw stembeleid een onderscheid tussen vennootschappen waarin u belangen heeft?

- Ja
- Nee

50 Zo ja, welke categorieën onderscheidt u in de uitvoering van uw stembeleid?

- Nederlandse beursvennootschappen
- Non-compliant beursvennootschappen
- Overige buitenlandse beursgenoteerde vennootschappen
- Anders

51 Doet uw instelling aan stock-lending?

- Ja en we hebben specifiek beleid voor de stemrechten op deze aandelen
- Ja, maar we hebben geen specifiek beleid voor de stemrechten op deze aandelen
- Nee



[Vorige](#)

[Volgende](#)



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

Helpdesk

### Onderzoek naar stemgedrag

52 Op welke van de onderstaande codes is uw stembeleid gebaseerd? Kruis de gebruikte code of codes aan. (Meerdere antwoorden mogelijk.)

- United Nations Principles for Responsible Investing
- ICGN statement on global principles for corporate governance
- OECD Principles of Corporate Governance
- Eumedion Handboek
- Stewardship Code (UK)
- United Nations Global Compact
- Universal Declaration of Human Rights
- International Labour Organization's Declaration on Fundamental Principles and Rights at Work
- Rio Declaration on Environment and Development
- United Nations Convention against Corruption
- GRI Sustainability Reporting Guidelines
- Overig
- Geen



Vorige

Volgende



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

[Helpdesk](#)

### Onderzoek naar stemgedrag

53  Ja  Nee

54  ISS/Riskmetrics  Glass Lewis  Anders

53  Ja  Nee

54  ISS/Riskmetrics  Glass Lewis  Anders



[Vorige](#)

[Volgende](#)





## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

[Helpdesk](#)

### Onderzoek naar stemgedrag

55 Wat voor soort stemadvies koopt u?

- Ik koop een op mijn stembelijd afgestemd advies ('customized')
- Ik koop een standaard 'off-the-shelf'



[Vorige](#)

[Volgende](#)



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

[Helpdesk](#)

### Onderzoek naar stemgedrag

56 In welke mate bespreekt u vooraf uw stembeleid met het stemadviesbureau?



59% Voltooid

[Vorige](#)

[Volgende](#)



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



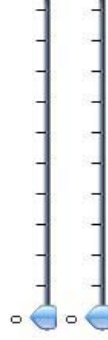
Debug

[Helpdesk](#)

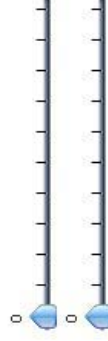
### Onderzoek naar stemgedrag

In welke mate is het extern stemadvies van invloed bij het bepalen van uw stem?

huidige situatie



gewenste situatie



57 voor Nederlandse beursvennootschappen?

58 voor buitenlandse beursgenoteerde vennootschappen?

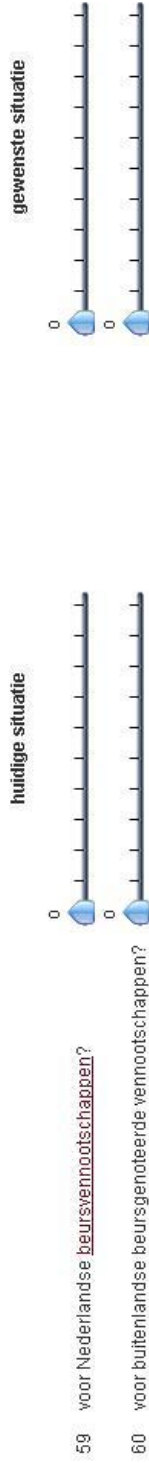


[Vorige](#)

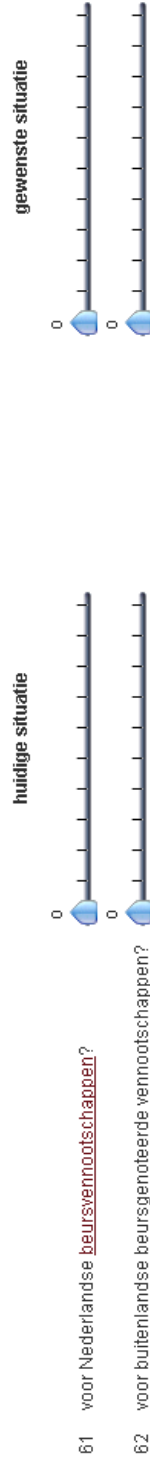
[Volgende](#)

### Onderzoek naar stemgedrag

In welke mate controleert u inhoudelijk het stemadvies dat u ontvangt?



In welke mate bent u het IB)AvA seizoen 2010 (boekjaar 2009) afgeweken van het ontvangen stemadvies?

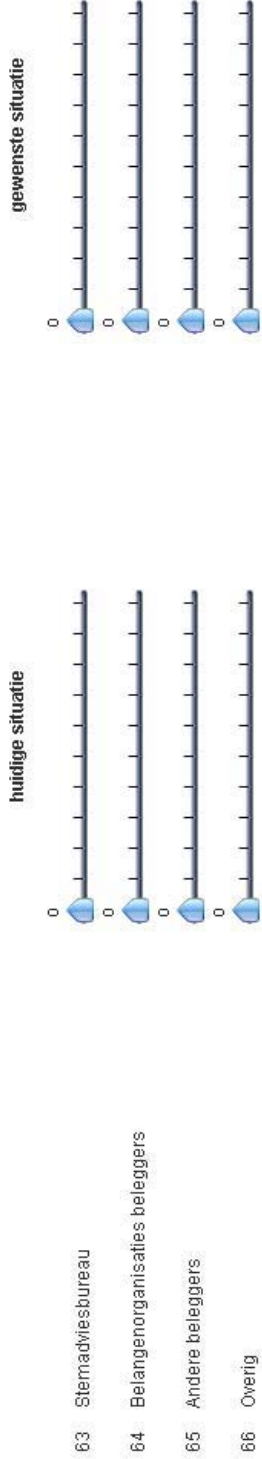




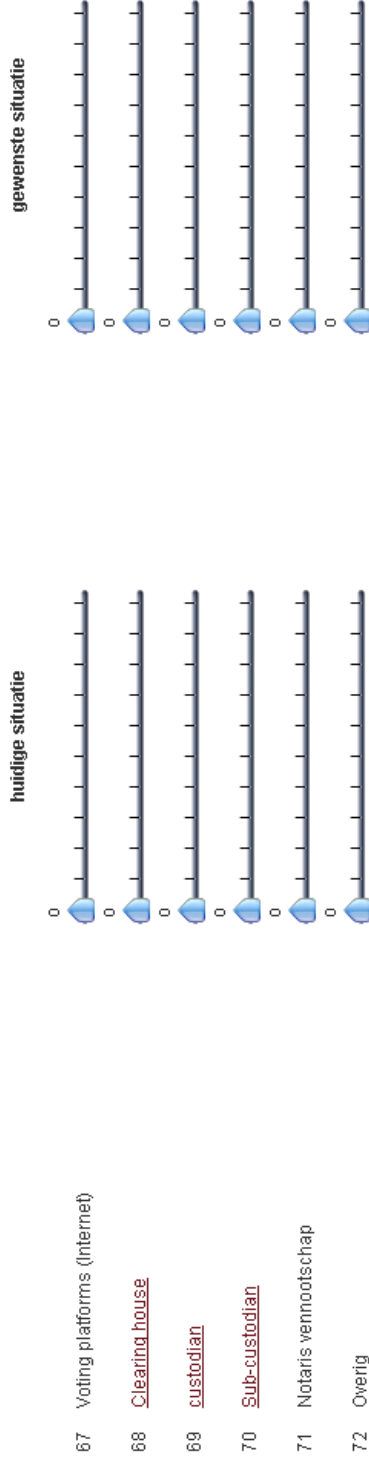
**Monitoring Commissie Corporate Governance Code**

**Onderzoek naar stemgedrag**

In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het bepalen van uw stem?



In welke mate hebben de volgende partijen invloed op het succesvol uitbrengen (executie) van uw stem?





## Monitoring Commissie Corporate Governance Code

### Onderzoek naar stemgedrag

73 Geeft u de proxy holder expliciet opdracht hoe uw stem uit te brengen?

- Ja
- Nee

74 In welke mate weet u uiteindelijk of de proxy holder uw stem uitbrengt, wanneer u bij volmacht uw stem laat uitbrengen?



75 In welke mate bent u van mening dat de keten tussen de aandeelhouder en het uiteindelijk uitbrengen van de stem geaudit zou moeten worden?



[Vorige](#)

[Volgende](#)



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code

### Onderzoek naar stemgedrag

76 In welke mate mag uw proxyholder **voorafgaand** aan de **(B)AvA** uw stemmen aan de vennootschap bekend maken?



77 In welke mate mag uw proxyholder alleen **tijdens** de **(B)AvA** uw stemmen aan de vennootschap bekend maken?



[Vorige](#)

[Volgende](#)





## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



### Onderzoek naar stemgedrag

78 Hoeveel procent van uw tijdens de **(B)AvA** uit te brengen stemmen was, voorafgaand aan de behandeling van het agendapunt op de **(B)AvA**, bij de andere aandeelhouders bekend?



[Helpdesk](#)



[Vorige](#)

[Volgende](#)





### Onderzoek naar communicatiegedrag

79. Hoe vaak heeft u gedurende het (B)AvA seizoen 2010 over boekjaar 2009 contact gehad met bestuurders/vertegenwoordigers van individuele vennootschappen buiten de (B)AvA's om uit hoofde van betrokken aandeelhouderschap?  
(Reguliere contacten van portfolio managers uitgesloten)

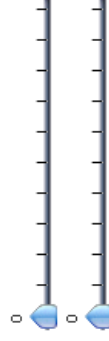
80. Wie vertegenwoordigde de vennootschap tijdens deze contacten?

- President Commissaris
- Leden RvC
- CEO
- CFO
- Andere leden RvB
- Investor Relations
- Juridische zaken

81. Hoe beoordeelt u deze contacten? (inhoudelijk)



82. Hoe beoordeelt u de frequentie?





### Onderzoek naar communicatiegedrag

83 Wie nam het initiatief voor deze contacten?

- De aandeelhouder
- Belangenorganisatie
- De vennootschap
- Anders



Vorige

Volgende



## Onderzoek naar communicatiegedrag

84 Indien belangorganisatie, welke?



[Vorige](#)

[Volgende](#)



### Onderzoek naar communicatiegedrag

85 Over welke onderwerpen heeft buiten de [\(B\)AvA](#) overleg tussen vennootschap en aandeelhouder plaatsgevonden?

- Beloningsbeleid
- Benoemingen
- Samenstelling RvC
- Samenstelling/opvolging RvB
- Dividend
- Strategie vennootschap
- Risicomanagement
- MVO
- Overig

In welke mate voelt u zich als aandeelhouder vrij om in dit overleg over allerlei onderwerpen met de vennootschap te praten?

huidige situatie



gewenste situatie





## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

Helpdesk

### Onderzoek naar communicatiegedrag

86 In welke mate voelt u zich als aandeelhouder beperkt in het overleg door.

De Nederlandse regels met betrekking tot voorwetenschap, de voor kenniswetgeving?



"Acting in Concert" bepalingen?



De vennootschap?



Andere aandeelhouders/institutionele beleggers?



Overig



Vorige

Volgende









# De survey voor de vennootschappen

16 augustus 2010





## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

Geachte heer/mevrouw,

Welkom op de website van het onderzoek 'Naleving aangepaste Nederlandse Corporate Governance Code door aandeelhouders'.

Zoals in de uitnodiging werd aangekondigd is het doel van deze survey om in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance een beeld te krijgen van de wijze en mate van naleving van principe IV.4 uit de aangepaste Nederlandse Code Corporate Governance door aandeelhouders (klik [hier](#) voor de volledige code op de website van de Monitoring Commissie). Tevens zal middels deze survey een verkennend onderzoek gedaan worden naar het stem- en communicatiegedrag van aandeelhouders, in het bijzonder institutionele beleggers, teneinde op basis hiervan aanbevelingen te doen aan de Monitoring Commissie. Deze aanbevelingen zouden op termijn tot een toetsings van de relevante principes en best practice bepalingen in de Code kunnen leiden en het inzicht in het fenomeen 'betrokken aandeelhouderschap' in Nederlandse beursvennootschappen kunnen vergroten.

Uw bijdrage aan dit grootschalige onderzoek, dat dit jaar voor het eerst door de Monitoring Commissie Corporate Governance in samenwerking met Nyenrode onder institutionele beleggers en Nederlandse beursvennootschappen wordt gedaan, is van essentieel belang.

De Monitoring Commissie stelt het erg op prijs als u meewerkt aan deze survey. Uw gegevens zullen in de externe rapportages van Nyenrode en van de Monitoring Commissie geanonimiseerd worden verwerkt. De Monitoring Commissie heeft bevestigd vertrouwelijk te zullen omgaan met de gegevens die met deze survey worden verkregen.

Voor vragen kunt u contact opnemen met MeyerMonitor, het onderzoeksbureau dat de survey begeleidt. Zij zijn bereikbaar via e-mail [support@meyermonitor.com](mailto:support@meyermonitor.com) of op telefoonnummer 020-3050139 (maandag tot en met vrijdag tussen 9:00 en 17:00).

Alvast hartelijk dank voor uw bijdrage!

Met vriendelijke groet,  
mede namens de Monitoring Commissie Corporate Governance Code.

Prof.dr. Leen Paape RA RO C/A  
Dean of the Nyenrode School of Accountancy & Controlling



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

Opzet van de survey

Deze survey bestaat uit een algemeen deel en drie separate onderzoeken, nl:

- het 'formele' nalevingsonderzoek, door de institutionele belegger zelf middels self-assessment in te vullen
- het verkennend onderzoek naar stemgedrag
- het verkennend onderzoek naar communicatiegedrag

Tenzij uit de context van de vraag het tegendeel blijkt, hebben alle vragen betrekking op het boekjaar 2009, c.q. op uw laatste boekjaar dat eindigt vóór 1 mei 2010.

U kunt in deze survey op elk gewenst moment uitloggen, om op een ander geschikt tijdstip weer verder te gaan. Na 15 minuten inactiviteit logt de survey vanzelf uit. De reeds ingevulde gegevens zullen bewaard blijven en zullen bij opnieuw inloggen voor u opnieuw beschikbaar zijn. Wij raden u echter aan de survey in een keer in te vullen.

Er is sprake van verschillende antwoordcategorieën:

- open vragen
- (meer)keuzevragen
- schalen (om aan te geven in meer of mindere mate)
- onderverdeling tussen de huidige situatie en de gewenste situatie

In deze survey is een glossary opgenomen om termen nader toe te lichten.

De in de glossary opgenomen termen zijn in de vraag onderstreept en door met uw muisknop op de term te gaan staan, zal de nadere toelichting worden weergegeven.

Mocht u het lettertype van de survey willen vergroten dan kan dit door "CTRL +" | "CTRL -".

Voor verdere vragen kunt u zoals gezegd contact opnemen met MeyerMonitor via [support@meyermonitor.com](mailto:support@meyermonitor.com) of via telefoonnummer 020- 3050139 (maandag tot en met vrijdag tussen 9:00 en 17:00).

Helpdesk



Vorige

Volgende



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

1 Wat is de juridische naam van uw vennootschap?

2 Wat is het postadres van uw vennootschap?

Postbus/Straat + nummer

Postcode

Plaats

Land

3 Wat is uw naam?

4 Wat is uw functie?

5 Wat is uw e-mail adres?

6 In welke index was uw vennootschap ultimo 2009 opgenomen?

- AEX
- AMX
- AscX
- Lokaal

7 Heeft u over het kalenderjaar 2009 op enig moment een aandeelhouder met een aanmerkelijk belang (5%+) gehad in uw vennootschap?

- Ja
- Nee

Helpdesk

22% Voltooid

Vorige

Volgende



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

[Helpdesk](#)

8. Wat was het totale opkomst percentage van uw (Bijzondere) Algemene Vergadering van Aandeelhouders?

Direct

0%



Proxyholders

0%



9. Hoeveel % van de stemmen van uw (B)A(A) was vooraf uitgebracht?

0%



10. Van hoeveel % van deze stemmen was er vooraf bij de vennootschap bekend wat er gestemd was?

0%



33% **Voltooid**

[Vorige](#)

[Volgende](#)



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

11 Hoe vaak heeft u gedurende (B)AvA seizoen 2010 over boekjaar 2009 contact gehad met individuele aandeelhouders buiten de (B)AvA's om?

12 Met wat voor aandeelhouder had u contact?

- Aanmerkelijk belang 5%+
- Aanzienlijk belang 3% < 5%
- Belang < 3%
- Buitenlandse beleggers
- Binnenlandse beleggers
- Vermogensbeheerders
- Eindbeleggers (zoals pensioenfondsen)

13 Wie vertegenwoordigde de vennootschap tijdens deze contacten?

- President Commissaris
- Leden RvC
- CEO
- CFO
- Andere leden RvB
- Investor Relations
- Juridische zaken
- Overig

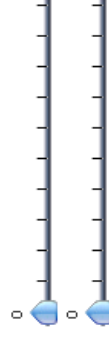
14 Hoe beoordeelt u deze contacten? (inhoudelijk)

15 Hoe beoordeelt u de frequentie?

huidige situatie



gewenste situatie







### Onderzoek naar communicatiegedrag

16 Wie nam het initiatief voor deze contacten?

- De aandeelhouder
- Belangenorganisatie
- De vennootschap
- Anders



Vorige

Volgende



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

[Helpdesk](#)

### Onderzoek naar communicatiegedrag

17 Indien belangenorganisatie, welke?



[Vorige](#)

[Volgende](#)



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

### Onderzoek naar communicatiegedrag

18 Over welke onderwerpen heeft buiten de [\(B\)AvA](#) overleg tussen vennootschap en aandeelhouder plaatsgevonden?

- Beloningsbeleid
- Benoemingen
- Samenstelling RvC
- Samenstelling/opvolging RvB
- Dividend
- Strategie vennootschap
- Risicomanagement
- MVO
- Overig

In welke mate voelt u zich als vennootschap vrij om in dit overleg over allerlei onderwerpen met de aandeelhouder te praten?

huidige situatie



gewenste situatie







## Monitoring Commissie Corporate Governance Code

### Onderzoek naar communicatiegedrag

19 In welke mate voelt u zich als vennootschap beperkt in het overleg door:

De Nederlandse regels met betrekking tot voorwetenschap, de voorkenniswetgeving?



"Acting in Concert" bepalingen?



De aandeelhouder?



Anderen aandeelhouders/institutionele beleggers?



Overig



Vorige

Volgende



## Monitoring Commissie Corporate Governance Code



English



Nederlands



Debug

Hartelijk dank voor uw deelname aan de survey *'Naleving aangepaste Nederlandse Corporate Governance Code door aandeelhouders'*!

Wanneer u op verzenden drukt, worden uw antwoorden opgeslagen in MeyerMonitor's database en meegenomen in de analyse en rapportage van dit onderzoek.

Voor vragen of suggesties kunt u contact opnemen met MeyerMonitor via e-mail [support@meyermonitor.com](mailto:support@meyermonitor.com) of op telefoonnummer 020-3050139 (maandag tot en met vrijdag tussen 9:00 en 17:00).

Met vriendelijke groet,  
mede namens de Monitoring Commissie Corporate Governance Code.

Prof.dr. Leen Paape RA,RO C/A  
Dean of the Nyenrode School of Accountancy and Control

20 Heeft u nog opmerkingen of suggesties die u aan de Monitoring Commissie Corporate Governance Code wilt voorleggen?

Vorige

Verzenden



## Bijlage 6 Schema UK Stewardship Code als 'golden standard'

<p>UKSC (UK Stewardship Code 2010) <b>-“Golden standard”</b></p> <p>Van toepassing op institutionele beleggers</p>	<p>ICGN (The ICGN Global Corporate Governance Principles: Revised (2009) Hoofdstuk 9. &amp; ICGN Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities (2007)</p> <p>Van toepassing op institutionele beleggers</p>	<p>NL Code &amp; EH (Nederlandse Corporate Governance Code 2008 hoofdstuk IV.4 &amp; het Eumedion Handboek 2008)</p> <p>Van toepassing op institutionele beleggers</p>
<p><b><u>Principle 1: Institutional investors should publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities.</u></b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Er bestaat geen plicht tot openbare publicatie van de strategie omtrent interventies.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Commentaar idem aan ICGN.</li> </ul>
<p><b><u>Principle 2: Institutional investors should have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship and this policy should be publicly disclosed.</u></b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Geen plicht tot publicatie betreffende het beleid omtrent belangenverstrengeling.</li> </ul> <p>Een te vormen beleid om mogelijke belangenverstrengeling tegen te gaan is een interne aangelegenheid tussen de `agent` en de `governing body`.<sup>118</sup></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• De uitleg van het Handboek m.b.t. best practice IV.4.1. van de Code Tabaksblat is hiermee in overeenstemming<sup>119</sup>.</li> </ul>
<p><b><u>Principle 3: Institutional investors should monitor their investee companies.</u></b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Er bestaat geen verplichting als zodanig om de betreffende ondernemingen te monitoren<sup>120</sup>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Er bestaat geen verplichting (in de NL Code en in het Handboek), als zodanig om de betreffende ondernemingen te monitoren<sup>121</sup>.</li> </ul>

<sup>118</sup> ICGN Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities (2007), 3.0 “internal governance”, onder “iii Conflicts of interest”: “Conflicts of interest will inevitably arise from time to time. It is of paramount importance that these are recognised and addressed by governing bodies and other agents in the chain, if the overarching principle of safeguarding the interest of beneficiaries is to be respected. Those acting as agents should disclose all known potential conflicts of interest to their principal and explain how these are dealt with to protect their clients’ interests. The governing body should have clear policies for managing conflicts and ensure that they are adhered to”.

<sup>119</sup> Hierbij dient te worden opgemerkt dat dit de uitleg van Eumedion betreft op de “oude code Tabaksblat” vastgesteld op 27 september 2006. De uitleg van Eumedion is niet leidend voor de code “an sich” en dus moet worden aangenomen dat deze uitleg niet onder de “pas toe of leg uit” regel van 5:86 Wft valt.

<sup>120</sup> Uit de aard van de bepalingen kan echter het belang van het monitoren worden afgeleid. Echter strikt genomen komt een dergelijke dwingende bepaling niet in de ICGN regelingen voor. Echter wordt wel transparantie verlangd richting de achterliggende begunstigen betreffende de effectiviteit en resultaten van het monitoren wat een verplichting van monitoren mogelijk impliceert. Zie als voorbeeld ook het ICGN Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities (2007) 4.0 “external responsibilities” onder “i application of consistent policies”: “Shareholders should be clear what standards they are applying, and how they monitor investee companies. Where this could lead to a negative vote or an abstention at a general meeting, the company’s board should be informed of this, ideally in writing, and of the reasons for the decision, at least in respect of significant holdings. Institutional shareholders should periodically measure and review the effectiveness of their monitoring and ownership activities and communicate the results to their beneficiaries, in such a way as to enhance their understanding without compromising specific engagement

<p><b>Principle 4:</b> <u>Institutional investors should establish clear guidelines on when and how they will escalate their activities as a method of protecting and enhancing shareholder value.</u></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Het ICGN wijst niet op de speciale situaties die moeten leiden tot ingrijpen van de institutionele belegger in de onderneming. Het ICGN dwingt echter wel tot het hebben van een duidelijke benadering (Clear approach) in situaties waar de dialoog ontbreekt.<sup>122</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Commentaar idem aan ICGN<sup>123</sup>.</li> </ul>
<p><b>Principle 5:</b> <u>Institutional investors should be willing to act collectively with other investors where appropriate.</u></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Institutionele beleggers moeten overwegen samen te werken voor bepaalde onderwerpen. Hierbij wordt geen link gelegd met het eigen beleid en de mogelijke belangenverstrengeling die erbij komt kijken waar de UKSC dit wel doet<sup>124</sup>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Idem aan de UKSC</li> </ul>
<p><b>Principle 6:</b> <u>Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity.</u></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Idem aan de UKSC</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Idem aan de UKSC</li> </ul>
<p><b>Principle 7:</b> <u>Institutional investors should report periodically on their stewardship and voting</u></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Er wordt niet een (op zijn minst) jaarlijks rapport geëist van de “principal” naar de “end-investor” aan wie zij verantwoordelijkheid dragen</li> <li>• Geen verplichte overweging een onafhankelijk oordeel te verkrijgen (audit opinion) over het stembeleid en de betrokkenheid bij ondernemingen conform AAF 01/061 and SAS 702 standaarden, voor aangesloten institutionele beleggers bij deze regeling.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Commentaar idem aan ICGN</li> </ul>

efforts. Institutional shareholders should periodically measure and review the effectiveness of their monitoring and ownership activities and communicate the results to their beneficiaries, in such a way as to enhance their understanding without compromising specific engagement efforts”.

<sup>121</sup> Aangezien Eumedion hoofdstuk 4.0 van het ICGN statement heeft overgenomen, volstaat een verwijzing naar voetnoot 3.

<sup>122</sup> Kenmerkend is echter wel het verschil in opvatting dat ten grondslag ligt aan de bedoeling van de bepalingen. Waar de UKSC een helder beleid verlangd De ICGN lijkt aan te willen geven dat “corporate governance maatwerk is” en niet vatbaar is voor strikte “guidelines on when and how to escalate their activities”.” Shareholder rights should always be exercised with the objective of delivering sustainable and growing value in mind. This requires attention to the specific situation of the company concerned rather than the formulaic application of governance rules”.

<sup>123</sup> Aangezien Eumedion hoofdstuk 4.0 van het ICGN statement heeft overgenomen, volstaat een verwijzing naar voetnoot 5.

<sup>124</sup> Uit de context van de regelingen kan worden opgemerkt dat dit toch onder de regelingen valt. De gevaren van “acting in concert” wordt op gewezen.

## Bijlage 7 Totstandkoming stemadviezen Glass Lewis & Co.<sup>125</sup>

### *Corporate Governance uitgangspunten voor het stemadviesadviesbureau*

Het uitgangspunt voor het opstellen van een stemadvies zijn de zogenaamde ‘proxy paper policy guidelines’ (hierna: de guidelines). Dit zijn de richtlijnen die gelden bij het opstellen van het proxy paper voor de Nederlandse markt. De guidelines zijn door een team van analisten opgesteld. De algehele basis van de guidelines zijn de Nederlandse wet en de Nederlandse Corporate Governance Code (Code). In de guidelines zijn integraal verwijzingen opgenomen naar zowel de wet als de Code. Daarnaast behelst het proces van opstellen van de guidelines mede het analyseren van de activiteiten in het vorige ‘stemseizoen’, het stemgedrag, ontwikkelingen in wet- en regelgeving en overige trends. Eveneens worden externe informatiebronnen als onderzoeken door consultants in relevante industrieën en academische studies onderzocht.

### *Uitgangspunten voor stemadviezen in Nederland*

Zoals gesteld zijn er voor de Nederlandse markt separate guidelines opgesteld, met een duidelijke verwijzing naar de wet en de Code. De guidelines zijn de uitgangspunten voor de totstandkoming van het stemadvies. De guidelines voor de Nederlandse markt bevat de volgende onderwerpen:

- A governance structure that serves the interest of the shareholders;
- Transparency and integrity of financial reporting;
- The link between compensation and performance;
- Governance and financial structure;
- Shareholders initiatives and management of the firm.

In de guidelines zijn bovenstaande punten uitgebreid uiteen gezet. Glass Lewis & Co. onderzoekt elk jaar de wijzigingen in eventueel wet- en regelgeving, om vervolgens jaarlijks de guidelines te vernieuwen.

### *Totstandkoming stemadvies voor een Algemene Vergadering van Aandeelhouders van een onderneming*

Ten grondslag aan de kennis van de onderneming ligt publiekelijk beschikbare informatie, zoals jaarrekeningen, academische studies, rapportages over (duurzaam) ondernemen, websites van de ondernemingen, NGO (Non Governmental Organisations) websites en overige nieuwsbronnen. De elementen van onderzoek zijn corporate governance, de financiële gegevens, bestuurdersbeloning, de naleving van wet- en regelgeving, de ondernemingsrisico's en de toelichting hierbij, evenals geschillen en andere kwesties. Het stemadvies komt uiteindelijk tot stand op basis van de guidelines. Op basis van de guidelines en de beschikbare informatie over de onderneming worden de agendapunten (uiteengezet met commentaar en achtergrond van het voorstel) geanalyseerd, en wordt zo de verenigbaarheid van beide bepaald. Op basis van de uitkomsten van deze toetsing aan de guidelines, die als norm en referentiekader gelden, kan het stemadvies worden geformuleerd.

---

<sup>125</sup> Deze bijlage is gebaseerd op onderzoek uitgevoerd door J.G.M. Schipper en W.P. van Grootheest (2010), *Studie naar Glass Lewis & Co.*, Nyenrode Business Universiteit, Breukelen.

De analyse van de voorstellen en het opstellen van het proxy paper wordt uitgevoerd door een 'lead analyst'. Tenminste twee teamleden reviewen de paper. In het geval van zogenaamde 'high level' proxy papers worden de papers onderworpen aan een review door Robert McCormick, Chief Policy Officer van Glass Lewis & Co. en eindverantwoordelijke voor de guidelines en alle uitgegeven proxy papers. De aanduiding 'high level' is een interne toekenning bij Glass Lewis & Co. op basis van kwalitatieve kenmerken; bijvoorbeeld voorstellen met betrekking tot een grote fusie of overname, papers van ondernemingen die in de belangstelling staan van de pers, alsook voorstellen die de afgelopen jaren op veel aandacht konden rekenen.

#### *Standaard versus customised stemadvies*

De institutionele beleggers die Glass Lewis & Co. als klant bedient, hebben diverse belangen in beursgenoteerde ondernemingen. Glass Lewis & Co. formuleert voor elke onderneming één advies, die ze vervolgens aan haar 600 verschillende klanten distribueert. Iedere institutionele belegger ontvangt daarmee hetzelfde stemadvies voor de overeenkomstige aangehouden posities. Een institutionele belegger heeft vaak ook een eigen beleid ten aanzien van beleggingen en het uitbrengen van een stem op agendapunten. Dit beleid kan zij kenbaar maken aan Glass Lewis & Co. Glass Lewis & Co. koppelt de uitgangspunten van het beleid aan de betreffende agendapunten (dit gaat middels een unieke Code die gekoppeld is aan alle verschillende soorten agendapunten). Op een digitaal cliëntgebonden platform is vervolgens zichtbaar wat de cliënt zelf wenst te stemmen op basis van het opgegeven specifieke beleid. Dit is een geautomatiseerde procedure vanuit Glass Lewis & Co.

#### *Procedure van het stemadvies door adviesbureau richting Algemene Vergadering van Aandeelhouders*

Nadat het stemadvies geformuleerd is, wordt het stemadvies verstrekt in de vorm van het proxy paper. Dit document bevat de analyses en stemadviezen op alle voorstellen die in een Algemene Vergadering van Aandeelhouders aan bod komen. Per agendapunt wordt enerzijds het voorstel behandeld, anderzijds het commentaar op het voorstel van Glass Lewis & Co. met daarbij het stemadvies. Bij specifieke, complexe voorstellen (zoals bij een voorstel met betrekking tot een fusie/overname), wordt het stemadvies voorzien van een uitvoerige analyse en motivatie. Voor iedere openbare onderneming wordt een specifiek stemadvies opgesteld. Het stemadvies in de vorm van het proxy paper is vervolgens beschikbaar via een digitaal platform waar de institutionele belegger toegang toe heeft. Middels dit digitale platform heeft de belegger tevens de mogelijkheid om haar posities te stemmen. Glass Lewis & Co. draagt dan zorgt voor de verdere afhandeling middels custodians.

## Bijlage 8 Totstandkoming stemadviezen ISS/RiskMetrics<sup>126</sup>

Bij ISS/RiskMetrics zijn de verschillende markten ingedeeld in geografische regio's. De markt Nederland, België, Luxemburg worden bediend door drie analisten voor de standaard ISS/RiskMetrics European Proxy Voting Policy. In drukke tijden (maart-juli) worden zij bijgestaan door nog drie medewerkers, dit zijn over het algemeen stagiaires.

De analisten bij ISS/RiskMetrics die betrokken zijn bij het stemadvies hebben verschillende expertises; bedrijfseconomisch, financieel en/of juridisch en hebben allen een universitaire achtergrond. Vooral de juridische achtergrond is een vereiste gezien de regelgeving welke speelt binnen het werkgebied. Het zijn vaak relatief jonge analisten. Specifieke marktkennis is niet structureel aanwezig. Bij de analyse van de stemadviezen is dit ook minder van belang aangezien er een advies gegeven wordt op basis van de Proxy Voting Policy of de Customised Voting Policy. Wanneer een expert ingeschakeld wordt dan is deze van een andere afdeling (intern).

### *Proxy Voting Policy*

Het model dat gebruikt wordt voor de geven stemadviezen is de Proxy Voting Policy. Zodra een agenda voor de Algemene Vergadering van Aandeelhouders definitief gepubliceerd is, begint de analyse voor ISS/RiskMetrics. De agenda wordt allereerst gecodeerd. Na codering worden de verschillende agendapunten geanalyseerd. Per agendapunt wordt het voorstel naast de Proxy Voting Policy gehouden. In deze Policy is per punt opgenomen hoe over een bepaald standpunt gedacht wordt. Het juist opstellen van deze Policy is dus de kern van het stemadvies. Daarom wordt dit uitgebreid met alle partijen overlegd. Elk najaar wordt door ISS/RiskMetrics een update van de Proxy Voting Policy opgesteld. Deze is opgesteld in samenspraak met de institutionele beleggers, trends in de markt en eventuele overige beïnvloedingen (bijvoorbeeld regelgeving). Deze 'concept' update wordt in totaal intern door drie commissies beoordeeld. Dit betreffen een Europese, Internationale en een overkoepelende Policy Board. Daarna hebben de overige partijen; belangorganisaties zoals Eumedion en beursgenoteerde vennootschappen de kans om zich in de zaak te mengen. Zij worden niet specifiek uitgenodigd maar hebben de mogelijkheid om in de consultatieperiode input te leveren via de website van ISS/RiskMetrics.

Alle feedback wordt door ISS/RiskMetrics analisten in beschouwing genomen en al dan niet verwerkt in de algemene Proxy Voting Policy. De European Proxy Voting Policy wordt door ISS/RiskMetrics gepubliceerd. Institutionele beleggers die een persoonlijk advies afnemen worden ook jaarlijks gecontacteerd om de Policy aan te passen. Op deze wijze tracht ISS/RiskMetrics een zo transparant mogelijk beleid op te stellen. In december wordt vervolgens de nieuwe Proxy Voting Policy gepubliceerd. De volgende onderwerpen worden in de Proxy Voting Policy onderscheiden:

- Operational items:
- Board of Directors
- Capital Structure

---

<sup>126</sup> Deze bijlage is gebaseerd op onderzoek uitgevoerd door S.J.H.M. Coolen en L.H.M. Versteijlen (2010), *Studie naar ISS/RiskMetrics*, Nyenrode Business Universiteit, Breukelen.



- Compensation
- Other Items

#### *Totstandkoming Proxy Voting*

Het model dat gebruikt wordt voor het geven van stemadviezen is de Proxy Voting Policy. In deze paragraaf wordt op chronologische wijze de totstandkoming van het stemadvies voor agendapunten voor de Algemene Vergadering van Aandeelhouders beschreven.

#### *Agenda*

Zodra een agenda voor de Algemene Vergadering van Aandeelhouders definitief gepubliceerd is door de onderneming, (ca. 15 á 30 dagen voor de dag van de vergadering) begint de analyse voor ISS/RiskMetrics. De agenda wordt allereerst gecodeerd op basis van een 500 tal Codes. Deze Codering is door ISS/RiskMetrics zelf samengesteld. Zo heeft bijvoorbeeld de inkoop van eigen aandelen de Code 318. De Codering vergemakkelijkt het geven van het uiteindelijk stemadvies omdat op basis van de Code een afstemming gemaakt kan worden met de Policy. Dit kan zijn de ISS Proxy Voting Policy maar ook de customised Policy op klant specifieke wensen.

#### *Opstellen advies*

Na Codering worden de verschillende agendapunten geanalyseerd. Per agendapunt wordt het voorstel naast de Proxy Voting Policy gehouden. Ongeveer 60% van de door ISS/RiskMetrics uitgebrachte stemadviezen worden afgestemd met een customised Policy. In deze Policy is per punt opgenomen hoe over een bepaald standpunt gedacht wordt. De Policy geeft aan wat het stemadvies gaat worden. Bij ingewikkelde gevoelige kwesties wordt door ISS/RiskMetrics ook incidenteel contact opgenomen met de organisatie zelf, belangenorganisaties en intern via het internationale ISS/RiskMetrics netwerk. Dit om meer informatie te verkrijgen ten aanzien van de voorgelegde agendapunten.

#### *Uitbrengen stem*

De cliënt dient in beginsel zelf haar stem uit te brengen. Dit zorgt ervoor dat cliënten zelf haar oordeel vormt over de agendapunten. Hierdoor wordt ook voldaan aan de nieuwe Corporate Governance 2008 die vereist dat de aandeelhouder stemt naar eigen inzicht. Echter wanneer een klant gebruik maakt van een maatwerk advies, dan kan er automatisch gestemd worden. In deze gevallen wordt ook voldaan aan de Corporate Governance Code. Immers de belegger heeft haar eigen oordeel vertaald in de maatwerk policy.

## **Bijlage 9 De Algemene Vergadering van Aandeelhouders en de rol van de notaris<sup>127</sup>**

### *Algemeen*

In deze bijlage wordt op beknopte wijze een procesanalyse gepresenteerd voor de notaris ten aanzien van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders.

### *Aanloop naar de Algemene Vergadering van Aandeelhouders*

De bevoegdheid tot het bijeenroepen van een Algemene Vergadering van Aandeelhouders komt toe aan het bestuur en de Raad van Commissarissen. In de Wet aandeelhoudersrechten is per 1 juli 2010 vastgelegd dat bij beursvennootschappen de oproeping primair door middel van een langs elektronische weg openbaar gemaakte aankondiging plaatsvindt. Hierbij dient een oproepingstermijn van ten minste 42 dagen in acht genomen te worden. In de Wet aandeelhoudersrechten is opgenomen welke zaken NV's bij oproeping moeten vermelden. Met ingang van 1 juli 2010 is het gebruik van een registratiedatum verplicht. Dit betekent dat het recht van aandeelhouders om aan een Algemene Vergadering van Aandeelhouders deel te nemen en op hun aandelen te stemmen, moet worden vastgesteld aan de hand van de aandelen die zij op een bepaalde datum voorafgaand aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders houden (de registratiedatum). De Wet aandeelhoudersrechten stelt de registratiedatum vast op de 28ste dag voor de Algemene Vergadering van Aandeelhouders.

### *Voorbereiding in aanloop naar de Algemene Vergadering van Aandeelhouders*

De voorbereiding begint normaliter rond november. De rol van de notaris kan betrekking hebben op nieuwe ontwikkelingen die er zijn, zoals: wijzigingen in wetgeving, wijzigingen in statuten die eventueel doorgevoerd zouden moeten worden, het opstellen van de agenda, het opstellen van de volmachten, de vergaderorde etc. De rol vanuit de notaris naar de vennootschap kan ook gericht zijn op advisering over praktische zaken rondom de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. De rol van de notaris kan dus sterk verschillen en is afhankelijk van de wensen van de vennootschap.

### *Deelname aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders*

In de oproeping van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders is de instructie opgenomen om aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders deel te kunnen nemen beschreven. Houders van aandelen op naam worden rechtstreeks door de vennootschap geïnformeerd over de wijze waarop ze aan de vergadering deel kunnen nemen. Houders van girale aandelen die aan de vergadering deel willen nemen en een derde willen machtigen of een elektronische volmacht willen verlenen, moeten hun voornemen daartoe op de daarvoor vastgestelde datum (enkele dagen voorafgaand aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders) kenbaar maken aan de bank of commissionair waar hun aandelen in administratie zijn.

---

<sup>127</sup> Deze bijlage is gebaseerd op onderzoek uitgevoerd door D.H. Berghout (2010), *De Algemene Vergadering van Aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen & de notaris*, Nyenrode Business Universiteit, Breukelen.

De aandeelhouder ontvangt vervolgens via zijn bank of commissionair van de registratiebank (bij Nederlandse beursvennootschappen is RBS in de meeste gevallen betrokken als deponerings- respectievelijk registratiekantoor bij de Algemene Vergadering van Aandeelhouders) een bewijs van registratie met registratienummer. Op verzoek kan de aandeelhouder via zijn bank of commissionair een opgave krijgen van het aantal aandelen dat op naam van de aandeelhouder is aangemeld. Dit bewijs dient als toegang tot de vergadering. De aanmelding wordt dan tevens opgenomen op de registratielijst die de vennootschap ontvangt van de registratiebank.

#### *Notaris als volmachtnemer*

De notaris is bij een deel van de Algemene Vergaderingen van Aandeelhouders van AEX-vennootschappen benoemd door de vennootschap als volmachtnemer bij wie de aandeelhouder zijn steminstructie kan achterlaten. De notaris kan de steminstructies / volmachten op twee verschillende manieren ontvangen: (i) via schriftelijke volmachten (fax, e-mail of brief) en (ii) via het RBS e-voting systeem. De notaris heeft een unieke eigen inlogcode om dit systeem te benaderen en kan zo de lijsten van volmachten en steminstructies digitaal inzien. Alle volmachten die via RBS e-voting zijn ingevoerd komen uiteindelijk terecht bij de door de volmachtgever aangewezen volmachtnemer, in de praktijk de notaris of het trustkantoor, die de uitkomsten voorafgaand aan de vergadering invoert in de stemcomputers.

De machtiging is over het algemeen zo ingericht dat een aandeelhouder per agendapunt voor, tegen of onthouding dient aan te kruisen (schriftelijk) dan wel aan te klikken (elektronisch). De volmacht is een gerichte instructie van de volmachtgever waardoor de notaris niet over zogenaamde discretionaire bevoegdheid. De notaris kent, wanneer hij de volmachten ontvangt, voorafgaande aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders een groot deel van de uitkomsten van de stemming. In de praktijk bestaat geen consensus tussen de geïnterviewde notarissen over de vraag of vooroverleg met de vennootschap wel of niet is toegestaan.

Ten aanzien van de verificatie van de volmachten bestaan geen specifieke regels en procedures. Vanwege problemen met de reproduceerbaarheid van volmachten is er tussen de notarissen eind 2009/begin 2010 overleg geweest.

#### *Verificatie van volmachten*

Bij verificatie van de volmacht gaat het erom dat degene die de volmacht heeft ondertekend, moet kunnen aantonen dat hij bevoegd was om te tekenen. De volmachtgever dient te verklaren dat hij bevoegd is om te tekenen. De vraag is of en hoe de keten van stemvolmachten moet worden geverifieerd. Het probleem is buitengewoon weerbarstig en is vooralsnog niet op te lossen. Tot deze conclusie komen Haentjes<sup>128</sup> en Winter<sup>129</sup>. Overheidstoezicht is in dit kader niet de meest voor de hand liggende oplossing, omdat het probleem van verificatie in belangrijke mate wordt veroorzaakt door de grote verschillen in

---

<sup>128</sup> M. Haentjes, (2007), Harmonisation of securities law (diss. Amsterdam UvA), Kluwer Law International.

<sup>129</sup> J.W. Winter en J. van Ginneken, (2009), Stemmen op afstand opnieuw bekeken, in Met Recht, Kluwer Rechtswetenschappelijke Publicaties, Deventer: Kluwer.

de wijze waarop in de diverse landen - waarin de beleggers en de diverse beheerders zijn gevestigd, c.q. de aandelen worden gehouden - door het lokale recht wordt bepaald wie tot stemmen gerechtigd zijn.