

# AANDEELHOUDERSBETROKKENHEID IN NEDERLAND

ONDERZOEK ONDER INSTITUTIONELE BELEGGERS  
NAAR HUN RELATIE MET NEDERLANDSE BEURSFONDSEN



**NYENRODE**  
BUSINESS UNIVERSITEIT



**NOVEMBER 2011**

EINDRAPPORTAGE TEN BEHOEVE VAN DE JAARLIJKSE MONITORING  
OP DE NEDERLANDSE CORPORATE GOVERNANCE CODE

# **AANDEELHOUDERSBETROKKENHEID IN NEDERLAND**

**ONDERZOEK ONDER INSTITUTIONELE BELEGGERS NAAR HUN  
RELATIE MET NEDERLANDSE BEURSFONDSEN**

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. De in dit rapport weergegeven bevindingen zijn de bevindingen van de onderzoekers. Conform de met de opdrachtgeefster gemaakte afspraak wordt het rapport in gedrukte vorm als bijlage gehecht aan het door de opdrachtgeefster uit te brengen derde rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code eind 2011. 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. 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.

© 2011 Nyenrode Business Universiteit

# **AANDEELHOUDERSBETROKKENHEID IN NEDERLAND**

**ONDERZOEK ONDER INSTITUTIONELE BELEGGERS NAAR HUN  
RELATIE MET NEDERLANDSE BEURSFONDSEN**

**UITGEVOERD DOOR**

**NYENRODE BUSINESS UNIVERSITEIT**

Drs. Daniëlle Melis MBA  
Prof. dr. Mijntje Lückerath-Rovers  
Margriet Groothuis MSc

**Adviseurs van het projectteam:**

Prof. dr. Leen Paape RA RO CIA  
Prof. mr. Barbara Bier  
Prof. dr. Paul Frentrop  
Prof. dr. Ruud Pruijm RA  
Prof. mr. Steven Schuit  
Prof. mr. Bas Steins Bisschop

Breukelen, november 2011

## INHOUDSOPGAVE

### Inhoud

1.	Inleiding.....	6
1.1.	De opdracht.....	7
1.2.	Samenvatting belangrijkste bevindingen.....	7
2.	Onderzoeksopzet.....	15
2.1.	Inleiding.....	15
2.2.	Onderzoekspopulatie.....	16
2.3.	Onderzoeksmethode .....	20
2.4.	Conceptueel onderzoeksmodel .....	22
3.	Onderzoek ‘Naleving van hoofdstuk IV van de Code’.....	23
3.1.	Onderzoeksvraag en onderzoekspopulatie.....	23
3.2.	Respons, respondentenprofielen en belangengroepen .....	24
3.2.1.	Nederlandse respondenten .....	24
3.2.2.	Buitenlandse respondenten.....	28
3.3.	Resultaten nalevingsonderzoek Nederlandse institutionele beleggers.....	31
3.3.1.	Nalevingscijfers Nederlandse institutionele beleggers.....	31
3.3.2.	Uitleg Nederlandse institutionele beleggers .....	33
3.3.3.	Betrokken aandeelhouderschap van Nederlandse institutionele beleggers .....	36
3.4.	Resultaten nalevingsonderzoek buitenlandse institutionele beleggers.....	39
3.4.1.	Nalevingscijfers buitenlandse institutionele beleggers.....	39
3.4.2.	Uitleg buitenlandse institutionele beleggers .....	40
3.4.3.	Betrokken aandeelhouderschap van buitenlandse institutionele beleggers .....	43
3.5.	Conclusies deelonderzoek ‘Naleving’.....	49
4.	Onderzoek ‘Stembeleid en stemgedrag van institutionele beleggers’.....	53
4.1.	Onderzoeksvraag en onderzoekspopulatie.....	53
4.2.	Evaluatie aandeelhoudersseizoen 2011 .....	54
4.3.	Uitoefening stemrecht .....	55
4.4.	Gebruik van stemadviesbureaus .....	59
4.5.	Totstandkoming steminstructie.....	65
4.6.	Het uitbrengen van de stem.....	76
4.7.	Conclusies deelonderzoek ‘Stembeleid en stemgedrag’.....	83
5.	Onderzoek ‘Communicatie gedrag van institutionele beleggers’.....	88
5.1.	Onderzoeksvraag en onderzoekspopulatie.....	88
5.2.	Bilaterale contacten met Nederlandse beursvennootschappen.....	89

5.3.	De kosten-baten afweging voor ‘engagement’ .....	95
5.4.	Beperkende factoren bij de gewenste dialoog tussen onderneming en aandeelhouder...	99
5.5.	Mogelijkheden tot verbetering van de dialoog tussen onderneming en aandeelhouder	101
5.6.	Samenwerking tussen beleggers op het gebied van engagement .....	103
5.7.	Samenwerking binnen institutionele beleggers tussen portfoliomanagers en ESG specialisten.....	104
5.8.	Conclusies deelonderzoek ‘Communicatiegedrag’ .....	106
6.	Contextuele bevindingen en nader onderzoek .....	109
6.1.	Het adresseren van de Code aan individuele aandeelhouders in een gedragscode gericht aan vennootschappen .....	109
6.2.	Het belang van de algemene vergadering versus het individuele aandeelhoudersbelang	110
6.3.	Wie is ‘dé’ aandeelhouder? .....	111
6.4.	Eindverantwoordelijkheid voor naleving: een mandaatkwestie .....	112
6.5.	Buitenlandse beleggers zijn de belangrijkste aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen .....	113
6.6.	Naleving van de Code: naar vorm of naar inhoud? .....	113
6.7.	Het afleggen van ‘verantwoording’: beursvennootschappen versus institutionele beleggers	114
6.8.	Het oogmerk van de aandeelhouder: lange termijn samenwerking en/of beleggingsrendement en liquiditeit.....	115
Bijlagen	.....	119
Bijlage 1	Lijst met gebruikte afkortingen en uitleg tabellen.....	120
Bijlage 2	Data tabellen.....	121
I. Data Tabellen Nederlandse Survey	.....	121
II. Data Tabellen Buitenlandse Survey	.....	133
Bijlage 3	Lijst met institutionele beleggers .....	159
Bijlage 4	Surveys.....	161

# 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 2011 een rapportage uit over de naleving van de Corporate Governance Code door de relevante vennootschappen in het boekjaar dat aanving op of na 1 januari 2010. Op dat boekjaar is de geactualiseerde Nederlandse Corporate Governance Code (hierna ook wel genoemd: de Nederlandse Code of 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. Deze Code is aangewezen bij algemene maatregel van bestuur als gedragscode bedoeld in artikel 2:391 lid 5 van het Burgerlijk Wetboek (BW).

De Code 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 best practice bepalingen (voor het eerst van kracht over boekjaar beginnend op of na 1 januari 2009) over de responstijd, het stemmen naar eigen inzicht en het motiveren van een voorstel. In de Code Tabaksblad (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 heeft de Monitoring Commissie in haar vorige rapport aangegeven in 2011 onder meer bijzondere aandacht te richten op de volgende thema's<sup>1</sup>:

- Naleving van de Code dient 100% te zijn. Alle betrokken partijen dragen de verantwoordelijkheid dat de Code een effectief instrument blijft als alternatief voor regelgeving. Wanneer een vennootschap ervoor kiest een best practice bepaling niet toe te passen, dient zij dit deugdelijk te motiveren. Ten aanzien van de Code bepalingen die zich richten tot de aandeelhouders spoort de Monitoring Commissie met name kleine en middelgrote institutionele beleggers aan zich te conformeren aan de Code.
- Institutionele beleggers die gebruik maken van een stemadviesbureau geven aan slechts in beperkte mate af te wijken van het verkregen stemadvies. De Monitoring Commissie

---

<sup>1</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Tweede rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code, december 2010.

benadrukt dat institutionele beleggers de verantwoordelijkheid hebben te stemmen naar eigen inzicht.

- Het is voor de aandeelhouder veelal onduidelijk of zijn stem daadwerkelijk is uitgebracht en, indien dit het geval is, of gestemd is conform zijn stemvolmacht. De Monitoring Commissie vindt dit gebrek aan transparantie onwenselijk en spoort institutionele beleggers aan inzicht te verwerven omtrent de juistheid van de executie van de door hen verleende volmacht.
- De Monitoring Commissie constateert dat de (beraadslaging ter) algemene vergadering een functie blijft vervullen als forum voor dialoog met aandeelhouders, maar doorgaans niet meer van invloed is op de stemuitslag. De dialoog met aandeelhouders heeft zich veelal verplaatst naar momenten vóór de bijeenroeping van de algemene vergadering.

Tevens is in het vorige rapport geconstateerd dat de aandelen van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen grotendeels in handen zijn van buitenlandse aandeelhouders en dat Nederlandse aandeelhouders voor hun buitenlandse beleggingen meer afgaan op de adviezen van stemadviesbureaus dan voor de Nederlandse. Het is in navolging van deze bevindingen dat Nyenrode Business Universiteit op 10 februari 2011 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 door aandeelhouders in het aandeelhoudersseizoen 2011, waarbij vooral ook het stemgedrag van buitenlandse institutionele beleggers onder de loep genomen zal worden.

### 1.1. De opdracht

De Monitoring Commissie Corporate Governance Code (hierna: de Commissie) heeft Nyenrode Business Universiteit per mei 2011 de uitvoering opgedragen van een drietal deelonderzoeken. Het 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 (Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers)* in het aandeelhoudersseizoen 2011 (betrekking hebbende op het boekjaar 2010);
- (ii) Onderzoek naar het stemgedrag van buitenlandse institutionele beleggers;
- (iii) Onderzoek naar het communicatiegedrag van buitenlandse institutionele beleggers.

Nyenrode heeft de opdracht binnen een periode van vijf maanden uitgevoerd. Op basis van surveys en gestructureerde interviews met institutionele beleggers en experts is getracht om binnen de beperkte tijd, het brede kader van het onderzoek beter, zowel nationaal als internationaal, in beeld te brengen. Op basis van de verkregen data zijn conclusies geformuleerd.

### 1.2. Samenvatting belangrijkste bevindingen

In hoofdstuk 3, 4 en 5 zijn de bevindingen van de drie deelonderzoeken beschreven. In deze paragraaf zijn de belangrijkste bevindingen samengevat. Voor de nadere onderbouwing van de in deze paragraaf genoemde bevindingen wordt verwezen naar de betreffende paragrafen in hoofdstuk 3, 4 en 5 en de tabellen en grafieken in bijlage 2.



*Naleving (door Nederlandse institutionele beleggers)*

Het deelonderzoek naar naleving van hoofdstuk IV.4 van de Code is verricht onder de twaalf grootste Nederlandse vermogensbeheerders (gemeten naar belegd vermogen), de zes grootste Nederlandse pensioenfondsen, de twee grootste Nederlandse levensverzekeraars en een selecte groep van vijf beleggingsinstellingen; tien respondenten hadden een belegd vermogen van 50 miljard euro of meer; twintig respondenten hadden een belegd vermogen van tien miljard euro of meer. De 25 grootste Nederlandse institutionele beleggers geven aan best practice bepalingen IV.4.1 tot en met IV.4.6<sup>2</sup> in hoge mate na te leven; nalevingspercentages onder deze groep respondenten liggen tussen de 92 en 100 procent.

Over best practice bepaling IV.4.4 en IV.4.6 dient opgemerkt te worden dat wanneer respondenten aangeven deze bepaling na te leven, dit zowel kan betekenen dat men feitelijk heeft gehandeld naar deze best practice bepaling, dan wel dat de naleving van deze bepaling meer een intentie tot naleving betekent. Best practice bepaling IV.4.4 inzake de responstermijn is de meest uitgelegde bepaling. Respondenten geven in de gegeven uitleg vooral aan van geval tot geval te willen bepalen wat een redelijke termijn voor de vennootschap zou zijn. Hierbij dient te worden opgemerkt dat de Commissie bij deze bepaling niet iedere uitleg als voldoende accepteert.<sup>3</sup> Dit betekent dat in die gevallen, ook indien wordt uitgelegd, de conclusie ‘niet-naleven’ zou moeten zijn. Voor zover Nederlandse respondenten gebruik maken van de diensten van stemadviesbureaus (best practice bepaling IV.4.5) geven respondenten aan niet automatisch de stemadviezen van derden te volgen, maar een eigen analyse te maken van de verkregen research en adviezen.

Ten aanzien van de in de Code genoemde verantwoordelijkheden voor aandeelhouders zijn Nederlandse respondenten het meest tevreden over het gebruik van hun stemrecht en hun bereidheid tot het aangaan van de dialoog met ondernemingen (vermogensbeheerders gaven zichzelf hier een rapportcijfer 9,6 respectievelijk 7,8). De (bereidheid tot) aanwezigheid op de algemene vergadering kreeg in verhouding gemiddeld een lager rapportcijfer (vermogensbeheerders gaven hier een gemiddeld rapportcijfer van 6,5). Dat geldt tevens bij de (bereidheid tot) dialoog met medeaandeelhouders (gemiddeld rapportcijfer van 7,1). Beleggingsinstellingen lieten een vergelijkbaar beeld zien. Levensverzekeraars en pensioenfondsen gaven zichzelf hogere rapportcijfers.

---

<sup>2</sup> In hoofdstuk IV, paragraaf IV.4, van de Code, is 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 de best practice bepalingen IV.4.4, IV.4.5 en IV.4.6 over de responstijd, het stemmen naar eigen inzicht en het motiveren van een voorstel in de algemene vergadering. In de Code Tabaksblat (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 IV.4.1, IV.4.2 en IV.4.3 zijn onveranderd gebleven in de Code.

<sup>3</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Tweede rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code, december 2010. Hierin wordt gesteld: ‘Het bestuur heeft op grond van best practice bepaling II.1.9 een responstijd van maximaal 180 dagen en een aandeelhouder wordt op grond van best practice bepaling IV.4.4 geacht deze responstijd te respecteren. Indien een aandeelhouder deze 180 dagen in geen enkel geval respecteert en bijvoorbeeld als vast beleid een termijn van 90 dagen hanteert, dan accepteert de Monitoring Commissie dit niet als uitleg voor niet-toepassing van best practice bepaling IV.4.4, maar als *niet-naleven* van deze best practice bepaling. Dit laat onverlet eventuele rechten die een aandeelhouder op grond van de wet toekomen.

Nederlandse respondenten hechten, in vergelijking tot andere internationale codes en richtlijnen, het grootste belang aan de Nederlandse Corporate Governance Code (22 van de 23 respondenten zetten de Code op de eerste of tweede plaats). Naast de Code, wordt door Nederlandse respondenten ook groot belang gehecht aan de UNPRI (achtmaal op de eerste plaats) en het Eumedion Handboek Corporate Governance (eenmaal op de eerste plaats, maar ook zeven maal op de tweede plaats).

#### *Naleving (door buitenlandse institutionele beleggers)*

Het deelonderzoek naar naleving van hoofdstuk IV.4 van de Code is ten aanzien van best practice bepalingen IV.4.4 tot en met IV.4.6 tevens verricht onder veertien grote buitenlandse vermogensbeheerders actief als aandeelhouder in Nederlandse beursvennootschappen.

Deze veertien grote buitenlandse vermogensbeheerders hebben naar hun eigen verklaringen een verschillende benadering van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen, variërend van het op afstand beheren van de portefeuille tot het zich actief bemoeien met het beleid van de vennootschappen. Bovendien hielden deze geselecteerde buitenlandse vermogensbeheerders ultimo 2010 naar schatting circa 30% van de totale marktkapitalisatie van AEX fondsen per die datum. Derhalve is de selectie niet in alle opzichten representatief voor de door buitenlandse beleggers in Nederlandse vennootschappen gehouden aandelen.

Met het onderzoek onder deze buitenlandse institutionele beleggers is inzicht verkregen in hun 'naleving' van IV.4.4 tot en met IV.4.6; 79% van de buitenlandse respondenten gaf aan IV.4.4. na te leven, 100% van deze respondenten gaf aan IV.4.5. na te leven en 93% van deze respondenten gaf aan IV.4.6. na te leven, ook als naleving van deze best practice bepaling is ingegeven door eigen nationale codes (of anderszins). Bij de naleving van voorgenoemde best practices blijkt overigens dat bijna 85% van de buitenlandse institutionele beleggers zich niet wettelijk verplicht voelt om 'on behalf of their clients' de best practice bepalingen in de Code gericht aan aandeelhouders toe te passen dan wel na te leven.

Best practice bepaling IV.4.4 inzake de responstermijn is ook bij buitenlandse respondenten de meest uitgelegde bepaling. De in de Code genoemde responstermijn van 180 dagen is iets waar een buitenlandse belegger zich alleen aan zou willen houden omdat het in de Code staat, maar 180 dagen wordt te lang bevonden (29% van de buitenlandse respondenten vindt een termijn van zeven tot 29 dagen redelijk; 43% noemt een termijn van 30 tot 59 als een redelijke termijn).

Buitenlandse vermogensbeheerders geven aan vooral het eigen stembeleid te volgen bij het uitbrengen van de stem (BP IV.4.5). Informatie van derden wordt gebruikt als input voor deze eigen beslissing, de stemadviesbureaus dienen hierbij als informatie-*agents*. Het stemmen naar eigen inzicht wordt bij buitenlandse institutionele beleggers niet gemotiveerd door het feit dat het in de Code staat; men zegt dat dit '*common practice*' is. De meeste beleggers gebruiken vooral de research van stemadviesbureaus, maar in mindere mate de stemadviezen.

De meerderheid van de buitenlandse vermogensbeheerders is enigszins of goed bekend met de bepalingen in de Code die zijn gericht aan institutionele beleggers en aandeelhouders in het algemeen. Toch laten zij zich vooral leiden door best practices en principes neergelegd in andere codes en richtlijnen, waarbij respondenten in algemene zin aangaven dat deze op aandeelhouders gerichte bepalingen internationaal grote gelijkens vertonen. Buitenlandse respondenten hechten kennelijk een groter belang toe aan de UK Stewardship Code dan aan de Code; daarnaast noemen ze de voting behaviour guidelines van ISS het vaakst als eerste richtsnoer in plaats van de Code. De Code wordt nooit als eerste of tweede genoemd. De Code wordt door beleggers vooral gezien als middel om na te gaan of de vennootschappen zich daaraan houden. De Code wordt vooral gewaardeerd om de bepalingen gericht aan *vennootschappen*. Buitenlandse beleggers vinden de Code

een ‘goed doordachte code’ om snel corporate governance risico’s binnen Nederlandse beursvennootschappen te identificeren.

De meerderheid van de buitenlandse institutionele beleggers is zich bewust van de verschillende codes en ‘overarching principles’, maar stelt een eigen stembeleid te hanteren op mondiaal niveau. Zij achten een ‘*one-size-fits all*’ approach niet mogelijk.

Ook de buitenlandse institutionele beleggers geven aan bereid te zijn gebruik te maken van hun stemrecht (rapportcijfer 9,8) en de dialoog met ondernemingen aan te gaan (rapportcijfer 8,9). De bereidheid om aanwezig zijn op de algemene vergadering scoorde, net als bij de Nederlandse beleggers, ook bij de buitenlandse respondenten lager (rapportcijfer 5,4) evenals de bereidheid om de dialoog aan te gaan met medeaandeelhouders (rapportcijfer 6,9).

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

##### *Stemrechten*

Buitenlandse vermogensbeheerders hebben voornamelijk aandelen en derhalve stemrechten in de 25 Nederlandse AEX-fondsen. Bij midcap- en small cap- beursondernemingen is hun betrokkenheid kleiner. Buitenlandse vermogensbeheerders zijn vrijwel niet aanwezig op de algemene vergaderingen, maar stemmen voornamelijk per ‘proxy’. Dit is ingegeven door de hoeveelheid en de spreiding van de verschillende belangen.<sup>4</sup> Custodian banks zijn nog steeds de belangrijkste proxy holders voor buitenlandse vermogensbeheerders. Beperkende factoren bij het uitbrengen van de stem zijn er nog nauwelijks. ‘*Shareblocking*’ was voorheen het grootste probleem in Nederland, maar is dat nu niet meer vanwege het recente verbod.

##### *Stemadviezen*

Het afnemen van diensten van stemadviesbureaus is gebruikelijk. Het merendeel van de buitenlandse respondenten werkt met één of meerdere stemadviesbureaus. ISS en Glass Lewis worden door de buitenlandse respondenten in gelijke mate geraadpleegd.

Stemadviesbureaus worden vooral gezien als research provider, met name voor beleggers die een actief beleggingsbeleid voeren (en dus niet passief via index tracking). Het is voor beleggers een vorm van ‘outsourcing’ waar beleggers veel gebruik van maken. De hoeveelheid informatie van de bedrijven wordt gecompriëerd en in een standaard format gezet, wat het voor de buitenlandse beleggers mogelijk maakt op een meer efficiënte manier een grote hoeveelheid informatie te bekijken, risico’s te ontdekken en tot een stemadvies te komen. Wat betreft de stemadviezen, geven buitenlandse beleggers aan de stemadviezen van derden te bekijken, maar altijd zelf de uiteindelijke beslissing te nemen over de stem. Het één op één overnemen van stemadviezen doet men niet; betoogd wordt dat het de verantwoordelijkheid van de belegger zelf is om die keuze te maken.

Stemadviesbureaus zijn voor buitenlandse respondenten een belangrijke service provider aangezien 80% van de agendapunten waarover gestemd wordt, routine is en daar voldoende kennis voor aanwezig is bij de stemadviesbureaus. Toch stellen buitenlandse beleggers dat de kennis niet gedetailleerd en ‘in-depth’ is. De buitenlandse belegger heeft het gevoel zelf dichter bij het bedrijf te staan dan een stemadviesbureau. Voor specifieke onderwerpen (zoals benoemingskwesties, of remuneratie issues) en case-by-case situaties (bijvoorbeeld een belangrijke overname) benaderen de

---

<sup>4</sup> Wel bleek uit een de evaluatie van het aandeelhoudersseizoen 2011, uitgevoerd door Eumedion, dat het totale aantal op de algemene vergadering uitgebrachte stemmen bij AEX ondernemingen in 2011 is toegenomen ten opzichte van de afgelopen jaren en dat in 2011 aandeelhouders voor het eerst sinds 2009 weer gebruik maakten van het agenderingsrecht.

beleggers het bedrijf zelf, of gaan zelf nader onderzoek doen. De aard van de beleggingsstrategie (actief of passief) is hierbij nogmaals wel bepalend.

Algemene stemrichtlijnen van stemadviesbureaus reflecteren de best practices van de belangrijkste institutionele beleggers ('voor en door' beleggers). Veelal vindt na afloop van een stemseizoen een uitgebreide evaluatie plaats tussen beleggers en stemadviesbureaus om nieuwe inzichten in de algemene stemrichtlijnen voor het navolgende jaar op te nemen. De algemene stemrichtlijnen geven een brede afspiegeling van de wereldwijd gehanteerde best practices. Sommige buitenlandse beleggers kiezen ervoor hun eigen 'customised policy' te laten uitvoeren door betreffend stemadviesbureau. De mate waarin specifieke aspecten van de Nederlandse Code in deze customised policies wordt opgenomen is beperkt (genoemd werden de 'split role between the chairman and the CEO', 'say-on-pay', en 'director terms').

Het stemadvies van derden is volgens de respondenten in dit onderzoek een onderdeel van de totale research-effort van beleggers. Buitenlandse beleggers zeggen te stemmen naar eigen inzicht. Indien stemadviezen (als onderdeel van de proxy research) worden afgenomen van stemadviesbureaus dan worden de analyses inhoudelijk gecheckt. Stemadviezen reflecteren in de meeste gevallen volgens buitenlandse beleggers het eigen stembeleid waardoor afwijkingen van het verkregen stemadvies beperkt zijn. Tegelijkertijd geven buitenlandse beleggers aan dat verschillende factoren van invloed zijn op het wel of niet controleren van alle stemadviezen, waaronder: de beschikbaarheid van resources om de stemadviezen te controleren, de omvang van het belang dat buitenlandse beleggers hebben in de betreffende onderneming, de aard van het agenda-item, een specifieke interesse in bepaalde ondernemingen, een alert van een stemadviesbureau, Eumedion of andere investeerder en een kosten-baten afweging tussen 'engagement' of 'stemmen met de voeten'.

Portfoliomanagers en analisten zijn in geval van actief beheerde aandelenportefeuilles in hoge mate betrokken en spelen een sleutelrol bij de totstandkoming van de uiteindelijke steminstructie voor de algemene vergadering. Bij index-tracking (het belang in de betreffende Nederlandse beursvennootschap maakt deel uit van een passieve portefeuille), zal de portfoliomanager in de regel niet betrokken zijn bij de vaststelling van de steminstructie.

Een eenduidig antwoord op de invloed van stemadviesbureaus is vanuit ons onderzoek niet te geven. Enerzijds verdient de invloed van stemadviesbureaus nuancering. Het advies van de stemadviesbureaus wordt in ogenschouw genomen, maar uiteindelijk ligt de stembeslissing bij de belegger zelf. De portfoliomanager of investment professional (in nauwe samenwerking met de analist) beslist, al dan niet bijgestaan door een corporate governance specialist, op basis van het eigen 'customised' stembeleid. Soms kunnen de stemadviezen van derden bepaalde zaken ophelderen of aanvullen, maar de stembeslissing is ook gebaseerd op gesprekken met de bedrijven, het materiaal dat de bedrijven zelf aanleveren en het eigen onderzoek. De stemadviesbureaus worden dan ook, zoals eerder bleek, niet als leidend gezien. De technische systemen van de stemadviesbureaus worden wel vaak gebruikt om de stem uit te brengen.

Anderzijds kennen enkele buitenlandse beleggers de stemadviesbureaus een grotere invloed toe. Volgens deze respondenten maken buitenlandse beleggers gebruik van stemadviesbureaus omdat ze wel moeten, gezien de omvang van de portfolio's en het grote aantal relatief beperkte belangen per vennootschap. Het is de enige manier om alle informatie op een efficiënte en kostenbesparende manier te verzamelen en in een gestandaardiseerd analyserapport te kunnen lezen. Het is onmogelijk om over alle agenda-items wereldwijd zelf een mening te vormen. Grote beleggers hebben eigen onderzoeksteams, maar die onderzoeken een selectie van de bedrijven waarin ze beleggen. Voor die specifieke beleggingen worden de adviezen van derden soms 'overruled', maar in de praktijk gebeurt dit weinig, aldus deze respondenten. Volgens deze respondenten doen de service providers (ofwel de

stemadviesbureaus) zelf niets verkeerd; het probleem is volgens deze respondenten dat de beleggers niet voldoende aandacht geven aan de externe informatie en adviezen, en het daarom één op één overnemen. De stemadviezen zijn volgens deze respondenten veelal gebaseerd op de algemene stemrichtlijnen van het stemadviesbureau die weliswaar het stembeleid van verschillende beleggers reflecteren. In deze algemene stemrichtlijnen wordt per definitie geen specifieke aandacht gegeven aan belangrijke items in het stembeleid van een individuele belegger. Er wordt door deze respondenten getwijfeld aan de alertheid en pro activiteit van sommige beleggers, vooral van beleggers met relatief kleine holdings in Nederlandse bedrijven en omvangrijke grote portfolio's, om kritisch naar de verkregen analyses en stemadviezen te kijken.

Ook blijkt uit het onderzoek dat ook de meer-activistische (mede)aandeelhouders bewust additionele informatie verstrekken en stemadviezen geven en daardoor een mogelijke invloed op het stemgedrag van (andere) institutionele beleggers hebben.

### *Stemketen*

Custodians en sub-custodians zijn de belangrijkste schakel in de keten om te komen tot het daadwerkelijk uitbrengen van de stem op de algemene vergadering. Gebrek aan transparantie en gebrek aan eenduidigheid in processen veroorzaakt nog steeds problemen bij 'cross border voting'. Custodians hebben onvoldoende prikkels om de problematiek van meer transparantie in de stemketen op te pakken. De belangrijkste vraag is wie de rekening gaat betalen: het bedrijf, omdat het belang heeft om met aandeelhouders in dialoog te kunnen gaan, of de investeerder, om zeker te weten dat de stem goed is terecht gekomen, of de custodian zelf, in het kader van het verbeteren van de dienstverlening aan klanten of uit hoofde van de potentiële dreiging klanten kwijt te raken aan concurrenten.

Omvang van het belang en transparantie in de stemketen zijn bepalend voor bereidheid tot controle of de stem conform instructie is uitgebracht. De kosten die respondenten moeten maken om deze controle uit te oefenen lijken van weinig betekenis in de afweging wel of niet te controleren. Ook het aantal beleggingen in de portefeuille heeft weinig tot geen invloed op de beslissing wel of niet te controleren. Het onderwerp waarover gestemd is, naast de omvang van het belang en de mate van transparantie in de stemketen, bepaalt tevens in hoge mate of beleggers besluiten te controleren of de stem is uitgebracht conform steminstructie.

### *Communicatiegedrag (lees: bilaterale contacten) (van buitenlandse institutionele beleggers)*

Buiten de algemene vergadering van 2011 geven de buitenlandse beleggers aan gemiddeld per onderneming tussen de twee en vier keer bilateraal contact te hebben met Nederlandse beursvennootschappen waarin zij beleggen. Onder bilaterale contacten wordt door respondenten verstaan contacten uit hoofde van ESG<sup>5</sup> issues. Portfoliomanagers en analisten hebben andere contacten en ontmoetingen met Nederlandse beursvennootschappen uit hoofde van kwartaalcijfers, roadshows en andere formele communicatiemomenten. De portfoliomanager en analist zijn de belangrijkste gesprekspartner van de onderneming in bilaterale contacten. Portfoliomanagers en ESG specialisten coördineren hun dialoog met ondernemingen over het algemeen goed.

Volgens buitenlandse beleggers zijn de CEO en de voorzitter Raad van Commissarissen de belangrijkste aanspreekpunten van Nederlandse beursvennootschappen in bilaterale contacten. Investor relations, welke per definitie als taak het onderhouden van de relatie van onder meer institutionele beleggers heeft, scoort relatief laag. Portfoliomanagers spreken voornamelijk met investor relations (zes van de elf respondenten) en de CEO (drie van de elf respondenten). ESG

---

<sup>5</sup> Environmental, Social and Governance

specialisten spreken vooral met investor relations (vijf van de tien respondenten) en de voorzitter van de Raad van Commissarissen (vier van de tien respondenten). De voorkeur en feitelijke keuze voor een bepaald contact binnen de onderneming is afhankelijk van het onderwerp, zo blijkt uit het onderzoek. Portfoliomanagers spreken in de bilaterale contacten vooral over de financiële performance, strategie van de onderneming en voorgenomen fusies en overnames; ESG specialisten vooral over het proces van bestuurdersbenoemingen en ‘corporate social responsibility’. Risicomanagement, dividend en samenstelling van de raad van bestuur waren thema’s die ook door een relatief grote groep buitenlandse respondenten als belangrijkste gespreksonderwerp van portfoliomanagers genoemd.

Het initiatief voor bilaterale contacten komt vooral van de beleggers zelf. Buitenlandse beleggers beoordelen zowel de frequentie als de kwaliteit van de bilaterale contacten als goed. Buitenlandse beleggers voeren de dialoog bij voorkeur face-to-face of via conference calls en email. Bilateraal overleg vindt zowel bij de beleggers als bij de onderneming op kantoor plaats. Portfoliomanagers voeren de dialoog voornamelijk ten kantore van de institutionele belegger zelf (tien respondenten), ten kantore van de onderneming (acht respondenten), of tijdens roadshows (acht respondenten). Bij ESG specialisten zien we een vergelijkbaar beeld, met dien verstande dat roadshows slechts door drie respondenten wordt genoemd als de plaats waar ESG specialisten bilateraal overleg voert met de onderneming.

Sommige buitenlandse beleggers geven aan de dialoog alleen te voeren als het mogelijk aandeelhouderswaarde toevoegt. De afweging wordt gemaakt op basis van de omvang van het belang en de performance van het bedrijf. Sommige beleggers gaan in dialoog met een Nederlands bedrijf als er specifieke zorgen zijn over een bepaald onderwerp, waarbij het belang van de aandeelhouder op het spel kan komen te staan. Beleggers gaan dan ook vooral in dialoog als een plicht jegens de achterliggende klanten. Een andere reden om in dialoog te gaan, is als het bedrijf er zelf om vraagt.

Een andere groep buitenlandse beleggers is er van overtuigd dat het in dialoog gaan met bedrijven, het bedrijf fundamenteel verbetert en daardoor (lange termijn) aandeelhouderswaarde oplevert. Engagement is daardoor voor deze beleggers prioriteit. Klanten van deze groep buitenlandse institutionele beleggers betalen voor deze specifieke vorm van beheer. Soms worden bedrijven geselecteerd op ‘underperformance’ zodat er kansen zijn om de performance fundamenteel te verbeteren door in dialoog te gaan. Er wordt gesproken van ‘to target the company for engagement’. Een aantal meer activistische vermogensbeheerders gaat in dialoog met Nederlandse bedrijven, ook soms namens grote meer traditionele of zelfs indexbeleggers, en gaan voor dit doel ‘partnerships’ aan met andere beleggers in het veld.

De bereidheid van de onderneming tot het aangaan van de dialoog is volgens buitenlandse beleggers nog steeds de belangrijkste beperkende factor, al wordt deze door de meeste buitenlandse beleggers in vergelijking tot andere landen over het algemeen als goed beschouwd. Dat sommige ondernemingen minder bereid zouden zijn de dialoog aan te gaan zou volgens sommige buitenlandse beleggers te maken kunnen hebben met de nervositeit die in Nederland bestaat rondom activistische beleggers. De eigen prioriteiten van beleggers spelen de belangrijkste rol in het bepalen met wie in dialoog te gaan.

Meer transparantie in aandelenbelangen, standaardisatie van profielen en communicatierichtlijnen voor ondernemingen kan de dialoog met aandeelhouders verbeteren. De Code zou volgens buitenlandse beleggers duidelijker kunnen zijn over verantwoordelijkheden van bedrijven, individuele bestuursleden en/of relevante commissies van de Raad van Commissarissen om in gesprek te gaan met aandeelhouders. Vaak lukt het de buitenlandse institutionele beleggers om in

dialogo te gaan, maar een gestandaardiseerde, algemeen gebruikelijke, helder geformuleerde en vastgelegde ingang bij een aangewezen persoon binnen de organisatie zou dit proces naar hun mening vergemakkelijken. Wetgeving rondom het bekendmaken van aandeelhoudersbelangen zou volgens respondenten in dit onderzoek helpen de aandeelhoudersverhoudingen en de dialoog tussen onderneming en aandeelhouders meer transparant te maken.

Eumedion en de grootste Nederlandse vermogensbeheerders spelen een belangrijke rol voor buitenlandse beleggers in Nederland. Door de goede contacten met Nederlandse pensioenfondsen en bedrijven blijven buitenlandse beleggers op de hoogte van ontwikkelingen in Nederland.

Integratie van ESG in investment management wordt belangrijk gevonden maar is nog in ontwikkeling. Beleggers vermoeden dat ESG en corporate governance issues impact hebben op de financiële resultaten. Beleggers proberen dit zo kwantitatief mogelijk uit te drukken; een aantal partijen heeft hiervoor interne 'metrics'. De buitenlandse investeerders geven daarbij aan dat de twee 'disciplines' samen moeten werken voor het beste resultaat. In de praktijk betekent de integratie dat de portfoliomanager en ESG/Corporate Governance Specialist samenwerken in een team. Ook de rapportagelijnen zijn van groot belang: de meeste buitenlandse institutionele beleggers laten de portfoliomanager en de ESG/Corporate Governance Specialist aan de Chief Investment Officer rapporteren.

Alvorens in te gaan op de onderzoeksresultaten zal in hoofdstuk 2 worden ingegaan op de voor dit onderzoek gekozen onderzoeks aanpak. In hoofdstuk 3, 4 en 5 zijn vervolgens de belangrijkste onderzoeksresultaten per deelonderzoek beschreven.

## 2. Onderzoeksopzet

In dit hoofdstuk zullen we nader ingaan op de opdracht zoals deze door de Monitoring Commissie aan Nyenrode is verstrekt. De Monitoring Commissie heeft Nyenrode Business Universiteit zoals in hoofdstuk 1 beschreven de uitvoering opgedragen van een drietal deelonderzoeken. Het betreft:

1. Onderzoek naar de wijze en mate van naleving en toepassing van de principes en best practice bepalingen van de Code 2008 door *aandeelhouders (Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers)* in het aandeelhoudersseizoen 2011 (betrekking hebbende op het boekjaar 2010);
2. Onderzoek naar het stemgedrag van buitenlandse institutionele beleggers;
3. Onderzoek naar het communicatiegedrag van buitenlandse institutionele beleggers.

In dit hoofdstuk is de gekozen onderzoeksopzet nader beschreven. Hoofdstuk 3, 4, en 5 zal vervolgens ingaan op de resultaten van de voorgenoemde deelonderzoeken.

### 2.1. Inleiding

Het boekjaar 2009 was het eerste boekjaar waarop de Code (2008) van toepassing is. Nalevingsonderzoek onder institutionele beleggers is echter ook in voorgaande jaren (Code Tabaksblat (2003)) uitgevoerd. Onderstaande tabel geeft een overzicht van de onderzoekpopulaties voor voorgaande 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.
Nyenrode	2010	Volledig onderzoek onder 616 institutionele beleggers (zijnde alle Nederlandse pensioenfondsen, Nederlandse levensverzekeraars, Nederlandse beleggingsinstellingen vallend onder de Wft, aangevuld met een selectie van Nederlandse en buitenlandse vermogensbeheerders, zijnde deelnemer binnen Eumedion.
Nyenrode	2011	Selecte steekproef onder 42 institutionele beleggers, 28 Nederlandse institutionele beleggers (pensioenfondsen, verzekeraars, beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders; 14 buitenlandse vermogensbeheerders.

Overzicht onderzoekspopulaties en steekproeven *institutionele beleggers* in eerdere onderzoeken in opdracht van de Monitoring Commissie 2005-2011

### *Naleving door aandeelhouders voor de tweede keer onderzocht*

In 2010 is door Nyenrode voor het eerst onderzoek uitgevoerd naar de wijze en mate van naleving van de codebepalingen (IV.4.1 t/m IV.4.6) in de aangepaste Code 2008. Dit jaar voert Nyenrode het onderzoek voor de Monitoring Commissie voor de tweede maal uit.

Het huidige onderzoek van Nyenrode richt zich evenals voorgaande onderzoeken op een deelpopulatie van aandeelhouders, te weten institutionele beleggers en richt zich daarnaast dit jaar vooral op de buitenlandse beleggers actief in Nederland. Uiteraard is ook de naleving onder grote Nederlandse institutionele beleggers opnieuw onderzocht. De kleine en middelgrote Nederlandse institutionele beleggers, met name pensioenfondsen zijn dit jaar niet in het onderzoek betrokken. In het rapport van de Monitoring Commissie over 2010 stelde de commissie al dat naleving van hoofdstuk IV.4 van de Code 100 procent moet zijn. De Monitoring Commissie spoort met name kleine en middelgrote beleggers aan zich te conformeren aan de Code. Als gevolg van 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.

## **2.2. Onderzoekspopulatie**

### *Selecte steekproef*

In het onderzoek 2010 constateerde het onderzoeksteam van Nyenrode dat er bij een onderzoek naar de wijze en mate van naleving, stemgedrag en communicatiegedrag door en van aandeelhouders een belangrijk onderscheid gemaakt dient te worden. Te weten het onderscheid tussen ‘asset managers’ (de vermogensbeheerders) enerzijds en de ‘asset owners’ (de pensioenfondsen, levensverzekeraars en beleggingsinstellingen) anderzijds. Beiden worden in de Code aangesproken als aandeelhouder, respectievelijk als institutionele beleggers.

Ten aanzien van het onderzoek van dit jaar (2011) heeft de Monitoring Commissie de opdracht gegeven het onderzoek dit jaar primair te richten op de ‘grootste’ Nederlandse pensioenfondsen, verzekeraars, beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders (voor wat betreft het nalevingsonderzoek) en specifiek op de buitenlandse beleggers in Nederlandse beursvennootschappen (voor wat betreft het onderzoek naar stemgedrag en communicatiegedrag).

De consequentie van een selecte steekproef is dat geen algemene uitspraken kunnen worden gedaan over de wijze en mate van naleving, stemgedrag en communicatiegedrag onder institutionele beleggers in het algemeen.

#### *Representativiteit van de steekproef*

De totale marktkapitalisatie van de AEX vennootschappen bedroeg 370.8 miljard euro op 31 december 2010, zo blijkt uit cijfers van NYSE Euronext<sup>6</sup>. De ondernemingen opgenomen in de AEX, de index die is samengesteld uit de 25 grootste Nederlandse fondsen, vertegenwoordigen 80% van de totale marktkapitalisatie van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. Volgens deze gegevens bedraagt de totale marktkapitalisatie van alle Nederlandse beursvennootschappen per ultimo 2010 (AEX, AMX, AScX en lokale fondsen) circa 463,5 miljard euro per ultimo 2010.

Aangezien aandeelhouders in Nederland geen verplichting hebben zich aan de vennootschap kenbaar te maken, behoudens de meldingsplicht aan de AFM vanaf een 5% belang<sup>7</sup>, is in Nederland geen zicht op wie welke belangen heeft in welke vennootschap<sup>8</sup>. Sommige beursvennootschappen maken melding van de belangrijkste aandeelhouders in het jaarverslag<sup>9</sup>, maar dit is geen gemeengoed. Er is geen publiekelijk beschikbare informatie om een eenduidig beeld te schetsen van de aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen. Een aantal onderzoeks-databanken geven toch inzicht in het aandelenbezit in Nederland op geaggregeerde niveaus. De meest recent beschikbare cijfers worden hieronder weergegeven.

Volgens Eumedion hielden *buitenlandse beleggers* ultimo 2009 72% van de aandelen van Nederlandse AEX vennootschappen. De overige 28% waren voornamelijk in handen van Nederlandse institutionele beleggers (12%), Nederlandse niet-financiële ondernemingen (10%) en particuliere beleggers (6%)<sup>10</sup>.

Indien circa 72% (2009) van de aandelen van Nederlandse AEX vennootschappen (met een totale marktkapitalisatie per ultimo 2010 van 370,8 miljard euro) in handen is van buitenlandse beleggers, betekent dit dat zij een bedrag van 267 miljard euro hadden uitstaan in Nederlandse AEX vennootschappen. Het in Nederlandse aandelen belegd vermogen van buitenlandse beleggers in verhouding tot het bedrag uitstaand in aandelen wereldwijd, of in verhouding tot het totaal belegd vermogen is beperkt. Uit ons onderzoek blijkt dat het percentage belegd vermogen in Nederlandse aandelen (met name AEX vennootschappen) gehouden door buitenlandse institutionele beleggers gemiddeld rond de 1% van het totaal belegd vermogen bedraagt.<sup>11</sup>

Bovengenoemde cijfers van Eumedion impliceren dat circa 45 miljard euro (12%) van de totale marktkapitalisatie van Nederlandse AEX vennootschappen in handen is van *Nederlandse institutionele beleggers*. Nederlandse institutionele beleggers (pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsinstellingen) hadden ultimo 2009 een totaal belegd vermogen van EUR 1.355 miljard, zo

---

<sup>6</sup> www.nyx.com

<sup>7</sup> Art 5:38 Wft

<sup>8</sup> In de nieuwsbrief van Eumedion van september 2011 meldde Eumedion dat de Minister geen aanleiding ziet om het wetsvoorstel ter implementatie van het advies van de Commissie Frijns van mei 2007 te wijzigen. De minister blijft vasthouden aan zijn eigen regeling om alle aandeelhouders te kunnen identificeren. Dit bleek uit een nota die de minister op 26 september j.l. naar de Tweede Kamer heeft gestuurd.

<sup>9</sup> Zie bijvoorbeeld TNT jaarverslag 2009

<sup>10</sup> Eumedion Evaluatie AVA seizoen 2010, Eumedion Database

<sup>11</sup> Volgens een vuistregel uit de beleggingspraktijk zal een institutionele belegger die circa 40 procent van zijn vermogen in aandelen belegt, daarvan een derde in Europa beleggen (= 13,3 procent van totaal) waarvan weer 5 procent = 0,65 procent van totaal) in Nederlandse aandelen. Daarbij speelt overigens ook nog de vraag of grote AEX fondsen als Shell Ltd, Arcelor Mittal, Unibail Rodamco of Air France-KLM als 'Nederlands' kunnen worden beschouwd. Een andere kanttekening is dat de samenstelling van de AEX (index) ieder kwartaal wordt herzien.

blijkt uit recente gegevens van het CBS<sup>12</sup>. Het grootste deel van hun belegd vermogen (49%) werd belegd in aandelen wereldwijd (EUR 665 miljard). Hiervan zou dus 45 miljard euro (hetgeen overeenkomt met circa 3% van het totaal belegd vermogen) belegd zijn in Nederlandse AEX vennootschappen.

De Dutch Investment Manager Survey 2010<sup>13</sup>, een onderzoek van Bureau Bosch onder ruim 80 grote institutionele vermogensbeheerders die activa van Nederlandse pensioenfondsen beheren, onderzoekt de herkomst van het door vermogensbeheerders beheerd vermogen en geeft aan dat het grootste deel van het door vermogensbeheerders belegd vermogen afkomstig is van pensioenfondsmandaten. Volgens dit onderzoek bedroeg het totale extern beheerde Nederlandse pensioenvermogen per Q1 2010 922 miljard euro. Dit bedrag is meer dan het totale Nederlandse pensioenvermogen ad. 701 miljard euro als gevolg van dubbeltellingen uit hoofde van ‘multi-management’ (vermogensbeheer wordt gedelegeerd aan sub-beheerders). Het vermogen dat Nederlandse pensioenfondsen intern beheren, wordt steeds kleiner. Van het totale extern beheerde Nederlands pensioenvermogen wordt 63% (586 miljard euro) beheerd door fiduciaire beheerders. Het grote marktaandeel van fiduciair beheer wordt, naast de populariteit van deze vermogensbeheervorm, tevens veroorzaakt doordat assets van ABP en PFZW nu in totaliteit als fiduciair vermogen moeten worden geteld onder beheer bij APG en PGGM. De fiduciaire beheerders beheren dit vermogen grotendeels zelf en deels als gedelegeerd aan sub-beheerders, ook wel multi-management (€258 miljard, ofwel 46% van het totale fiduciaire vermogen) genoemd. Het totaal extern beheerd pensioenvermogen beheerd door partijen van Nederlandse origine bedroeg 67%, inclusief APG. Buitenlandse beheerders (voornamelijk Brits en Amerikaans) beheren 33% van het extern Nederlands pensioenvermogen (rechtstreeks of via multi-management mandaten). Bureau Bosch heeft deze gegevens niet voor levensverzekeraars en beleggingsinstellingen. Volgens de DNB Statistieken is het balanstotaal van Nederlandse onder toezicht staande levensverzekeraars per Q1 2010 ruim €330 miljard. De helft is belegd in vastrentende waarden. Circa €150 miljard is belegd in zogenaamde zakelijke waarden en beleggingen voor risico van de polishouders. Het balanstotaal van Nederlandse onder toezicht staande beleggingsinstellingen bedroeg per Q1 bijna €500 miljard, waarvan circa €180 miljard in beursgenoteerde aandelen<sup>14</sup>.

In de institutionele sector en bij vermogensbeheerders wordt steeds meer geconsolideerd naar grotere eenheden. Mede door de overname van Barclays Global Investors is Blackrock de grootste vermogensbeheerder ter wereld. Ter illustratie, het belegd vermogen van Blackrock bedroeg per ultimo 2010 3560 miljard dollar. Het relatieve belang van beleggingen in Nederlandse ondernemingen in deze omvangrijke portefeuilles is dus klein, maar in combinatie met andere grote buitenlandse institutionele dergelijke belangen vertegenwoordigen procentueel een belangrijk deel van het aandelenbezit in Nederlandse beursondernemingen.

Volgens een onderzoek van de Volkskrant in 2010<sup>15</sup> zou de Amerikaanse vermogensbeheerder Capital Group met 6,2 miljard euro waarschijnlijk de grootste buitenlandse belegger in Nederlandse beursvennootschappen zijn (gemeten in omvang totaal belegd vermogen). De Volkskrant onderzocht hiervoor 2.436 meldingen die aandeelhouders sinds 1 november 2006 bij de AFM hebben ingeleverd. Grote buitenlandse aandeelhouders hebben sindsdien voor 12 miljard euro aan aandelen bijgekocht. In dezelfde periode deden Nederlandse investeerders voor bijna 1 miljard euro aan aandelen in de verkoop.

---

<sup>12</sup> CBS, Thema financiële en zakelijke diensten, cijfers totaal belegd vermogen 2010.

<sup>13</sup> Dutch Investment Managers Survey 2011, Bureau Bosch, verkrijgbaar via [www.bureaubosch.nl/surveys/dutch-investment-managers-survey](http://www.bureaubosch.nl/surveys/dutch-investment-managers-survey).

<sup>14</sup> DNB Statistieken. toezichtgegevens Verzekeraars (Tabel T7.2 respectievelijk T6.1)

<sup>15</sup> Van Uffelen, X., ‘Angelsaksische investeerder rukt op’, De Volkskrant, 3 april 2010

In dit onderzoek worden ook andere Amerikaanse vermogensbeheerders zoals het hiervoor genoemde Blackrock, Fidelity en AllianceBernstein als grootste investeerders in Nederland genoemd. Norges Bank Investment Management, niet de grootste buitenlandse vermogensbeheerder gemeten naar omvang belegd vermogen, maar wel met een meer dan gemiddeld exposure in Europese aandelen, belegt naar eigen zeggen 1,78% van haar belegd vermogen in Europese aandelen<sup>16</sup>.

#### *Samenstelling onderzoekspopulatie*

Op grond van bovengenoemde cijfers en publiek beschikbare informatie zijn voor het onderzoek 2011 de volgende institutionele beleggers uitgenodigd deel te nemen:

- 6 Nederlandse pensioenfondsen
- 4 Nederlandse levensverzekeraars
- 5 Nederlandse beleggingsinstellingen, waaronder twee beleggingsinstellingen met een specifieke focus op ‘verantwoord beleggen’
- 13 Nederlandse vermogensbeheerders
- 14 buitenlandse vermogensbeheerders actief in Nederland

De Nederlandse pensioenfondsen, levensverzekeraars en beleggingsinstellingen hebben in meer of mindere mate de uitvoering van naleving van de Code, uitvoering van het stembeleid en het aangaan van de dialoog met ondernemingen, uitbesteed aan vermogensbeheerders, maar dragen hierin een eigen verantwoordelijkheid (art 5:86 Wft). Nader inzicht in de wijze en mate van naleving van de Code door deze zogenaamde ‘asset owners’, naast onderzoek onder ‘asset managers’, is daarom gewenst.

Objectieve criteria ter vaststelling van de respondentenlijst:

- De genoemde Nederlandse vermogensbeheerders beheren allen minimaal €10 miljard Nederlands pensioenvermogen en behoren daarmee volgens Bureau Bosch tot de grootste vermogensbeheerders actief in Nederland.
- Ten aanzien van de buitenlandse vermogensbeheerders is allereerst gekeken naar het criterium dat de partij ten minste €10 miljard aan Nederlands pensioenvermogen beheert.
- De selectie van de buitenlandse vermogensbeheerders is aangevuld met partijen die zijn aangesloten bij Eumedion. Die deelname wijst erop dat de betreffende buitenlandse vermogensbeheerder belangen houdt, hield dan wel van plan is te houden in Nederlandse beursvennootschappen dan wel bij wil dragen aan het doel dat Eumedion zich stelt om vanuit de verantwoordelijkheid van in Nederland gevestigde institutionele beleggers goede corporate governance te onderhouden en te ontwikkelen en de acceptatie en naleving van standaarden hiervan door beursgenoteerde ondernemingen en institutionele beleggers, met name in Nederland en Europa, te bevorderen.
- De zes grootste Nederlandse pensioenfondsen in termen van belegd vermogen.
- De vier grootste Nederlandse levensverzekeraars.
- In de groep Nederlandse beleggingsinstellingen bestaat een overlap met de groep respondenten die we typeren als ‘vermogensbeheerders’. De groep beleggingsinstellingen opereert echter conform Wft als fondsbeheerder en staat als beleggingsinstelling geregistreerd in het register van de AFM. Uit de registers van de AFM is een selecte steekproef genomen van beleggingsinstellingen die fondsen beheren met beleggingen in Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. Tevens is gekeken welke partijen deelnemer zijn binnen Eumedion. Als derde onderscheidend criterium is hierin, mede op

---

<sup>16</sup> ‘Government Pension Fund Global Annual Report 2009’, Norges Bank Investment Management, 5 maart 2010, p. 18–19

verzoek van de Monitoring Commissie, de focus op maatschappelijk verantwoord beleggen gehanteerd.

Gezien de verhoudingen binnen de totale populatie institutionele beleggers in binnen- en buitenland, menen wij dat met de openbaar beschikbare informatie een respondentengroep is samengesteld met de belangrijkste aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen, vooral AEX vennootschappen. Gemeten in 'assets under management' zijn in deze respondentengroep tevens meegenomen de grootste beleggers in Nederland. Tenslotte, kijkend naar de aard van de activiteiten, actief beheer of passief beheer, vormen de respondenten een goede afspiegeling van diversiteit onder de institutionele beleggers.

NB: In ons onderzoek naar de uitleg van codebepalingen gericht aan de (algemene vergadering van) aandeelhouders hebben wij ons gericht op de aandeelhouders en derhalve niet op de Nederlandse vennootschappen met een notering aan Euronext Amsterdam

### 2.3. Onderzoeksmethode

#### *Nalevingsonderzoek*

Het nalevingsonderzoek betreft een kwalitatief beschrijvend onderzoek<sup>17</sup> via een web-based survey onder buitenlandse en Nederlandse beleggers. Best practice bepalingen IV.4.1 tot en met IV.4.3 zijn uitsluitend onder Nederlandse beleggers onderzocht. Deze bepalingen kennen voor institutionele beleggers op grond van de Wft een wettelijke verankering in het Nederlandse recht. Best practice bepalingen IV.4.4 tot en met IV.4.6 zijn zowel onder buitenlandse als onder Nederlandse institutionele beleggers onderzocht.

#### *Stemgedrag onderzoek*

Het stemgedrag onderzoek betreft een kwalitatief verkennend onderzoek<sup>18</sup>. Het onderzoek bestond uit zowel een web-based survey als gestructureerde diepte-interviews met buitenlandse beleggers. De Nederlandse beleggers zijn, conform de opdracht, niet in dit onderzoek meegenomen.

Daarnaast zijn expert interviews afgenomen met de twee meest gebruikte stemadviesbureaus, ISS en Glass Lewis. Alhoewel niet expliciet in de opdracht geformuleerd, hebben wij de empirische data aangevuld met een uitgebreide deskresearch uit publiek beschikbare bronnen, om zodoende de bevindingen in de juiste context te kunnen plaatsen. Recente studies en andere relevante publiek beschikbare informatie wordt daarom waar relevant aangehaald. Openbare bronnen zoals webcasts, agenda's en notulen van aandeelhoudersvergaderingen, zijn niet separaat geraadpleegd. Hiervoor wordt verwezen naar de Evaluatie Aandeelhouderseizoen 2011 van Eumedion<sup>19</sup>.

#### *Communicatiegedrag onderzoek ('shareholder engagement')*

Het communicatiegedrag onderzoek betreft een kwalitatief verkennend onderzoek. Het onderzoek bestond uit een web-based survey en gestructureerde diepte-interviews met buitenlandse beleggers. Nederlandse beleggers zijn, conform de opdracht, niet in dit onderzoek opgenomen. Daarnaast zijn expert interviews afgenomen met Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO) en de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO). De VBDO is opgericht met het doel om de kapitaalmarkt te verduurzamen. De VBDO maakt multinationals en beleggers bewust van hun bijdrage aan een duurzame kapitaalmarkt. Dit doet de vereniging door hen te wijzen op maatschappelijke verantwoordelijkheid. De VEUO is een vereniging van aan NYSE Euronext in

---

<sup>17</sup> Baarda, B. e.a., (2005), 'Kwalitatief onderzoek', 2e geheel herziene druk, Stenfert Kroese

<sup>18</sup> Baarda, B. e.a., (2005), 'Kwalitatief onderzoek', 2e geheel herziene druk, Stenfert Kroese

<sup>19</sup> Eumedion, *Evaluatie AVA-seizoen 2011*, [www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl)

Amsterdam genoteerde ondernemingen en heeft ten doel de belangen van deze ondernemingen te behartigen. De leden van de VEUO vertegenwoordigen gezamenlijk ongeveer 95% van de beurswaarde van de Nederlandse fondsen op Euronext Amsterdam (exclusief beleggingsfondsen). Alhoewel niet expliciet in de opdracht geformuleerd, hebben wij de empirische data aangevuld met een uitgebreide deskresearch uit publiek beschikbare bronnen, om zodoende de bevindingen in de juiste context te kunnen plaatsen. Recente studies en andere relevante publiek beschikbare informatie wordt daarom waar relevant aangehaald.

Openbare bronnen zoals individuele engagement verslagen van institutionele beleggers, zijn niet separaat geraadpleegd aangezien de doelstelling van het onderzoek is een algemeen beeld verkrijgen van de ‘engagement’ activiteiten tussen Nederlandse beursvennootschappen en buitenlandse institutionele beleggers. De engagement data per belegger per onderneming zijn in dit kader niet geraadpleegd en in vele gevallen ook niet openbaar beschikbaar.

*Samengevat*

<b>Omschrijving deelonderzoek</b>	<b>Kwantitatief onderzoek</b>	<b>Kwalitatief onderzoek</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li><i>Onderzoekspopulatie (N=42)</i></li> </ul>	<i>Web-based survey</i>	<i>In-depth gestructureerde interviews</i>
Nalevingsonderzoek <ul style="list-style-type: none"> <li><i>Nederlandse beleggers (N=28)</i></li> </ul>	Naleving van: <ul style="list-style-type: none"> <li>BP IV.4.1 t/m IV.4.3</li> <li>BP IV.4.4 t/m IV.4.6</li> </ul>	
Nalevingsonderzoek <ul style="list-style-type: none"> <li><i>Buitenlandse beleggers (N=14)</i></li> </ul>	Naleving van: <ul style="list-style-type: none"> <li>BP IV.4.4 t/m IV.4.6</li> </ul>	Verdieping op rol en invloed van de Nederlandse Code
Stemgedrag <ul style="list-style-type: none"> <li><i>Buitenlandse beleggers (N=14)</i></li> <li><i>ISS</i></li> <li><i>Glass Lewis</i></li> </ul>	Beschrijvende statistieken op selectie van thema's.	Verdieping op selectie van thema's.
Communicatiegedrag <ul style="list-style-type: none"> <li><i>Buitenlandse beleggers (N=14)</i></li> <li><i>VBDO</i></li> <li><i>VEUO</i></li> </ul>	Beschrijvende statistieken op selectie van thema's.	Verdieping op selectie van thema's.

De survey is door Nyenrode in eigen beheer ontwikkeld en afgestemd met de Monitoring Commissie. De survey is voorgelegd en besproken met Eumedion en voorafgaand aan verzending getest. De suggesties uit deze voorbespreking en pretest, alsmede de gemaakte opmerkingen die voortkwamen uit het onderzoek van Nyenrode uit 2010 zijn verwerkt in het definitieve ontwerp van de survey. Deze onderzoeksmethode is vergelijkbaar met de onderzoeksmethode van Von Werder, hoofd van het Berlin Center of Corporate Governance Technische Universität Berlin en tevens lid van de Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Codex welk hij gebruik voor het nalevingsonderzoek onder Duitse vennootschappen<sup>20</sup>. Ook de IMA in opdracht van de FRC en de

<sup>20</sup> Talaulicar, T. en Von Werder, A., 'Patterns of Compliance with the German Corporate Governance Code', *Corporate Governance: An International Review* 2008, Vol. 16 Issue 4, p. 255-273; Von Werder, A. En Talaulicar, T., 'Kodex Report 2010: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex'. *Der Betrieb* 2010,, Nr. 16, p. 853-861

ESMA en AFM hebben recentelijk onderzoek gedaan naar stemadviesbureaus en engagement en hebben gebruik gemaakt van deze vorm van dataverzameling.

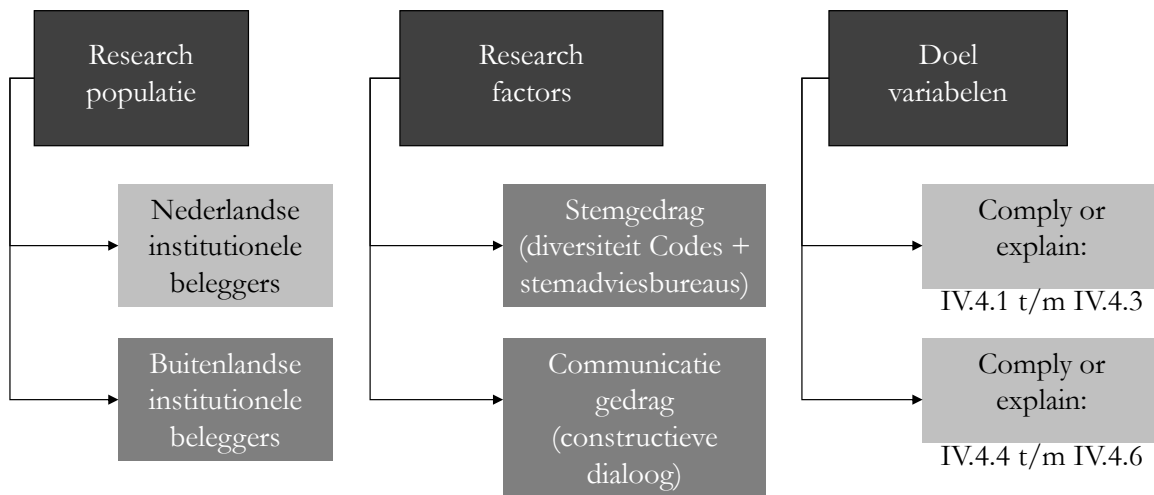
In het ontwerp van de web-based survey is rekening gehouden met factoren die de respons aantoonbaar konden verhogen: een vooraankondiging van de survey (onder meer via de site van de Commissie, alsmede via een persoonlijk schrijven vanuit Eumedion), uitnodiging voor deelname per email op naam en (indien van toepassing meerdere malen) follow-up reminders.

Tevens is aangegeven dat de resultaten van de survey (evenals de data verkregen via de gestructureerde interviews) op geaggregeerd niveau worden gerapporteerd. De individuele antwoorden zullen in de rapportage niet herleidbaar zijn naar de respondent. Er is gekozen voor een gebruikersvriendelijk format en een toegankelijke site met helpdeskfunctie vanuit Nyenrode. In de afweging tussen de lengte van de survey, welke direct gerelateerd is aan de respons rate, en de opdracht van de Monitoring Commissie, is in overleg met de Monitoring Commissie gekozen voor een korte versie voor de Nederlandse institutionele beleggers en een uitgebreide versie van de survey voor buitenlandse beleggers met de mogelijkheid de input via een pdf per post/mail aan Nyenrode te retourneren.

De surveys gericht aan Nederlandse en buitenlandse respondenten zijn opgenomen in bijlage 4, evenals de gestructureerde vragenlijst voor de diepte-interviews met buitenlandse institutionele beleggers.

## 2.4. Conceptueel onderzoeksmodel

De totale onderzoeksopzet is in onderstaand conceptuele model samengevat.



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

In de hierna volgende hoofdstukken zullen de bevindingen van de drie deelonderzoeken nader worden toegelicht. Hoofdstuk 3 beschrijft de bevindingen van het nalevingsonderzoek verricht onder zowel Nederlandse en buitenlandse beleggers. Hoofdstuk 4 en 5 zullen respectievelijk de bevindingen van het stemgedrag onderzoek en communicatiegedrag onderzoek onder buitenlandse beleggers beschrijven. In alle hoofdstukken zullen de bevindingen een afspiegeling zijn van zowel de survey als van de diepte-interviews. Voor zover relevant zijn onderzoeksresultaten uit door Nyenrode verrichte deskresearch vermeld ter aanvulling van de onderzoeksresultaten.

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

## 3.1. Onderzoeksvraag en onderzoekspopulatie

De onderzoeksoopdracht zoals door de Monitoring Commissie voor dit deelonderzoek gedefinieerd, luidt:

‘Onderzoek naar de wijze en mate van naleving en toepassing van de principes en best practice bepalingen van de Code 2008 door aandeelhouders (Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers) in het aandeelhoudersseizoen 2011 (betrekking hebbende op het boekjaar 2010)’

In de aangepaste Code 2008 zijn de volgende principes en best practice bepalingen gericht tot de algemene vergadering respectievelijk tot de 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>21</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 of 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.

Volgens de Monitoring Commissie wordt er ‘toegepast’ als een bepaling strikt wordt gevolgd.<sup>22</sup> Het begrip ‘naleven’ omvat zowel (i) het toepassen van een bepaling, maar ook (ii) het niet-toepassen met gemotiveerde uitleg. De betekenis die door de Monitoring Commissie wordt toegekend aan de term ‘naleven’ is hiermee ruimer dan de betekenis die hieraan toegekend wordt in 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<sup>23</sup>. In die toelichting wordt onder ‘naleven’ het strikt volgen van een bepaling verstaan en onder ‘toepassen’ het strikt volgen van een bepaalde best practice dan wel het geven van uitleg in geval van afwijking.

---

<sup>21</sup> Voor een gedetailleerde beschrijving van de relevante bepalingen wordt verwezen naar De Nederlandse Corporate Governance Code.

<sup>22</sup> ‘Tweede rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code’, Monitoring Commissie Corporate Governance Code, December 2010, voetnoot 3

<sup>23</sup> Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag, *Stb.* 2004, 747



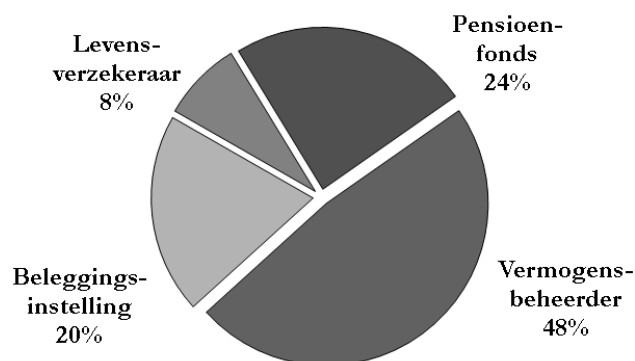
## 3.2. Respons, respondenteprofielen en belangengroepen<sup>24</sup>

### 3.2.1. Nederlandse respondenten

#### *Aard hoofdactiviteiten*

Van de 28 voor dit onderzoek uitgenodigde Nederlandse institutionele beleggers hebben 25 respondenten in het onderzoek geparticipeerd. Het responspercentage onder de Nederlandse institutionele beleggers bedraagt derhalve 89%<sup>25</sup>. De verdeling over de vier groepen institutionele beleggers is weergegeven in de volgende tabel.

	n=	%
Vermogensbeheerder	12	48%
Beleggingsinstelling	5	20%
Levensverzekeraar	2	8%
Pensioenfondsen	6	24%
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>



Niet alle vragen zijn altijd door alle 25 respondenten beantwoord. Bij alle vragen zal derhalve het aantal respondenten van die specifieke vraag worden weergegeven.

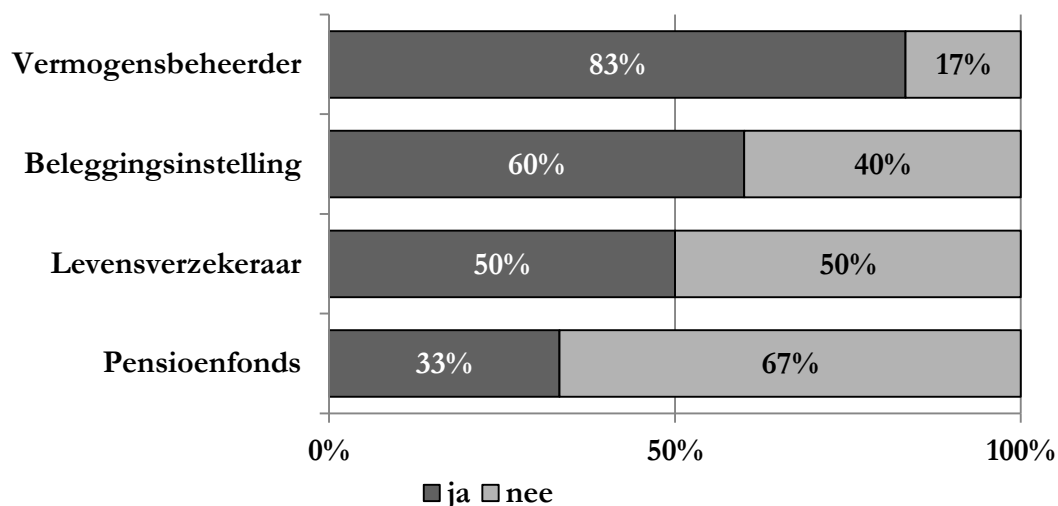
#### *Focus in beleggingsbeleid*

Aan de respondenten is gevraagd of zij als institutionele belegger een specifieke focus in het beleggingsbeleid hebben. Vooral bij de twaalf vermogensbeheerders (83%) en vijf beleggingsinstellingen (60%) is dit het geval. Bij pensioenfondsen en levensverzekeraars komt dit minder vaak voor.

<sup>24</sup> Voor achterliggende informatie inzake respondenteprofielen verwijzen wij naar de tabellen en grafieken in bijlage 2.

<sup>25</sup> Van slechts drie van de 28 geselecteerde respondenten kon de input niet in het onderzoek worden meegenomen. Het betrof een vermogensbeheerder en twee verzekeraars. Slechts een van deze drie respondenten gaf aan te verwijzen naar de input van vorig jaar. De andere twee respondenten waren zeer bereidwillig, maar de verkregen input is door onjuiste invoer in de surveydatabase, buiten het onderzoek gehouden.

	n=	ja	%	Nee	%
Vermogensbeheerder	12	10	83,33%	2	16,67%
Beleggingsinstelling	5	3	60,00%	2	40,00%
Levensverzekeraar	2	1	50,00%	1	50,00%
Pensioenfonds	6	2	33,33%	4	66,67%
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>16</b>	<b>64,00%</b>	<b>9</b>	<b>36,00%</b>



Op de vervolgvraag welke specifieke beleggingsfocus dan in het beleggingsbeleid is aangebracht worden maatschappelijk verantwoord beleggen, duurzaamheid en een specifieke sectorfocus (bijvoorbeeld biotech of smallcaps) genoemd.

#### *Omvang belegd vermogen*

Aan de respondenten is gevraagd aan te geven wat naar schatting de omvang van het belegd vermogen per ultimo 2010 was. 83% van de vermogensbeheerders had een belegd vermogen van tussen de 10 en 250 miljard euro, waarvan het merendeel tussen de 50 en 250 miljard euro. Alle zes pensioenfondsen hebben een belegd vermogen tussen de 10 en 250 miljard euro, waarvan twee meer dan 50 miljard. De meeste beleggingsinstellingen (vier van de vijf) hadden een belegd vermogen van 10 miljard euro of minder.

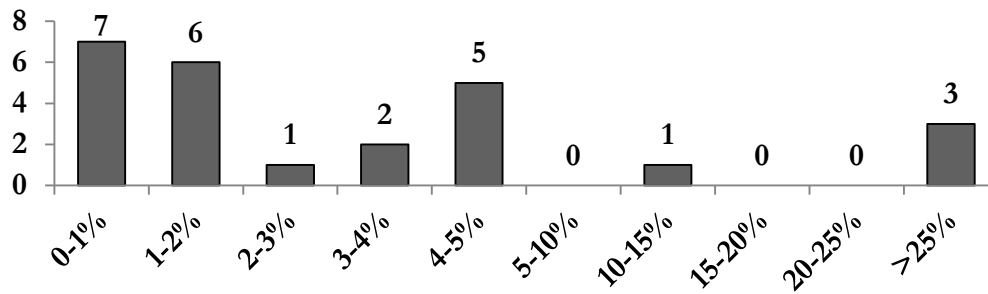
	n=	< 10 miljard	%	10-50 miljard	%	50 – 250 miljard	%	250-1000 miljard	%
Vermogensbeheerder	12	1	8,3%	4	33,3%	6	50,0%	1	8,3%
Beleggingsinstelling	5	4	80,0%	0	0,0%	1	20,0%	0	0,0%
Levensverzekeraar	2	0	0,0%	2	100%	0	0,0%	0	0,0%
Pensioenfonds	6	0	0,0%	4	66,7%	2	33,3%	0	0,0%
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>5</b>	<b>20,0%</b>	<b>10</b>	<b>40,0%</b>	<b>9</b>	<b>36,0%</b>	<b>1</b>	<b>4,0%</b>

#### *Aandelenbeleggingen en belangen in Nederlandse beursvennootschappen*

Van de Nederlandse institutionele beleggers in het onderzoek had per ultimo 2010 56% tussen de 20 en 40 procent van het totaal belegd vermogen belegd in aandelen (wereldwijd); voor 28% van de respondenten was dit minder dan 20 procent.

Op de vraag hoeveel procent van het belegd vermogen per ultimo 2010 (direct of indirect) belegd was in Nederlandse aandelen gaf 52% van de Nederlandse respondenten aan dat dit 2% of minder bedroeg. Toch geeft ook 20% van de respondenten aan dat zij tussen de 4 en 5 procent van het totaal belegd vermogen per ultimo 2010 direct danwel indirect belegd hadden in Nederlandse

beursvennootschappen. Eén respondent had zelfs 25 procent of meer van het totaal belegd vermogen belegd in Nederlandse beursvennootschappen.



Deze 0-2% kunnen we relateren aan de MSCI World index. De MSCI World Index bestrijkt ruim 1700 aandelen. Deze index wordt gezien als een ijkpunt voor wereldwijde aandelen beleggingen. MSCI maakt niet openbaar met welke weging AEX fondsen in de MSCI World Index zijn opgenomen. Interessant voor nader onderzoek is aan welke benchmark aandelenbeleggingen van Nederlandse institutionele beleggers gerelateerd worden en of Nederlandse aandelen in die context overwogen worden of niet. Deze vraag viel buiten de scope van ons onderzoek.

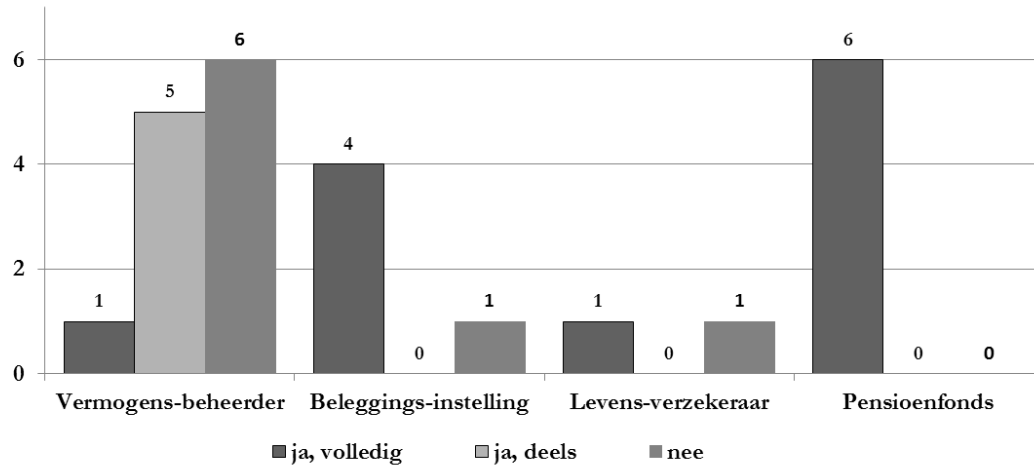
Het merendeel van de respondenten (64%) gaf aan op enig moment in 2010 ook geen substantieel belang van 5% of meer in een of meerdere Nederlandse beursvennootschappen te hebben gehad.

#### *Uitbesteding vermogensbeheer aan (externe) vermogensbeheerders*

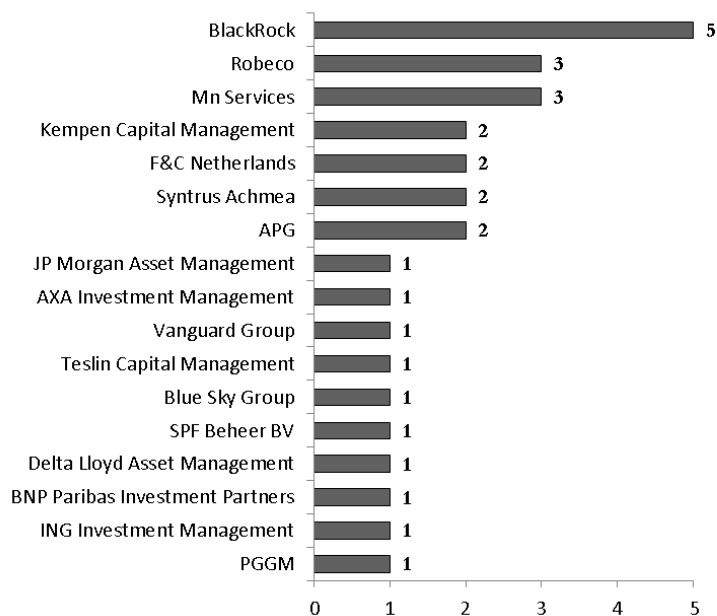
Op de vraag of institutionele beleggers het beheer van het belegd vermogen in aandelen van Nederlandse beursvennootschappen geheel of gedeeltelijk hebben uitbesteed aan (externe) vermogensbeheerders blijkt dat vooral de grote pensioenfondsen (zes van de zes) kiezen voor volledig uitbesteden.

Uit recent onderzoek van Bureau Bosch (zie ook hoofdstuk 2) blijkt dat 63% van het totale extern beheerde Nederlands pensioenvermogen beheerd wordt door fiduciaire beheerders. Naast de populariteit van deze vermogensbeheervorm, komt dit ook doordat de assets van ABP en PFZW als fiduciair vermogen moeten worden geteld onder beheer bij APG en PGGM. De fiduciaire beheerders, tevens dochterondernemingen van genoemde pensioenfondsen, beheren dit vermogen ofwel (deels) zelf ofwel hebben dit gedelegeerd aan sub-beheerders (46% van het totale fiduciaire vermogen).

Uit onderhavig onderzoek blijkt ook dat bijna de helft van alle Nederlandse vermogensbeheerders het beheer van belegd vermogen in aandelen van Nederlandse beursvennootschappen deels uitbesteed aan (externe) vermogensbeheerders.



Op de vraag aan welke (externe) vermogensbeheerders dan wordt uitbested, werd Blackrock door de betreffende respondenten het meest (vijfmaal) genoemd, gevolgd door: Robeco, MnServices (beide driemaal) en vervolgens Kempen Capital Management, F&C Netherlands, Syntus Achmea en APG (allen tweemaal). In de categorie Overig wordt genoemd: Arrow Street, Los Angeles Capital management, BGI en Marathon Asset.

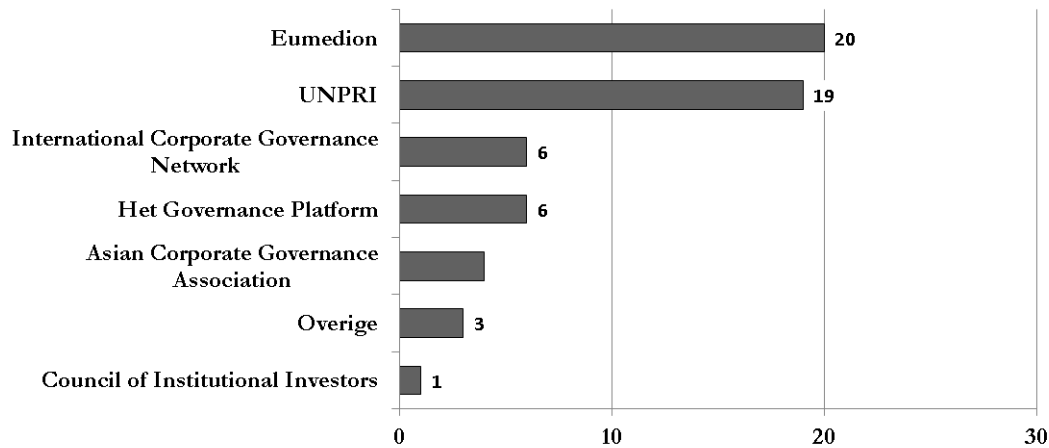


#### *Belangenorganisaties en investeerders platforms*

Aan de respondenten werd gevraagd of de instelling ten aanzien van het thema ‘Corporate Governance’ aangesloten was bij een belangenorganisatie of platform voor institutionele beleggers. Hierop antwoordde 96% van de Nederlandse respondenten dat dit inderdaad het geval is. Meest genoemd zijn Eumedion<sup>26</sup> (twintig maal) en UNPRI (negentien maal). De respondenten gaven in de toelichting aan dat Eumedion en de UNPRI even belangrijk zijn maar waarbij één respondent wel aangeeft dat de organisaties verschillende doelstellingen hebben. In de toelichtingen werd bij overige

<sup>26</sup> Zes buitenlandse respondenten gaven aan in de survey aan aangesloten te zijn bij het Governance Platform. Omdat er volgens de website van het Governance Platform geen buitenlandse partijen zijn aangesloten bij dit initiatief, is het aannemelijk dat hier een andere Nederlands platform is bedoeld, mogelijk Eumedion. De vermelding van het Governance Platform kan in de interpretatie van deze resultaten buiten beschouwing worden gelaten.

ingevuld (allen eenmaal genoemd): het European Corporate Governance Institute (ECGI), Assogestioni (Italie), Verbond van Verzekeraars en VBDO.



### 3.2.2. Buitenlandse respondenten

#### *Aard hoofdactiviteiten en relevante jurisdicties*

De veertien voor dit onderzoek uitgenodigde buitenlandse institutionele beleggers, allen vermogensbeheerders, hebben aan het onderzoek deelgenomen. Het responspercentage onder buitenlandse beleggers bedraagt daarmee 100%. Het merendeel van de respondenten handelt naar Engels recht (42,9%) of Amerikaans recht (14,3%).

	n=	%=
English	6	42,9%
US	2	14,3%
Other	6	42,9%
<b>Totaal</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>

In de categorie ‘other’ wordt onder andere genoemd dat de respondent:

‘...complies with the laws of the relevant jurisdiction of operation’, ‘...is subject to multiple legal systems and sometimes in effect multiple legal systems within a single account, ‘...we operate under the laws in all jurisdictions that apply to our investment activities and offices’.

Specifiek wordt nog genoemd Nederlands, Frans, Noors en Belgisch recht.

#### *Focus in beleggingsbeleid*

Aan de veertien buitenlandse vermogensbeheerders is gevraagd of zij als institutionele belegger een specifieke focus in het beleggingsbeleid hebben. Dertien respondenten hebben deze vraag beantwoord. De meerderheid (61,5%) gaf aan geen specifieke focus in beleggingsbeleid te hanteren.

	N=	%=
Yes	5	38,5%
No	8	61,5%
<b>Totaal</b>	<b>13</b>	<b>100%</b>

#### *Omvang belegd vermogen*

De institutionele beleggers in het onderzoek zijn gevraagd naar de omvang van het belegd vermogen per ultimo 2010. De respondentengroep vertegenwoordigt met name de grootste Angelsaksische

vermogensbeheerders actief in Nederland: 50% van de buitenlandse vermogensbeheerders in dit onderzoek had een belegd vermogen van 250 miljard euro of meer.

	n=	%=
AuM < 10 billion	2	14,3%
10 billion < AuM < 50 billion	2	14,3%
50 billion < AuM < 250 billion	3	21,4%
250 billion < AuM < 1000 billion	5	35,7%
AuM > 1000 billion	<u>2</u>	<u>14,3%</u>
<b>Totaal</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>

#### *Aandelenbeleggingen en belangen in Nederlandse beursvennootschappen*

Van de buitenlandse institutionele beleggers in het onderzoek geeft 85,7% aan meer dan 25 procent van het totaal belegd vermogen te beleggen in aandelen van beursgenoteerde vennootschappen (wereldwijd)

Op de vraag hoeveel procent van het belegd vermogen vervolgens belegd was in Nederlandse aandelen (ultimo 2010) gaf 57% aan dat directe en indirecte beleggingen in Nederlandse aandelen als percentage van het totaal belegd vermogen 2% of minder bedroeg.

0 – 1 percent	2	14%
1 – 2 percent	6	43%
2 – 3 percent	3	21%
4 – 5 percent	1	7%
5 – 10 percent	1	7%
10 – 15 percent	<u>1</u>	<u>7%</u>
<b>Total</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>

Net als bij de Nederlandse respondenten kan dit percentage gerelateerd worden aan de MSCI World Index. Voor de interpretatie van deze cijfers zou het zinvol zijn na te gaan aan welke benchmark aandelenbeleggingen van buitenlandse institutionele beleggers gerelateerd worden, en of Nederlandse aandelen in die context overwogen worden of niet. Deze vraag viel zoals gezegd buiten de scope van ons onderzoek.

Het merendeel van de dertien respondenten die op deze vraag antwoord heeft gegeven (61,5%) gaf aan op enig moment in 2010 ook geen substantieel belang van 5% of meer in een of meerdere Nederlandse beursvennootschappen te hebben gehad. Vijf respondenten (38,5%) gaven aan wel in één of meer Nederlandse beursondernemingen een belang van 5 procent of meer te hebben gehad.

	N=	%=
Yes, in one company	1	7,69%
Yes, in more than one company	4	30,77%
No	<u>8</u>	<u>61,54%</u>
<b>Totaal</b>	<b>13</b>	<b>100,00%</b>

#### *Uitbesteding vermogensbeheer aan (externe) vermogensbeheerders*

Op de vraag of institutionele beleggers het beheer van het belegd vermogen in aandelen van Nederlandse beursvennootschappen geheel of gedeeltelijk hebben uitbesteed aan (externe)

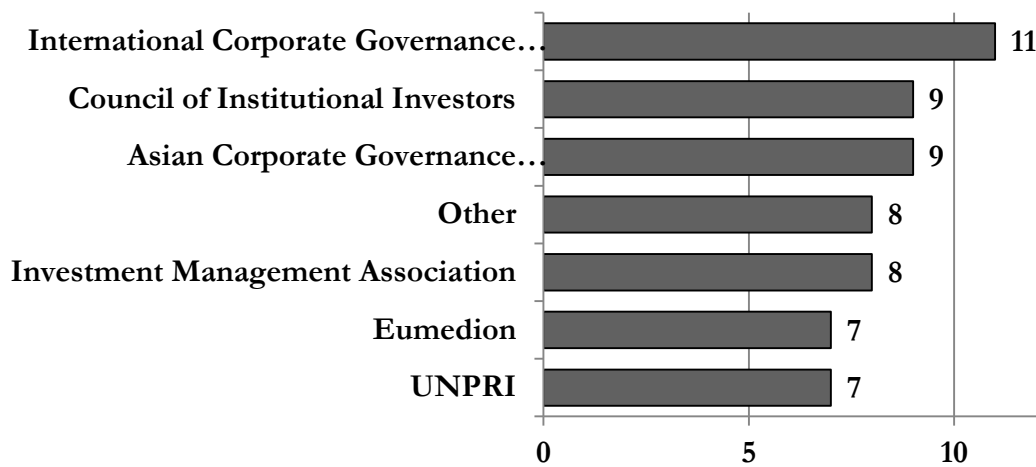
vermogensbeheerders blijkt dat 85,7% het vermogensbeheer van Nederlandse aandelen niet heeft uitbesteed aan derden. Twee respondenten geven aan het deels uitbesteed te hebben.

	N=	%=
Yes, entirely	0	0,0%
Yes, partially	2	14,3%
No	12	85,7%
<b>Totaal</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>

In vergelijking tot Nederlandse vermogensbeheerders besteden buitenlandse vermogensbeheerders het beheer van aandelen in Nederlandse beursvennootschappen minder vaker uit (zie vorige paragraaf)<sup>27</sup>.

#### *Belangenorganisaties en investeerders platforms*

Op de vraag is uw instelling ten aanzien van het thema ‘Corporate Governance’ aangesloten bij een belangenorganisatie of platform voor institutionele beleggers antwoordde 93% van de buitenlandse respondenten dat dit het geval is. Meest genoemd zijn ICGN (elf maal genoemd) en CII en Asian Corporate Governance Association (beide negen keer genoemd). In vergelijking tot de Nederlandse respondenten worden zowel Eumedion als de UNPRI hier minder frequent genoemd (beide zeven keer, dat is 50% van de respondenten). Bij de Nederlandse institutionele beleggers was dit voor beide organisaties meer dan 75%. Een relatief lager aandeel voor het Nederlandse Eumedion is verklaarbaar, de UNPRI is echter een internationale organisatie en een verklaring ligt daarmee minder voor de hand.



In de toelichting werd bij overige vele belangenorganisaties ingevuld. Een opsomming: National Association of Pension Funds, French Association of Corporate Governance (AFGE, Carbon Disclosure Project, Extractive Industries Transparency Initiative Regional, Council of Institutional Investors (US), Aspen Institute’s Corporate Values Strategy Group (US), Association of British Insurers (UK), National Association of Pension Funds (UK), Investment and Financial Services Association (Australia), Australian Council of Superannuation Investors (Australia), Assogestioni (Italy), Institutional Investors Group on Climate Change (Europe), Investor Network on Climate Risk (US), Investor Group on Climate Change Australia/New Zealand (Australasia)

<sup>27</sup> Een verklaring voor het verschil tussen buitenlandse en Nederlandse respondenten is mogelijk gelegen in het feit dat de Nederlandse respondentengroep naast vermogensbeheerders bestaat uit pensioenfondsen en andere ‘asset owners’ die het vermogensbeheer uitbesteden aan een (fiduciair) vermogensbeheerder. De buitenlandse respondentengroep betreft uitsluitend vermogensbeheerders.

### 3.3. Resultaten nalevingsonderzoek Nederlandse institutionele beleggers

#### 3.3.1. Nalevingscijfers Nederlandse institutionele beleggers

Uit het onderzoek onder de 25 grootste Nederlandse institutionele beleggers blijkt dat de best practice bepalingen IV.4.1 tot en met IV.4.6 in hoge mate worden nageleefd.

*Samenvatting naleving door Nederlandse institutionele beleggers*

Best practice bepaling			Indien 'Past niet toe'		'Leeft na'
	Past toe	Past niet toe	Legt uit	Legt niet uit	
N=25					
IV.4.1	84%	16%	100%	0%	100% (25/25)
IV.4.2	92%	8%	50%	50%	96% (24/25)
IV.4.3	84%	16%	50%	50%	92% (23/25)
IV.4.4	60%	40%	ntb <sup>28</sup>	ntb	ntb
IV.4.5	92%	8%	50%	50%	96% (24/25)
IV.4.6	100%	0%	0%	0%	100% (25/25)

*Responstermijn is meest uitgelegde best practice bepaling*

Best practice bepaling IV.4.4 inzake de responstermijn is de meest uitgelegde bepaling. De aard van de uitleg is hierna weergegeven. Overigens dient hierbij opgemerkt te worden dat wanneer respondenten aangeven deze bepaling na te leven, dit zowel kan betekenen dat men als aandeelhouder het voornemen heeft gehad agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, danwel dat (voor zover men dit voornemen tot agendering niet heeft gehad) de naleving van deze bepaling meer een intentie tot naleving betekent.

Uit de evaluatie van het aandeelhoudersseizoen 2011<sup>29</sup> bleek dat aandeelhouders voor het eerst sinds 2009 weer gebruik maakten van het agenderingsrecht. Zes aandeelhouders van drie verschillende beursvennootschappen hebben dit seizoen gebruik gemaakt van het recht om onderwerpen aan te dragen voor de agenda. In totaal zijn tien onderwerpen aangedragen waarover ook is gestemd.

Daarnaast geldt bij deze bepaling dat de Commissie niet iedere uitleg als voldoende accepteert (zie voetnoot 48). Dit betekent dat in die gevallen, ook indien wordt uitgelegd, de conclusie 'niet-naleven' zou moeten zijn. In de tabel is dit weergegeven door middel van 'ntb': *nader te bepalen*.

Aan de respondenten is gevraagd wat men in het algemeen een redelijke termijn voor de vennootschap zou vinden om op een voorstel tot agendering te reageren. Alle 25 respondenten hebben deze vraag beantwoord: 44% van de respondenten gaf aan een periode tussen de 30 en 59

<sup>28</sup> Ntb=nader te bepalen. In het Tweede rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code, Monitoring Commissie Corporate Governance Code, december 2010, wordt gesteld: 'Het bestuur heeft op grond van best practice bepaling II.1.9 een responstijd van maximaal 180 dagen en een aandeelhouder wordt op grond van best practice bepaling IV.4.4 geachtdeze responstijd te respecteren. Indien een aandeelhouder deze 180 dagen in geen enkel geval respecteert en bijvoorbeeld als vast beleid een termijn van 90 dagen hanteert, dan accepteert de Monitoring Commissie dit niet als uitleg voor niet-toepassing van best practice bepaling IV.4.4, maar als *niet-naleven* van deze best practice bepaling. Dit laat onverlet eventuele rechten die een aandeelhouder op grond van de wet toekomen. Het onderzoeksteam is van mening dat het aan de Monitoring Commissie is om op grond van deze toelichting te beoordelen of de door respondenten gegeven uitleg zoals weergegeven in paragraaf 3.3., als uitleg wordt geaccepteerd.

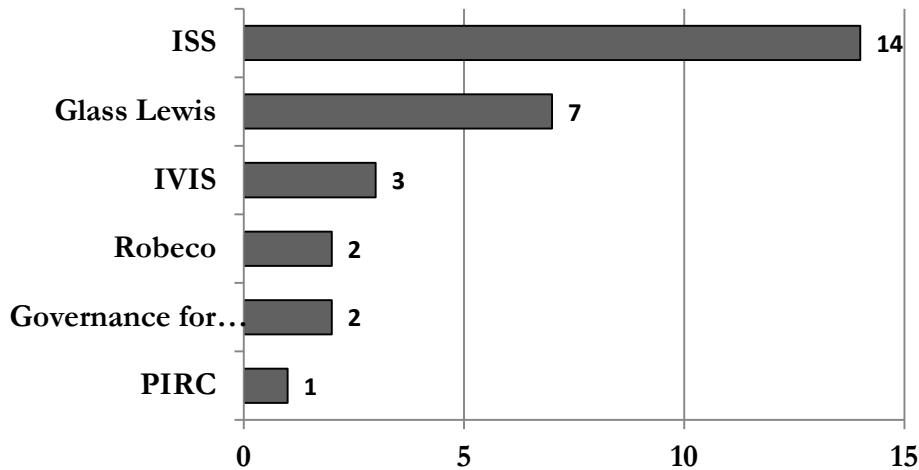
<sup>29</sup> Eumedion Evaluatie AVA-seizoen 2011, [www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl)



dagen redelijk te vinden; 32% gaf zelfs een termijn van tussen de zeven en 29 dagen aan. Dit is een opmerkelijke bevinding in het licht van de wettelijke termijn van 60 dagen zoals beschreven in 2:114a BW en de in de Code genoemde termijn van 180 dagen.

*Nederlandse institutionele beleggers stemmen naar eigen inzicht*

Op de vraag aan Nederlandse respondenten of men gebruik maakt van stemadviezen van derden, antwoordt 88% bevestigend (alle 25 hebben geantwoord). ISS wordt door Nederlandse respondenten het meest vaak ingehuurd (veertien respondenten gaven aan gebruik te maken van ISS; Glass Lewis wordt door zeven respondenten genoemd). De antwoordcategorie ‘Overige’ is door respondenten nader toegelicht.



Uit de nadere toelichting valt op te maken dat naast ISS en Glass Lewis tevens de analyses (niet per definitie de adviezen) van Shareholder Support Services en Eumedion op ad hoc basis worden gebruikt. Ook IVIS wordt genoemd. IVIS verstrekt stemadviezen voor de aandeelhoudersvergaderingen van Engelse beursvennootschappen. PIRC genoemd door één van de respondenten is ook door buitenlandse respondenten in het kader van dit onderzoek genoemd. Buitenlandse institutionele beleggers zelf fungeren in sommige gevallen als adviseur. In dat kader is genoemd Governance for Owners. Ook andere partijen zoals bijvoorbeeld Hermes kunnen deze rol vervullen.

Vervolgens is gevraagd of Nederlandse institutionele beleggers – voor zover zij gebruik maken van de diensten van stemadviesbureaus – de stemadviezen automatisch volgen, bijvoorbeeld via een geautomatiseerd systeem. 23 respondenten hebben deze vraag beantwoord, hiervan geeft het overgrote deel (21 respondenten) aan dat zij niet automatisch de stemadviezen volgen. Twee respondenten geven aan dat zij wel automatische de stemadviezen volgen behalve in uitzonderingssituaties.

Onderstaand een aantal quotes uit de gegeven toelichting (geanonimiseerd) die aangeven op welke wijze Nederlandse institutionele beleggers de adviezen van stemadviesbureaus beoordelen.

‘...In Nederland stemmen wij namens onze klanten op basis van een eigen analyse. Daarnaast worden aandeelhoudersvergaderingen in persoon bezocht waarbij een steminstructie kan veranderen afhankelijk van de dialoog op de vergadering.’ [vb]<sup>30</sup>

<sup>30</sup> In de rest van het rapport wordt het type Nederlandse institutionele belegger als volgt afgekort: [vb]=vermogensbeheerder, [lv]=levensverzekeraar, [pf]=pensioenfonds, [bi]=beleggingsinstelling.

‘...[A proxy voting committee] reviews all voting recommendations for Dutch and Belgian ballots in the relevant Dutch funds and the relevant Luxembourg funds with assets under management of at least 100 million euro (as of the end of the foregoing year) and the designated portfolio manager reviews the voting recommendations for all holdings in the sustainable funds. They form their own judgment based on their respective voting policies and in an informed manner.’[bi]

‘...Alle adviezen voor aandeelhoudersvergaderingen worden geanalyseerd. Op basis daarvan wordt een steminstructie gegeven. Alleen wanneer er aan het einde van de mogelijke stemperiode niet door een van onze medewerkers gestemd is, wordt het advies automatisch opgevolgd.’ [vb]

‘...Er wordt altijd eerst gekeken of we het ermee eens zijn.’ [vb]

‘...Ons eigen stembeleid is leidend bij het stemmen van aandeelhoudersvergaderingen. Glass Lewis geeft ons voor alle aandeelhoudersvergaderingen een customised stemadvies op basis van het eigen stembeleid.’ [pf]

‘...Het stemadvies wordt overgenomen indien deze in lijn is met het eigen stembeleid. In alle andere gevallen wordt afgeweken van het stemadvies. Uitzonderingssituaties gelden bijvoorbeeld in geval van anti-overname structuren en onafhankelijkheid van non-executive board members.’ [bi]

‘...Wij bekijken elk stemadvies van Nederlandse ondernemingen, grote belangen en bedrijven waarmee wij een dialoog voeren na. In sommige gevallen wijken wij ook af van het gegeven stemadvies, en dus ook van ons eigen stembeleid aangezien het stemadvies daarop gebaseerd is. Vooral wanneer er een negatief advies gegeven wordt willen wij hier extra aandacht aan besteden. Wij zullen sneller een negatief stemadvies omzetten naar een stem voor, dan andersom. Dit is meestal het geval wanneer wij contact hebben gehad met de onderneming.’ [vb]

‘...De portfoliomanager die het desbetreffende aandeel in portefeuille heeft beoordeelt het stemadvies van ISS en geeft uiteindelijk zelf de definitieve steminstructie door.’ [lv]

‘...Cases waarin ook engagement speelt’ [pf]

‘...Wij hebben ons eigen duurzame stembeleid dat op diverse punten afwijkt. De adviseur levert stemadvies op maat van ons eigen stembeleid.’ [bi]

‘...Wij krijgen het 'standaardadvies' van Glass Lewis, het advies op maat op basis van het beleid van onze klanten. Vervolgens analyseren we de agenda en de research en maken zelf de stembeslissingen. Ieder agendapunt afzonderlijk. En we stemmen geregeld tegen het advies in.’ [vb]

### **3.3.2. Uitleg Nederlandse institutionele beleggers**

In voorgaande paragraaf is ingegaan op de wijze en mate van naleving per relevante best practice bepaling. In geval van best practice bepaling IV.4.1 tot en met IV.4.5 geven sommige Nederlandse

institutionele beleggers aan de best practice bepaling niet na te leven, maar kiezen zij voor een uitleg. In deze paragraaf wordt per best practice een overzicht gegeven van de deze uitleg.

Best practice bepaling 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 dat zij houden in beursvennootschappen.’

‘...Een toelichting op ons stembeleid staat in het jaarverslag.’ [bi]

‘...[Respondent] heeft het vermogensbeheer, inclusief de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers als bedoeld in paragraaf IV van de Nederlandse Corporate Governance Code, uitbesteed aan [vermogensbeheerder]. Integraal onderdeel van de vermogensbeheer dienstverlening door [vermogensbeheerder] is onder andere het door [vermogensbeheerder] gevoerde Beleid Verantwoord Beleggen (waaronder het milieubeleid, het sociale en het corporate governance (goed ondernemingsbestuur) beleid), de onderliggende beleidsstukken (zoals het Beleid Aandeelhouderschap Beursgenoteerde Ondernemingen), protocollen, het opstellen van richtlijnen en lijsten (waaronder de stemrichtlijn, stemfocus- en uitsluitingenlijsten) en het leveren van publieke verantwoordingsrapportages (zoals jaar- en kwartaalverslagen), allen als vastgesteld en van tijd tot tijd gewijzigd door [vermogensbeheerder] en gepubliceerd op de website van [vermogensbeheerder]. Voor alle in het kader van de Code relevante beleidsstukken, mededelingen en verslagen et cetera verwijzen wij dan ook naar de website van [vermogensbeheerder].’ [pf]

‘...Wij stemmen conform beleid klanten. Hoe wij stemmen is dus terug te vinden op de websites van onze klanten (zowel het beleid als het daadwerkelijke stemgedrag zijn daar te vinden op kwartaalbasis).’ [vb]

‘...Vanwege passieve beleggingen is er geen stemrecht uitgeoefend.’ [vb]

Best practice 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 uitoefenen van het stemrecht in het desbetreffende boekjaar.’

‘...Wij stemmen conform wens onze klanten. Daarom wordt zowel beleid als de uitvoering gepubliceerd op de website van onze klanten.’ [vb]

Best practice 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 van Aandeelhouders.’

‘...Wij stemmen conform het beleid van onze klanten. Daarom is alles terug te vinden op de websites van onze klanten (zowel beleid als daadwerkelijk stemgedrag, op kwartaalbasis).’ [vb]

‘...Vanwege passieve beleggingen is er geen stemrecht uitgeoefend.’ [vb]

Best practice IV.4.4:

‘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.’

‘...Hoewel het beginsel van een redelijke termijn door ons wordt onderschreven, zijn het de omstandigheden van het geval die bepalen wat een redelijke termijn is. Naar onze mening dient hier geen getal aan te worden gekoppeld. Wij verwijzen voor de responstijd dan ook nadrukkelijk naar het corporate governance statement op onze website.’ [vb]

‘...Hoewel het beginsel van een redelijke termijn door ons wordt onderschreven, zijn het de omstandigheden van het geval die bepalen wat een redelijke termijn is. Naar onze mening dient hier geen getal aan te worden gekoppeld. Wij verwijzen voor de responstijd dan ook nadrukkelijk naar het corporate governance statement op onze website.’<sup>31</sup> [pf]

‘...[Respondent] endorses the best practice provision to exercise the right of putting an item on the agenda only after consulting the management board, unless in the opinion of [respondent] such consultation is not practicable considering the time frame. If in a partnership with other investors is decided to request an item being put on the agenda, we will endeavor after but cannot guarantee the appliance of this provision.’ [bi]

‘...[Respondent] will decide on a case-by-case basis whether it will respect the response time if and when stipulated by the management board upon a rightful request of (a) shareholder(s) to put an item on the agenda as the response time (up to a maximum of 180 days) is not in reconciliation with the statutory term of 60 days upfront the shareholders meeting which shareholders have to take into account in accordance with the Dutch Civil Code.’ [bi]

‘...[Respondent] will decide on a case by case basis about the response time of the board of directors of 180 days based on best practice II.9 of the Corporate Governance Code on a case by case basis because the response time can be not compatible with the shareholder’s right to schedule shareholder’s proposals 60 days in advance of the shareholder’s meeting.’ [vb]

‘...Wij kiezen er voor om op basis van het principe 'pas toe of leg uit' af te wijken van wat de Code op dit punt aanbeveelt. Wij zijn van mening dat deze best practice

---

<sup>31</sup> De uitleg betreft de letterlijke uitleg van elke respondent die aangaf niet toe te passen, maar wel uit te leggen. Het kan dus voorkomen dat eenzelfde uitleg door een vermogensbeheerder en een zogenaamde ‘asset owner’ (zijnde pensioenfonds, levensverzekeraar of beleggingsinstelling) wordt gegeven, indien de betreffende vermogensbeheerder van deze ‘asset owner’ namens deze ‘asset owner’ heeft uitgelegd, of de ‘asset owner’ heeft geadviseerd bij de formulering van de uitleg.

bepaling het agenderingsrecht kan beperken omdat deze tot de aandeelhouders is gericht en niet tot het bedrijf zelf. Wij willen van geval tot geval het belang van de verschillende belanghebbenden afwegen en niet op voorhand onvoorwaardelijk een beperking van bestaande wettelijke rechten accepteren.’ [pf]

‘...Wij kiezen er voor om op basis van het principe 'pas toe of leg uit' af te wijken van wat de Code op dit punt aanbeveelt. Wij zijn van mening dat deze best practice bepaling het agenderingsrecht kan beperken omdat deze tot de aandeelhouders is gericht en niet tot het bedrijf zelf. Wij willen van geval tot geval het belang van de verschillende belanghebbende afwegen en niet op voorhand onvoorwaardelijk een beperking van bestaande wettelijke rechten accepteren.’ [pf]

‘...De responstijd waar wij rekening mee zullen houden is in overeenstemming met de wettelijke periode van 60 dagen (2:114a BW) en niet 180 dagen zoals de Code voorschrijft. [Respondent] vindt de periode van 60 dagen voldoende, en wil voorkomen dat de periode van 180 dagen gebruikt wordt om het proces van agendering onnodig te belemmeren.’ [vb]

‘...[Respondent] kiest er voor om op basis van het principe 'pas toe of leg uit' af te wijken van wat de Code op dit punt aanbeveelt. Wij zijn van mening dat deze best practice bepaling het agenderingsrecht kan beperken omdat deze tot de aandeelhouders is gericht en niet tot het bedrijf zelf. Wij willen van geval tot geval het belang van de verschillende belanghebbende afwegen en niet op voorhand onvoorwaardelijk een beperking van bestaande wettelijke rechten accepteren.’ [pf]

Best practice 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.’

‘...Vanwege passieve beleggingen is er geen stemrecht uitgeoefend.’ [vb]

Best practice 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.’

Alle Nederlandse respondenten in het onderzoek gaven aan deze best practice toe te passen, maar er wordt hier waarschijnlijk bedoeld naleving indien deze situatie zich voordoet.

### 3.3.3. Betrokken aandeelhouderschap van Nederlandse institutionele beleggers

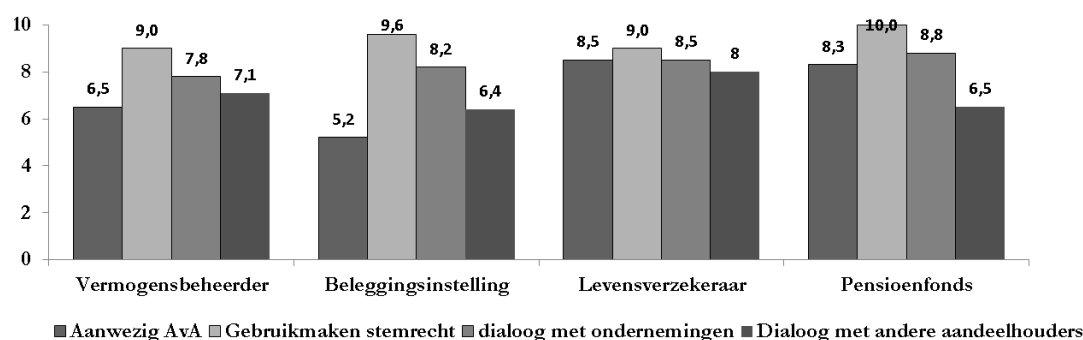
#### *Bekendheid met de Code*

De grote Nederlandse institutionele beleggers zijn goed bekend met de bepalingen in de Code die zijn gericht aan institutionele beleggers en aandeelhouders in het algemeen. 88% van de 25 respondenten geef aan ‘goed bekend’ te zijn met de best practice bepalingen IV.4.1 tot en met IV.4.6. De overige 12% geeft aan ‘enigszins bekend’ te zijn. Geen van de respondenten gaf aan niet bekend met deze best practices te zijn. De bekendheid met deze relevante bepalingen in de Code onder kleine en middelgrote institutionele beleggers, met name pensioenfondsen is dit jaar niet onderzocht.

### Bereidheid tot betrokken aandeelhouderschap

De principes en best practice bepalingen in IV.4.1 tot en met IV.4.6 van de Code zijn er onder meer op gericht om aandeelhouders te stimuleren actief gebruik te maken van hun stemrecht en hierover verantwoording af te leggen aan achterliggende begunstigen, alsmede een constructieve dialoog aan te gaan met Nederlandse beursvennootschappen en medeaandeelhouders. Dit laatste bij voorkeur gebruik makend van de algemene vergadering als vennootschappelijk orgaan waarin individuele aandeelhouders vertegenwoordigd zijn.

Teneinde voorgenoemde nalevingscijfers in perspectief te plaatsen is aan de respondenten gevraagd zichzelf (de instelling) een rapportcijfer te geven (van één tot tien) voor de bereidheid die zij als aandeelhouder hebben om hun aandeelhoudersrechten uit te oefenen en/of als aandeelhouder betrokken te zijn bij de Nederlandse beursvennootschappen waarin zij aandelen houden.



De rapportcijfers lopen uiteen waarbij de levensverzekeraars (twee respondenten) het meest tevreden zijn, en de beleggingsinstellingen (vijf respondenten) het minst tevreden. Aangezien het hier gemiddelde waarden betreft kunnen uitschieters naar boven en beneden in een kleine groep grote invloed hebben.

De 25 Nederlandse institutionele beleggers zijn het meest tevreden over hun bereidheid gebruik te maken van het stemrecht (gemiddeld rapportcijfer 9,4; laagste cijfer 9; hoogste cijfer 10) en het aangaan van de dialoog met ondernemingen (gemiddeld rapportcijfer 8,2; laagste cijfer 7; hoogste cijfer 10). De scores ten aanzien van het aanwezig zijn op de algemene vergadering lagen verder uiteen. Gemiddeld beoordelen Nederlandse institutionele beleggers zichzelf hier met een rapportcijfer 6,8. Beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders gaven zichzelf voor aanwezigheid op de algemene vergadering een lager rapportcijfer (resp. 5,2 en 6,5) dan levensverzekeraars en pensioenfondsen (resp. 8,5 en 8,3). Een vergelijkbare lagere score zien we bij de bereidheid de dialoog aan te gaan met medeaandeelhouders (gemiddeld rapportcijfer 6,9). Hier waren de beleggingsinstellingen en pensioenfondsen het die zichzelf een lager rapportcijfer gaven (resp. 6,4 en 6,5) in vergelijking tot de vermogensbeheerders en levensverzekeraars (resp. 7,1 en 8,0). Ook hier lagen de antwoorden van de diverse respondenten uiteen (laagste cijfer 2; hoogste cijfer 10).

Na deze meerkeuzevraag is aan de respondenten gevraagd aan te geven op welke *andere manieren* de instelling haar betrokkenheid bij Nederlandse beursvennootschappen laat blijken. Twaalf respondenten hebben hierop uitgebreid een toelichting gegeven, waarvan hieronder een aantal relevante geanonimiseerde quotes.

‘...Het is bijzonder arbeidsintensief alle ava's te bezoeken derhalve hebben wij gekozen voor o.a. proxy voting . Een oplossing middels management by exception . Ook worden de beleggingen meer en meer geconcentreerd in het buitenland waar het bezoeken van ava's wellicht nog moeilijker is’ [bi]

‘...Verantwoord beleggen en actief aandeelhouderschap vormen een belangrijk onderdeel van de opdracht die wij onze vermogensbeheerder geven. Daarnaast spreken wij op jaarlijkse basis, voor de uitvoering van deze activiteiten, uitdagende doelstellingen af met onze vermogensbeheerder.’ [pf]

‘...Analistenbijeenkomsten en roadshows’ [bi]

‘...We zijn aanwezig op ava's indien dat nut heeft. We hebben zeker een dialoog met andere aandeelhouders. Echter, deze wordt bemoeilijkt door wetgeving, w.o. acting in concert, voorwetenschapsbepalingen. We hebben regelmatige one-on-ones met het management van de bedrijven waar we in beleggen.’ [vb]

‘...Regelmatige gesprekken met het management (CEO en/of CFO) over de strategie, financiële doelstellingen, dividendbeleid, risico factoren en maatschappelijk ondernemen. Indien nodig incidenteel ook contact met RvC en/of andere grote beleggers.’ [vb]

‘...Via onze werkzaamheden binnen Eumedion willen wij een bijdrage leveren aan de ontwikkeling van corporate governance in de Nederlandse markt. Bij Nederlandse ondernemingen maken wij altijd gebruik van ons stemrecht. Daarnaast is het ons streven om met zoveel mogelijk Nederlandse ondernemingen de dialoog aan te gaan voorafgaande aan de algemene vergadering. Soms treden we alleen in dialoog met een onderneming maar het komt ook voor dat we samen met andere institutionele beleggers in gesprek treden met een onderneming. Bij de Nederlandse ondernemingen waarin we een groot belang hebben zijn we zoveel mogelijk zelf aanwezig tijdens de algemene vergadering, maar het komt ook geregeld voor dat we een volmacht aan een andere institutionele belegger geven om namens ons het woord te voeren.’ [pf]

‘...Bedrijven krijgen uitgebreid feedback over hun duurzaamheidsprestaties t.o.v. sectorgenoten volgens de beleggingscriteria inclusief aanbevelingen voor verdere verbetering.’ [bi]

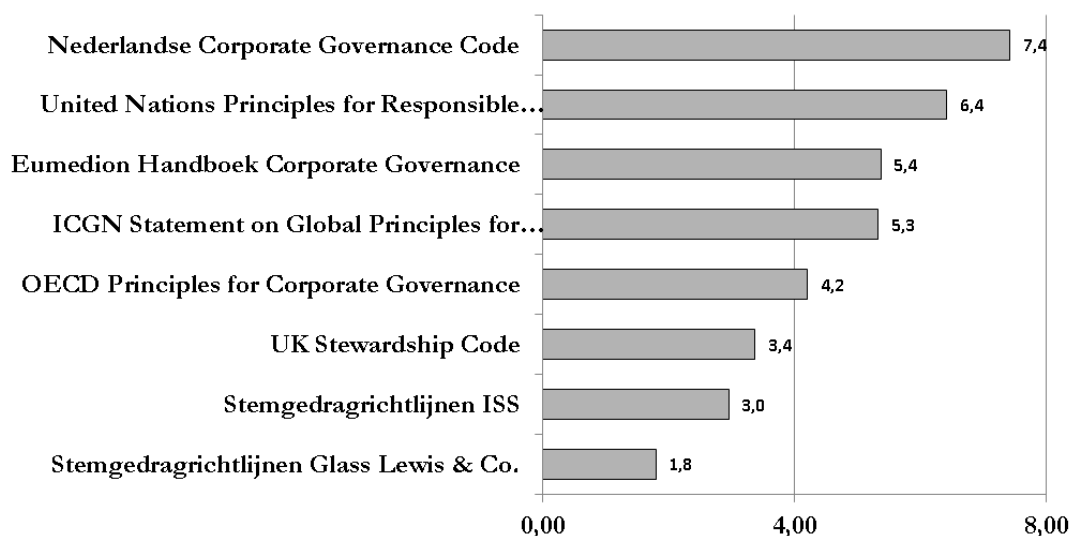
‘...Expliciet met klanten spreken over actief aandeelhouderschap, en dit als standaard dienst aanbieden’ [vb]

#### *De invloed en betekenis van andere codes en richtlijnen*

De Code is een nationale code waarin aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen in hun verantwoordelijkheden als aandeelhouder worden aangesproken. Internationaal zijn er diverse richtlijnen, initiatieven en codes die aandeelhouders ook op hun verantwoordelijkheden adresseren. Sommige initiatieven zijn meer ‘principle based’ (zoals bijvoorbeeld de United Nations Principles for Responsible Investing (UNPRI)), andere meer ‘rules based’ (zoals bijvoorbeeld de UK Stewardship Code). Aan de respondenten is gevraagd welk belang zij hechten aan een aantal van deze internationale codes en richtlijnen, de Code daaronder begrepen.

Van de 23 respondenten die deze vraag beantwoord hebben, zetten er twaalf de Nederlandse Corporate Governance Code op de eerste plaats, en nog eens tien zetten deze op de tweede plaats. De eerste plaats wordt achtmaal ingenomen door de UNPRI. Het Eumedion Handboek Corporate Governance staat eenmaal op de eerste positie maar neemt vervolgens wel voor zeven respondenten de tweede plaats in.

Van de gegeven antwoorden is een gewogen gemiddelde berekend.



### 3.4. Resultaten nalevingsonderzoek buitenlandse institutionele beleggers

#### 3.4.1. Nalevingscijfers buitenlandse institutionele beleggers

Omdat de best practice bepalingen IV.4.4 tot en met IV.4.6 gericht zijn aan aandeelhouders in het algemeen is ook onder de buitenlandse beleggers onderzocht in hoeverre zij zich laten leiden door de bepalingen uit de Code.

#### *Samenvatting 'naleving' door buitenlandse institutionele beleggers*

In het onderzoek onder buitenlandse institutionele beleggers heeft de Monitoring Commissie in het bijzonder gevraagd aandacht te schenken aan de 'naleving' van IV.4.4 tot en met IV.4.6. In het onderzoek is aan respondenten de vraag voorgelegd in hoeverre buitenlandse institutionele beleggers deze bepalingen naleven, ook als naleving van deze best practice bepaling is ingegeven door eigen nationale codes (of anderszins).

Best practice bepaling	Zou u deze best practice bepaling naleven?	
N=14	Ja	Nee
IV.4.4	79%	21%
IV.4.5	100%	0%
IV.4.6	93%	7%

Bij de naleving van voorgenoemde best practices blijkt overigens uit dit onderzoek onder de buitenlandse institutionele beleggers in Nederland dat 84,6% zich niet wettelijk verplicht voelt om 'on behalf of their clients' de best practice bepalingen in de Code gericht aan aandeelhouders toe te passen danwel na te leven.



	N=	%=
Yes	2	15,4%
No	11	84,6%
<b>Totaal</b>	<b>13</b>	<b>100%</b>

Aan de respondenten is gevraagd of zij in hun mandaten voor vermogensbeheer specifieke bepalingen hebben opgenomen wie de uiteindelijke verantwoordelijkheid draagt voor naleving van de Code. Hierop antwoordde 86% van de respondenten dat zij niet een dergelijke bepaling hebben opgenomen. Twee respondenten gaven aan dat dit wel het geval is.

	N=	%=
Yes	2	14,3%
No	12	85,7%
<b>Totaal</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>

In de toelichting bij deze vraag gaven de respondenten de volgende toelichting.

‘...There is the potential for client agreements to specify the extent to which the code is followed and by whom.’ [vb]<sup>32</sup>

‘...The mandates designate which party is responsible for execution of voting rights. We assess situation on a case-by-case basis and in light of a company's unique circumstances.’

‘...[Respondents] internal staff are responsible for all aspects of corporate governance/active ownership of [our client(s)], also for the assets that are managed by external managers.’

‘...Our [investment policy] details the investment approach to Responsible Investment, which includes paying appropriate regarding to relevant extra-financial factors including corporate governance.’

#### **ICGN Model Mandate Initiative**

Het Model Mandate Initiative, een consultatie geïnitieerd door het International Corporate Governance Network zou ‘guidance’ moeten geven aan contractuele bepalingen gericht op lange-termijn risicomangement, codes ter stimulering van betrokken aandeelhouderschap en mandaten voor transparantie. Op de jaarlijkse conferentie van ICGN dit jaar gehouden in Parijs is het modelmandaat “approved subject to recommendations arising from the consultation and electronic ratification by the ICGN membership”. In juli 2011 zijn door Eumedion voor haar deelnemers vastgestelde best-practice bepalingen voor betrokken aandeelhouderschap vastgesteld, maar deze zijn niet zozeer een leidraad voor formuleringen van mandaten, maar als een equivalent van een ‘stewardship code’ voor Nederland. Opgemerkt dient te worden dat deze best practice bepalingen ‘slechts’ gelden voor deelnemers binnen Eumedion ingaande 1 januari 2012.

### **3.4.2. Uitleg buitenlandse institutionele beleggers**

Teneinde een beter beeld te krijgen van de wijze en mate waarin buitenlandse beleggers zich laten leiden door best practice bepaling IV.4.4 tot en met IV.4.6 van de Code is ook aan buitenlandse

<sup>32</sup> In de rest van het rapport wordt het [type] buitenlandse institutionele belegger niet meer vermeld, aangezien alle buitenlandse institutionele beleggers in dit onderzoek [vermogensbeheerder] zijn.

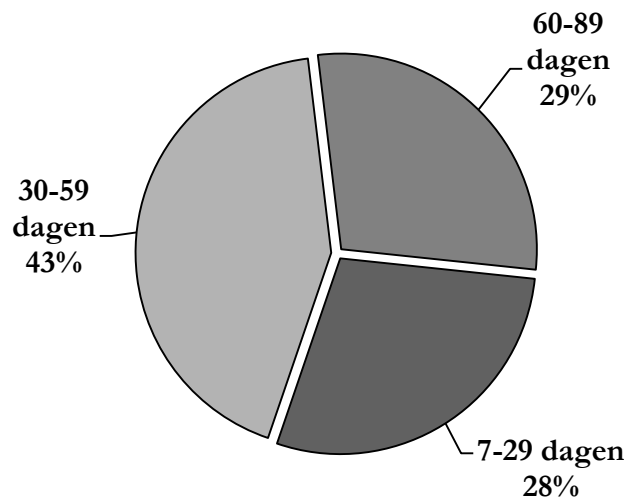
beleggers gevraagd een kwalitatieve toelichting te geven op deze best practices. Onderstaand een weergave van de gegeven ‘uitleg’.

**Best practice IV.4.4:**

‘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.’

Ook de buitenlandse respondenten is gevraagd wat men in het kader van deze best practice bepaling in het algemeen een redelijke termijn vindt voor het bestuur om op een voorstel tot agendering te reageren. Een termijn tussen de 30 en 59 dagen wordt zes respondenten (42,9%) als redelijk beschouwd. Vier respondenten achten een termijn korter (7-29 dagen) redelijk, maar vier respondenten vinden ook een langere termijn redelijk (60-89 dagen) . De in de Code genoemde 180 dagen is door geen van de respondenten genoemd.

	n=	%
7-29 dagen	4	28,6%
30-59 dagen	6	42,9%
60-89 dagen	4	28,6%
<b>Totaal</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>



In de survey geven zes respondenten aan dat ze vrijwel nooit gebruik maken van het agenderingsrecht.

Ook uit de diepte-interviews blijkt dat buitenlandse institutionele beleggers geen gebruik maken van het plaatsen van items op de agenda. Bovendien is het onwaarschijnlijk dat ze het met enige regelmaat zullen gaan doen. Als buitenlandse institutionele beleggers in contact willen treden met het

bedrijf, doen ze dat niet via een item op de agenda. Zelfs activistische beleggers doen dit zelden. Als ze een item op de agenda plaatsen, zou het bedrijf voldoende tijd moeten hebben om te reageren. De responstermijn van 180 dagen is iets waar men zich alleen aan houdt omdat het in de Code staat, maar 180 dagen wordt te lang bevonden. In 180 dagen kan er te veel veranderen; bovendien kan het bedrijf de termijn volgens respondenten gebruiken om zaken te vertragen. De tijdsperiode zou moeten afhangen van het onderwerp, en hoe belangrijk het is een antwoord te krijgen, aldus twaalf buitenlandse respondenten.

Relevante quotes van buitenlandse institutionele beleggers uit diepte-interviews:

‘...We would say: that is a sign of a management team that doesn’t understand the reality of the world. The world moves faster than 180 days, when millions of dollars or euros or value is at stake.’<sup>33</sup>

‘...Because we talk with the companies on a regular basis, we don’t really need 90 days or a 100 days to really talk to them.’

‘...The 180 days could allow them to delay the decision. This is typically for the Dutch code.’

Best practice 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.’

In de survey geven alle veertien respondenten aan dat ze stemmen naar eigen inzicht. Acht respondenten geven aan een eigen stembeleid te hebben op basis waarvan wordt gestemd; vijf respondenten geven aan gebruik te maken van de data van externe research providers, waaronder stemadviesbureaus; vijf respondenten geven expliciet aan dat zij hun stemgedrag baseren op eigen research; en vier respondenten geven aan de stembeslissingen af te stemmen met de relevante fundmanager.

Uit de diepte-interviews blijkt dat buitenlandse institutionele beleggers vooral het eigen stembeleid volgen bij het uitbrengen van de stem. Informatie van derden wordt gebruikt als input voor deze eigen beslissing, de stemadviesbureaus dienen hierbij als informatie-agents. Het stemmen naar eigen inzicht wordt bij buitenlandse institutionele beleggers niet gedreven door het feit dat het in de Code staat; dit gebeurt altijd al (*it’s common practice*). De meeste beleggers gebruiken de research van stemadviesbureaus, maar gebruiken niet de stemadviezen, aldus acht (van de veertien geïnterviewde) buitenlandse respondenten.

Relevante quotes van buitenlandse institutionele beleggers uit diepte-interviews:

‘...We would make up our mind independently, regardless of the jurisdiction or code.’

‘...On the basis of the Dutch Code, or part of our overall principles? It is the latter, it is the way we work in our company.’

---

<sup>33</sup> In de rest van het rapport wordt het [type] buitenlandse institutionele belegger niet meer vermeld, aangezien alle buitenlandse institutionele beleggers in dit onderzoek [vermogensbeheerder] zijn.

‘...That is part of our policy. We have our own global policy. We would form our own idea. It doesn’t mean that we don’t look at research provided by other third parties. But at the end of the day, it is our own decision. It is part of our policy anyway, respective whether it is in the Dutch Code or not.’

Best practice 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.’

In de survey geven zeven respondenten aan vrijwel nooit een item op de agenda te laten plaatsen. Men acht deze bepaling derhalve niet van toepassing, of indien van toepassing, vanzelfsprekend.

Ook uit de diepte-interviews blijkt dat als, in het uitzonderlijke geval, een item op de agenda wordt geplaatst, alle buitenlandse institutionele beleggers bereid zijn dit toe te lichten op de algemene vergadering, aldus negen respondenten.

Relevante quotes van buitenlandse institutionele beleggers uit diepte-interviews:

‘...We comply with this provision, but we have not in the past tabled a proposal. But if there is a situation, we would comply because it is in the code, but also because it is our responsibility.’

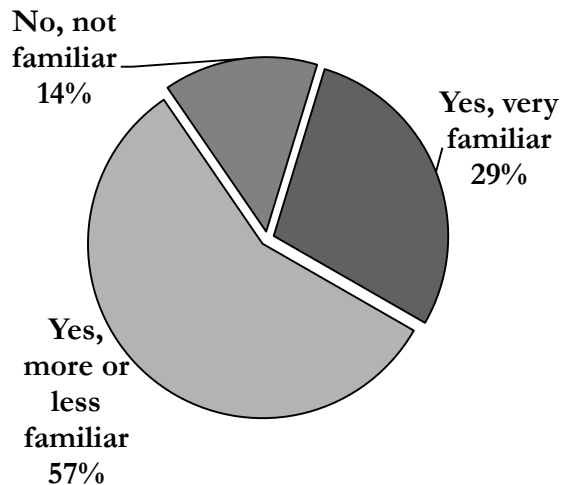
‘...Definitely, if we put anything on the table, it is in our best interest to be clear and loud for that matter.’

‘...And if you raise an item you should be present at the AGM to explain it.’

### **3.4.3. Betrokken aandeelhouderschap van buitenlandse institutionele beleggers**

#### *Bekendheid met de Code*

De meerderheid van de buitenlandse institutionele beleggers is enigszins of goed bekend met de bepalingen in de Code die zijn gericht aan institutionele beleggers en aandeelhouders in het algemeen, zo blijkt uit de survey. 14,3% van de respondenten geeft aan in het geheel niet bekend te zijn met de best practice bepalingen IV.4.1 tot en met IV.4.6. Het merendeel van de respondenten (57,1%) geeft aan enigszins bekend te zijn met de genoemde bepalingen en 29% is zeer bekend met de bepalingen.



Hierbij dient opgemerkt te worden dat uit de diepte interviews in algemene zin te concluderen is, dat de onbekendheid met de voorgenoemde Code-bepalingen niet betekent dat aandeelhouders deze verantwoordelijkheden onbelangrijk achten, maar zich hierin vooral laten leiden door andere best practices en principes neergelegd in andere codes en richtlijnen, waarbij respondenten in algemene zin aangaven dat deze op aandeelhouders gerichte bepalingen internationaal grote gelijkenis vertonen.

In de diepte-interviews geven zes van de dertien buitenlandse institutionele beleggers aan een eigen set van regels te hanteren waarin ook de Code is opgenomen. De investeerders houden rekening met lokale principes en proberen dat in de eigen regels op te nemen. Het gaat om de balans tussen eigen regels en lokale best practices. Men probeert open te staan voor veranderingen op lokaal niveau, maar verbindt dit met de eigen mondiale richtlijnen. Er is geen *'one size fits all'* benadering, maar men probeert zo veel mogelijk maatwerk te combineren met een mondiale approach, aldus zes van de dertien respondenten.

Relevante quotes van buitenlandse institutionele beleggers uit diepte-interviews:

‘...We take a similar approach around the world and adapt it for local expectations’

‘...We reviewed the development of the Dutch Code, where it made sense, we tried to reflect it in our voting policies.’ (...) ‘It is not as if we feel like we have to obey the Dutch Code. We are trying to have some degree of consistent approach on a global basis.’ (...) ‘We coordinate an annual review of all of the codes.’

Van de dertien respondenten die deze vraag hebben beantwoord, gaven vijf respondenten aan dat ze weinig bekend zijn met de Code. Men heeft een eigen set van regels die prevaleert. Men kan de Code raadplegen, maar er verandert weinig. De investeerder laat zich informeren door de Code, maar gaat uit van de eigen guidelines.

‘...We are not very familiar with the Dutch Code. Speaking as an active owner, it doesn’t influence us at all directly. We have developed our own principles, which is on a global basis. The essence of those, what they contain, is only a summary of what you find in many corporate governance codes. We have not compared all the different codes.’

‘...We take account of the Best Practice Codes in various jurisdictions where we own shares and vote, and I suppose that informs our approach on the one hand, on the other hand, it is our sort of more general views as a large institutional asset manager on the proper alignment of management and shareholder rights.’

Twee van de dertien respondenten geven aan zeer bekend te zijn met de Code. Het betreft veelal de institutionele beleggers met geconcentreerde portefeuilles en meerdere belangen in Nederlandse beursvennootschappen. Men vindt dat het de plicht is de nationale code te volgen en ziet hier ook veel nut in. In gesprekken met bedrijven wordt de Code besproken: op welke punten voldoet het bedrijf niet aan de Code?

‘...We would review all the resolutions and issues and identify any shortfalls, any areas where the particular company does not comply with the Code and we would communicate it with the Investment Team.’

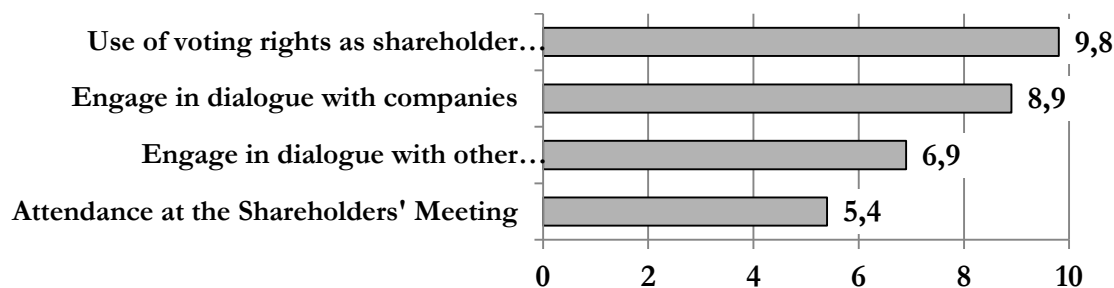
‘...We are very familiar because we had a lot of input into the consultation.’ (...) ‘We do follow the Dutch Code when we are talking to companies and when we are voting at the Dutch shareholder meetings.’ (...) ‘From my perspective it is something we use on a day-to-day basis.’ (...) ‘We are doing it in one way. We look to meet best practices around the world wherever it arises and we strongly support the development of codes and provisions for shareholders.’ (...) ‘Both in our interaction with companies and in our behavior as good owners we look to meet best practice and we look after corporate governance codes as a statement of good practice. That is the nature of our business, it is what we do. We do not feel compelled by the code to do it, but we feel we have ourselves contributed to its development, therefore we think it is a good thing and we would like others also to follow it. We are rather closely involved in the development.’

#### *Bereidheid tot betrokken aandeelhouderschap*

De principes en best practice bepalingen in IV.4.1 tot en met IV.4.6 van de Code zijn er onder meer op gericht aandeelhouders te stimuleren actief gebruik te maken van hun stemrecht, hierover verantwoording af te leggen aan achterliggende begunstigen, alsmede een constructieve dialoog aan te gaan met Nederlandse beursvennootschappen en mede-aandeelhouders, bij voorkeur gebruik makend van de algemene vergadering als vennootschappelijk orgaan waarin individuele aandeelhouders vertegenwoordigd zijn.

Teneinde voorgenoemde nalevingscijfers in perspectief te plaatsen is ook aan de buitenlandse institutionele beleggers gevraagd om zichzelf een rapportcijfer te geven (van één tot tien) voor hun bereidheid als aandeelhouder om hun aandeelhoudersrechten uit te oefenen en/of als aandeelhouder betrokken te zijn bij de Nederlandse beursvennootschappen waarin zij aandelen houden.

	n=	Minimum	Gemiddelde	Maximum
- <b>Use of voting rights as shareholder (including proxy voting)</b>	14	8	9,8	10
- <b>Engage in dialogue with companies</b>	14	3	8,9	10
- <b>Engage in dialogue with other shareholders</b>	14	2	6,9	10
- <b>Attendance at the Shareholders' Meeting</b>	14	1	5,4	10



De rapportcijfers lopen uiteen. Aangezien het hier gemiddelde waarden betreft kunnen uitschieters naar boven en beneden in een kleine groep grote invloed hebben. De veertien buitenlandse institutionele beleggers zijn vooral, net als de Nederlandse institutionele beleggers, erg tevreden over de bereidheid die zij hebben om gebruik te maken van het stemrecht (gemiddeld rapportcijfer 9,8; laagste cijfer 8; hoogste cijfer 10). Ook het aangaan van de dialoog met ondernemingen scoorde hoog, met wel meer spreiding in de scores (gemiddeld rapportcijfer 8,9; laagste cijfer 3; hoogste cijfer 10). De scores ten aanzien van het aanwezig zijn op de algemene vergadering lagen hier substantieel lager (gemiddeld 5,4) dan bij Nederlandse institutionele beleggers (gemiddeld 6,8; gemiddelde voor Nederlandse vermogensbeheerders 6,5) het geval was, hetgeen ook verklaarbaar is door het feit dat buitenlandse beleggers fysiek vanaf een afstand opereren. Daarnaast lijken buitenlandse beleggers zich hier zeer verschillend te scoren (laagste cijfer 1; hoogste cijfer 10). In volgende hoofdstukken zullen we hier in het kader van het onderzoek naar stemgedrag en engagementgedrag nog nader op ingaan. Nederlandse vermogensbeheerders en buitenlandse institutionele beleggers geven zichzelf vergelijkbare rapportcijfers als het gaat om de bereidheid de dialoog aan te gaan met mede-aandeelhouders (gemiddeld rapportcijfer 6,9 versus 7,1 voor de Nederlandse vermogensbeheerders). Ook hier lagen de antwoorden van de diverse respondenten uiteen (laagste cijfer 2; hoogste cijfer 10). Na deze meer keuzevraag is aan de respondenten gevraagd aan te geven op welke *andere manieren* de instelling haar betrokkenheid bij Nederlandse beursvennootschappen laat blijken. Zes respondenten hebben hierop uitgebreid een toelichting gegeven, waarvan hieronder een aantal relevante geanonimiseerde quotes.

‘...[Respondent], on a quarterly basis, publishes an Engagement Newsletter.’

‘...We hesitate to engage in dialogue with other shareholders due to acting in concert concerns’.

‘...[Respondent] attends shareholder meetings in person on an exceptional basis only.

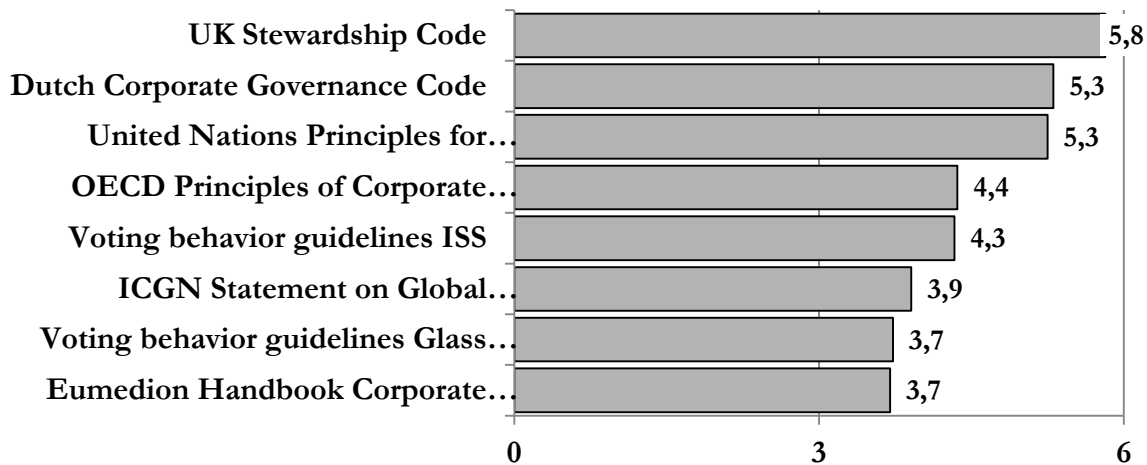
‘...May submit reply to regulatory hearings. May speak at conferences etc. to state our expectations, priorities and activities.’

‘...We do not physically attend shareholder meetings as we vote by proxy.’

#### *De invloed en betekenis van andere codes en richtlijnen*

Op verzoek van de Monitoring Commissie is onderzocht welk belang buitenlandse beleggers in een Nederlandse context hechten aan een aantal internationale codes en richtlijnen, de Code daaronder begrepen. Van de dertien respondenten die deze vraag beantwoord hebben, zette er twee respondenten de Code op de eerste plaats. De eerste plaats wordt vier keer ingenomen door de voting behavior guidelines van ISS en drie keer door de UNPRI. De UK Stewardship Code wordt het vaakst een hogere ranking (eerste, tweede of derde plaats) toegekend. Van de gegeven antwoorden is een gewogen gemiddelde berekend.

Rank:	n	gemiddeld	1	2	3	4	5	6	7	8
Dutch Corporate Governance Code	13	5,3	0	0	2	2	4	2	1	2
Eumedion Handbook Corporate Governance	10	3,7	2	2	0	1	3	2	0	0
Voting behavior guidelines ISS	12	4,3	4	1	0	1	2	0	0	4
Voting behavior guidelines Glass Lewis & Co.	11	3,7	2	2	1	3	0	1	2	0
UK Stewardship Code	11	5,8	2	0	0	0	0	3	4	2
United Nations Principles for Responsible Investing	12	5,3	1	2	1	0	1	2	2	3
ICGN Statement on Global Principles for Corporate Governance	11	3,9	1	0	5	2	1	0	2	0
OECD Principles of Corporate Governance	11	4,4	0	3	3	1	0	1	1	2



De relatief hoge score van de Nederlandse Corporate Governance Code is te verklaren, zo bleek uit de diepte-interviews. Buitenlandse beleggers refereren daarmee vooral aan de bepalingen gericht aan *vennootschappen*. Buitenlandse beleggers vinden de Code een ‘goed doordachte code’, om snel (bij wijze van ‘checklist’) corporate governance risico’s binnen Nederlandse beursvennootschappen te identificeren. In navolging van de UK Stewardship Code lijkt de Code dus (voor wat betreft de vennootschappelijke best practice bepalingen) een belangrijke richting te geven aan aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen. De UNPRI en OECD Principles, zo bleek uit de diepte-interviews geven vooral guidance als ‘overarching principles’.

Uit de diepte-interviews blijkt voorts dat de meerderheid van de buitenlandse institutionele beleggers zich bewust is van de verschillende codes, maar dat men het eigen stembeleid hanteert. De geïnterviewde buitenlandse institutionele beleggers hebben een eigen beleid op mondiaal niveau. Hierbij geven ze aan dat er geen ‘one-size-fits all’ approach mogelijk is, dus men moet nog steeds case-by-case blijven kijken. Alle verschillende codes worden als input gebruikt voor de eigen principes. ICGN, OECD en UNPRI worden vaak genoemd als belangrijke ‘overarching principles’. De UK Stewardship Code wordt gezien als een belangrijke code omdat het de stewardship van de investeerders heeft versterkt. Drie respondenten geven in de interviews aan dat zij de proxy paper guidelines van ISS of Glass Lewis belangrijk vinden.

De respondenten geven bovendien aan dat er veel gelijkheid is tussen de codes. Een aantal respondenten geeft aan dat de Code sterk overeenkomt met andere codes. Daarom neemt men de



Code wel mee in het stembeleid, of in ieder geval delen daarvan. Vooral als de eigen mondiale code in conflict is met de lokale, dan gaat de lokale code (in casu de Code) voor. Eén van de respondenten gaf aan dat de Code zeer krachtig was, vooral omdat het zo goed doordacht is. Deze buitenlandse institutionele belegger gebruikt de Code als benchmark in Europa. Door de toevoeging van de aandeelhouders-best practices aan de vernieuwde Code zijn aandeelhouders zich bewuster geworden van hun positie. Engagement is niet meer een uitzondering. Daarnaast zijn bedrijven niet meer verrast als er een dialoog plaatsvindt. Dit helpt beleggers die engagement als een belangrijk onderdeel zien van hun strategie. Eén van de respondenten gaf aan dat anti-takeover mechanisms niet in de Code worden genoemd. Eén van de respondenten gaf aan dat de CII (Council of Institutional Investors) in the US een belangrijke leidraad is.

#### *Monitoring onderzoeken van de FRC terzake de Stewardship Code*

In mei 2011 publiceerde IMA, de Investment Management Association, de meest omvangrijke survey tot nu toe aangaande de mate van engagement tussen institutionele beleggers in het Verenigd Koninkrijk en de beursvennootschappen waarin zij belangen houden. De titel van het onderzoek luidde: *'Adherence to the FRC's Stewardship Code.'*<sup>34</sup> De survey, ontwikkeld in opdracht van de FRC had betrekking op de periode tot 30 september 2010. De FRC heeft vanaf 6 december 2010 aan alle in het Verenigd Koninkrijk toegestane vermogensbeheerders de verplichting opgelegd om een verklaring te geven over de naleving van de Stewardship Code of uit te leggen waarom dit niet mogelijk is in hun business model. De uitkomsten zijn globaal gezien als volgt:

- Meer dan 90 procent van de institutionele beleggers stemmen over alle, of een grote meerderheid, van hun aandelen in het Verenigd Koninkrijk. Bijna tweederde publiceert hun stemgedrag.
- Op het moment dat het survey werd afgenomen, hadden 43 van de 50 respondenten een statement gepubliceerd over de toepassing van de Code. Zes anderen hebben dit later alsnog gedaan.
- De 48 institutionele beleggers in het rapport hebben 1300 arbeidskrachten op het gebied van Stewardship activities.

Het rapport is ook ingegaan op de vraag hoe institutionele beleggers omgaan met bepaalde controversiële onderwerpen zoals beloning, samenstelling van het bestuur en de raad van commissarissen, milieu, fusies en overnames en financieringsstructuren. De bestuurders bleken bij de onderwerpen een hoge mate van betrokkenheid te hebben. Dit kwam tot uiting in onder meer vergaderingen op bestuursniveau, consultatie met andere beleggers en in een geval een bezoek aan het bedrijf. Het rapport bevat de antwoorden van 41 vermogensbeheerders (31% van de UK markt), zeven *asset owners* en twee dienstverleners. Over de conclusies van het onderzoek zei Liz Morell, directeur Corporate Governance bij het IMA: *"The aim of our survey was to find out what stewardship means in practice [...] Our survey reveals a picture of real long-term commitment to achieving value for shareholders. Much of the dialogue between companies and their investors takes place behind closed doors, but our survey illuminates that process, showing real and productive engagement which ultimately improves the governance of major UK companies."*<sup>35</sup>

---

<sup>34</sup> 'Adherence to the FRC's Stewardship Code', Investment Management Association, 24 May 2011

<sup>35</sup> Press Release IMA, IMA Engagement Survey Reveals UK Investors' Long Term Commitment to Improving Corporate Governance, 25 May 2011, [www.investmentfunds.org.uk](http://www.investmentfunds.org.uk)

### 3.5. Conclusies deelonderzoek 'Naleving'

#### Nederlandse respondenten

1. Het deelonderzoek naar naleving van hoofdstuk IV.4 van de Code is verricht onder de twaalf grootste Nederlandse vermogensbeheerders (gemeten naar belegd vermogen), de zes grootste Nederlandse pensioenfondsen, de twee grootste Nederlandse levensverzekeraars en een selecte groep van vijf beleggingsinstellingen; tien respondenten hadden een belegd vermogen van 50 miljard euro of meer; twintig respondenten hadden een belegd vermogen van tien miljard euro of meer.
2. De helft van de Nederlandse respondenten (dertien) had per ultimo 2010 tussen de 0-2% van het totaal belegd vermogen belegd in Nederlandse aandelen; vijf Nederlandse respondenten hadden per ultimo 2010 tussen de 4-5% van het totaal belegd vermogen belegd in Nederlandse aandelen; drie respondenten zelfs meer dan 25%. Acht respondenten gaven aan op enig moment in 2010 een belang van 5% of meer te hebben gehouden in één of meerdere Nederlandse beursvennootschappen.
3. De meerderheid van de Nederlandse respondenten (vijftien) had het beheer van het belegd vermogen in aandelen van Nederlandse beursvennootschappen geheel of gedeeltelijk uitbesteed. Alle onderzochte pensioenfondsen en alle beleggingsinstellingen (op één na) hebben het beheer van belegd vermogen in Nederlandse aandelen geheel uitbesteed. Zes vermogensbeheerders gaven aan het vermogensbeheer gedeeltelijk uit te besteden (veelal in het kader van multi-management).
4. Meest genoemde partij waaraan door Nederlandse respondenten het vermogensbeheer geheel of gedeeltelijk is uitbesteed, is Blackrock, gevolgd door Robeco, Mn Services, APG, Kempen Capital Management, F&C Netherlands en Syntrus Achmea.
5. Vooral Nederlandse vermogensbeheerders (tien van de twaalf) en Nederlandse beleggingsinstellingen (drie van de vijf) geven aan een focus in beleggingsbeleid te hanteren. Pensioenfondsen en levensverzekeraars in mindere mate. De focus in beleggingsbeleid betreft dan vooral 'maatschappelijk verantwoord beleggen', 'duurzaamheid' en/of een 'specifieke sectorfocus'.
6. Vrijwel alle Nederlandse respondenten zijn voor wat betreft het thema corporate governance aangesloten bij een belangenvereniging of platform voor institutionele beleggers. Eumedion en de UNPRI worden het meeste genoemd (20 respectievelijk 19 keer)
7. Uit het onderzoek onder de 25 grootste Nederlandse institutionele beleggers blijkt dat de best practice bepalingen IV.4.1 tot en met IV.4.6 in hoge mate worden nageleefd. Nalevingspercentages onder deze groep respondenten liggen tussen de 92 en 100 procent.
8. Best practice bepaling IV.4.4 inzake de responstermijn is de meest uitgelegde bepaling. Overigens dient hierbij opgemerkt te worden dat wanneer respondenten aangeven deze bepaling na te leven, dit zowel kan betekenen dat men als aandeelhouder het voornemen heeft gehad agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, danwel dat (voor zover men dit voornemen tot agendering niet heeft gehad) de naleving van deze bepaling meer een intentie tot naleving betekent. 76% van de Nederlandse respondenten gaf aan een periode korter dan 59 dagen een redelijke termijn voor de vennootschap te vinden. Respondenten geven in de gegeven uitleg vooral

aan van geval tot geval te willen bepalen wat een redelijke termijn voor de vennootschap zou zijn.

9. 88% van de Nederlandse respondenten aan gebruik te maken van stemadviezen van derden (best practice IV.4.5). ISS wordt door Nederlandse respondenten het meest vaak ingehuurd (veertien respondenten gaven aan gebruik te maken van ISS; Glass Lewis wordt door zeven respondenten genoemd).
10. Naast stemadviezen van ISS en Glass Lewis worden tevens de analyses (niet per definitie de adviezen) van Shareholder Support Services en Eumedion op ad hoc basis gebruikt. Buitenlandse institutionele beleggers fungeren in voorkomende gevallen als adviseur.
11. Voor zover Nederlandse respondenten gebruik maken van de diensten van stemadviesbureaus geven 21 respondenten aan dat zij niet automatisch de stemadviezen van derden volgen, maar een eigen analyse maken van de verkregen research en adviezen. Twee respondenten geven aan dat zij wel automatische de stemadviezen volgen behalve in uitzonderingssituaties.
12. Nederlandse respondenten zijn het meest tevreden over hun bereidheid gebruik te maken van het stemrecht (gemiddeld rapportcijfer 9,4) en het aangaan van de dialoog met ondernemingen (gemiddeld rapportcijfer 8,2). De scores ten aanzien van het aanwezig zijn op de algemene vergadering lagen verder uiteen. Gemiddeld beoordelen Nederlandse institutionele beleggers zichzelf hier met een rapportcijfer 6,8. Een vergelijkbare lagere score zien we bij de bereidheid de dialoog aan te gaan met medeaandeelhouders (gemiddeld rapportcijfer 6,9).
13. Nederlandse respondenten hechten, in vergelijking tot andere internationale codes en richtlijnen, het grootste belang aan de Nederlandse Corporate Governance Code. Twaalf Nederlandse respondenten zetten de Nederlandse Corporate Governance Code op de eerste plaats, en nog eens tien zetten deze op de tweede plaats. De eerste plaats wordt achtmaal ingenomen door de UNPRI. Het Eumedion Handboek Corporate Governance staat eenmaal op de eerste positie maar neemt vervolgens wel voor zeven respondenten de tweede plaats in.

### **Buitenlandse respondenten**

14. Het merendeel van de veertien buitenlandse respondenten handelt naar Engels recht (42,9%) of Amerikaans recht (14,3%); de helft van de buitenlandse respondenten had een totaal belegd vermogen van had een belegd vermogen van 250 miljard euro of meer.
15. Acht van de veertien buitenlandse respondenten had per ultimo 2010 tussen de 0-2% van het totaal belegd vermogen belegd in Nederlandse aandelen; nog eens drie respondenten had per ultimo 2010 tussen de 2-3% van het totaal belegd vermogen belegd in Nederlandse aandelen. Vijf van de veertien respondenten (38,5%) gaven aan op enig moment in 2010 in één of meer Nederlandse beursondernemingen een belang van 5 procent of meer te hebben gehad.
16. De overgrote meerderheid van de buitenlandse respondenten (twaalf) besteedt het beheer van het vermogen belegd in aandelen van Nederlandse beursvennootschappen niet uit.

17. De meerderheid van de buitenlandse respondenten (61%) gaf aan geen specifieke focus in beleggingsbeleid te hanteren.
18. Vrijwel alle buitenlandse respondenten zijn voor wat betreft het thema corporate governance aangesloten bij een belangenvereniging of platform voor institutionele beleggers waaronder ICGN (11 maal genoemd), IIC (9) en de Asian Corporate Governance Association (9).
19. In het onderzoek onder buitenlandse institutionele beleggers is inzicht verkregen in 'naleving' van IV.4.4 tot en met IV.4.6 door buitenlandse beleggers; 79% van de buitenlandse respondenten gaf aan IV.4.4. na te leven, 100% van deze respondenten gaf aan IV.4.5. na te leven en 93% van deze respondenten gaf aan IV.4.6. na te leven, ook als naleving van deze best practice bepaling is ingegeven door eigen nationale codes (of anderszins). Bij de naleving van voorgenoemde best practices blijkt overigens uit dit onderzoek onder de buitenlandse institutionele beleggers in Nederland dat 84,6% zich niet wettelijk verplicht voelt om 'on behalf of their clients' de best practice bepalingen in de Code gericht aan aandeelhouders toe te passen danwel na te leven.
20. Twaalf buitenlandse respondenten gaven aan dat zij in hun mandaten voor vermogensbeheer geen specifieke bepalingen hebben opgenomen wie de uiteindelijke verantwoordelijkheid draagt voor naleving van de Code.
21. Best practice bepaling IV.4.4 inzake de responstermijn is de meest uitgelegde bepaling. Ook hier dient opgemerkt te worden dat wanneer respondenten aangeven deze bepaling na te leven, dit zowel kan betekenen dat men als aandeelhouder het voornemen heeft gehad agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, danwel dat (voor zover men dit voornemen tot agendering niet heeft gehad) de naleving van deze bepaling meer een intentie tot naleving betekent. 43% van de buitenlandse respondenten gaf aan een periode tussen de 30 en 59 dagen een redelijke termijn voor de vennootschap te vinden; 28% gaf zelfs een termijn van tussen de zeven en 29 dagen aan. Uit de gehouden interviews en toelichting op de survey blijkt dat de responstermijn van 180 dagen is iets waar een buitenlandse belegger zich alleen aan zal houden omdat het in de Code staat, maar 180 dagen wordt te lang bevonden.
22. Buitenlandse institutionele beleggers volgen vooral het eigen stembeleid bij het uitbrengen van de stem (BP IV.4.5). Informatie van derden wordt gebruikt als input voor deze eigen beslissing, de stemadviesbureaus dienen hierbij als informatie-agents. Het stemmen naar eigen inzicht wordt bij buitenlandse institutionele beleggers niet gedreven door het feit dat het in de Code staat; dit gebeurt altijd al (*'it's common practice'*). De meeste beleggers gebruiken de research van stemadviesbureaus, maar gebruiken niet de stemadviezen, aldus acht (van de veertien geïnterviewde) buitenlandse respondenten.
23. De meerderheid van de buitenlandse institutionele beleggers (86 procent) is enigszins of goed bekend met de bepalingen in de Code die zijn gericht aan institutionele beleggers en aandeelhouders in het algemeen, zo blijkt uit de survey. Hierbij dient opgemerkt te worden dat uit de diepte interviews is gebleken, dat de onbekendheid met de voorgenoemde Code-bepalingen niet betekent dat aandeelhouders deze verantwoordelijkheden onbelangrijk achten. Ze laten zich echter vooral leiden door andere best practices en principes neergelegd in andere codes en richtlijnen, waarbij respondenten in algemene zin aangaven dat deze op aandeelhouders gerichte bepalingen internationaal grote gelijkenis vertonen.

24. De veertien buitenlandse institutionele beleggers zijn vooral, net als de Nederlandse institutionele beleggers, erg tevreden over de bereidheid die zij hebben om gebruik te maken van het stemrecht (gemiddeld rapportcijfer 9,8). Ook het aangaan van de dialoog met ondernemingen scoorde hoog, met wel meer spreiding in de scores (gemiddeld rapportcijfer 8,9). De scores ten aanzien van het aanwezig zijn op de algemene vergadering lagen hier substantieel lager (gemiddeld 5,4) dan bij Nederlandse institutionele beleggers (gemiddeld 6,8) het geval was, hetgeen ook verklaarbaar is door het feit dat buitenlandse beleggers fysiek vanaf een afstand opereren. Nederlandse vermogensbeheerders en buitenlandse institutionele beleggers geven zichzelf vergelijkbare rapportcijfers als het gaat om de bereidheid de dialoog aan te gaan met mede-aandeelhouders.
25. Buitenlandse respondenten hechten in vergelijking tot andere internationale codes en richtlijnen, de Code daaronder begrepen, ten aanzien van hun belangen in Nederlandse beursvennootschappen het grootste belang aan de UK Stewardship Code, gevolgd door de Nederlandse Corporate Governance Code. De relatief hoge score van de Nederlandse Corporate Governance Code is te verklaren door de waarde die buitenlandse beleggers hechten aan de bepalingen gericht aan *vennootschappen*. Buitenlandse beleggers vinden de Code een 'goed doordachte code', om snel corporate governance risico's binnen Nederlandse beursvennootschappen te identificeren.
26. Uit de gehouden interviews is gebleken dat de meerderheid van de buitenlandse institutionele beleggers zich bewust is van de verschillende codes, maar dat men het eigen stembeleid hanteert. De geïnterviewde buitenlandse institutionele beleggers hebben een eigen beleid op mondiaal niveau. Hierbij geven ze aan dat er geen *'one-size-fits all'* approach mogelijk is. Alle verschillende codes worden als input gebruikt voor de eigen principes. ICGN, OECD en UNPRI worden vaak genoemd als belangrijke 'overarching principles'. De UK Stewardship Code wordt gezien als een belangrijke code omdat het de stewardship van de investeerders heeft versterkt.

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

### 4.1. Onderzoeksvraag en onderzoekspopulatie

De onderzoeksopdracht van de Monitoring Commissie luidt: ‘Onderzoek het stemgedrag van buitenlandse aandeelhouders voorafgaand aan en tijdens aandeelhoudersvergaderingen.

Op verzoek van de Monitoring Commissie 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 buitenlandse institutionele beleggers voorafgaand aan en tijdens de algemene vergadering’.

Onder ‘stemgedrag’ zal in het kader van dit onderzoek worden verstaan: het gedrag van institutionele beleggers voorafgaand aan en tijdens algemene vergaderingen, waarvoor deze beleggers als stemgerechtigden zijn uitgenodigd. Hieronder wordt in het bijzonder verstaan al hetgeen institutionele beleggers doen (of nalaten) om uiteindelijk te komen tot een steminstructie en het uitbrengen van een stem op de algemene vergadering.

Ter afbakening van het onderzoek zijn door de Monitoring Commissie een aantal specifieke speerpunten geformuleerd. Het onderzoek diende zich met name te richten op:

- stemmen naar eigen inzicht en betrokkenheid;
- de mate van controle op en monitoring van de uitvoering van het beleid in de stemketen conform steminstructies, en de barrières/problemen met betrekking tot cross border voting;
- de rol van stemadviesbureaus en de van invloed zijnde factoren op het stemgedrag;
- de afstemming tussen investment managers en de corporate governance/ESG afdelingen.

Wij hebben ons derhalve niet gericht op een inhoudelijke en procedurele evaluatie van het aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2011. In dit kader verwijzen wij naar de jaarlijkse analyse van Eumedion die in juli 2011 is uitgebracht<sup>36</sup>.

Het deelonderzoek naar stemgedrag is uitsluitend aan de buitenlandse institutionele beleggers voorgelegd (zie ook hoofdstuk 2). In dit hoofdstuk worden uitsluitend de resultaten van het onderzoek naar het stemgedrag beschreven. Voor een uitgebreide uiteenzetting van het respondentenprofiel wordt ook verwezen naar paragraaf 3.2.2.

In de navolgende paragrafen zijn per thema de bevindingen van dit deelonderzoek beschreven. Bij elk thema is steeds aangegeven welke resultaten gebaseerd zijn op de survey en welke resultaten zijn gebaseerd op de diepte-interviews. Waar relevant is in aparte tekstblokken verwezen naar relevante deskresearch. Waar mogelijk is een kwantitatieve onderbouwing te geven van de kwalitatieve resultaten uit de interviews.

Paragraaf 4.2 start met de evaluatie van het aandeelhoudersseizoen 2011, gepubliceerd door Eumedion. In de daarna volgende paragrafen worden de belangrijkste bevindingen van onderhavig onderzoek besproken, te weten: uitoefening van het stemrecht (paragraaf 4.3), gebruik van

---

<sup>36</sup> Evaluatie aandeelhoudersseizoen 2011, juli 2011, [www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl)

stemadviesbureaus (paragraaf 4.4), totstandkoming van de steminstructie (4.5), het uitbrengen van de stem (4.6).

## 4.2. Evaluatie aandeelhoudersseizoen 2011

Elk jaar maakt Eumedion een inhoudelijke en procedurele evaluatie van het aandeelhoudersvergaderingseizoen. Voor details verwijzen wij naar deze separate publicatie via [www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl). In deze paragraaf zijn de belangrijkste voor dit onderzoek relevante bevindingen van Eumedion samengevat.

- **Het aantal op de algemene vergadering uitgebrachte stemmen bij AEX ondernemingen neemt toe**

Uit de evaluatie van het aandeelhoudersseizoen 2011 van Eumedion<sup>37</sup>, gepubliceerd op 13 juli 2011, blijkt dat het aantal op de algemene vergadering uitgebrachte stemmen bij de AEX-ondernemingen steeg van rond de 50 procent in 2010 naar bijna 60 procent in 2011. Deze stijging is waarschijnlijk het gevolg van het afschaffen van de blokkering van aandelen en de verlenging van de oproepingstermijn voor aandeelhoudersvergaderingen.

Van de in totaal 1027 stempunten zijn er tien verworpen (1%, 2010: 0,2%), waarvan vier aandeelhoudersvoorstellen. Twee voorstellen werden vlak voor aanvang van de algemene vergadering van de agenda gehaald. Vier voorstellen werden na een dialoog met aandeelhouders voor aanvang van de algemene vergadering gewijzigd. Drie voorstellen konden alleen na steun van het administratiekantoor worden aangenomen.

- **Aandeelhouders maken voor het eerst weer beperkt gebruik van agenderingsrecht**

Aandeelhouders maakten voor het eerst sinds 2009 gebruik van het agenderingsrecht. Zes aandeelhouders van drie verschillende beursvennootschappen hebben dit seizoen gebruik gemaakt van het recht om onderwerpen aan te dragen voor de agenda. In totaal hebben zij tien onderwerpen aangedragen, waarover ook is gestemd. Het betrof een 1% aandeelhouder bij Ageas (inzake benoeming van een niet-uitvoerend bestuurder); Monolith Investment Management (9,95%) en Exploitatie Maatschappij van Puijenbroek (25,8%) bij Batenburg Beheer (inzake samenstelling Raad van Commissarissen en informatieverstrekking over beleid overnamebiedingen); drie verschillende aandeelhouders bij Holland Colours (inzake verplichte medewerkersparticipatieregeling, suggestie tot mediation in dreigend conflict over de governance, uitstel besluitvorming benoeming nieuwe commissarissen, benoeming nieuwe commissarissen aanbevolen door grootaandeelhouder).

- **Aandeelhouders en ondernemingen discussiëren over rechten en verantwoordelijkheden van aandeelhouders**

Net als in voorgaande jaren was er volgens Eumedion tussen aandeelhouders en ondernemingsleiding discussie over de rechten en verantwoordelijkheden van aandeelhouders. Concreet betroffen deze discussies: i) de drempel voor het agenderingsrecht van aandeelhouders, ii) beschermingsconstructies, iii) de responstijd voor het bestuur wanneer aandeelhouders bepaalde zaken willen agenderen en iv) het in de statuten opnemen van best practice IV.4.6 (dat aandeelhouders op de algemene vergadering aanwezig moeten zijn wanneer zij zelf een onderwerp hebben geagendeerd).

---

<sup>37</sup> Evaluatie aandeelhoudersseizoen 2011, juli 2011, [www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl)

- **Verwatering van aandelenbelangen blijft belangrijk punt voor aandeelhouders**

De machtiging van het bestuur om nieuwe aandelen uit te geven en de beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht van aandeelhouders bij uitgifte van nieuwe aandelen blijft volgens Eumedion een belangrijk punt voor aandeelhouders (ook al hebben de emissiemachtiging en de beperking/uitsluiting van het voorkeursrecht betrekking op maximaal 20% van het geplaatste kapitaal). Sommige aandeelhouders zijn bezorgd over een mogelijke verwatering van hun aandelenbelang.

- **Aandeelhouders achtten zichzelf in toenemende mate betrokken, maar dit heeft niet geleid tot een groter vertrouwen bij ondernemingen**

De toegenomen betrokkenheid van aandeelhouders bij het reilen en zeilen van de beursgenoteerde ondernemingen leidt volgens Eumedion niet tot een groter vertrouwen van de kant van de ondernemingen in de aandeelhouders.

Beschermingsconstructies raken weer in zwang, vooral bij de ondernemingen die naar de beurs worden gebracht. Ook willen volgens Eumedion ondernemingen het aandeelhouders moeilijker maken om onderwerpen voor de agenda aan te dragen. De angst voor op korte termijnrendementen gerichte aandeelhouders overvleugelt de uitdaging voor vennootschappen om aandeelhouders met een lange termijnhorizon aan zich te binden, aldus Eumedion.

#### 4.3. Uitoefening stemrecht

- **Buitenlandse vermogensbeheerders<sup>38</sup> hebben voornamelijk aandelen en derhalve stemrechten in Nederlandse AEX vennootschappen**

In de survey gaven acht van de veertien respondenten aan stemgerechtigd te zijn geweest in meer dan twintig AEX vennootschappen, gedurende het aandeelhoudersseizoen 2011. Bij midcaps en small caps lagen de aantallen vennootschappen waarin de respondenten stemgerechtigd waren een stuk lager.

	n=	0	1-5	6-10	11-15	16-20	> 20
<b>Large Caps (AEX)</b>	14	1	1	3	0	1	8
<b>Midcaps (AMX)</b>	11	4	1	1	0	0	5
<b>Small Caps (AscX)</b>	11	6	0	1	1	0	3
<b>Local funds</b>	9	6	1	1	1	0	0

- **Buitenlandse vermogensbeheerders zijn vrijwel niet aanwezig op de algemene vergadering**

In de survey gaven negen van de veertien respondenten aan nooit fysiek aanwezig te zijn geweest op de algemene vergadering van AEX vennootschappen gedurende het aandeelhoudersseizoen 2011 om daar het stemrecht uit te oefenen. Vier respondenten geven aan soms (2 maal) en zelf altijd (2 maal) naar de aandeelhoudervergadering te gaan. Het aantal buitenlandse respondenten dat de

<sup>38</sup> Waar in het rapport gesproken wordt over buitenlandse vermogensbeheerders, kan ook worden gelezen 'asset managers'. Onder buitenlandse vermogensbeheerders wordt uitdrukkelijk niet verstaan buitenlandse 'asset owners'.



algemene vergadering bezoekt van de niet-AEX fondsen is beperkt. Vooral voor de niet-AEX fondsen is regelmatig n/a (niet van toepassing) ingevuld, hetgeen betekent dat deze respondent gedurende het aandeelhoudersseizoen 2011 geen aandeelhouder in deze vennootschappen was en dus niet stemgerechtigd was in deze vennootschappen.

	n=	Never	Sometimes	Regularly	Often	Always	n/a
<b>Large Caps (AEX)</b>	14	9	2	0	0	2	1
<b>Midcaps (AMX)</b>	13	7	2	0	0	1	3
<b>Small Caps (AscX)</b>	13	5	2	0	0	1	5
<b>Local funds</b>	11	5	0	0	0	1	5

Uit de diepte-interviews kwam een vergelijkbaar beeld. Met de stelling ‘De meeste buitenlandse institutionele beleggers wonen de algemene vergadering van Nederlandse bedrijven niet bij om hun stemrecht uit te voeren’ waren alle buitenlandse beleggers het eens. Uit de diepte-interviews blijkt dat vrijwel alle beleggers stemmen via ‘proxy’. Het is volgens de respondenten niet realistisch om alle algemene vergaderingen te bezoeken gezien de hoeveelheid en de spreiding van de holdings. Hier zijn te weinig resources voor. Bovendien is de locatie waar de algemene vergadering wordt gehouden niet altijd praktisch te bereiken voor de beleggers, en er komt niet veel nieuwe informatie uit de vergaderingen. De meer activistische beleggers zijn wel op de algemene vergaderingen en proberen andere beleggers enthousiast te krijgen ook te komen.

- **Buitenlandse vermogensbeheerders stemmen voornamelijk per proxy**

In de survey gaven twaalf van de veertien respondenten aan in het aandeelhoudersseizoen 2011 bij AEX vennootschappen altijd te hebben gestemd per proxy. Ook bij midcaps en small caps, indien van toepassing, is dit meestal het geval.

	n=	Never	Sometimes	Regularly	Often	Always	n/a
<b>Large Caps (AEX)</b>	14	1	0	0	0	12	1
<b>Midcaps (AMX)</b>	13	1	0	0	0	8	4
<b>Small Caps (AscX)</b>	13	1	0	0	0	6	6
<b>Local funds</b>	12	1	0	0	0	4	7

- **Buitenlandse vermogensbeheerders staan slechts in beperkte mate toe dat uit te brengen steminstructies vooraf door de notaris van de vennootschap aan de vennootschap of vertegenwoordigers van de vennootschap worden bekend gemaakt**

In de survey gaven slechts drie van de veertien respondenten aan ‘vaak’ of ‘altijd’ bij toe te staan dat de notaris de voorgenomen steminstructie bij AEX-ondernemingen vooraf bekend maakte aan de vennootschap danwel aan een vertegenwoordiger van de vennootschap<sup>39</sup>. Zes respondenten doen dit echter nooit en twee soms. Voor zover van toepassing is het beeld vergelijkbaar bij de midcap en smallcap ondernemingen.

<sup>39</sup> Opgemerkt dient te worden dat niet altijd een notaris aanwezig is.

	n=	Never	Sometimes	Regularly	Often	Always	n/a
<b>Large Caps (AEX)</b>	14	6	2	0	1	2	3
<b>Midcaps (AMX)</b>	13	5	2	0	1	1	4
<b>Small Caps (AscX)</b>	13	4	1	0	1	1	6
<b>Local funds</b>	11	2	1	0	1	1	6

In de toelichting op deze vraag bleek dat er nog een onderscheid gemaakt dient te worden tussen *disclosure* naar een derde (bijvoorbeeld de notaris) of *disclosure* rechtstreeks aan de onderneming. Een aantal relevante quotes van respondenten:

‘...[Respondent] will not disclose voting intention to any third party. We will, on occasion, disclose directly to the company.’

‘...We comply with any (regulatory) obligatory disclosure requirements - if there are any. Other than that we do not allow for disclosure.’

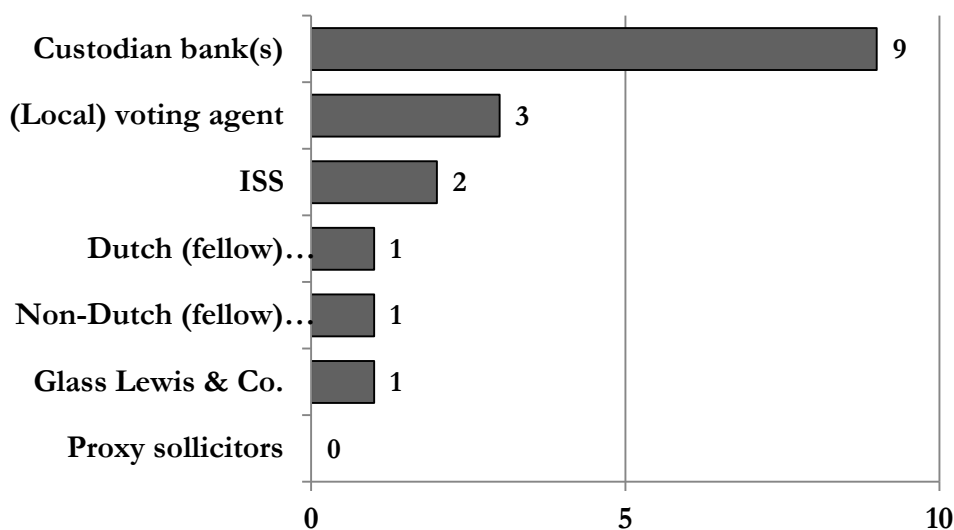
‘...While we may engage issuers before a meeting to discuss our policy and hear their viewpoint, it is our policy to not disclose votes to any party before it is publicly available.’

‘...Where appropriate the research analyst will contact the company to explain our vote decision.’

‘...When the issue or vote is contentious we may speak to the company prior to voting.’

- **Custodian banks zijn nog steeds de belangrijkste proxy holders voor buitenlandse vermogensbeheerders**

In de survey werden custodian banks negen keer genoemd als de belangrijkste proxy holders voor buitenlandse vermogensbeheerders.



- **Buitenlandse vermogensbeheerders stemmen altijd, vooral ingegeven door een fiduciaire verplichting**

Uit de diepte-interviews blijkt dat buitenlandse institutionele beleggers altijd stemmen in Nederland, aldus twaalf respondenten die deze vraag beantwoorden. Vooral Amerikaanse beleggers geven aan dit te zien als hun *'fiduciary duty'*, hetgeen verklaarbaar is door de SEC Rule on Proxy Voting uit 2003.

**Final Rule: Proxy Voting by Investment Advisers**  
**Securities and Exchange Commission, Release No. IA-2106; File No. S7-38-02**  
 The Commission is adopting a new rule and rule amendments under the Investment Advisers Act of 1940 that address an investment adviser's fiduciary obligation to its clients when the adviser has authority to vote their proxies. The new rule requires an investment adviser that exercises voting authority over client proxies to adopt policies and procedures reasonably designed to ensure that the adviser votes proxies in the best interests of clients, to disclose to clients information about those policies and procedures, and to disclose to clients how they may obtain information on how the adviser has voted their proxies. The rule amendments also require advisers to maintain certain records relating to proxy voting. The rule and rule amendments are designed to ensure that advisers vote proxies in the best interest of their clients and provide clients with information about how their proxies are voted. Effective Date: March 10, 2003. Compliance Date: August 6, 2003.

De niet-Amerikaanse respondenten zien de uitoefening van het stemrecht niet zozeer als een fiduciaire verplichting, maar vooral als een verantwoordelijkheid die klanten van buitenlandse vermogensbeheerders als eigenaar van een beursgenoteerde onderneming geacht worden te nemen. Niet in alle markten wordt door respondenten gestemd; in sommige markten wordt de op afstand uitgebrachte stem niet altijd meegeteld, bijvoorbeeld in India worden de proxies niet bekeken. Een aantal respondenten geeft aan dat stemmen op afstand 'challenging' is, of dat het vrij veel geld kost, maar dat weerhoudt hen er niet van te stemmen.

Voor alle veertien respondenten is het rendement op het belegd vermogen de eerste prioriteit. Niet-financiële aspecten, waaronder corporate governance, worden wel meegenomen in de besluitvorming, maar de prioriteit ligt bij 'return on investment' vanuit de fiduciaire verplichting. Beleggers geven aan wel steeds meer te letten op meer duurzame 'return on investment' en op governance issues.

'...We vote and engage to the extent that the issues will impact us in that they will impact the stock price. (...) ...we do see proxy voting as a part of our fiduciary responsibility, so we take that very seriously. Overall we're very willing to vote our proxies.'

'...We always make use of voting rights and always have a dialogue with the company.'

'...We can vote any proxy via ISS and we do.'

'...We always vote in Dutch markets. We vote all our Dutch stock. That has been a policy for quite a few years now. We believe it is our responsibility, when we own a company, that we have responsibility to vote our shares as well.'

- **Beperkende factoren bij het uitbrengen van de stem zijn er nauwelijks**

Uit de diepte-interviews blijkt dat er weinig belemmeringen zijn voor buitenlandse institutionele beleggers om te stemmen in Nederland. *'Shareblocking'* was het grootste probleem in Nederland,

maar is dat nu niet meer gezien het verbod op *'shareblocking'* (al ondervinden twee van de tien respondenten buitenlandse beleggers nog steeds hinder). Alle tien buitenlandse beleggers die deze vraag beantwoordden gaven dan ook aan steeds te stemmen.

Een aantal interessante barrières genoemd in de diepte-interviews die het stemmen door buitenlandse beleggers bemoeilijken, zijn:

‘...There is still an element of blocking. Not all the custodians have prohibited this.’

‘...Shareblocking is still not solved this year. We still had problems with Luxembourg incorporated Dutch listed companies.’

‘...Compared to many other markets there are very few hindering factors’

‘...Holding structures, certificate shares, example: Stichting Voortbestaan Bedrijf XYZ, very high acceptance rates at EGM and AGMs, over 15% threshold which is more the standard than not in The Netherlands (quorum). Staggered boards and the situation that board members are voted in in terms. Which is a problem if you want to dismiss an entire board.’

‘...The lead times in The Netherlands are reasonable, it is pretty user-friendly.’

‘...the administrative requirements; you have to prove to the custodians that you own the shares, which is extra work and time consuming for investors. A lot of investors don't do it.’

‘...The ability for companies to identify who their shareholders are.’

‘...For fund holdings, we still encounter problems in terms of attending meetings. Despite the company's and our best efforts, it is difficult to receive attendance letters in time.’

‘...A problem might be: a situation where a number of companies have their AGM on the same day in different locations. (...) If you hold 4000 stocks in Western Europe, there is an AGM season, then you get into a squeeze, and you might overlook things. But it is not something the industry can be blamed for, but it is tactical thing: deciding when to publish the numbers and get the attention or not.’ (...)

#### 4.4. Gebruik van stemadviesbureaus

- **De inzet van stemadviesbureaus is gebruikelijk**

Op de vraag of respondenten gebruik maakten van diensten van stemadviesbureaus zoals ISS en/of Glass Lewis & Co. gaf 85,7% aan met één of meerdere stemadviesbureaus te werken.

	n=	%
Yes	12	85,7%
No	2	14,3%
<b>Totaal</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>

- **ISS en Glass Lewis worden even vaak ingehuurd**

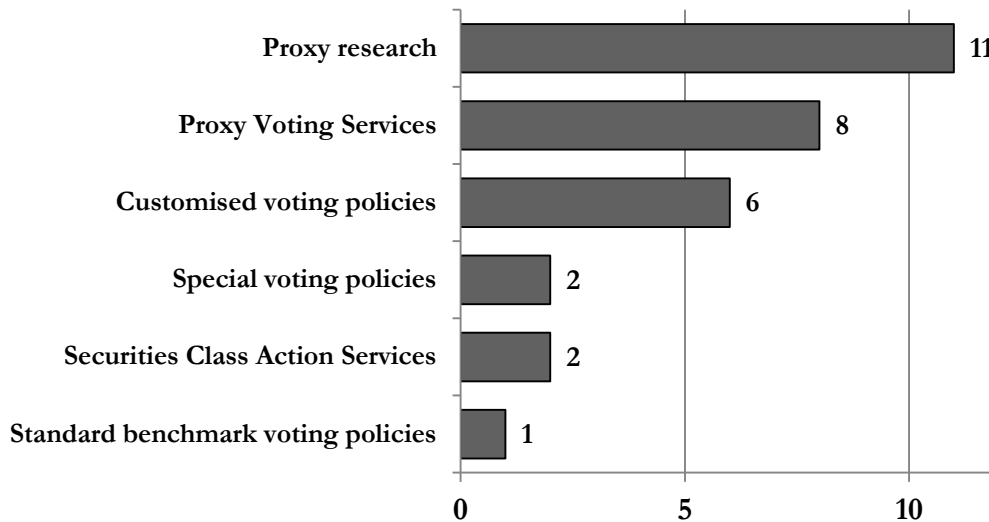
Gevraagd is om aan de hand van een percentage aan te geven in welke mate men geadviseerd wordt door ISS, Glass Lewis & Co. of anderen. Aan respondenten die gebruik maakten van de diensten van ISS en/of Glass Lewis & Co. is de vraag gesteld welk percentage van de beleggingen in Nederlandse beursgenoteerde aandelen geadviseerd wordt door ISS, Glass Lewis & Co. of anderen. Hierop antwoordden tien respondenten op wie dit van toepassing was ofwel 0% ofwel 100% (eenmaal werd 33% ingevuld). ISS en Glass Lewis lijken daarbij gemiddeld genomen door buitenlandse beleggers in gelijke mate te worden geraadpleegd.

	n=	Gemiddeld	0%	100%
% ISS	10	43,3%	5	4
% Glass Lewis & Co.	9	44,4%	5	4
% Other	7	0%	7	0

- **Stemadviesbureaus zijn vooral research provider**

Op de vraag welke producten en diensten van stemadviesbureaus worden afgenomen gaven elf respondenten aan ISS en Glass Lewis vooral te gebruiken voor de Proxy Research; acht respondenten gebruiken het stemplatform (Proxy Exchange of ViewPoint) voor de technische ondersteuning bij het uitbrengen van de stem; zes respondenten geven aan een Customised Voting Policy te hebben die ISS en Glass Lewis voor betreffende respondent uitvoert. Dit betekent niet dat de andere respondenten op basis van de standaard voting policies van stemadviesbureaus stemmen. Deze respondenten kunnen hun eigen stembeleid hanteren en naar eigen inzicht stemmen. Dit cijfer geeft slechts aan welke diensten buitenlandse institutionele beleggers afnemen bij ISS en Glass Lewis.

	n=	%
- <b>Proxy research</b>	11	78,6%
- <b>Proxy Voting Services, such as ProxyExchange (ISS), or ViewPoint (Glass Lewis)</b>	8	57,1%
- <b>Customised voting policies</b>	6	42,9%
- <b>Special voting policies: aimed at e.g. sustainability, social responsibilities, public funds, labour unions, charities</b>	2	14,3%
- <b>Securities Class Action Services</b>	2	14,3%
- <b>Standard benchmark voting policies</b>	1	7,1%
- <b>Other</b>	0	0,0%



Uit de diepte-interviews blijkt eveneens dat de meerderheid van de buitenlandse institutionele beleggers gebruik maakt van stemadviesbureaus. Men maakt daarbij onderscheid tussen de proxy research en de stemadviezen die de stemadviesbureaus leveren. In het eerste geval worden de stemadviesbureaus ook wel ‘service providers’ genoemd. Elf van veertien buitenlandse institutionele beleggers gebruiken de proxy research als input en achtergrond, naast de eigen research. Het is een vorm van ‘outsourcing’ en efficiency waar beleggers veel gebruik van maken. Het grote voordeel is dat de hoeveelheid informatie van de bedrijven wordt gecompriëerd en in een standaard format wordt gezet. Dit maakt het voor de buitenlandse beleggers mogelijk op een meer efficiënte manier een grote hoeveelheid informatie te bekijken, risico’s te ontdekken en tot een stemadvies te komen. Wat betreft de stemadviezen, geven ook elf buitenlandse beleggers aan de stemadviezen van derden te bekijken, maar daarnaast altijd zelf de uiteindelijke beslissing te nemen over de stem. Het één op één overnemen van stemadviezen doet men niet; het is de verantwoordelijkheid van de belegger om zelf die keuze te maken.

Twee buitenlandse beleggers maken alleen gebruik van de research van stemadviesbureaus, en de informatie over data/kalender wanneer er gestemd moet worden. De stemadviezen worden genegeerd (er wordt niet naar gekeken). De stemadviesbureaus worden vooral gewaardeerd om het geven van informatie en de technische mogelijkheden: de platforms waar gestemd kan worden.

Een aantal relevante quotes uit de diepte-interviews die deze bevindingen onderschrijven:

‘...We look at the research they provide, they help to highlight some areas we should be looking at, but we also look at our own materials and speak with the companies.’

‘...But ultimately, we do look into those smaller number of stories or situations, where it is evident from the standardized research that ISS or GL provided. Where there is evidence from that research that there is something worthy of further investigation. But we don’t read every single annual report, because that firstly is not practical, and secondly, we don’t need to, because that is where we pay ISS and GL a lot of money for every year to do on our behalf. (...) It is important to recognize that 80% of the meetings is routine. The business is routine, it is on the agenda, the company is broadly meeting the corporate governance best practice standards. If it doesn’t, it is explained well why not. That is the information we gain from ISS/GL globally.’

‘...They provide background information, which is supplemented by our own expertise and research.’

- **Stemadviesbureaus hebben geen ‘in-depth knowledge’, maar zijn wel belangrijke service provider**

Met de stelling ‘stemadviesbureaus hebben *‘in-depth knowledge’* van de beleggingen van buitenlandse beleggers in Nederlandse vennootschappen’, was de overgrote meerderheid (twaalf respondenten) het oneens; twee respondenten waren het eens met deze stelling. De twee respondenten die het een waren gaven aan dat er veel kennis aanwezig is van de Code en de best practices, waardoor er over het algemeen ook voldoende kennis is van toepassing van de verschillende codes. Vooral op specifieke focusgebieden, bijvoorbeeld op remuneratie, is de kennis volgens deze respondenten zeker ruimvoldoende. Volgens de meerderheid van de buitenlandse beleggers is 80% van de stemmen routine en daar is voldoende kennis voor aanwezig bij de stemadviesbureaus, maar is het daarmee niet gedetailleerd en in-depth. Ze zijn goed in het in detail bestuderen van een agenda-item. Er is inhoudelijke kennis over standaard onderwerpen, maar er is geen uitgebreide inhoudelijke kennis over de specifieke beleggingen. Een financiële matrix ontbreekt; het is ook wel vergeleken met een ‘tick-the-box’ oefening.

De buitenlandse beleggers geven aan altijd zelf informatie aan de ‘proxy research’ van stemadviesbureaus toe te voegen. De ‘proxy research’ geeft een externe kijk op de situatie waarbij voor veel door ons geïnterviewde beleggers nuances ontbreken. Volgens het merendeel van de beleggers kennen de stemadviesbureaus het bedrijf, de personen en de sector niet of onvoldoende. De buitenlandse belegger heeft het gevoel zelf dichterbij het bedrijf te staan, en kan daardoor een betere keuze maken. Voor specifieke onderwerpen (zoals benoemingskwesities, of remuneratie issues) en case-by-case situaties (bijvoorbeeld een belangrijke overname) benaderen de beleggers het bedrijf zelf, of gaan zelf dieper onderzoek doen. Bovendien worden er fouten gemaakt in de adviezen; voor de beleggers die dat vanzelfsprekend overnemen is dit een risico. Dit is overigens wel verbeterd over tijd aangezien de expertise en ervaring toe is genomen bij de stemadviesbureaus. De meer activistische beleggers stellen dat maar 50% van de adviezen juist is. Om volledige kennis te hebben van een bedrijf, is het bestuderen van alleen publieke informatie, zoals de stemadviesbureaus doen, niet voldoende.

Naast het leveren van informatie en stemadviezen attenderen de stemadviesbureaus de beleggers op data van de algemene vergaderingen en andere belangrijke bijeenkomsten. Beleggers maken bovendien gebruik van de alerts die de stemadviesbureaus uitgeven op bepaalde agenda-items. Dat is voor buitenlandse beleggers een teken om extra onderzoek te doen, of om in dialoog te gaan met het bedrijf. Er vindt veel overleg plaats tussen buitenlandse beleggers en het stemadviesbureau om dit proces zo goed mogelijk te laten verlopen. Beleggers geven feedback aan de stemadviesbureaus als informatie niet juist is. Dit gebeurt voor, na en tijdens het aandeelhoudersseizoen. Beleggers maken tenslotte gebruik van de platforms die de stemadviesbureaus bieden om de stem uit te voeren. Dit is iets wat ze zelf technisch niet kunnen en waarvoor ze afhankelijk zijn van de stemadviesbureaus.

- **Algemene stemrichtlijnen van stemadviesbureaus reflecteren de best practices van de belangrijkste institutionele beleggers (‘voor en door’ beleggers)**

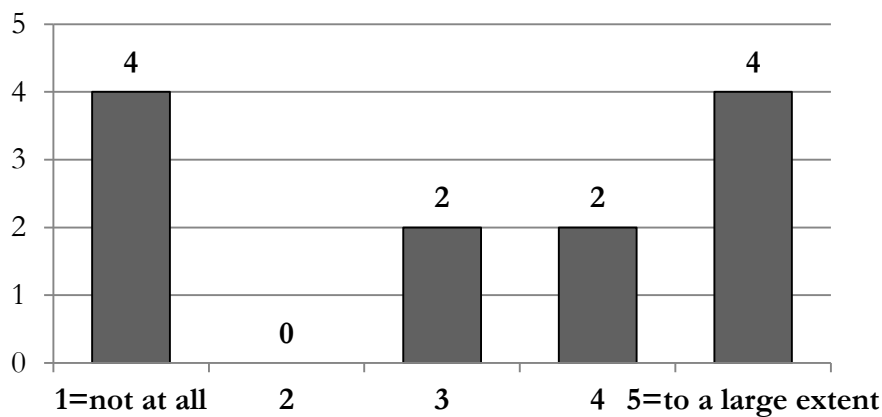
Op de vraag hoe buitenlandse institutionele beleggers een bijdrage leveren aan de ontwikkeling en continue update van de algemene stemrichtlijnen van stemadviesbureaus waarop de stemadviezen van deze ‘service providers’ gebaseerd worden, geven negen respondenten van totaal twaalf die deze vraag beantwoord hebben (75%) aan, elk jaar feedback te geven via de jaarlijkse surveys die uitgezet worden door de betreffende stemadviesbureaus. Daarnaast geven acht respondenten (67%) aan dit

te doen door middel van continue feedback aan de stemadviesbureaus. Uit interviews met betreffende stemadviesbureaus bleek inderdaad dat de research analisten/governance specialisten bij buitenlandse vermogensbeheerders terugkoppelingen geven aan de betreffende stemadviesbureaus. Veelal vindt ook na afloop van een stemseizoen een uitgebreide evaluatie plaats met klanten van deze stemadviesbureaus om nieuwe inzichten in de algemene stemrichtlijnen voor het navolgende jaar op te nemen. De algemene stemrichtlijnen geven dus een brede afspiegeling van de wereldwijd gehanteerde best practices.

	n=	%
<b>Annual feedback via surveys of voting advisory firms</b>	9	75%
<b>Round table meetings of voting advisory firms</b>	6	50%
<b>Continuous feedback (event driven) to voting advisory firms</b>	8	67%
<b>Directly based on own voting policy</b>	5	42%
<b>Other</b>	1	8%
<b>Totaal beantwoord</b>	<b>12</b>	<b>100%</b>

- **Daar waar stemadviesbureaus ook worden ingehuurd voor het geven stemadviezen, wordt het vooraf afstemmen van het eigen stembeleid met een stemadviesbureau vooral gedaan door beleggers die een ‘customised policy’ laten uitvoeren door betreffend stemadviesbureau.**

Op de vraag in welke mate buitenlandse beleggers hun stembeleid met stemadviesbureaus afstemmen voorafgaand aan het ontvangen van het stemadvies (if any) antwoordde zes respondenten dit in belangrijke mate (score 4 en 5) te doen.



In de diepte-interviews is aan respondenten de vraag gesteld of ze voorbeelden konden geven van de wijze waarop in hun ‘customised’ stembeleid ook specifieke aspecten uit de Nederlandse Code zijn opgenomen. De mate waarin specifiek de Nederlandse Code wordt gevolgd door sommige buitenlandse beleggers is beperkt. Onderstaand een aantal relevante quotes waaruit dit blijkt.

‘... we want to have a split role between the chairman and the CEO. We have a customization in our voting policy, that if the CEO is up for election to become chairman of the board, we always vote against that person. That is customized for the Dutch and the global market. Mainly in the US, where it means that we are voting



against 1500 – 2000 CEO's. That is automated, we are the only fund in the world who has that policy. That is one example.

‘...The other example is: say-on-pay, if we take a vote decision against that remuneration policy, we also vote against members of the remuneration committee. We take that sanction further than any of the proxy voting advisors would advice us to.’

‘...Customization is something that's relatively new for us in the last couple of years, so we focused first on the US and Europe, mostly the UK, to the extent that principles are applicable globally.’

‘... Director terms, is another area we have customized although we agree with the Dutch market best practice that outlines 4 years as the longest. The role of Chairman and CEO is another global issue that we customize, that we feel is a case by case situation, and we gave the proxy advisory firm a list of criteria.’

‘...We have general guidelines. We do not separate out countries.. There is nothing customized for Dutch companies.’

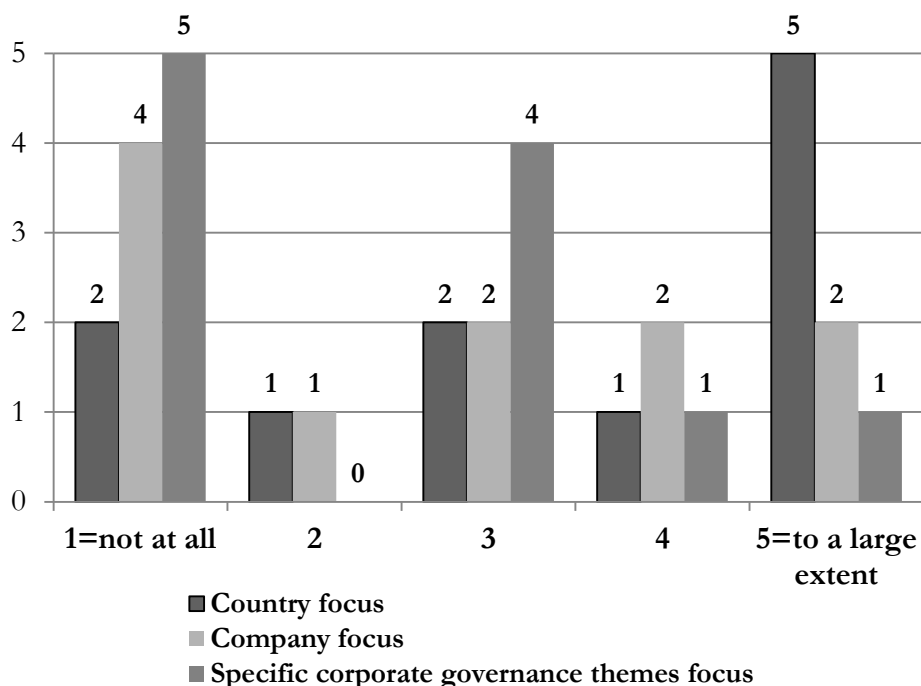
‘...we have constructed our own policy over time so the provision of examples of where we are different would require a comparison with a standard template, an exercise that we would prefer not to undertake.’

‘...You have your own voting policy, you have input from codes, regulations and your own research into that policy.’

‘...We hebben geen customised stemadviezen. In [headoffice] wordt gekeken of het stemadvies van ISS past in de eigen policy.’

- **Daar waar stemadviesbureaus ook worden ingehuurd voor het geven stemadviezen, instrueren buitenlandse beleggers stemadviesbureaus vooral om onderscheid te maken naar landen**

De vraag in welke mate buitenlandse beleggers onderscheid maken naar landen, specifieke corporate governance thema's of zelfs specifieke ondernemingen in hun instructies aan stemadviesbureaus, is door elf respondenten beantwoord. Zes respondenten gaven aan in hoge of zeer hoge mate stemadviesbureaus te instrueren onderscheid te maken naar landen. Een specifiek onderscheid naar corporate governance thema's wordt door het merendeel (negen respondenten) in mindere mate of geheel geen belang aan toebedeeld. Het instrueren van stemadviesbureaus om onderscheid te maken naar specifieke ondernemingen lijkt wisselend, maar nog niet overtuigend aanwezig.



#### 4.5. Totstandkoming steminstructie

- **De invloed van stemadviezen op finale steminstructies is beperkt**

Stemadviezen (inclusief ongevraagde adviezen indien men alleen de proxy research van betreffende providers afneemt) zijn volgens respondenten beperkt van invloed op de uiteindelijke uit te brengen stem, ofwel de finale steminstructie. De twaalf respondenten die deze vraag hebben beantwoord, scoorden de invloed gemiddeld tussen de 2 en 2,6 op een schaal van 5. Het stemadvies wordt door geen van de respondenten als leidend beschouwd. De spreiding in antwoorden is groot, hetgeen betekent dat sommige respondenten de invloed meer dan gemiddeld achten, andere respondenten minder dan gemiddeld. Wat opvalt, is dat voor beleggingen in het thuisland de respondenten meer eenduidig antwoorden dat de invloed van stemadviezen beperkt is, dan bij beleggingen elders.

	n=	gem.	1= not at all	2	3	4	5= Leading
<b>For investments in Dutch listed companies</b>	12	2,6	3	2	4	3	0
<b>For investments in non-Dutch listed companies</b>	12	2,5	3	2	5	2	0
<b>For investments in your home country</b>	12	2,0	3	7	1	1	0

- **Stemadviezen worden in hoge mate inhoudelijk gecheckt**

De vraag in welke mate buitenlandse beleggers stemadviezen inhoudelijk checken is door twaalf respondenten beantwoord. Vijf respondenten gaven aan stemadviezen altijd te controleren. Het merendeel van de overige respondenten gaf aan dit niet altijd maar wel regelmatig te doen.

	n=	gem	1= not at all	2	3	4	5= always
<b>For investments in Dutch listed companies</b>	12	3,8	0	1	5	1	5
<b>For investments in non-Dutch listed companies</b>	12	3,8	0	1	5	1	5
<b>For investments in your home country</b>	12	3,7	1	1	4	1	5

- **Stemadviezen reflecteren eigen stembeleid waardoor afwijkingen van stemadviezen van derden beperkt zijn**

Aan de buitenlandse beleggers is de vraag gesteld of men in het aandeelhoudersseizoen 2011 is afgeweken van stemadviezen inzake Nederlandse beursvennootschappen en zoja, op welke agendapunten of te nemen besluiten? Respondenten lijken hiervan geen gegevens bij te houden, zo blijkt uit de open antwoorden gegeven in de survey.

‘...[Respondent] has a set of customised voting instructions in place which are integrated in the voting platform. These instructions reflect [own] voting policies.’

‘...These instances occurred where we were able to have a discussion with the company prior to the vote, where proxy advisors clearly took a ‘box-ticking’ approach.’

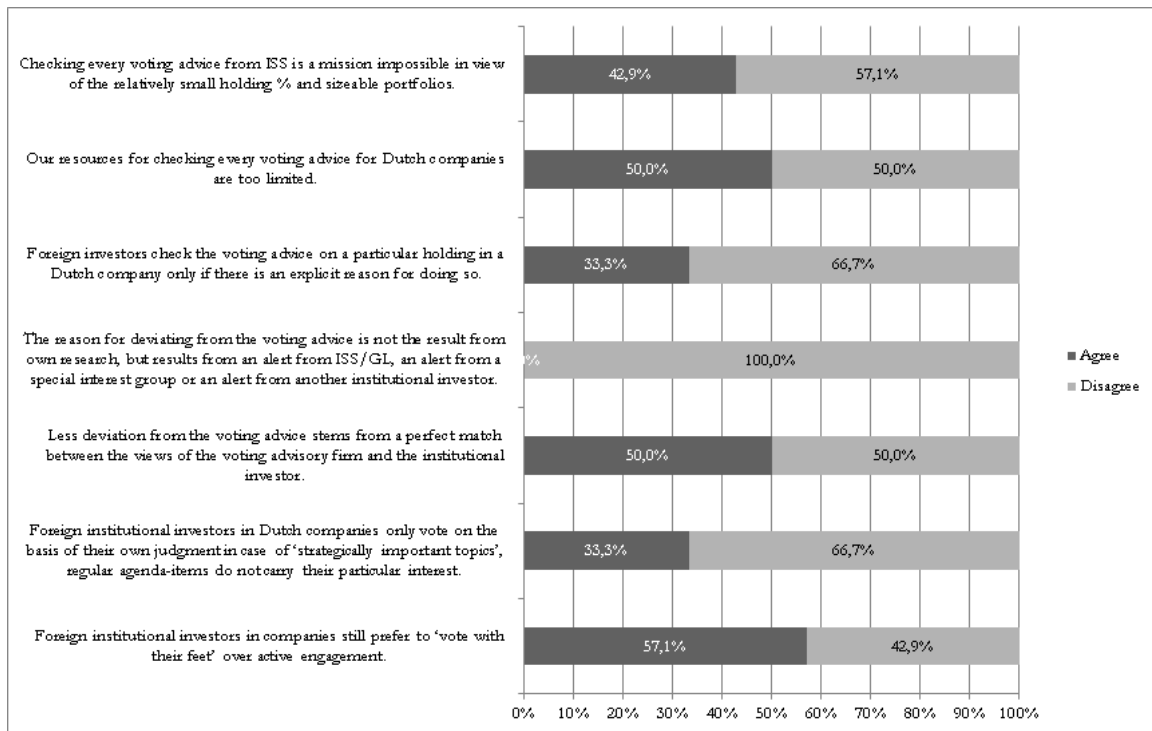
‘...As previously stated, [respondent] uses a number of research providers to enhance its own in-house research and information sources, however the ultimate voting decision is made independently. We have not conducted an evaluation of where our voting has differed from the voting advice of any voting advisory firms.’

‘...May happen on ad hoc basis, but nothing systematic.’

‘...We apply internal proxy policies designed by senior investment professionals. We do not directly follow the voting advice of any third parties.’

‘...For financial matters, the fund manager's view is leading. For other matters our own voting policy is leading’

In de diepte-interviews is aan de respondenten een aantal stellingen voorgelegd die betrekking hadden op eventuele afwijkingen van de stemadviezen en het controleren van stemadviezen van derden. Aan de respondenten is gevraagd te reageren met eens of oneens. Onderstaand een overzicht van en toelichting op de uitkomsten van deze snelle peiling.



Korte toelichting op de voorgelegde stellingen:

*Stelling: Checking every voting advice from ISS is a mission impossible in view of the relatively small holding % and sizeable portfolios.*

Zeven van de veertien respondenten hebben op deze stelling gereageerd<sup>40</sup>; vier respondenten waren het oneens met deze stelling; drie respondenten waren het eens. De respondenten die niet op deze stelling hebben gereageerd maakten geen gebruik van stemadviezen (maar gebruiken slechts de proxy research) en hebben derhalve geen mening over het afwijken van stemadviezen.

- Uitleg disagree: het is niet onmogelijk om alle stemmen te bekijken. Beleggers maken wel een selectie op basis van hun beleid, zodat niet alle stemmen gecontroleerd worden, maar het is zeker wel mogelijk.
- Uitleg agree: beleggers zijn in een bepaalde mate afhankelijk van extern advies van stemadviesbureaus gezien de hoeveelheid holdings. Vooral door customised stemadviezen en goed overleg met de stemadviesbureaus is het niet nodig alle adviezen te controleren.

*Stelling: Our resources for checking every voting advice for Dutch companies are too limited.*

Zes van de veertien respondenten hebben op deze stelling gereageerd; drie respondenten waren het oneens met deze stelling; drie respondenten waren het eens.

- Uitleg disagree: beleggers checken (of auditen) het grootste gedeelte van de stemmen in Nederlandse bedrijven.
- Uitleg agree: beleggers hebben simpelweg de resources niet om alles te checken.

*Stelling: Foreign investors check the voting advice on a particular holding in a Dutch company only if there is an explicit reason for doing so.*

Zes van de veertien respondenten hebben op deze stelling gereageerd; vier respondenten waren het oneens met deze stelling; twee respondenten waren het eens.

<sup>40</sup> Alleen de respondenten die de stemadviezen van stemadviesbureaus afnemen (en dus niet alleen de bijbehorende proxy research) zijn deze stellingen voorgelegd.

- Uitleg disagree: beleggers checken of auditen zo veel mogelijk stemmen, ook al is er geen expliciete reden voor.
- Uitleg agree: beleggers checken of auditen alleen de stemmen van bedrijven waar men een grote holding heeft, waar het stemadvies afwijkend is, of waar iets specifiek mee aan de hand is.

*Stelling: The reason for deviating from the voting advice is not the result from own research, but results from an alert from ISS/GL, an alert from a special interest group or an alert from another institutional investor.*

Zes van de veertien respondenten hebben op deze stelling gereageerd; zes respondenten waren het oneens met deze stelling; geen van de respondenten was het eens.

- Uitleg disagree: beleggers kijken af van het stemadvies op basis van eigen onderzoek, een alert van een stemadviesbureau, van een special interest groep (Eumedion) of van een andere investeerder. Het is dus een mix, en niet één bepaalde richting. De meerderheid hecht de grootste waarde aan het eigen onderzoek, waar ook alerts kunnen zijn ingebouwd.

*Stelling: Less deviation from the voting advice stems from a perfect match between the views of the voting advisory firm and the institutional investor.*

Zes van de veertien respondenten hebben op deze stelling gereageerd; drie respondenten waren het oneens met deze stelling; drie respondenten waren het eens.

- Uitleg disagree: het beleid van het stemadviesbureau reflecteert alle visies van de beleggers waar zij service aan verlenen. Het is een overkoepelend beleid, voortkomend uit alle verschillende richtlijnen van beleggers. Bovendien hebben beleggers de vrijheid en mogelijkheid te overleggen met het management van de bedrijven. Dit maakt dat er per situatie een specifiek beleid gevormd kan worden, terwijl het stemadviesbureau zich aan het eigen (overkoepelende) beleid moet houden. Beleggers stellen dat het onmogelijk is voor een stemadviesbureau om precies te weten wat de visie is van de aandeelhouders van een bedrijf.
- Uitleg agree: doordat beleggers uitvoerig contact hebben met de stemadviesbureaus over de inhoud van het stembeleid, zijn ze goed in staat dat beleid uit te voeren. Hierdoor is het logisch te zeggen dat als er wordt afgeweken, er geen perfecte match is tussen de visies van de belegger en het stemadviesbureau. Dit geldt vooral voor de standaarditems op de agenda.

*Stelling: Foreign institutional investors in Dutch companies only vote on the basis of their own judgment in case of 'strategically important topics', regular agenda-items do not carry their particular interest.*

Zes van de veertien respondenten hebben op deze stelling gereageerd; vier respondenten waren het oneens met deze stelling; twee respondenten waren het eens.

- Uitleg disagree: beleggers stemmen op alle agenda-items, dus ook op standaard items.
- Uitleg agree: er is geen nadere toelichting op gegeven.

*Stelling: Foreign institutional investors in companies still prefer to 'vote with their feet' over active engagement.*

Zeven van de veertien respondenten hebben op deze stelling gereageerd; drie respondenten waren het oneens met deze stelling; vier respondenten waren het eens.

- Uitleg disagree: beleggers gaan eerst in dialoog met het bedrijf voordat er met de voeten wordt gestemd. Engagement wordt dan ook als een waardevol instrument gezien; het kan voor (positieve) verandering zorgen. De beleggers maken wel een afweging over wat de engagement kost en oplevert. Alleen in het extreme geval zal men met de voeten stemmen, nadat er een dialoog is geweest. Daarnaast hebben beleggers soms een bijzonder mandaat, waardoor ze niet kunnen stemmen met de voeten.
- Uitleg agree: beleggers gaan alleen in dialoog als engagement daadwerkelijk iets kan oplossen. Het is een financiële afweging iets te verkopen of kopen; engagement komt daarbij op de tweede plaats.

- **Portfoliomanagers en analisten zijn in geval van actief beheerde aandelenportefeuilles in hoge mate betrokken en spelen een sleutelrol bij de totstandkoming van de uiteindelijke steminstructie voor de algemene vergadering.**

Portfolio managers (en analisten), verantwoordelijk voor het rendement op (en de research aangaande) de in portefeuille gehouden belangen, lijken in het algemeen betrokken bij de toetsing van de uiteindelijke steminstructies. Zo geven zes respondenten aan dat portfoliomanagers zelfs de lead hebben in het bepalen hoe wordt gestemd. Tegelijkertijd geven twee respondenten aan dat portfoliomanagers in het geheel geen betrokkenheid hebben. Dit laatste hangt zeer waarschijnlijk samen met de gekozen beleggingsstrategie. Maakt het belang in de betreffende Nederlandse beursvennootschap deel uit van een passieve portefeuille (index-tracking) dan zal de portfoliomanager in de regel niet betrokken zijn bij de vaststelling van de steminstructie. Bij portfoliomanagers die een geconcentreerde aandelenportefeuille actief beheren is de betrokkenheid bij de steminstructie zeer groot.

	n=	gem	1=not at all	2	3	4	5= always
Informed about voting advices	13	3,23	2	3	2	2	4
Informed about voting instructions	13	3,85	1	1	3	2	6
Involved in determining voting instructions	14	3,79	1	2	2	3	6
Taking the lead in determining voting instructions	14	3,57	2	3	0	3	6

Uit de antwoorden op de vervolgvraag in hoeverre stemadviesbureaus, andere institutionele beleggers, belangenorganisaties van aandeelhouders, of portfoliomanagers van invloed zijn op de daadwerkelijke steminstructie danwel de uit te brengen stem, valt op te maken dat de portfoliomanagers, ook wel investment managers, een sleutelrol vervullen (gemiddelde invloedsscore 3,8 op een schaal van 5). Tien van de veertien respondenten scoren portfoliomanagers een 4 of 5. Andere institutionele beleggers en belangenorganisaties lijken een (zeer) beperkte rol te hebben (gemiddelde scores 1,8 respectievelijk 1,9). Stemadviesbureaus hebben een gemiddelde invloedsscore van (2,6). Overigens dient hierbij opgemerkt dat de gemiddelde scores wel de mate van invloed geven maar dat er een grote verscheidenheid zit in de antwoorden binnen de categorieën. Bijvoorbeeld de score van de stemadviesbureaus (2,6) is opgebouwd uit zowel vijf respondenten die hebben aangegeven 'not at all' en vier respondenten die 4 of 6 hebben aangevuld. Dit betekent dat de meningen uiteen lopen.

	n=	gem	1= not at all	2	3	4	5= to a large extent
Voting advisory firms	14	2,6	5	1	4	3	1
Other (institutional) investors	14	1,8	9	1	2	2	0
Dutch special industry groups (Eumedion, VEB)	14	2,6	5	2	2	3	2
Special interest groups in home country	13	1,9	7	3	1	2	0
Portfolio managers-investment managers	14	3,8	1	3	0	4	6

De scores voor steminstructies voor niet-Nederlandse belangen laten een vergelijkbaar beeld zien.

- **De invloed van stemadviesbureaus verdient nuancering**

Uit de gehouden diepte-interviews blijkt dat een nipte meerderheid van acht van de veertien respondenten het oneens is met de stelling dat stemadviesbureaus de belangrijkste adviseurs en ‘proxy holders’ zijn voor beleggingen van buitenlandse institutionele beleggers in Nederlandse beursvennootschappen.

*Eén kant van de medaille: de invloed van stemadviesbureaus is beperkt*

Uit de diepte-interviews blijkt dat stemadviesbureaus misschien wel de belangrijkste proxy holders zijn (via de voting platforms die zijn bieden om geautomatiseerd de stem uit te brengen), maar niet de belangrijkste adviseurs. Zoals ook uit voorgaande bleek wordt het advies van de stemadviesbureaus in ogenschouw genomen, maar uiteindelijk ligt de stembeslissing bij de belegger zelf. De portfoliomanager of investment professional (in nauwe samenwerking met de analist) beslist, al dan niet bijgestaan door een corporate governance specialist, op basis van het eigen ‘customised’ stembeleid. Soms kunnen de stemadviezen van derden bepaalde zaken ophelderen of aanvullen, maar de stembeslissing is ook gebaseerd op gesprekken met de bedrijven, het materiaal dat de bedrijven zelf aanleveren en het eigen onderzoek. De stemadviesbureaus worden dan ook zoals eerder bleek niet als leidend gezien. De technische systemen van de stemadviesbureaus worden wel vaak gebruikt om de stem uit te brengen. Als er geheel automatisch gestemd wordt via een derde, dan is dat op basis van eigen stembeleid en niet dat van het stemadviesbureau.

‘...We use our service provider not as somebody who tells us what to do but basically interprets our policies on our behalf and makes it more efficient for us to go through this.’

‘...It is important to remember that proxy advisors give us advice. They are not making decisions on our behalf; we take full ownership of the voting decisions that we make.’

‘...At the end of the day, that is all they are, they are simply recommendations from an independent source of research.’

Eumedion nam in haar evaluatie van het aandeelhoudersseizoen 2011 een overzicht op van de meest controversiële agendavoorstellen van het aandeelhoudersseizoen 2011. Hierbij is aangegeven hoe het ‘standaard’ stemadvies van stemadviesbureau ISS luidde. Bij de tabellen die in appendix I van de evaluatie van het aandeelhoudersseizoen 2011 door Eumedion zijn opgenomen, wordt door Eumedion gesteld dat uit de tabellen (zie onderstaande tabel met de voorstellen voor AEX vennootschappen) niet kan niet worden geconcludeerd dat een [stem]advies aan institutionele beleggers om tegen te stemmen ‘automatisch’ leidt tot het verwerpen van de betreffende voorstellen. De invloed van stemadviesbureaus op de uiteindelijke ‘stemuitslag’ dient derhalve volgens Eumedion te worden genuanceerd.

AEX-vennootschappen Vennootschap	Voorstel	Tegen <sup>41</sup>	Uitslag	Standaard ISS-advies
SBM Offshore	Statutenwijziging: verhoging dividend op beschermingspreferente aandelen	83,4%	Verworpen	Tegen
TNT	Decharge RvC	60,0%	Verworpen	Tegen
Fugro	Emissiemachtiging (waaronder machtiging tot uitgifte beschermingsprefs)	55,0%	Aangenomen	Tegen
Fugro	Beperking/uitsluiting voorkeursrecht	52,3%	Aangenomen	Tegen
ING Groep	Wijziging bezoldigingsbeleid	43,2%	Aangenomen	Tegen
Wolters Kluwer	Beperking/uitsluiting voorkeursrecht	37,5%	Aangenomen	Voor
Randstad	Statutenwijziging (waaronder agenderingsrecht)	32,8%	Aangenomen	Tegen
Aegon	Wijziging bezoldigingsbeleid	30,3%	Aangenomen	Tegen
Boskalis	Inkoopmachtiging tot 50% geplaatst kapitaal	27,6%	Aangenomen	Tegen
Wolters Kluwer	Emissiemachtiging	25,1%	Aangenomen	Voor

Tabel: controversiële agendavoorstellen AEX vennootschappen en adviezen ISS<sup>42</sup>

*De andere kant van de medaille: de invloed van stemadviesbureaus is potentieel groot*

Toch zijn zes van de veertien buitenlandse beleggers het ook eens met de stelling dat stemadviesbureaus de belangrijkste adviseurs en ‘proxy holders’ voor buitenlandse institutionele beleggers zijn. Volgens deze respondenten maken buitenlandse beleggers gebruik van stemadviesbureaus omdat ze wel moeten, gezien de omvang van de portfolio’s en het grote aantal relatief beperkte belang per vennootschap. Het is de enige manier om alle informatie op een efficiënte en kostenbesparende manier te verzamelen en in één format te kunnen lezen. Het is onmogelijk om over alle agenda-items wereldwijd zelf een mening te vormen. Grote beleggers hebben eigen onderzoeksteams, maar die onderzoeken een selectie van de bedrijven. Voor die specifieke beleggingen worden de adviezen van derden soms overschreven, maar in de praktijk gebeurt dit weinig, aldus deze respondenten.

Slechts drie van de veertien buitenlandse beleggers vinden dat de invloed van stemadviesbureaus (te) groot is. Volgens deze respondenten beschikt de meerderheid van institutionele beleggers niet over de resources en besteedt daarom het proces van informatie inwinnen uit. Volgens deze respondenten doen de service providers zelf niets verkeerd; het probleem is volgens deze respondenten dat de beleggers niet voldoende aandacht geven aan de externe informatie en adviezen, en het daarom één op één overnemen. De adviezen zijn gebaseerd op het beleid van de verschillende investeerders die klant zijn, waardoor soms geen specifieke aandacht wordt gegeven aan belangrijke items voor een individuele belegger. Op deze manier beïnvloedt het beleggers, omdat het de mening van alle beleggers is, en niet die van één belegger. Er wordt dus door deze respondenten getwijfeld aan de alertheid en pro activiteit van sommige beleggers, vooral van beleggers met relatief kleine holdings in Nederlandse bedrijven en omvangrijke grote portfolio’s.

<sup>41</sup> Percentage van het ter vergadering totaal aantal uitgebrachte stemmen.

<sup>42</sup> Evaluatie aandeelhoudersseizoen 2011, juli 2011, [www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl)



Onderstaand een aantal quotes van respondenten ten aanzien van de vraag hoe groot de invloed is van stemadviesbureaus op het stemgedrag van buitenlandse institutionele beleggers in Nederlandse beursvennootschappen.

‘...Definitely large. We do have a customized policy as well with ISS. We’re trying to look at each market.’

‘...Agree, they are very influential to foreign investors because the majority of the investors do not have resource to engage or do their own research on voting. So they tend to outsource this. They are important, clearly it is what most do, but it is not good that they do it this way. It is not the fault of ISS or GL, they are doing what they have been asked to do. The clients do not give enough attention or direction to GL and ISS, that is the problem.’

‘...Some are better than others and some pay attention to it and be intelligent around the voting and contact the companies where needed. But most would simply take the default policy, that is their policy. There is a problem there, which is the poor use of the voting systems by clients, not on the part of the voting companies themselves. You need a further effort by the client to make it work properly. (...) So we do think they (ISS/GL) do have a massive influence on how the investors vote, but we question the pro-activeness of those investors. The question is if they are doing the right thing by following those blindly.’ (...)

‘...They should be regulated. They are in some senses giving investment advice. We would regulate a broker that was doing research and giving advice. Why aren’t they regulated? The financial regulator should be the regulator.’

‘...Overall people do think (...) ISS has too much influence. But they don’t necessarily have that same level of influence. Because these investors are looking at a subset of issues. The reason they are looking at a subset of issues is a combination of two things: it is resource constrains, but also the fact they have assigned a level of risk to certain items, not every item. With the items you assigned a lower risk to and a lower materiality to and let’s say even routine. If ISS may be getting things wrong or having larger influence there over that, but they are still in our opinion less materialized. So therefore their influence becomes less material. If it would be the other way around, I think there would be a big problem. For example: if ISS was dictating major changes to board structure or capitalization or remuneration or other very core governance issues, that would be a problem. And if it were doing it at the largest Dutch issuers, like Shell and ING, because often if you have a change or controversy there, that is going to vibrate through the market.’

‘...I think it is a *potential* problem. But given the reality that at least the large managers are assigning, - individually, we can all pick items that we think are material - we are all considering what we think are the most material and risky governance issues on a case by case our self and only using ISS as a research source, or screen if you will. That lessens the materiality of ISS’ influence, because what they are influencing are essentially lower items. On the flip side, the smaller investors, who in aggregate still are a good chunk of assets under management in terms of foreign holdings in Dutch listed entities, it is probably the exact opposite. It is certainly influencing them. So in that regard I do not know if we are cancelling each other out.’

Naast de rol en invloed van stemadviesbureaus, zo blijkt uit de diepte-interviews, dienen ook andere partijen in ogenschouw te worden genomen. Ook meer activistische (mede)aandeelhouders geven informatie en stemadviezen en hebben daardoor een mogelijke invloed op het stemgedrag van (andere) institutionele beleggers.

‘...And I think we should be aware of, when you talk about proxy advisors, it is not always ISS and GL. What do you call proxy advisors? There is a much broader range, also Hermes? There is a larger pool of proxy advisors out there that not always get the same scrutiny that ISS/GL are getting. Whereas they should. So that is one thing. Another area that can be improved is having a higher degree of standardization. For instance, speaking about independence of board members, it is a key thing: how is it defined in the European market? The better you harmonize areas like that the better the assessment and advice will be. For example the independence of board members. That is one of the key things they advice us about. In all corporate governance codes there are reflections of that. However, each company and each market might have its own definition of independency. If you were to do something about that, that will improve the analysis.’

‘...The market for proxy advisors is much larger than only ISS and GL. For any hot topic, we have one or two proxy advisors calling in on behalf of the company [ex: Orient Capital, DF King, Sodali, Georgeson, Ipreo, HBQ Partners, etc ]. And they are very vocal. We use both sides to come up with our conclusions. The other parties are not in the picture, but they should be. Also important is the role of the more active shareholders, cooperating with and influencing large investors. [Some] have [large numbers] of clients, and they vote on their behalf. So they are advisors on behalf of these clients.’

Een meer activistische respondent verwoordde het als volgt:

‘...Every answer to every question of every AGM or EGM, the decisions are tailor made. We have a team that goes over all the questions to decide to vote in favor, against or abstain. In light of the tactics and the goal of the investment campaign. That is because of the nature of our firm. It is not that we hold a large holding in Dutch companies, and therefore need a harmonized approach how to vote on every AGM in the AGM season. We only have fewer than 10 stocks in our portfolio. It doesn’t matter how big they are. We have 8 people in our research team. But the entire investment department is involved in this, because if we have that few stocks, you can imagine we take every question seriously and we discuss each question internally. The entire organization is involved. ‘

‘...We have less than 10 stocks in portfolio, but we do research on thousands of stocks. But the intensity of the detail of the research increases the more we zoom in on one company, the closer it gets to the actual investment stage and then the intensity increases by us adding to particular positions. But we do go over each question. Also in the light of campaign tactics, you don’t want to vote against something that has been a positive thing, or when something is politically very difficult, you would rather abstain in such a case. It is all about finding the right answer in the context of the campaign and what we are asking for, from the overall governance picture.’

‘...We would take an active approach with other shareholders, but not with voting advisory firms. We will talk to other major shareholders. I’ve named the stakeholder

approach before. We believe it is important to build our arguments with other shareholders, but also with other stakeholders that might have a point of view on an issue, it might be the regulator, it might be the government, it might be a trade union, it could be a number of entities that have a valid point of view on the corporate decision making process. Also press, politicians.’

#### *Eerder onderzoek naar de invloed van stemadviesbureaus*

Ook uit eerder wetenschappelijk onderzoek van diverse wetenschappers blijkt dat de vermeende invloed van stemadviesbureaus overgewaardeerd lijkt te worden.

Het onderzoek van Choi e.a.<sup>43</sup> strekte zich uit over vier stemadviesbureaus: ISS, Glass Lewis, Egan Jones en Proxy Governance<sup>44</sup>. Zij concluderen, overeenkomstig berichten in de media, dat ISS het meest invloedrijke stemadviesbureau is. Van de andere drie lijkt enkel Glass Lewis een betekenisvolle invloed te hebben op het stemmen van aandeelhouders.

#### **Choi (2010), The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality**

- Stemadviesbureaus zijn potentieel machtige actoren in de corporate governance wereld<sup>45</sup>. Slechts in een handvol academische publicaties zijn de aanbevelingen van ISS empirisch onderzocht<sup>46</sup>. Hoewel een oppervlakkige analyse suggereert dat een aanbeveling van ISS een marginale invloed van 20 procent kan hebben, tonen de auteurs door middel van een geavanceerde test dat die getallen substantieel overschat worden<sup>47</sup>.
- Daarnaast presenteren de auteurs onderzoeksgegevens waaruit blijkt dat de invloed van ISS mede valt af te leiden uit het feit dat ISS (in grotere mate dan de andere stemadviesbureaus) zijn aanbevelingen baseert op factoren die aandeelhouders belangrijk vinden.
- Invloed wordt overschat, aldus de auteurs; stemadviesbureaus hebben immers richtlijnen opgesteld die zij gebruiken bij het bepalen van hun stemadviezen. Voor de meeste institutionele beleggers is de meest efficiënte manier om te kiezen hoe te stemmen dan ook te kiezen welke richtlijnen van welk stemadviesbureau het meest overeenkomen met de eigen voorkeuren<sup>48</sup>.
- Als ISS zijn marktpositie wil behouden, kan zij niet zonder gevolgen arbitraire aanbevelingen doen.<sup>49</sup> Dat zou ertoe leiden dat institutionele beleggers zich tot de andere

<sup>43</sup> Choi, S.J. e.a. (2010), ‘The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?’, *Emory Law Journal* 2010 vol. 59 p. 905

<sup>44</sup> Proxy Governance, Inc. maakte eind 2010 bekend te stoppen als *proxy advisory firm*. Michael Ryan, voormalig president van Proxy Governance, schreef in een afscheidsbrief aan cliënten: In a world where institutions have many hundreds or thousands of securities to vote on, it has simply become impossible for many institutions to read and analyse or consider thoughtful research. By requiring everything to be important, nothing becomes important. (...) As a result, as proxy voting has evolved for at least some customers to become a non-value added compliance – where quality and depth is less important than cost-savings – we determined we could no longer add significant value.”

<sup>45</sup> Verwezen wordt o.a. naar een rapport van de US Government Accountability Office uit juni 2007, *Shareholder Meetings: Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting*. Vijftien van de twintig in dat kader ondervraagde grote institutionele beleggers maakte gebruik van de aanbevelingen van stemadviesbureaus om hun eigen, interne besluitvorming aan te vullen. Ook wordt genoemd: Diamond, C.J., en Yevmenenko, I. (2008), ‘Who Is Overseeing the Proxy Advisors?’, *Bloomberg Corporate Law Journal* 2008, p. 606, 608

<sup>46</sup> Genoemd worden de onderzoeken van Bethel, J. E., and Gillian, S.J. (2002), ‘The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting’, *Financial Management*, 31,4, 29-54.; Alexander, C.R.e.a. (2008), ‘The Role of Advisory Services in Proxy Voting’, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No. w15143; Cai, J., Garner, J.L. en Walking, R.A. (2009), ‘Electing Directors’, *Journal of Finance* 2008 ,P. 2389, 2404

<sup>47</sup> De uitkomst van de test wijst erop dat voor een gemiddelde onderneming tussen de 6% en 13% van de aandeelhoudersstemmen door een ISS aanbeveling wordt beïnvloed. De auteurs achten het waarschijnlijk dat een ISS advies tussen de 6% en de 10% van de aandeelhoudersstemmen van uitkomst doet verwisselen.

<sup>48</sup> De auteurs beredeneren dan ook dat ISS het grootste marktaandeel heeft omdat zijn voting policy het meest overeenstemt met onder aandeelhouders levende stemprincipes. Zie: Choi, S.J. e.a. (2010), ‘The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?’, *Emory Law Journal* 2010 vol. 59, p. 882, 883

<sup>49</sup> Choi, S.J. e.a. (2010), ‘The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?’, *Emory Law Journal* 2010 vol. 59, p. 906

stemadviesbureaus zouden wenden. ISS is dan ook, zo wordt geconcludeerd, een informatieverstrekker en gids<sup>50</sup> die beleggers helpt beslissingen te nemen die overeenstemmen met hun bestaande voorkeuren.

Ook in een ander onderzoek van Choi inzake ‘*Director Elections and the Role of Proxy Advisors*’ komt men tot de conclusie dat de stemadviesbureaus (en dan vooral ISS) hun stemadviezen baseren op factoren die aandeelhouders, onafhankelijk van het stemadvies, in overweging nemen als zij hun stem bepalen<sup>51</sup>.

Een ander recent onderzoek is het onderzoek van Barral en Nathan<sup>52</sup> waarin een meer beschouwende blik wordt gegeven op stemadviesbureaus.

#### **Barral en Nathan (2011), Proxy Advisory Business: Apotheosis or Apogee?**

- Enerzijds zitten de stemadviesbureaus volgens deze onderzoekers – en dan met name ISS en Glass Lewis – in de zogenaamde ‘catbird seat’, oftewel een zeer gunstige positie.
- Na het sluiten van Proxy Governance eind 2010 controleren deze twee bedrijven ruim 90% van de markt. Bovendien is het aantal onderwerp en stemmen de laatste decennia exponentieel gestegen.
- De gezamenlijke invloed van ISS en Glass Lewis is in contested vote situations vaak doorslaggevend<sup>53</sup>.
- Daarnaast beïnvloeden de stemadviesbureaus indirect ondernemingen door middel van het door hen geformuleerde stembeleid. Ondernemingen passen hun eigen compensation en governance beleid hier in steeds grotere mate reeds op voorhand op aan, aldus Nathan. En ook in hun reacties op aandeelhoudersvoorstellen kijken ondernemingen goed naar hoe de stemadviesbureaus er op reageren.
- Het is te verwachten dat corporate governance principes zullen blijven evolueren en in aantal toenemen. Aangezien de stemadviesbureaus een cruciaal onderdeel vormen van het corporate governance systeem, is daarmee hun levensvatbaarheid en groeipotentieel gegeven.

Anderzijds zijn er volgens deze onderzoekers ook tekenen dat de positie van stemadviesbureaus minder gunstig is dan hij op het eerste gezicht lijkt. Overwegingen hierbij zijn dat:

#### **Barral en Nathan (2011), Proxy Advisory Business: Apotheosis or Apogee?**

- Het aantal stemmen dat moet worden uitgebracht (en daarmee verbonden natuurlijk het aantal stemadviezen dat gevraagd wordt) is simpelweg te groot geworden om te kunnen afhandelen. In 2009, bijvoorbeeld, deed ISS proxy research en gaf het stemadviezen voor meer dan 37,000 bedrijven ter wereld. Bovendien concentreren de aandeelhoudersvergaderingen zich in een kwart van het kalenderjaar. De seizoensdrukte voor de stemadviesbureaus is dan dus gigantisch.
- Het aantal stemmen dat uitgebracht moet worden op de algemene vergadering zal, onder invloed van nieuwe financiële wetgeving (in Amerika) en de opkomende aandacht voor corporate governance (wereldwijd) alleen nog maar groeien.
- Het resultaat van de massale vraag is massaproductie<sup>54</sup>: Stemadviesbureaus gebruiken nu reeds one-size-fits-all voting policies en simplistische analytische modellen om eenvoudig en makkelijk

<sup>50</sup> Deze mening wordt breed gedeeld. Zie bijvoorbeeld: Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance, Principle 8, gepubliceerd op 23 september 2010 in reactie op de SEC Concept Release on Proxy Advisory Firms.

<sup>51</sup> Choi, S.J. e.a. (2009), ‘Director Elections and the Role of Proxy Advisors’, *Southern California Law Review* 2009, vol. 82, p. 46, 47

<sup>52</sup> Nathan C. and Barral, J.D.C. (2011), ‘Proxy Advisory Business: Apotheosis or Apogee?’, Harvard Law Blog via <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2011/03/23/proxy-advisory-business-apotheosis-or-apogee/>

<sup>53</sup> ‘A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo: The Case for Greater Accountability and Oversight’, Center on Executive Compensation, p. 3-6 en 19-27

voorhanden zijnde input tot een simpel, goedkoop advies om te vormen. Grondig (duur) onderzoek wordt zo veel mogelijk vermeden.

- Het gebrek aan transparantie in de processen die de stemadviesbureaus gebruiken zorgt voor onbegrip en onvrede bij cliënten<sup>55</sup>.
- De diensten zijn op dit moment, al is het massaproductie, niet erg winstgevend. Investerings die de kwaliteit van de stemadviezen omhoog zouden kunnen brengen, hoeven dan ook niet verwacht te worden. Investment managers zijn ook niet bereid meer voor de adviezen te betalen, omdat ze nu eenmaal weinig financiële waarde aan de stemadviezen hechten<sup>56</sup>.

Barral en Nathan signaleren een ontwikkeling waarbij, de oplopende druk van het aantal uit te brengen aandeelhoudersstemmen zou kunnen leiden tot groeiende frustratie bij bedrijven, adviseurs en investeerders. Belangrijker vinden zij nog dat het huidige, mechanische stemmodel lijkt te leiden tot een fundamentele herbezinning van een van de pijlers van het systeem – namelijk dat het de plicht is van een institutionele belegger ten opzichte van zijn cliënten om te stemmen op alle aandelen uit zijn portfolio, ongeacht de kosten, complexiteit of het eventueel afwezige potentieel om de aandeelwaarde te doen stijgen.

#### 4.6. Het uitbrengen van de stem

Het laatste deel van het onderzoek naar stemgedrag richt zich op het daadwerkelijk kunnen uitbrengen van de stem op de algemene vergadering. In de vorige paragraaf is ingegaan op de totstandkoming van de steminstructie. In deze paragraaf zijn de bevindingen beschreven ten aanzien van het daadwerkelijk uitoefenen van het stemrecht ('casting the votes').

- **Custodians en sub-custodians zijn de belangrijkste schakel in de keten om te komen tot het daadwerkelijk uitbrengen van de stem op de algemene vergadering**

Op de vraag welke partijen in meer of mindere mate van invloed zijn op het daadwerkelijk stemmen gaven respondenten aan dat custodians en subcustodians de belangrijkste schakel zijn, ofwel de belangrijkste bijdrage dienen te leveren.

Zoals uit onderstaande tabel blijkt is de gemiddelde score van custodians en subcustodians van veertien respondenten 3,1. Opvallend is dat zeven respondenten aan geven dat het voting platform van ISS een belangrijke bijdrage levert, waardoor dit de derde belangrijkste factor is. Aan de notaris wordt vrijwel geen belang toegekend (tien respondenten geven aan dat de notaris geen bijdrage heeft in het daadwerkelijk uitbrengen van de stem op de algemene vergadering, nog eens drie geven aan dat dit zeer beperkt is).

---

<sup>54</sup> 'A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo: The Case for Greater Accountability and Oversight', Center on Executive Compensation, p32 ("In recent years, ISS has made a major push to reduce its cost structure by locating much of its data collection and research activities outside the United States, particularly to the Philippines"); p56 ("To cope with the massive amount of data collection and analysis required to analyze proxy issues at thousands of companies, the proxy advisory firms have...largely outsourced their own "data mining" operations.").

<sup>55</sup> Choi, S.J. e.a. (2009), 'Director Elections and the Role of Proxy Advisors', *Southern California Law Review* 2009, vol. 82

<sup>56</sup> A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo: The Case for Greater Accountability and Oversight', Center on Executive Compensation, at 10, 32.

	n=	Gem	no contribution	1=very limited	2	3	4	5=very large
Voting platforms ISS	14	2,6	5	2	0	0	0	7
Voting platforms Glass Lewis & Co.	14	1,2	9	2	0	0	0	3
Broadridge/others	14	2,1	6	2	0	0	2	4
Proxy sollicitors	14	0,5	8	5	1	0	0	0
Custodians	14	3,1	3	0	1	1	3	6
Sub-custodians	14	3,1	4	0	1	0	4	5
(Civil law) notary	13	0,2	10	3	0	0	0	0

De scores voor steminstructies voor niet-Nederlandse belangen laten een vergelijkbaar beeld zien.

- **Buitenlandse beleggers checken vrijwel altijd of de stem is aangekomen; of ook conform de steminstructie is gestemd wordt in veel gevallen niet gecheckt**

Op de vraag of buitenlandse beleggers ook daadwerkelijk checken of de steminstructie is uitgevoerd tijdens de algemene vergadering antwoorden acht van de veertien respondenten dat zij dit altijd controleren. Nog eens vier respondenten geven aan dit vrijwel altijd te doen. Op de vraag of zij vervolgens ook nagaan of de stem conform de steminstructie is uitgebracht zijn de meningen meer verdeeld. Vijf van de veertien respondenten controleren ook altijd of de stem conform instructie is uitgebracht. Twee respondenten zeggen dit niet of nauwelijks te controleren.

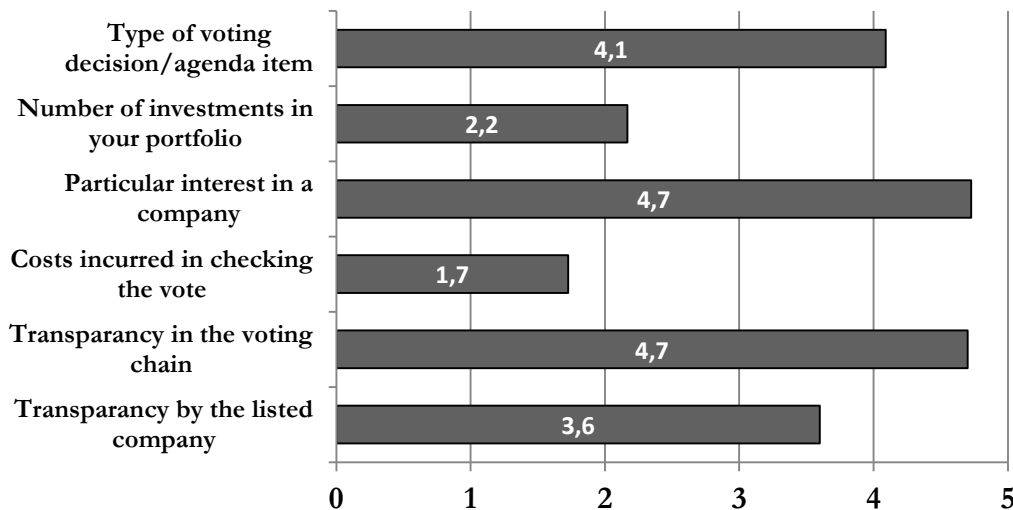
	n=	gem.	1	2	3	4	5
Did my institution vote?	14	4,43	0	0	2	4	8
Was the vote carried out in accordance with the voting instructions?	14	3,64	1	1	5	2	5

Amerikaanse beleggers hebben op grond van de Rule on Proxy Voting by Investment Advisers, SEC 2003, de verplichting om hun klanten te voorzien van informatie over hoe de stemmen zijn uitgebracht ('...the rule and amendments are designed to ensure that advisers vote proxies in the best interest of their clients and provide clients with information about how their proxies are voted').

- **Omvang van het belang en transparantie in de stemketen zijn bepalend voor bereidheid tot controle**

Het belang dat beleggers houden in een onderneming en de mate van transparantie in de stemketen zijn de belangrijkste factoren die de bereidheid van een belegger beïnvloeden om te controleren of een stem conform steminstructie is uitgebracht (beiden hebben een gemiddelde score van 4,7). De kosten die respondenten moeten maken of deze controle uit te oefenen lijken weinig invloed te hebben (score 1,7). Ook het aantal beleggingen in de portefeuille heeft weinig tot geen invloed (score 2,2). Het onderwerp waarover gestemd is, naast de omvang van het belang en de mate van transparantie in de stemketen, bepaald in hoge mate of beleggers besluiten te controleren of de stem is uitgebracht conform steminstructie (score 4,1).

	n=	gem.	0=no influence	1=least influence	2	3	4	5	6=most influence
Type of voting decision/agenda item	11	4,1	0	1	2	1	0	5	2
Number of investments in your portfolio	12	2,2	1	5	3	0	1	1	1
Particular interest in a company	11	4,7	0	0	0	2	3	2	4
Costs incurred in checking the vote	11	1,7	1	5	3	0	2	0	0
Transparency in the voting chain	10	4,7	0	0	2	0	2	1	5
Transparency by the listed company	10	3,6	0	0	0	6	2	2	0



- **Gebrek aan transparantie en gebrek aan eenduidigheid in processen veroorzaakt nog steeds problemen bij ‘cross border voting’**

Tijdens de diepte-interviews is aan de buitenlandse investeerders gevraagd naar hun ervaringen betreffende het stemmen over de grenzen heen, het zogenaamde ‘cross border voting’. De respondenten geven hierbij aan dat er voldoende bereidheid is om te stemmen en de investeerders stoppen hierin veel energie. Echter, in de diepte-interviews gaven tien van de dertien respondenten aan problemen te hebben met de stemketen. De transparantie ontbreekt en er is niet een eenduidig proces. De stemketen bestaat uit vele verschillende schakels, waardoor het onvoldoende transparant is. Hierdoor is het niet mogelijk om te verifiëren of de stem ook daadwerkelijk is uitgebracht. De buitenlandse investeerders kunnen moeilijk achterhalen waar de stem zich bevindt in de keten op enig moment. Daarnaast is niet duidelijk wie de instructies en de autoriteit heeft om informatie vrij te geven. Tenslotte is er nog veel handwerk, terwijl het wel mogelijk is met IT alles makkelijker te maken.

‘...What we would like to do is an audit or a subset of the instructions we make every year, to check the accuracy, to being able to identify the sub-custodian, who has recorded the voting instructions, and has been able to tabulate that. It could be working with the sub-custodian, it could be working with the issuer to check the records of what they received. (...) To be honest, it makes it not worth doing, there

are much better ways to spend 18 man-hours than messing around with trying to get through their complete maze of authorities and things.’

‘...the mechanics, there is a lot of room for improvement. From us making the voting decision, there are a lot of steps in the voting chain until it reaches the company and there is no visibility. We don’t know for sure that our votes are accepted.’

‘...The thing we can’t answer, nor can anyone is: if you know when you push the button, we know it gets send, but does it arrive? We suspect it does, in a place like The Netherlands more than in India, but there can be hand-offs along the way in the custody votes. The important votes we try to get a confirmation.’

‘...At the sub-custodian-level it is most complicated. We have a contract directly with the custodian, so we call them and ask them to help us. They outsource to an agent in The Netherlands. Things get a little more difficult to control once there is another party in the chain, so the most often the complications arise in the home market with the sub-custodians. Not only in The Netherlands.’

Daarnaast gaven in de diepte-interviews zeven buitenlandse institutionele beleggers aan dat ze problemen hebben met de termijnen van de verschillende schakels in de stemketen. Er treden bijvoorbeeld problemen op bij het tijdig aanleveren van informatie, en vervolgens bij de termijn die (sub)custodians geven om de stem uit te voeren. Iedere schakel in de stemketen hanteert een eigen deadline en termijn, en die overlappen soms met elkaar. Ook dit kan verholpen worden door IT, maar dat is nog geen prioriteit van de (sub)custodians.

‘...The most problematic in general with voting outside of the US is that we don’t get the proxy voting material in time to be able to vote and give instructions to our custodian bank.’

‘...Lots of issues with voting deadlines, which are very long for Dutch companies, 12 – 13 days, driven by subcustodians and Broadridge. We sometimes feel that we vote without the whole situation being played out. It is a concern and it is not necessary given modern technology, that it should take two weeks to transit the vote from London to Amsterdam. That is a really big issue for us. We are working with our custodians and Broadridge trying to address that, for the last five years, and we feel as if we keep asking this. For some reason, the deadlines are a little bit longer than for other European countries, for no reasons. We use three different subcustodians, but we don’t have a control over this process. I don’t know why Dutch stock seems to have such long deadlines. Even in UK companies they are much shorter.’

‘...The custodians will sometimes unnecessarily set early voting deadlines which can cause problems. The majority of the time ISS is aware of this, so they try to get their research out in a timely manner. But sometimes these deadlines make it hard to have time to speak to the companies. Also you could have two accounts with two different custodians, and different cut-off dates. But overall I feel like the Dutch market is relatively good in disclosure and the amount of time they release the disclosure.’



‘...The deadlines are very aggressive.<sup>57</sup> Every link in the chain wants to have an extra buffer, a few days for processing time. In countries where that doesn’t exist, like in the UK, it is possible to submit votes 48 hours before the meeting. The company will know by consulting its shareholder register who its shareholders are. It would be ideal if this ability would be given to companies in other markets also.’

Uit de diepte-interviews gaven twee beleggers aan problemen te ondervinden bij de inhoud van de informatie die wordt aangeleverd door bedrijven, maar zij merkten hierbij tevens op dat dit niet veel voorkomt in de Nederlandse markt.

‘...The other problem that we have is that there is not enough information in the materials itself. For example: there is a vote increasing the remuneration of the CEO but we have no information about how much and why?’

‘...It is not having enough information, especially in emerging markets, sometimes they provide not enough information. It doesn’t stop us voting. If we don’t get enough information, we vote against.’

- **Custodians hebben onvoldoende prikkels om de problematiek van meer transparantie in de stemketen op te pakken**

Tijdens de diepte-interviews is tevens gevraagd hoe de problemen in de stemketen kunnen worden opgelost. Negen van de dertien buitenlandse institutionele beleggers zien manieren om meer transparantie in de stemketen te krijgen, waarbij ze echter onderkennen dat nog niet iedereen in de stemketen zo ver is. De respondenten hebben een voorkeur voor een systeem waarbij de stem van begin tot eind gevolgd kan worden in de keten. Bovendien zou er een standaard manier van rapporteren moeten komen, met een standaard platform of interface waar iedereen toegang tot heeft. Veel handelingen kunnen geautomatiseerd worden, wat veel tijd en moeite scheelt. Door technische ontwikkelingen is dit volgens de buitenlandse beleggers al mogelijk, echter het is vooral aan de (sub)custodians om dit probleem op te lossen. Alle losse schakels en (sub)custodians moeten hiervan het nut inzien. Op dit moment is het voor de (sub)custodians niet rendabel om te veranderen. Bovendien is er nog geen prikkel, maar ook geen boete bij de (sub) custodians om een mondiaal en transparant proces op te zetten.

Er zijn (informele) initiatieven van groepen beleggers, bijvoorbeeld ICGN en UNPRI, maar de buitenlandse beleggers zelf kunnen onvoldoende druk uitoefenen op de custodians omdat ze tevens klant zijn. De belangrijkste vraag is wie de rekening gaat betalen: het bedrijf, omdat het belang heeft om met aandeelhouders in dialoog te kunnen gaan, of de investeerder, om zeker te weten dat de stem goed is terecht gekomen, of de custodian zelf. Een andere genoemde oplossing is regulering: bedrijven zouden op of direct na de algemene vergadering aan beleggers moeten bevestigen dat de stem is aangekomen en verwerkt<sup>58</sup>.

---

<sup>57</sup> Deze bevinding is opmerkelijk daar in principe de registratiedatum (28 dagen voor algemene vergadering aanmelding volmacht (+/- drie dagen), zijnde 25 dagen) voldoende moeten zijn om de keten te doorlopen. Nederland heeft een van de langste termijnen van Europa sinds de implementatie aandeelhoudersrechten richtlijn in 2010.

<sup>58</sup> Kanttekening bij deze genoemde oplossingsrichting is dat de betreffende onderneming de beleggers niet kent. De onderneming krijgt alleen van subcustodian de naam van achterliggende bank. Bijvoorbeeld: ABN AMRO meldt één miljoen stemmen te hebben ontvangen via JP Morgan. Interessant in dit kader is dan ook de vraag waarom niet meer gebruik wordt gemaakt van stemmen bij voorbaat, wat mogelijk is in Nederland als de statuten dat toestaan. Nu wordt door veel beursvennootschappen alleen nog maar de volmacht variant gebruikt en dan kan de vennootschap niet echt nagaan of de stem juist is uitgebracht, want dat gebeurt dan door de gevolmachtigde, die ook nog eens vaak optreedt

‘...The fact that there is no straight-through processing on voting. The number of steps in the process, which means that there is a lot of manual entry, and all sorts of ridiculous complications, at the time when the technology can truly make end-to-end voting instructions and verifications. This is because custodians who are responsible for the IT-development don’t have any incentive to do it because it will cost them a lot of money. And there is no penalty for not instructing votes. Whereas if you don’t collect evidence, there is a huge penalty at the custodian. There is no financial incentive to custodians to make the investment, but also not a penalty.’

‘...If investors keep pushing, and custodians keep catching that message, requirements might change. So it might be a matter of time. But of course, one way of fixing that is if regulators say it is part of the obligations of the company, to disclose at the AGM to each investor a confirmation that their vote has been cast. Then the companies have to find a way. We have an obligation to tell the shareholders that we have voted and that we have counted the votes. They have to find a way of doing this, to find a means of transporting that information. Of course, in the end, somebody has to pay for this. There is an financial incentive there, it is coming more and more, it hasn’t been there. The cost will come down to the companies, than it is us at the end anyway. Because the custodians are not going to pick it up.’

‘...We are involved specifically in the UNPRI collaborative discussion on this, to find a solution for this. We also work with the International Corporate Governance Network in this regard. The solution is with custodian banks in terms of getting more pressure on them. Who are the clients of the custodian banks? There is a job to do for the UNPRI in getting the asset owners together. To send a clear message to custodian banks who are not taking this seriously at this moment. That we expect them to do better. For me it is an 15 year old frustration, that I have been trying to get better voting. There is still a lot of problems. It is too manual, there are too many papers, it is ridiculous that we have not solved this problem yet. But the initiative has to be at the investment side, from the client perspective, from the client to the custodians. Maybe companies also want to get involved, because they may want more transparency on what is being voted. They tend to not know who submitted the vote. They are in the dark as well. The model for voting from Broadridge is to get the companies to pay, because it is the money of the companies anyway. Companies seem to be interested in communicating with shareholder, so why do not let them pay. It makes sense, but they have not had a lot of success.’

‘...This is a big issue. You need an automated, internet based system that allows all the various chains in the communications process access to the same terminal, the same program. You can’t just take a look and find out if our vote at ABN Amro has actually made it without a lot of manual company specific questions. We are involved in efforts to increase transparency. If we can get the various parts of the intermediary chain all to pay a little money, than we will get a solution. The problem now is that nobody wants to pay for it. We have to be willing to pay something.’

‘...It needs to be a global solution. It occurs on every market. There has been lack of investment into the IT which drives proxy voting. For the custodians it is not

---

voor meerdere aandeelhouders. Vaak worden wel expliciet de aandeelhouders vermeld die tegen stemmen of zich onthouden van stemming indien dat door de gevolmachtigde of aanwezige vertegenwoordiger gewenst is.

profitable enough, they don't want to invest in it, it works fine as it is. Broadridge is claiming that they don't need to because they have a monopoly situation over the custodians. 90% of custodians are going to Broadridge. Why do they want to change it? There is no incentive to change. Issuers are happy because there is no transparency. There is an interest from the investor. There is no reason why there should be end-to-end voting with a voting audit or voting trail. Custodians provide such an essential role. Sometimes voting is not top of their agenda either. But it is getting the message throughout the chain. At the moment it seems everybody is pointing fingers to everyone else. A market solution best. Regulators would come into place if they were to facilitate that. The FRC could be well placed by saying that it is part of our audit, company reporting type, we are going to get all the people together who have responsibility to this function.'

In december 2010 is er een consultatiedocument verschenen van de Europese Commissie om grensoverschrijdend stemmen te faciliteren.<sup>59</sup> Het voorstel is om banken en andere effectenintermediairs wettelijk te verplichten medewerking te verlenen aan de uitoefening van het stemrecht door de uiteindelijke belegger. Eumedion, ABI (Association of British Insurers) en European Sustainable Investment Forum (Eurosif) hebben hier in December 2010 op gereageerd.<sup>60</sup> De strekking van de reactie was dat deze keten alleen goed kan functioneren wanneer is verzekerd dat alle effectenintermediairs meewerken aan de doorgifte van volmachten en steminstructies. Eumedion, ABI en Eurosif zijn met de Europese Commissie van mening dat Europese wetgeving hiervoor onontbeerlijk is.

Eumedion vindt dat in het komend voorstel betreffende de Europese Securities Law Directive een aantal stevige bepalingen wordt opgenomen over het faciliteren van het uitoefenen van stemrecht door aandeelhouders. Een ander belangrijk principe dat volgens Eumedion, ABI en Eurosif in het richtlijnvoorstel moet worden opgenomen is dat effectenintermediairs alleen op uitdrukkelijke instructie van de uiteindelijke belegger mogen stemmen. De aandeelhoudersorganisaties zouden zwaar gekant zijn tegen de introductie van een zogenaamde 'broker vote rule' waarbij effectenintermediairs naar eigen inzicht kunnen stemmen wanneer de uiteindelijke belegger niet geïnteresseerd is in het uitoefenen van het stemrecht. *Response Eumedion a.o., www.eumedion.nl/.../Response\_EC\_consultation\_SLD.pdf*

Een andere studie betreft 'The European Commission Expert Group on Cross-Border Voting' (Jaap Winter)<sup>61</sup>. Dit rapport uit 2002 omschrijft drie grote problemen met betrekking tot cross-border voting en geven hier ook recommendations bij:

1. Throughout Europe it should be made clear who is entitled to vote or should have the right to determine how the votes are executed (**Entitlement to control the voting right**);
2. These persons or entities should be enabled to exercise their voting rights (**Voting**); and
3. It should be ensured that these persons or entities receive the relevant information to exercise their voting rights in an informed manner (**Information**).

Andere onderzoeken die deze problematiek in Europees perspectief belichtten waren:

<sup>59</sup> 'Consultation Document: Legislation on legal certainty of securities holding and dispositions', Europese Commissie 2010

<sup>60</sup> Eumedion reactie op consultatie via

[http://eumedion.nl/page/downloads/Response\\_EC\\_consultation\\_SLD.pdf](http://eumedion.nl/page/downloads/Response_EC_consultation_SLD.pdf)[http://eumedion.nl/page/downloads/Response\\_EC\\_consultation\\_SLD.pdf](http://eumedion.nl/page/downloads/Response_EC_consultation_SLD.pdf)

<sup>61</sup> 'Cross-Border Voting in Europe', Expert Group on Cross-Border Voting in Europe (2002), *WODC Onderzoeksnotities* 2002/06.

**M.C. Schouten (2009), The Political Economy of Cross-Border Voting in Europe<sup>62</sup>**

The important role of shareholder voting in the corporate governance of European public firms, coupled with the dramatic increase in cross-border share ownership, underscores the need for a system that facilitates cross-border voting. European policymakers recognize this, yet they seem reluctant to push through the reforms necessary to put such system in place. As a result, the status quo has prevailed so far. To explain this paradox, this paper analyzes the legislative process surrounding recent European legislation aimed at facilitating cross-border voting. The analysis suggests that financial intermediaries, who generally have an interest in maintaining the status quo, have had a particularly strong voice throughout the legislative process by participating in expert groups and public consultations. This may go some way in explaining why the status quo has prevailed so far. The policy implication of this analysis is that while the involvement of market practitioners in the legislative process certainly has benefits, policymakers should not rely on expert groups and public consultations to represent the interests of stakeholders in a proportional way, much less to devise optimal solutions. As far as cross-border voting is concerned, the European legislature will need to make its own independent judgment on how to increase social welfare, regardless of the outcome of a public consultation recently launched by the European Commission.

**Espen Ekbo and G. Paone, Reforming Share-Voting Systems: The Case of Italy, 2011<sup>63</sup>**

Institutional shareholders around the world increasingly use share-voting to protect their portfolio investments and improve corporate governance. However, exercising voting rights involves costly and often arcane country-specific legal rules. Efforts are under way to harmonize cross-border share-voting systems and proxy voting rules in the U.S. and in Member States of the European Union (EU). We comment on the recent changes to the share-registration system and voting chain for publicly traded companies in Italy, triggered by the 2007 EU Shareholder Rights Directive. We highlight continuing voting impediments in Italy, and suggest that moving to a centralized or “direct” share registration system would reduce voting-chain complexity further. Examples of centralized share registration systems, which permit “straight-through” processing of shareholder votes and eliminate “empty” voting, are found in the Nordic countries.

**AGC, Statement on the Need for Universal, Standardized Messaging in Corporate Actions, 2007<sup>64</sup>** Paper over messaging, waarin problemen worden omschreven en aanbevelingen worden gegeven.

**Fostering an Appropriate Regime for Shareholders’ Rights<sup>65</sup>** Derde consultatie document van the Directorate General Internal Market and Services (2007)

#### 4.7. Conclusies deelonderzoek ‘Stembeleid en stemgedrag’

##### Evaluatie aandeelhoudersseizoen 2011<sup>66</sup>

1. Het aantal op de algemene vergadering uitgebrachte stemmen bij AEX ondernemingen neemt toe van rond de 50 procent in 2010 naar bijna 60 procent in 2011. Deze stijging is zeer

---

<sup>62</sup> Schouten, M.C. (2009), ‘The Political Economy of Cross-Border Voting in Europe’, *Columbia Journal of European Law* 2009, Vol. 16 p. 1-37

<sup>63</sup> Espen Eckbo, B. and Paone, G. (2011), ‘Reforming Share-Voting Systems: The Case of Italy’, Tuck School of Business Working Paper no. 2011-93

<sup>64</sup> ‘Statement on the Need for Universal Standardized Messaging in Corporate Actions’, Association of Global Custodians, juni 2007.

<sup>65</sup> Verkrijgbaar via [www.ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/consultation3\\_en.pdf](http://www.ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation3_en.pdf)

<sup>66</sup> De conclusies 1 tot en met 6 zijn niet de resultante van dit onderzoek, maar zijn afkomstig van de Evaluatie AVA-seizoen 2011 uitgevoerd door Eumedion.

waarschijnlijk het gevolg van het afschaffen van de blokkering van aandelen en de verlenging van de oproepingstermijn voor aandeelhoudersvergaderingen. (Eumedion, 2011)

2. Aandeelhouders maakten voor het eerst sinds 2009 gebruik van het agenderingsrecht. Zes aandeelhouders van drie verschillende beursvennootschappen hebben dit seizoen gebruik gemaakt van het recht om onderwerpen aan te dragen voor de agenda. In totaal hebben zij tien onderwerpen aangedragen, waarover ook is gestemd. (Eumedion, 2011)
3. Aandeelhouders en ondernemingen discussiëren over rechten en verantwoordelijkheden van aandeelhouders, vooral over i) de drempel voor het agenderingsrecht van aandeelhouders, ii) beschermingsconstructies, iii) de responstijd voor het bestuur wanneer aandeelhouders bepaalde zaken willen agenderen en iv) het in de statuten opnemen van best practice IV.4.6 (dat aandeelhouders op de algemene vergadering aanwezig moeten zijn wanneer zij zelf een onderwerp hebben geagendeerd). (Eumedion, 2011)
4. Verwatering van aandelenbelangen blijft belangrijk punt voor aandeelhouders. (Eumedion, 2011)
5. Aandeelhouders achtten zichzelf in toenemende mate betrokken, maar dit heeft niet geleid tot een groter vertrouwen bij ondernemingen. (Eumedion, 2011)
6. De toegenomen betrokkenheid van aandeelhouders bij het reilen en zeilen van de beursgenoteerde ondernemingen leidt volgens Eumedion niet tot een groter vertrouwen van de kant van de ondernemingen in de aandeelhouders. (Eumedion, 2011)

### **Uitoefening stemrecht**

7. Buitenlandse vermogensbeheerders hebben voornamelijk aandelen en derhalve stemrechten in Nederlandse (maximaal 25) AEX-fondsen. Bij midcap- en small cap- beursondernemingen lagen de aantallen waarin de buitenlandse respondenten stemgerechtigd waren een stuk lager.
8. Buitenlandse vermogensbeheerders zijn vrijwel niet aanwezig op de algemene vergaderingen, maar stemmen voornamelijk per 'proxy'. Het is volgens de respondenten niet realistisch om alle algemene vergaderingen te bezoeken gezien de hoeveelheid en de spreiding van de holdings. Hier zijn te weinig resources voor, de locatie is niet altijd praktisch voor de beleggers, en er komt weinig nieuwe informatie uit de vergaderingen. De meer activistische beleggers zijn in vergelijking tot meer traditionele beleggers wel meer aanwezig op de algemene vergaderingen en proberen andere beleggers enthousiast te krijgen ook te komen.
9. Buitenlandse vermogensbeheerders staan slechts in beperkte mate toe dat uit te brengen steminstructies vooraf door de notaris van de vennootschap aan de vennootschap of vertegenwoordigers van de vennootschap bekend worden gemaakt<sup>67</sup>. Hierbij dient een onderscheid gemaakt te worden tussen disclosure naar een derde (bijvoorbeeld de notaris) of disclosure rechtstreeks aan de onderneming, hetgeen wel gebeurt.
10. Custodian banks zijn nog steeds de belangrijkste proxy holders voor buitenlandse vermogensbeheerders.
11. In het onderzoek geven buitenlandse institutionele beleggers aan altijd te stemmen in Nederland. Vooral Amerikaanse beleggers geven aan dit te zien als hun '*fiduciary duty*', ingegeven

---

<sup>67</sup> Opgemerkt dient te worden dat niet altijd een notaris aanwezig is.

door de SEC Rule on Proxy Voting uit 2003. Voor alle buitenlandse respondenten is het rendement op het belegd vermogen de eerste prioriteit. Niet-financiële aspecten, waaronder corporate governance, worden wel meegenomen in de besluitvorming, maar de prioriteit ligt bij 'return on investment' vanuit de fiduciaire verplichting. Beleggers geven aan wel steeds meer te letten op meer duurzame 'return on investment' en op governance issues.

12. Beperkende factoren bij het uitbrengen van de stem zijn er nauwelijks. 'Shareblocking' was het grootste probleem in Nederland, maar is dat nu niet meer vanwege het recente verbod. Andere genoemde barrières: (i) het feit dat nog niet alle custodians het verbod op 'shareblocking' doorvoeren, (ii) holding structuren, certificaten, Stichting Voortbestaan Bedrijf XYZ, (iii) hoog quorum, (iv) 'staggered boards' en de benoeming van bestuurders in termijnen, en (v) administratieve vereisten richting custodians.

### **Gebruik van stemadviesbureaus**

13. De inzet van stemadviesbureaus is gebruikelijk; 85,7% van de buitenlandse respondenten gaf aan met één of meerdere stemadviesbureaus te werken.
14. ISS en Glass Lewis lijken daarbij gemiddeld genomen door buitenlandse beleggers in gelijke mate te worden geraadpleegd.
15. Stemadviesbureaus worden vooral gezien als research provider. Elf van veertien buitenlandse institutionele beleggers gebruiken de proxy research als input en achtergrond, naast de eigen research. Het is een vorm van 'outsourcing' en efficiency waar beleggers veel gebruik van maken. De hoeveelheid informatie van de bedrijven wordt gecomprimeerd en in een standaard format wordt gezet. Dit maakt het voor de buitenlandse beleggers mogelijk op een meer efficiënte manier een grote hoeveelheid informatie te bekijken, risico's te ontdekken en tot een stemadvies te komen. Wat betreft de stemadviezen, geven ook elf buitenlandse beleggers aan de stemadviezen van derden te bekijken, maar altijd zelf de uiteindelijke beslissing te nemen over de stem. Het één op één overnemen van stemadviezen doet men niet; betoogd wordt dat het de verantwoordelijkheid van de belegger zelf is om die keuze te maken.
16. Stemadviesbureaus hebben geen 'in-depth knowledge', maar zijn voor buitenlandse respondenten wel belangrijke service provider. Volgens de meerderheid van de buitenlandse respondenten is 80% van de stemmen routine en daar is voldoende kennis voor aanwezig bij de stemadviesbureaus, maar daarmee is de kennis niet gedetailleerd en in-depth. Ze zijn goed in het in detail bestuderen van een agenda-item.
17. De buitenlandse belegger heeft het gevoel zelf dichter bij het bedrijf te staan dan een stemadviesbureau, en kan daardoor een betere keuze maken. Voor specifieke onderwerpen (zoals benoemingskwesties, of remuneratie issues) en case-by-case situaties (bijvoorbeeld een belangrijke overname) benaderen de beleggers het bedrijf zelf, of gaan zelf dieper onderzoek doen. De aard van de beleggingsstrategie (actief of passief) is hierbij wel bepalend.
18. Algemene stemrichtlijnen van stemadviesbureaus reflecteren de best practices van de belangrijkste institutionele beleggers ('voor en door' beleggers): 75% van de buitenlandse respondenten geeft aan, elk jaar feedback te geven via de jaarlijkse surveys die uitgezet worden door de betreffende stemadviesbureaus; 67% geeft aan dit te doen door middel van continue feedback aan de stemadviesbureaus. Veelal vindt ook na afloop van een stemseizoen een uitgebreide evaluatie plaats tussen beleggers en stemadviesbureaus om nieuwe inzichten in de

algemene stemrichtlijnen voor het navolgende jaar op te nemen. De algemene stemrichtlijnen geven een brede afspiegeling van de wereldwijd gehanteerde best practices.

19. Daar waar stemadviesbureaus ook worden ingehuurd voor het geven van stemadviezen, wordt het vooraf afstemmen van het eigen stembeleid met een stemadviesbureau vooral gedaan door beleggers die een ‘customised policy’ laten uitvoeren door betreffend stemadviesbureau.
20. In het onderzoek is aan respondenten de vraag gesteld of ze voorbeelden konden geven van de wijze waarop in hun ‘*customised*’ stembeleid ook specifieke aspecten uit de Nederlandse Code zijn opgenomen. De mate waarin specifiek de Nederlandse Code wordt gevolgd door sommige buitenlandse beleggers is beperkt. Een aantal specifiek genoemde thema’s waren: ‘split role between the chairman and the CEO’, ‘say-on-pay’, ‘director terms’.

### **Totstandkoming steminstructie**

21. De invloed van stemadviezen op finale steminstructies is beperkt. Het stemadvies wordt door geen van de respondenten als leidend beschouwd. Het is slechts een onderdeel van de research.
22. Stemadviezen, voor zover wel gebruikt, worden in hoge mate inhoudelijk gecheckt.
23. Stemadviezen reflecteren het eigen stembeleid waardoor afwijkingen van stemadviezen van derden beperkt zijn. De meningen ten aanzien van het controleren en afwijken van stemadviezen lopen zeer uiteen. Het hebben van een eigen stembeleid (belangrijkste factor), resources om de stemadviezen te controleren, het belang dat buitenlandse beleggers hebben in de betreffende onderneming, een specifieke interesse in bepaalde ondernemingen, een alert van een stemadviesbureau, Eumedion of andere investeerder en een kosten-baten afweging tussen ‘engagement’ of ‘stemmen met de voeten, zijn factoren die volgens buitenlandse respondenten van positieve en negatieve invloed zijn op het wel of niet controleren van de stemadviezen.
24. Portfoliomanagers en analisten zijn in geval van actief beheerde aandelenportefeuilles in hoge mate betrokken en spelen een sleutelrol bij de totstandkoming van de uiteindelijke steminstructie voor de algemene vergadering. Bij index-tracking ( het belang in de betreffende Nederlandse beursvennootschap maakt deel uit van een passieve portefeuille), zal de portfoliomanager in de regel niet betrokken zijn bij de vaststelling van de steminstructie. Bij portfoliomanagers die een geconcentreerde aandelenportefeuille actief beheren is de betrokkenheid bij de steminstructie zeer groot.
25. De invloed van stemadviesbureaus verdient nuancering. Uit de gehouden interviews blijkt dat stemadviesbureaus misschien wel de belangrijkste *proxy holders* zijn (via de voting platforms die zijn bieden om geautomatiseerd de stem uit te brengen), maar niet de belangrijkste *adviseurs*. Het advies van de stemadviesbureaus wordt in ogenschouw genomen, maar uiteindelijk ligt de stembeslissing bij de belegger zelf. De portfoliomanager of investment professional (in nauwe samenwerking met de analist) beslist, al dan niet bijgestaan door een corporate governance specialist, op basis van het eigen ‘customised’ stembeleid. Soms kunnen de stemadviezen van derden bepaalde zaken ophelderen of aanvullen, maar de stembeslissing is ook gebaseerd op gesprekken met de bedrijven, het materiaal dat de bedrijven zelf aanleveren en het eigen onderzoek. De stemadviesbureaus worden dan ook zoals eerder bleek niet als leidend gezien. De technische systemen van de stemadviesbureaus worden wel vaak gebruikt om de stem uit te brengen. Als er geheel automatisch gestemd wordt via een derde, dan is dat op basis van eigen stembeleid en niet dat van het stemadviesbureau.

Toch zijn zes van de veertien buitenlandse beleggers het ook eens met de stelling dat stemadviesbureaus de belangrijkste adviseurs en ‘proxy holders’ voor buitenlandse institutionele beleggers zijn. Volgens deze respondenten maken buitenlandse beleggers gebruik van stemadviesbureaus omdat ze wel moeten, gezien de omvang van de portfolio’s en het grote aantal relatief beperkte belang per vennootschap. Het is de enige manier om alle informatie op een efficiënte en kostenbesparende manier te verzamelen en in één format te kunnen lezen. Het is onmogelijk om over alle agenda-items wereldwijd zelf een mening te vormen. Grote beleggers hebben eigen onderzoeksteams, maar die onderzoeken een selectie van de bedrijven. Voor die specifieke beleggingen worden de adviezen van derden soms overschreven, maar in de praktijk gebeurt dit weinig, aldus deze respondenten. Slechts drie van de veertien buitenlandse beleggers vinden dat de invloed van stemadviesbureaus (te) groot is. Volgens deze respondenten beschikt de meerderheid van institutionele beleggers niet over de resources en besteedt daarom het proces van informatie inwinnen uit. Volgens deze respondenten doen de service providers zelf niets verkeerd; het probleem is volgens deze respondenten dat de beleggers niet voldoende aandacht geven aan de externe informatie en adviezen, en het daarom één op één overnemen. De adviezen zijn gebaseerd op het beleid van de verschillende investeerders die klant zijn, waardoor soms geen specifieke aandacht wordt gegeven aan belangrijke items voor een individuele belegger. Op deze manier beïnvloedt het beleggers, omdat het de mening van alle beleggers is, en niet die van één belegger. Er wordt dus door deze respondenten getwijfeld aan de alertheid en pro activiteit van sommige beleggers, vooral van beleggers met relatief kleine holdings in Nederlandse bedrijven en omvangrijke grote portfolio’s.

26. Naast de rol en invloed van stemadviesbureaus, zo blijkt uit de diepte-interviews, dienen ook andere partijen in ogenschouw te worden genomen. Ook meer activistische (mede)aandeelhouders geven informatie en stemadviezen en hebben daardoor een mogelijke invloed op het stemgedrag van (andere) institutionele beleggers.

### **Het uitbrengen van de stem**

27. Custodians en sub-custodians zijn de belangrijkste schakel in de keten om te komen tot het daadwerkelijk uitbrengen van de stem op de algemene vergadering.
28. Buitenlandse beleggers geven aan vrijwel altijd te checken of de stem is aangekomen; in veel gevallen wordt echt niet gecheckt of er daadwerkelijk conform de steminstructie is gestemd.
29. Omvang van het belang en transparantie in de stemketen zijn bepalend voor bereidheid tot controle. De kosten die respondenten moeten maken of deze controle uit te oefenen lijken weinig invloed te hebben. Ook het aantal beleggingen in de portefeuille heeft weinig tot geen invloed. Het onderwerp waarover gestemd is, naast de omvang van het belang en de mate van transparantie in de stemketen, bepaalt tevens in hoge mate of beleggers besluiten te controleren of de stem is uitgebracht conform steminstructie).
30. Gebrek aan transparantie en gebrek aan eenduidigheid in processen veroorzaakt nog steeds problemen bij ‘cross border voting’.
31. Custodians hebben onvoldoende prikkels om de problematiek van meer transparantie in de stemketen op te pakken. De belangrijkste vraag is wie de rekening gaat betalen: het bedrijf, omdat het belang heeft om met aandeelhouders in dialoog te kunnen gaan, of de investeerder, om zeker te weten dat de stem goed is terecht gekomen, of de custodian zelf.



# 5. Onderzoek ‘Communicatie gedrag van institutionele beleggers’

## 5.1. Onderzoeksvraag en onderzoekspopulatie

De onderzoeksoopdracht van de Monitoring Commissie 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>68</sup>.

Onder communicatie tussen de vennootschap en (belangenorganisaties van) institutionele beleggers wordt in dit onderzoek verstaan: de contacten tussen vennootschap en institutionele beleggers buiten de algemene vergaderingen om. In 2008 is in de Code een nieuw principe toegevoegd aan hoofdstuk IV.4 inzake de verantwoordelijkheden van aandeelhouders. Hierin is bepaald dat ‘aandeelhouders zich ten opzichte van de vennootschap, haar organen en hun mede-aandeelhouders naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid gedragen. Hieronder valt de bereidheid om een dialoog met de vennootschap en mede-aandeelhouders aan te gaan’.

Het is deze dialoog waarop dit onderzoek zich richt. Wij hebben ons gericht beperkt tot de bilaterale contacten tussen institutionele beleggers en ondernemingen uit hoofde van dialoog en ‘engagement’. Het onderzoek betreft de bilaterale contacten die betrekking hebben op het boekjaar 2010. Deze contacten hebben zich derhalve gemanifesteerd tussen de algemene vergaderingen van Nederlandse beursvennootschappen in 2010 en de algemene vergaderingen in 2011.

Ter afbakening van het onderzoek is door de Monitoring Commissie een aantal specifieke speerpunten geformuleerd. Het onderzoek diende zich met name te richten op:

- Kwantitatief inzicht in contacten tussen vennootschap en aandeelhouders [voor zover het betreft institutionele beleggers] buiten algemene vergaderingen;
- Inzicht in de aard van het contact/de communicatie (o.m. over welke onderwerpen) tussen de vennootschap en aandeelhouders [voor zover het betreft institutionele beleggers];

Ons onderzoek is expliciet *niet* gericht op een gedetailleerde inhoudelijke evaluatie van de bilaterale contacten. Deze data zijn veelal niet openbaar.

Het deelonderzoek naar ‘communicatiegedrag’ is uitsluitend aan de buitenlandse institutionele beleggers voorgelegd (zie ook hoofdstuk 2). In dit hoofdstuk worden uitsluitend de resultaten van het onderzoek naar het stemgedrag beschreven. Voor een uitgebreide uiteenzetting van het respondentenprofiel wordt ook verwezen naar paragraaf 3.2.2.

In de navolgende paragrafen zijn per thema de bevindingen van dit deelonderzoek beschreven. Bij elk thema is steeds aangegeven welke resultaten gebaseerd zijn op de survey en welke resultaten zijn gebaseerd op de diepte-interviews. Waar relevant is in aparte tekstblokken verwezen naar relevante

---

<sup>68</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).

deskresearch. Waar mogelijk is een kwantitatieve onderbouwing te geven van de kwalitatieve resultaten uit de interviews.

Engagement met Nederlandse beursvennootschappen is een onderwerp waarover veel wordt gesproken, maar waarover slechts in beperkte mate empirische data beschikbaar zijn. Voorbeelden van publiekelijk beschikbare informatie en vertrouwelijke rapportages over engagement in Nederland zijn: openbare lijst (per kwartaal) van ondernemingen waarmee engagement is gevoerd van PGGM, het kwartaalverslag Actief Aandeelhouderschap van PGGM waarin engagement (en stemgedrag) wordt uitgelicht, de vertrouwelijke institutionele rapportages van Robeco, Kwartaalrapportages Verantwoord Aandeelhouderschap van Mn Services, en overzichten op de website van APG van ondernemingen waarmee in het kader van ESG gesproken is. Over engagement activiteiten door buitenlandse institutionele beleggers met Nederlandse vennootschappen is minder publiek beschikbare informatie gevonden. Op de websites van de in dit onderzoek betrokken buitenlandse institutionele beleggers is veelal wel beleid te vinden hoe men als instelling ‘engageer’ met bedrijven waarin wordt belegd. Over de daadwerkelijke uitvoering van dit beleid in de zin van concrete kwartaalrapportages lijkt zeer weinig openbaar te worden gemaakt.

Teneinde in het kader van dit onderzoek een eerste impressie te krijgen van de mate van bilaterale contacten tussen de belangrijkste buitenlandse institutionele beleggers en Nederlandse beursvennootschappen worden in onderstaande paragraaf 5.2 allereerst een aantal feitelijke karakteristieken van engagementactiviteiten van onze respondenten rondom het aandeelhoudersseizoen 2011 beschreven. In de daarna volgende paragrafen worden de belangrijkste bevindingen van onderhavig onderzoek besproken, te weten: de kosten-baten afweging voor ‘engagement’ (paragraaf 5.3), de beperkende factoren bij de gewenste dialoog tussen onderneming en aandeelhouder (paragraaf 5.4), verbeterpunten voor de gewenste dialoog tussen onderneming en aandeelhouder (5.5), samenwerking tussen beleggers op het gebied van engagement (5.6) en tenslotte samenwerking tussen portfoliomanagers en ESG specialisten op het gebied van engagement (5.7). Het hoofdstuk wordt afgesloten met de conclusies van dit deelonderzoek.

## **5.2. Bilaterale contacten met Nederlandse beursvennootschappen**

- **Buitenlandse beleggers hebben gemiddeld per onderneming tussen de twee en vier keer per jaar bilateraal contact met de betreffende Nederlandse beursvennootschap**

In de survey geven zes van de veertien respondenten aan dat ze buiten de algemene vergadering van 2011 om gemiddeld tussen de twee en vier keer bilateraal contact hebben gehad met de Nederlandse beursvennootschappen waarin zij beleggen. Onder bilaterale contacten wordt door respondenten verstaan contacten uit hoofde van ESG<sup>69</sup> issues. Portfoliomanagers en analisten hebben mogelijk andere contacten en ontmoetingen met Nederlandse beursvennootschappen uit hoofde van kwartaalcijfers, roadshows en andere formele communicatiemomenten. Ook gift een respondent aan:

‘...Our portfolio managers meet with the Dutch listed companies in a one-to-one meeting on occasion. However, most of the meetings are conducted in small investor groups (3-4 investors). We also participate in conference calls with the company organizes. Where we have a specific issue or concern, we will reach out to contact the company directly.’

---

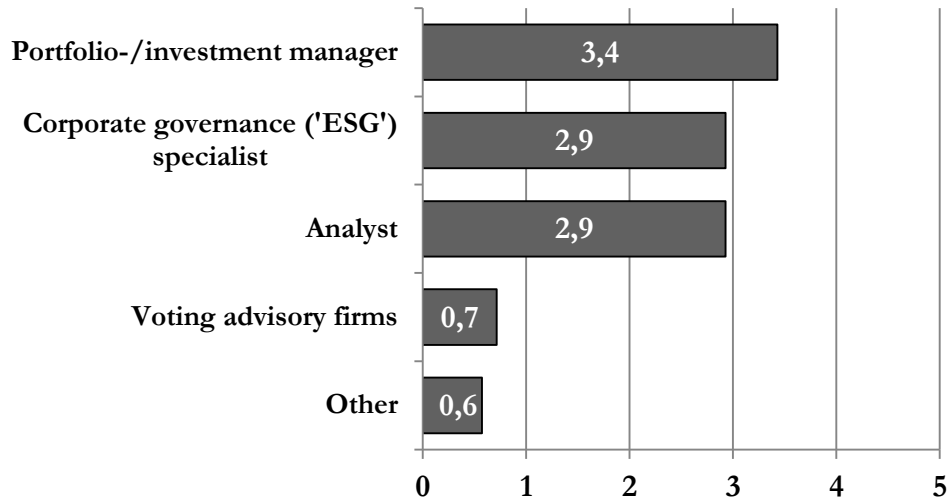
<sup>69</sup> Environmental, Social and Governance

	n=	%
no contact	2	14,3%
Ounce	2	14,3%
between two and four times	6	42,9%
between five and seven times	1	7,1%
between seven and twelve times	1	7,1%
more than twelve times	2	14,3%
<b>Totaal</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>

- **De portfoliomanager en analist zijn de belangrijkste gesprekspartner van de onderneming in bilaterale contacten**

Op de vraag “wie vertegenwoordigde uw instelling in de bilaterale contacten met Nederlandse beursvennootschappen?” gaven respondenten ranking aan de actoren. De portfoliomanager blijkt de belangrijkste representant van institutionele beleggers in bilaterale contacten. Vijf respondenten scoren deze functie als belangrijkste. Ook de analist krijgt van drie respondenten de hoogste score maar ook nog eens door vijf respondenten de een na hoogste score. In de toelichting op de vraag geven deze vijf respondenten aan eigenlijk zowel de portfoliomanager als de analist de hoogste ranking toe te willen kennen. ESG specialisten volgen op een derde plaats maar de antwoorden van respondenten liggen hier meer uiteen. Voor vier respondenten is de ESG specialist de belangrijkste gesprekspartner in bilaterale contacten. Voor drie respondenten is de ESG specialist van geen belang en vijf respondenten scoren de ESG specialist gemiddeld. Of het inzetten van portfoliomanagers/analisten in bilaterale contacten enerzijds, danwel ESG specialisten anderzijds te maken heeft met de gekozen beleggingsstrategie of aard van de belegger, viel buiten de scope van dit onderzoek.

	n=	gem	0=no importance	1=least important	2	3	4	5=most important
Portfolio-/investment manager	14	3,4	3	0	0	1	5	5
Corporate governance ('ESG') specialist	14	2,9	3	0	1	5	1	4
Analyst	14	2,9	4	0	0	2	5	3
Voting advisory firms	14	0,7	7	4	3	0	0	0
Other	14	0,6	10	1	2	1	0	0



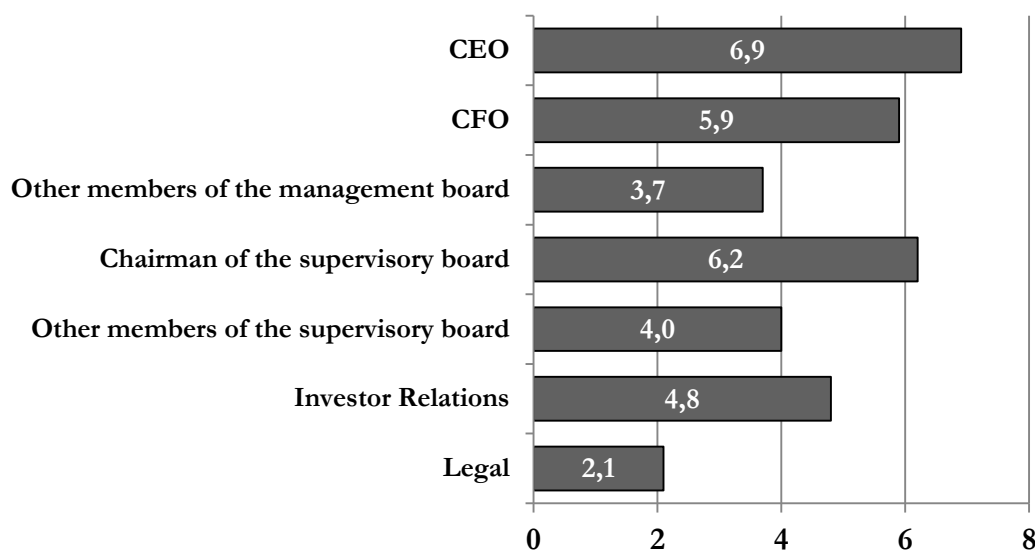
- **Portfoliomanagers en ESG specialisten coördineren hun dialoog met ondernemingen over het algemeen goed**

Op de vraag in hoeverre de dialoog die portfoliomanagers en ESG specialisten voeren met Nederlandse beursvennootschappen, onderling wordt gecoördineerd gaven twaalf respondenten antwoord. Het merendeel gaf aan dit in hoge mate te doen. Er is ruimte voor verbetering met een gemiddelde score van 3.8.

	n=	gem.	1=never	2	3	4	5=very often
Coordination between portfolio-/investment managers and corporate governance ('ESG') specialists	12	3,8	2	0	1	4	5

- **Volgens buitenlandse beleggers zijn de CEO en de voorzitter RvC de belangrijkste gesprekspartners van Nederlandse beursvennootschappen in bilaterale contacten**

Op de vraag “wie is de belangrijkste vertegenwoordiger van de kant van de ondernemingen in de bilaterale contacten met Nederlandse beursvennootschappen?” gaven tien respondenten ranking aan de actoren. De CEO blijkt met een gemiddelde score van 6.9 de belangrijkste representant voor institutionele beleggers in bilaterale contacten; de voorzitter van de RvC staat met een gemiddelde score van 6.2 op de tweede plaats. Ook de CFO is met een score van gemiddeld 5.9 een belangrijke gesprekspartner. Investor relations, welke per definitie als taak heeft het onderhouden van de relatie van onder meer institutionele beleggers scoort met een gemiddelde score van 4.8 relatief laag.



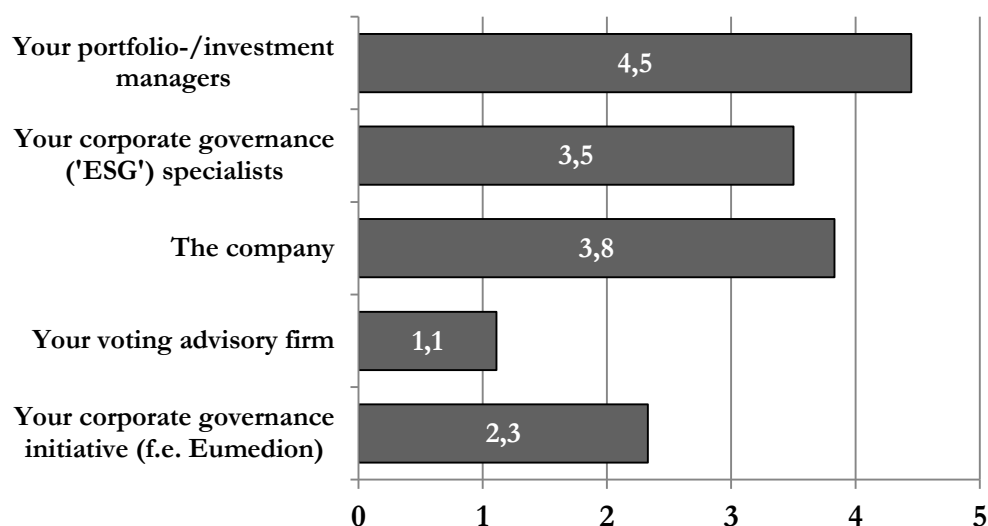
Op de vraag ‘wie is uw *first point of contact* in bilaterale contacten?’ komt een helder beeld naar voren. Portfoliomanagers spreken voornamelijk met investor relations (zes van de elf respondenten) en de CEO (drie van de elf respondenten). ESG specialisten spreken vooral met investor relations (vijf van de tien respondenten) en de voorzitter van de Raad van Commissarissen (vier van de tien respondenten). Blijkbaar is de keuze voor een bepaald contact binnen de onderneming tevens afhankelijk van het onderwerp, zo blijkt uit het volgende open antwoord van één van de respondenten:

‘...The issue we want to discuss with the company tends to determine who we approach, e.g. if it a question about dividends we will ask the IR or CFO, if it is a question on remuneration we will direct our dialogue towards the supervisory board.’

	n	CE O	CF O	Other members manageme nt board	Chairman supervisor y board	Other members supervisor y board	Investor Relation s	Lega l	Othe r
Portfolio- /investment manager	11	3	1	1	0	0	6	0	0
Corporate governance ('ESG') specialist	10	0	0	0	4	0	5	1	0
Other	4	0	0	0	0	0	2	0	2

- **Het initiatief voor bilaterale contacten komt vooral van de beleggers zelf**

Onderzocht is wie normaliter het initiatief neemt voor de bilaterale contacten tussen de buitenlandse beleggers en de Nederlandse beursvennootschappen. Uit de survey blijkt dat het initiatief vooral wordt genomen door de beleggers zelf (gemiddelde score 4.5).



- **Buitenlandse beleggers beoordelen zowel de frequentie als de kwaliteit van de bilaterale contacten als goed**

Op de vraag “wat is uw oordeel ten aanzien van de frequentie en kwaliteit van de bilaterale contacten tussen uw instelling en Nederlandse beursvennootschappen buiten de algemene vergadering om?” antwoordden zeven van de twaalf respondenten die deze vraag beantwoordden deze goed tot uitstekend te vinden. Over de kwaliteit van de inhoud van deze bilaterale contacten antwoordde negen van de elf respondenten die deze vraag beantwoordden dat deze goed tot uitstekend was.

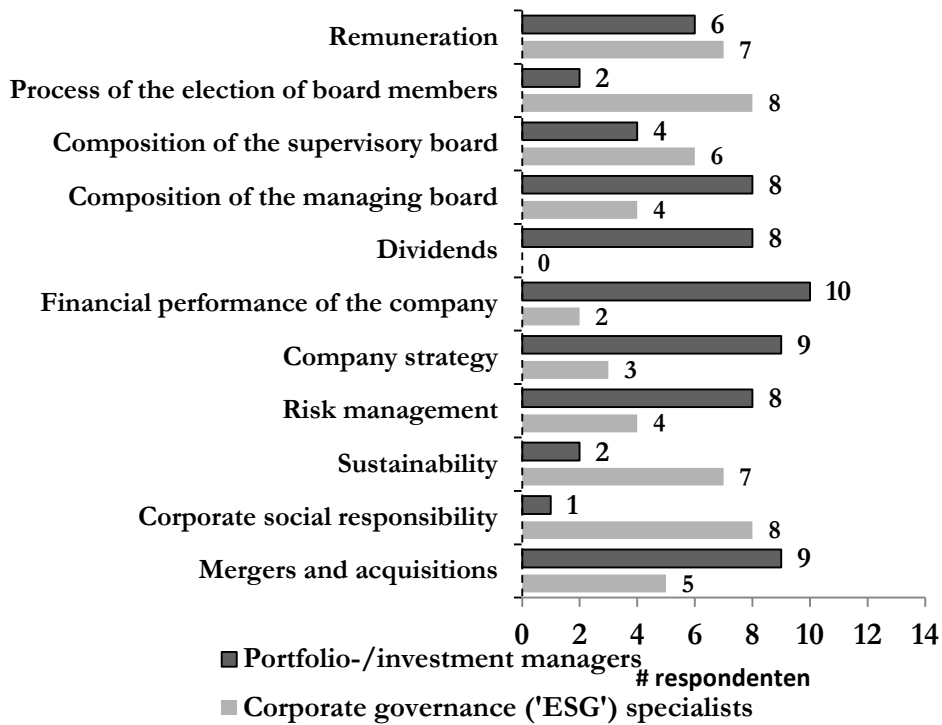
	n=	gem.	1=very poor	2	3	4	5= excellent
Frequency	12	3,8	0	1	4	4	3
Quality of the content	11	4,2	0	0	2	5	4

- **Portfoliomanagers spreken in de bilaterale contacten vooral over de financiële performance, strategie van de onderneming en voorgenomen fusies en overnames; ESG specialisten vooral over het proces van bestuurdersbenoemingen en ‘corporate social responsibility’.**

Op de vraag “wat zijn de belangrijkste onderwerpen waarover uw portfolio managers in 2010/2011 spraken met Nederlandse beursvennootschappen?” bleek dat buitenlandse beleggers in deze hoedanigheid vooral spreken over de financiële performance (door tien respondenten genoemd), strategie van de onderneming en voorgenomen fusies en overnames (beide door 9 respondenten genoemd). Risicomanagement, dividend en samenstelling van de raad van bestuur waren thema’s die door 8 respondenten als belangrijkste gespreksonderwerp van porfoliomanagers genoemd, zo blijkt uit onderstaande tabel.

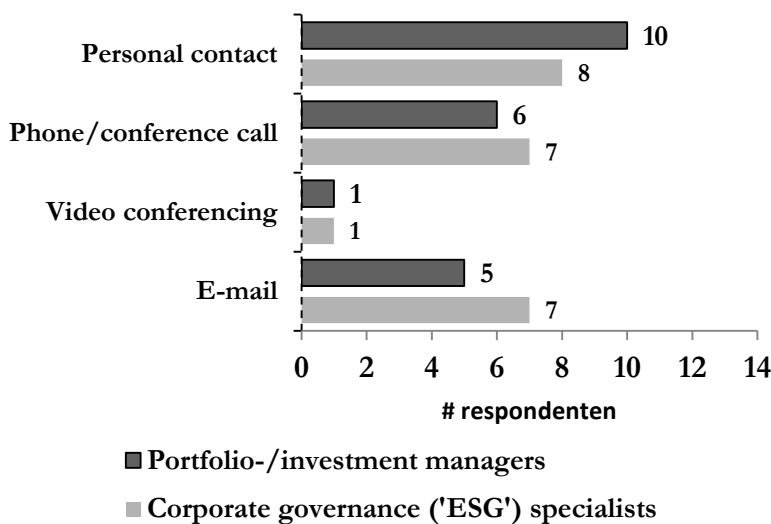
Op de vraag “wat zijn de belangrijkste onderwerpen waarover uw ESG specialist in 2010/2011 spraken met Nederlandse beursvennootschappen?” bleek dat buitenlandse beleggers in deze hoedanigheid vooral spreken over het proces van de benoeming van bestuurders (door acht respondenten genoemd) en ‘corporate social responsibility’ (door acht respondenten genoemd).

Remuneratie en duurzaamheid waren thema's die door zeven respondenten als belangrijkste gespreksonderwerp van ESG specialisten genoemd.



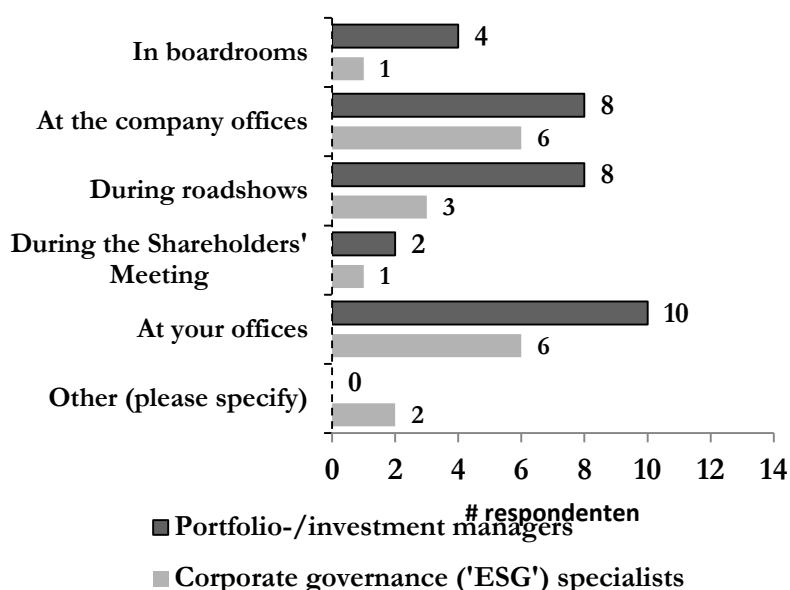
- **Buitenlandse beleggers voeren de dialoog bij voorkeur face-to-face**

Op de vraag welke vorm buitenlandse beleggers prefereren voor de dialoog met Nederlandse beursvennootschappen gaven de meeste respondenten zowel voor portfolio managers als voor ESG specialisten de voorkeur te geven aan persoonlijk (face-to-face) contact. Conference calls en email lijken een goed alternatief.



- **Bilateraal overleg vindt zowel bij de beleggers als bij de onderneming op kantoor plaats**

Op de vraag waar het bilateraal overleg tussen buitenlandse beleggers en Nederlandse beursvennootschappen normaliter plaatsvindt, gaven tien respondenten antwoord. Portfoliomanagers lijken de dialoog voornamelijk te voeren ten kantore van de institutionele belegger zelf (tien respondenten), ten kantore van de onderneming (acht respondenten), of tijdens roadshows (acht respondenten). Bij ESG specialisten zien we een vergelijkbaar beeld, met dien verstande dat roadshows slechts door drie respondenten wordt genoemd als de plaats waar ESG specialisten bilateraal overleg voert met de onderneming. Als er al overleg plaatsvindt tussen belegger en onderneming in de boardroom (slechts vier respondenten noemen dit als plaats van overleg), dan zijn het vooral de portfoliomanagers die hierin participeren.



### 5.3. De kosten-baten afweging voor ‘engagement’

- **Het benaderen van uitgaven voor betrokken aandeelhouderschap is weerbarstig en het zijn van een betrokken aandeelhouder vereist prioritering**

Op de vraag “hoeveel gaf uw instelling in 2010 bij benadering uit aan betrokken aandeelhouderschap?” gaven tien respondenten via de survey antwoord. Acht respondenten schatten de kosten die zij maken en relatie tot stemmen (inclusief het inhuren van stemadviesbureaus en andere service providers, Fte’s en andere kosten) ergens tussen de 1 en 5 miljoen euro. Uit de diepte-interviews blijkt dat het voor zeven van de negen respondenten die deze vraag voorgelegd kregen niet duidelijk is welk percentage van het belegd vermogen daadwerkelijk aan engagement wordt uitgegeven. De beleggers gaan met een selectie van de bedrijven in dialoog. In dialoog gaan met alle holdings is volgens deze respondenten niet mogelijk door de hoeveelheid holdings. Samenwerking met andere beleggers zien buitenlandse institutionele beleggers als voordeel; door het combineren van middelen kan men makkelijker engagen.

‘...We could travel with our team and still not have enough resource to do all the things we like to do. So we do have to prioritize. And this is where working with other shareholders is very important because sometimes they have expertise we don’t have or they have proximity that we don’t have, and therefore working together is mutually



beneficial, even though at one level we are competitors, what we really want is to improve corporate governance standards across all the markets where we invest in.'

Het benaderen van de kosten die gemaakt worden voor (laat staan het benaderen van de baten die voortvloeien uit) het zijn van een betrokken aandeelhouder, dus kosten voortvloeiend uit het stem- en engagementgedrag van institutionele beleggers, is zeer complex of niet openbaar. Dit blijkt uit een aantal opmerkingen van respondenten op deze vraag in de survey.

'...Because all of our products are aimed at either being an 'engaged shareholder' or helping clients in their efforts to be 'engaged shareholders', all costs associated with our products may be considered costs related to being an 'engaged shareholder.'

'...This is a rough estimate (Cost may be bundled internally - e.g. for research, custodian/proxy execution services)'

'...Information is not available to be disclosed.'

'...This is an estimate of the direct costs of active stewardship and do not take into account engagement activity that is undertaken by research analysts as part of their general role.'

'...Shareholder activism is the firm's '*raison d'etre*', therefore substantially all of its running costs can be deemed to be aimed at corporate governance issues.'

'...Difficult to estimate as it is on many different budgets within the group.'

- **Buitenlandse beleggers doen alleen aan engagement als het aandeelhouderswaarde toevoegt**

Ondanks het feit dat de gemaakte kosten voor het zijn van een betrokken aandeelhouder niet altijd eenduidig kunnen worden gedefinieerd, is voor veel buitenlandse institutionele beleggers 'engagement' in zekere zin een kosten-baten afweging. Uit de diepte-interviews blijkt dat zes van de dertien buitenlandse institutionele beleggers die deze vraag beantwoordden alleen in dialoog gaan met Nederlandse bedrijven als de uitkomst van deze dialoog beïnvloed kan worden. De beleggers maken een afweging tussen wat het effect zal zijn en de daarbij komende kosten. Een belangrijk effect is het beïnvloeden van de aandeelhouderswaarde. De afweging wordt gemaakt op basis van de grootte van de holding, de performance van het bedrijf en eigen criteria.

Enkele quotes uit de diepte-interviews onderschrijven dit:

'...We only engage directly where we believe we can influence the outcome. When we don't believe we can influence the outcome, we don't engage.'

'...We couldn't compare ourselves to companies where engagement comes first. We have a risk return focus approach. Our focus is not about engagement. From engagement perspective, we try to influence management behavior only where we think there is an effect. Engagement is more exception to the rule than it is the rule.'

'...We do engage with companies, we have approximately 75 – 100 active engagements ongoing at all times, but we have over 8500 holdings, so we have to select. We select 75-100 engagements, according to our own strategies and focus areas,

that will be on a global basis. We will take into account the size of the company, the company's size in the portfolio, the performance of the company and the performance of the company towards the expectations that we have as a shareholder. That will be the criteria on which we select the candidates. (...) We have defined six focus areas [for engagement]. (...) We will then develop screening mechanism tools, to assess companies in the portfolio or chunks and big parts of it against those criteria's. That will then be one of the main influencing factors as for selecting targeting companies for engagement.'

'...we are long term managers. We want to buy good companies. Our analysts meet with managers, they have a dialogue, over time, they engage when they feel it is relevant to the long term value of the company.'

'...We are an active manager, overweighing index companies that we think will outperform and under weighing the opposite ones. I think that is a pretty important consideration in terms of how willing we are to engage. Like anyone else we make resource prioritizations. It is the size of the holding, likelihood of success, all in the context of what I call a generalized cost-benefit analysis.'

'...We vote and engage to the extent that the issues will impact us in that they will impact the stock price. (...) But, and again, a lot of our holdings could be in the quantitative aspect, where, in the quantitative area of our business they do not engage at all.'

Een iets kleiner gedeelte, vier van de dertien respondenten die we deze vraag stelden, gaat in dialoog met het Nederlandse bedrijf als er een specifieke zorgen zijn over een bepaald onderwerp. Het is vooral van belang dat het belang van de aandeelhouder niet op het spel komt te staan. De beleggers gaan dan ook in dialoog omdat het wordt gezien als een plicht jegens de achterliggende klanten. Een andere reden om in dialoog te gaan, is als het bedrijf er zelf om vraagt. Deze groep buitenlandse beleggers zijn vooral de passieve beleggers.

'...Being so passive, the only touch point to influence the value of your underlying investment, is through the governance process. You can not buy or sell the security or have interaction with the management if you simply hold them passively. Because to the extent they are either weighted in the index or get out or dropped out, you are going to track that. So governance is really the only touch point and because of that we assign a certain level of value to that, which we think is fairly high, with that you have to carry out this kind of process.'

Uit de diepte-interviews blijkt dat drie van de dertien respondenten engagement ziet als de 'core business'. Men is er van overtuigd dat het in dialoog gaan met bedrijven, het bedrijf fundamenteel verbetert en (lange termijn) aandeelhouderswaarde oplevert. Engagement is voor deze beleggers prioriteit. Klanten van deze groep buitenlandse institutionele beleggers betalen voor deze specifieke vorm van beheer. Bovendien worden bedrijven geselecteerd op 'underperformance' en de kansen om deze performance fundamenteel te verbeteren door in dialoog te gaan. Er wordt gesproken van 'to target the company for engagement'. Activistische beleggers of vermogensbeheerders met zogenaamde focus op actieve engagement zien het als een 'commercial opportunity'. Een aantal meer activistische vermogensbeheerders gaat in dialoog met Nederlandse bedrijven, ook soms namens grote meer traditionele of zelfs indexbeleggers, en gaan op deze manier 'partnerships' aan met andere beleggers in het veld. Een aantal relevante quotes uit de diepte-interviews:

‘...We always make use of voting rights and always have a dialogue with the company.’

‘...A substantial part of our [total] costs is devoted to active engagement with the companies in which we invest. And it is an expensive business. Therefore, an issue many large institutional investors face, is when they own a large portfolio it is difficult to engage actively with a large number of stocks given the expense of the operation. That is to some extent a commercial opportunity for us, because we work with those institutions and help them. Some of the larger organizations that can afford to fund big governance teams will undertake to engage actively, but in many cases it is more effective and efficient to outsource it to people like ourselves.’

‘...We never have a role [only] on behalf of other institutional investors. Only if we own a share in the company, we may well wish to represent the interest of other shareholders. We like to be visible. Being at the front of the pack.’

‘...Engagement is core to our business, it is what we do, it is what we promise our clients. This is what they pay us to do, and to do it properly. Secondly, we truly believe that helping companies in these issues, talking to companies about these issues, will help create sustainable value. So we do link what we are doing to value creation, and this is the whole universal owner argument. Our clients invest in 7500 or 8000 companies. We select from those companies those that have problems. There is a big task in choosing the right companies for engagement and executing votes. We have 29 people fulltime working on engagement and 5 advisors internationally. That resource is the largest of its kind in the world. We use that to carry out the engagement. Some clients might ask also for particular companies to be focused on, because they have a specific focus, and they are the owners. Our engagement is on board level or senior management, on face to face base, one to one, to bring about change. That process is rather different. We think we have got a good change to demonstrate success.’

Voor twee geïnterviewde buitenlandse institutionele beleggers is engagement een wezenlijk deel van de business en daarbij het grootste gedeelte van de kosten. Alle activiteiten worden in het kader van engagement geplaatst. Samenwerken met andere beleggers helpt in het combineren van resources en het bereiken van de doelen.

‘...There is a link between liquidity of investment style and propensity to engage. Those investors investing in illiquid strategies, perhaps in smaller companies or emerging markets, taking larger stakes difficult to sell, they are going to be more interested in good ownership because it makes sense with the derivate. But most of the money of Dutch pension funds is invested in large liquid securities, and you find there is very little interest amongst the fund management community. (...) That is even worse in index tracking firms where there is no relation at all to the investment process or quant strategies. So the answer for the resource problem is the pooling of resources at the asset owner level. It could be anywhere, maybe through pension groups, or Eumedion could do it.’

‘...It is to recognize the alignment of interests between long asset owners and then put together to share resource. That is how we have now managed to develop a resource, which is the largest available, 29 fulltime and 5 advisors. Something the pension scene could not afford or justify that resource, yet by working with others, they can achieve it.’

#### 5.4. Beperkende factoren bij de gewenste dialoog tussen onderneming en aandeelhouder

- **De bereidheid van de onderneming voor het aangaan van de dialoog is volgens buitenlandse beleggers nog steeds de belangrijkste beperkende factor**

Deze vraag is in eerste instantie aan buitenlandse beleggers voorgelegd in de survey. De vraag welke factoren belemmeren u in uw bereidheid en uw vermogen om een dialoog aan te gaan met Nederlandse beursvennootschappen, werd door acht respondenten in de survey beantwoord. De bereidheid van de onderneming tot het aangaan van een dialoog wordt door acht respondenten zowel voor portfolio managers als voor ESG specialisten als belangrijkste belemmerende factor gezien.

	n=	Portfolio- /investment managers	Corporate governance (‘ESG’) specialists
The Dutch rules concerning 'insider trading'	3	3	0
Acting in concert' provisions	4	2	2
The willingness of the company	8	6	6
The role of other institutional investors/shareholders	1	0	1
Other	2	1	1

Uit de diepte-interviews blijkt dat vijf van de elf respondenten die we deze vraag stelden, bij het in dialoog gaan met Nederlandse bedrijven problemen ondervindt met de bereidheid daartoe van de Nederlandse bedrijven. Dit zou volgens buitenlandse beleggers te maken kunnen hebben met de nervositeit die in Nederland bestaat rondom activistische beleggers. Echter, dit is dit jaar nog niet in de praktijk gesignaleerd door deze groep beleggers. Het is dus een potentieel probleem. Een aantal interessante quotes die deze bevinding onderschrijven:

‘...I think it is worth distinguishing between the Dutch companies that see themselves global and the Dutch companies that are really quite local or focused on their home market, because there is a much greater willingness to engage in the companies that are more global, because they are more used to it. Sometimes for the smaller companies, it is a bit of a learning process. Particularly when it comes to meeting board members, the non-executives. (...) It is improving, it is a greater awareness that shareholders might ask for that and I think Eumedion has been really effective in communicating that with business people. Just saying: this is a perfectly legitimate request, and shareholders are not doing this to try to get around management to do anything that you should be concerned about.’

‘...There is a bit of a nervousness because there has been some really high-profile shareholder activism in The Netherlands. Certainly five years ago there was a lot of nervousness about why shareholders should want to meet board members. There is a greater level of comfort now, that it really is just an exchange of views and we don’t want inside information, we don’t want to remove the whole management team, or anything drastic. (...) We just want to build mutual understanding rather than trying to do anything that you might call activism.’

‘...when there is a call for engagement which might lead to improvement, it is only the lack of willingness from the company that might hinder that.’

‘...In general, the accessibility of supervisory board members, we find it limited in the Dutch market. We don’t have a reason for this. In the Dutch culture, in my experience, is not really common for shareholders to contact the chairman of the supervisory board directly. We also find that the CEO is a more friendly point of call, typically, and more hands-on, if you want any change in the company. If you go straight for the chairman of the supervisory board, that typically doesn’t work well with the CEO.’

‘...The soft fortresses of a board and levels of entrenchment make our approach more difficult.’

‘...I think that the hindrance would be, not necessarily is, but would be, just the willingness of management to meet with us. To the extent that we reach out if we have an issue or just the willingness of management to meet with investors. About the willingness of management: I think overall it’s pretty positive. Part of it has to be because we are [investor], and we are a relatively large asset base, so in general, management is willing to meet with us. (...) We love it when a company reaches out to us. It would be nice for companies to reach out to us, instead us always having to go to them. I think it goes both ways. I think it’s probably more us reaching out.’

‘...If a particular company thinks that it is different, or special, they should get in touch with us. We are the shareholder. If we are large enough on the register, and their IR persons or the company secretary are doing their job right, they should be in touch with their own investors. To gain support or lack of it for a particular structure or proposal.’

‘...The Dutch foundations: obviously it remains unclear to me what role they play in a lot these companies. Dutch companies do not have the conversations they should have. We would get a lot of companies get in touch with us in advance of their AGM and we probably wouldn’t get that much interaction of Dutch companies. Part of the reason is that they are striced by the foundations.’

Uit de diepte-interviews blijkt dat vijf van de elf buitenlandse institutionele beleggers geen beperkingen ondervinden als er in dialoog wordt getreden met Nederlandse bedrijven. De eigen prioriteiten spelen de belangrijkste rol in het bepalen met wie in dialoog te gaan

‘...we meet on a regular basis with our portfolio companies. Our analysts and portfolio managers speak frequently with the contact of the company. When we have questions or concerns, we can address that to the company directly. Nothing hinders us to do this.’

‘...For engagement: the main issue for us are our internal priorities. (...) When we prioritize, we don’t see a problem having a constructive dialogue with Dutch companies.’

‘...There are challenges and impediments globally, but we do not feel particularly constrained in our approach here in the Netherlands. The quality of information and governance is good.’

‘...Holland is one of the very open jurisdictions. The dialogues I have been aware of between analysts and companies are quite open, positive.’

‘...I always hear from the investment team that because being a sizeable investor really helps us gaining a lot more access than smaller investors would. Traditionally, we don’t have a problem with investor access.’

Twee van de elf buitenlandse institutionele beleggers geven aan dat de fysieke afstand tussen bedrijf en belegger een probleem is voor het in dialoog gaan met elkaar.

‘...There is nothing that inhibits us from engaging either, apart from the fact that there is a physical distance from the Netherlands. Unfortunately we don’t have a fluently Dutch speaker in the team. It can be a more challenging proposition for us to engage with companies in The Netherlands. It is easier for Eumedion because they speak the language and they are there.’

‘...The most obvious factor that would hinder engagement between us and Dutch companies is practicality. If we want to have a sit-down in an in person meeting with either the management or the supervisory board, they have to come here or we have to go there. Those are just realistic considerations. That may hinder a face-to-face meeting and it generally limits us to conference calls with these members. These practical and realistic considerations will reduce our ability to engage more directly. But that does not effect our willingness.’

Dit blijkt ook uit de stelling, ‘lokale aanwezigheid, bijvoorbeeld door een kantoor in Nederland, is cruciaal in het managen van de holdings in Nederlandse bedrijven’. Uit de diepte-interviews blijkt dat twaalf buitenlandse institutionele beleggers het hiermee niet eens zijn; twee beleggers zijn het hiermee wel mee. Een lokaal kantoor geeft meer flexibiliteit. Bovendien gaat het om het ontmoeten van mensen; het is een ‘people business’ waarbij persoonlijke relaties en nabijheid bij de onderneming belangrijk zijn. Voor buitenlands institutionele beleggers die het niet met de stelling eens zijn, is een kantoor in Nederland niet cruciaal. Reizen binnen Europa wordt niet als een probleem gezien. Bovendien kan men communiceren via conference calls, video calls of andere voorzieningen. Veel buitenlandse institutionele beleggers hebben een kantoor in Londen, waar soms ook Nederlanders werken. Londen wordt gezien als relatief dichtbij Nederland. Beleggers menen dat ondernemingen voor overleg ook zelf ook naar het kantoor kunnen komen. Een aantal buitenlandse institutionele beleggers heeft weliswaar een kantoor in Nederland maar dat zijn voornamelijk verkoopkantoren. Sommige buitenlandse institutionele beleggers werken op basis van sectoren en niet geografisch. Dit betekent dat iemand uit de VS een Nederlands bedrijf kan onderzoeken. Het gaat daarbij om de ‘mondiale expertise’ die prevaleert boven de Nederlandse. Ook via Eumedion houden beleggers contact met Nederland. Het ontbreken van de fysieke aanwezigheid hoeft niet in de weg te staan aan goede relaties met grote Nederlandse vermogensbeheerders.

## **5.5. Mogelijkheden tot verbetering van de dialoog tussen onderneming en aandeelhouder**

Tijdens de diepte-interviews gaven veel buitenlandse institutionele beleggers aan dat er maar met een selectie van de Nederlandse bedrijven in dialoog kan worden gegaan gezien de hoeveelheid holdings. Eén van de beleggers merkte op dat er wel iets te ‘engagen’ moet zijn om in dialoog met elkaar te

gaan; het gaat niet zomaar om een kopje koffie. Een andere belegger merkte op dat de dialoog ‘constructief’ moest zijn. Deze uitspraken illustreren het volgende.

- **Meer transparantie in aandelenbelangen, standaardisatie van profielen en communicatierichtlijnen voor ondernemingen kan de dialoog met aandeelhouders verbeteren**

Uit de diepte-interviews blijkt dat vier van de dertien buitenlandse institutionele beleggers vinden dat de dialoog kan verbeteren door standaardisatie, institutionalisering en zelfs wetgeving rondom de communicatie met aandeelhouders. De Code zou duidelijker kunnen zijn over verantwoordelijkheden van bedrijven en individuele bestuursleden of relevante committees om in gesprek te gaan met aandeelhouders, op Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen-niveau. De bereidheid van Nederlandse bedrijven om in dialoog te gaan kan hierdoor verbeteren. Vaak lukt het de buitenlandse institutionele beleggers om in dialoog te gaan, maar een gestandaardiseerde, algemeen gebruikelijke, helder geformuleerde en vastgelegde ingang bij een aangewezen persoon binnen de organisatie zou dit proces vergemakkelijken. Wetgeving rondom het bekendmaken van aandeelhoudersbelangen zou helpen de aandeelhoudersverhoudingen en dialoog tussen onderneming en aandeelhouders meer transparant te maken. Al deze aanbevelingen verbeteren de bereikbaarheid en hiermee hopelijk ook de bereidheid van Nederlandse bedrijven om in dialoog te gaan.

‘...Lot of Dutch companies, particular the leading ones, do have job profiles on their website for the role of the chairman, the role of the deputy chairman, the role of the committee chairs. I would suggest that the Code should recommend that in that role description, if it isn’t there already, it would say to make oneself available for shareholders at their request for issues to discuss matters that are specific for board responsibilities.’

‘...Having companies being more willing to have audiences with shareholders. Not just at the investor relations level, but on the board, supervisory board level. (...) On the continent, it is a bit of the same, you get contact with investor relations, executive management, but having establishing a standardized opportunity for shareholders to have an interface with people at the board who are their representative, is important. But that is simply not part of the culture. We have been promoting an idea: *the 5<sup>th</sup> analyst call*. It is an American name, it is standard practice to have four quarterly calls with shareholders where you talk about the quarterly results. The 5<sup>th</sup> call would be not centered around quarterly results, but centered around the AGM that is coming. Where you look at what the governance issues are: who is up for election, remuneration or capital raisings. Having that as a standardized process for the institutional investor community to interface with the directors who we elect to represent our interest. It could be with the chairman, the audit committee, remuneration committee or some combination. It is trying to be a discipline as a standard practice, which it is not now. If it regulated: we wouldn’t want to force it for every company every year. And we don’t have this time to meet 6000 companies. You have to be selective. It may be the case for investors to see a particular company to approach, and do this collectively so the company can do this with some degree of efficiency. I can imagine the company would say: I can’t speak to all investors, we need some efficiency. But we should take it more seriously.’

‘...in general, having a dedicated investor relations function helps, which is sufficiently resourced. But also the approachability of the members of the Supervisory Boards.

Specifically with the chairmen of the committees. It is always the best to be able to have a dialogue with a person who is best to answer, for example the remuneration policy, board structure or underrepresentation of minority shareholders. The ability to contact the chairman would be helpful. The Dutch situation is quite good for investor relations. In many markets this is developing. The UK has a company secretary who can frequently address the majority of questions, that investors have in advance of a meeting. That is very useful contact to have.'

'...We can be more proactive as shareholders, and the companies can be more proactive towards us. Being more proactive on both sides, in initiating dialogue or continuing an existing dialogue.'

## 5.6. Samenwerking tussen beleggers op het gebied van engagement

- **Eumedion en de grootste Nederlandse vermogensbeheerders zijn de belangrijkste gesprekspartners voor buitenlandse beleggers in Nederland**

Uit de diepte-interviews blijkt dat vier van de veertien buitenlandse institutionele beleggers samenwerkt met andere beleggers en pensioenfondsen in Nederland. Door de goede contacten met Nederlandse pensioenfondsen en bedrijven blijven buitenlandse beleggers op de hoogte van ontwikkelingen in Nederland. Daarnaast maken de activistische beleggers gebruik van hun netwerk om meer druk te kunnen uitoefenen op bedrijven. Voor de buitenlandse institutionele beleggers speelt Eumedion een belangrijke rol; door het uitgeven van alerts worden beleggers zich bewust van potentiële gevaren. Daarnaast fungeert Eumedion als een overlegpartner hoe te handelen in de Nederlandse markt. Volgens de buitenlandse institutionele beleggers heeft Eumedion het in dialoog treden met aandeelhouders als een normale 'practice' ontwikkeld in Nederland.

Enkele quotes uit de diepte-interviews:

'...We work alongside other shareholders, particularly where we believe as foreign shareholder it is beneficial to us that we work with a local shareholder, so we fully understand a new situation. In the Netherlands, that is particularly sensitive about remuneration, which is looked at kind of differently to how it is looked at in other parts of the world, but also in relation to Supervisory Board composition, it is helpful to work with other shareholders where we want to discuss those things. (...) ...the number of key Dutch shareholders that are our clients. We have another avenue for cooperating with them, or for sharing perspectives with them, and developing policies for particular situations, for an approach for particular situations that is globally consistent but reflects local norms.'

'...being part of Eumedion (...) is really valuable, because we get those insides by being alongside major Dutch pension funds and asset managers.'

'...We work locally with the largest investors. We have some clients here. We work with APG, PGGM, MN Services, Robeco. We work with them in relation to Dutch situations. It is a mixture. For our clients, we act directly on their behalf. Where we are working with other investors, that is a source of additional influence on behalf of our clients. It could be via Eumedion, via UNPRI clearing house, there are many international groups and initiatives. We are a member of VBDO.'

'...We would take an active approach with other shareholders, but not with voting advisory firms. We will talk to other major shareholders. I've named the stakeholder approach before. We believe it is important to build our arguments with other



shareholders, but also with other stakeholders that might have a point of view on an issue, it might be the regulator, it might be the government, it might be a trade union, it could be a number of entities have a valid point of view on the corporate decision making process. Also press, politicians.’

‘...We talk to a number of a large pension fund companies, the larger companies that have teams of people that do this sort of work, we work with closely. Top 5. They understand what we are coming from, they appreciate the view and the research and the resources to talk. It is part of our building support for an argument, having the support of the large Dutch pension funds, is very important to us in certain situations, and the quit pro quo for us is that we will share our analyses and thinking with them, which is valuable to them. They also hold, in some occasions, substantial stakes in other European companies outside The Netherlands. So there is broader platform for us to bounce off ideas and so on.’

‘...We just have to utilize our contacts in our different markets to assist us with those decisions on occasions. We work very closely to APG and PGGM across many markets. (...) We also meet with Dutch companies very regularly. Our portfolio managers tend to meet them once a year, individually or in a small group. We have had Dutch companies come to London to specifically speak about governance issues or meet with managers and members of the supervisory board. Also with parts of Eumedion as well.’

‘...We are a member of Eumedion.’

‘...Eumedion is the main body that we are involved with. They help us a lot in the Netherlands. We value that relationship.’

‘...In general the advisory firms. We use them to the extent that they have inside information on the company or the market. Otherwise, there aren’t parties I know, but I will triple check on that.’

‘...We talk with the companies ourselves, we don’t really necessarily participate in groups.’

## **5.7. Samenwerking binnen institutionele beleggers tussen portfoliomanagers en ESG specialisten**

- **Integratie van ESG in investment management is cruciaal maar is nog in ontwikkeling**

Uit de diepte-interviews blijkt dat elf van de dertien buitenlandse institutionele beleggers het werk van de portfoliomanager en ESG of Corporate Governance Specialist reeds integreren. Men ziet een steeds grotere verbinding tussen investeringsbeslissingen en ESG/corporate governance beslissingen, vooral op de lange termijn. Beleggers zien een impact van ESG en corporate governance issues op de financiële resultaten. Beleggers proberen dit zo kwantitatief mogelijk uit te drukken; een aantal partijen heeft hiervoor interne ‘metrics’. De buitenlandse investeerders zijn er van overtuigd dat de twee ‘disciplines’ samen moeten werken voor het beste resultaat. Ze geven daarbij aan dat het niet meevalt om dat op de juiste manier te integreren, maar het een proces is van wederzijds leren en een proactieve houding van beide kanten. In de praktijk betekent de integratie dat de portfoliomanager en ESG/Corporate Governance Specialist samenwerken in een team. Als er toch aparte teams zijn, raadpleegt men elkaar veelvuldig. De communicatie is gemakkelijker door op

dezelfde verdieping te gaan zitten, hetgeen dan ook vaak het geval is. Ook de rapporteringslijnen zijn belangrijk: een aantal buitenlandse institutionele beleggers laat de portfoliomanager en de ESG/Corporate Governance Specialist aan de Chief Investment Officer rapporteren. Bovendien zijn de beloningsstructuren hierop aangepast.

Op de in de interviews gestelde vraag of en hoe de coördinatie tussen portfoliomanagers en ESG specialisten verbeterd zou kunnen of moeten worden, gaven respondenten interessante inzichten. Een aantal is hierna weergegeven:

‘...Clearly there are some fund management styles where integration is meaningless. Index trackers for example: what would it mean to integrate ESG and investment tracking? It does not make sense.’

‘...And now we are in that phase that corporate governance and ESG is starting to have an impact on financial outcomes. Therefore we can’t see how you can separate the two in order to get the best financial outcome. It is integrated in the job, but not yet integrated in the individual reviews. Financial outcomes and return outcomes are still the priority. To the extent that ESG impacts that, with the performance review, we will involve that. But we have a long way still to go.’

‘...Making sure that the corporate governance team is part of the wider portfolio management group. Not part of legal, not part of compliance, not part of operations, but part of the investment management group. Because it would say internally to everybody: this is an investment function, it is not an operational, legal or compliance function.’

‘...Have an integrated approach like we do. It is part of the investment policy, to include corporate governance. We facilitate what the analyst wants to do. I won’t engage with a company separately from the analyst. It is part of the same process.’

‘...We each do different things and have different skills. The skill of the portfolio manager is to pick stocks. But sometimes you need a joint approach. (...) The point is not to force it, but to encourage it when it makes sense. And to have structures in place to facilitate them: critical votes, company meetings, internal meetings: just having interactions being a natural part of how we do things.’

‘...We report up to the Chief Investment Officer. We see this as something that is a support to the investment function, just like the trading function is. We get evaluated at the end of the year based in a very large part on feedback from the fund managers.’

‘... Location is very important because you develop a much deeper understanding of the work and tasks of your colleagues when you are able to talk to them on a regular base. But also organizations could introduce guidelines or policies to refer to the need of the integration of governance or ESG-related advice.’

‘...Information sharing and knowledge sharing between the teams. That is something we are always working on, that can always be improved. To coordinate, so that there are not two separate entities or two separate branches. And on a general level: we look at incentive structures, how are they aligned in order to promote the long term performance of companies.’

‘...We are trying to develop ways to integrate key financial metrics which may indicate a risk into the work we do on the governance side and the ESG side. It is very difficult to do that. To objectify governance risks. That is an ultimate aim, because you are only ever going to really integrate the ESG risks into the investment process if they can be quantified. It is an education for the portfolio managers to learn about the extra risks. Because when you do your portfolio management training it is all quantitative based issues. The education process for us it is to learn about how portfolio managers construct their portfolios and what they look for.’

## 5.8. Conclusies deelonderzoek ‘Communicatiegedrag’

### Bilaterale contacten met Nederlandse beursvennootschappen

1. Buiten de algemene vergadering van 2011 geven de buitenlandse beleggers aan gemiddeld per onderneming tussen de twee en vier keer bilateraal contact te hebben met de Nederlandse beursvennootschappen waarin zij beleggen. Onder bilaterale contacten wordt door respondenten verstaan contacten uit hoofde van ESG<sup>70</sup> issues. Portfoliomanagers en analisten hebben mogelijk andere contacten en ontmoetingen met Nederlandse beursvennootschappen uit hoofde van kwartaalcijfers, roadshows en andere formele communicatiemomenten.
2. De portfoliomanager en analist zijn de belangrijkste gesprekspartner van de onderneming in bilaterale contacten.
3. Portfoliomanagers en ESG specialisten coördineren hun dialoog met ondernemingen over het algemeen goed.
4. Volgens buitenlandse beleggers zijn de CEO en de voorzitter Raad van Commissarissen de belangrijkste aanspreekpunten van Nederlandse beursvennootschappen in bilaterale contacten. Investor relations, welke per definitie als taak het onderhouden van de relatie van onder meer institutionele beleggers heeft, scoort relatief laag.
5. Opmerkelijk is dat feitelijk portfoliomanagers toch voornamelijk spreken met investor relations (zes van de elf respondenten) en de CEO (drie van de elf respondenten). ESG specialisten spreken vooral met investor relations (vijf van de tien respondenten) en de voorzitter van de Raad van Commissarissen (vier van de tien respondenten). Blijkbaar is de keuze voor een bepaald contact binnen de onderneming afhankelijk van het onderwerp, zo blijkt uit het onderzoek.
6. Het initiatief voor bilaterale contacten komt vooral van de beleggers zelf.
7. Buitenlandse beleggers beoordelen zowel de frequentie als de kwaliteit van de bilaterale contacten als goed.
8. Portfoliomanagers spreken in de bilaterale contacten vooral over de financiële performance, strategie van de onderneming en voorgenomen fusies en overnames; ESG specialisten vooral over het proces van bestuurdersbenoemingen en ‘corporate social responsibility’. Risicomanagement, dividend en samenstelling van de raad van bestuur waren thema’s die ook door een relatief grote groep buitenlandse respondenten als belangrijkste gespreksonderwerp van portfoliomanagers genoemd.

---

<sup>70</sup> Environmental, Social and Governance

9. Buitenlandse beleggers voeren de dialoog bij voorkeur face-to-face. Conference calls en email lijken een goed alternatief.
10. Bilateraal overleg vindt zowel bij de beleggers als bij de onderneming op kantoor plaats. Portfoliomanagers lijken de dialoog voornamelijk te voeren ten kantore van de institutionele belegger zelf (tien respondenten), ten kantore van de onderneming (acht respondenten), of tijdens roadshows (acht respondenten). Bij ESG specialisten zien we een vergelijkbaar beeld, met dien verstande dat roadshows slechts door drie respondenten wordt genoemd als de plaats waar ESG specialisten bilateraal overleg voert met de onderneming.

### **De kosten-baten afweging voor ‘engagement’**

11. Het benaderen van uitgaven voor betrokken aandeelhouderschap is niet eenvoudig en het zijn van een betrokken aandeelhouder vereist prioritering. Acht respondenten schatten de kosten die zij maken en relatie tot stemmen (inclusief het inhuren van stemadviesbureaus en andere service providers, Fte's en andere kosten) ergens tussen de 1 en 5 miljoen euro. Zeven respondenten gaven aan dat het niet duidelijk is welk percentage van het belegd vermogen daadwerkelijk aan engagement wordt uitgegeven. De beleggers gaan met een selectie van de bedrijven in dialoog. Samenwerking met andere beleggers zien buitenlandse institutionele beleggers als mogelijk voordeel.
12. Buitenlandse beleggers doen alleen aan engagement als het aandeelhouderswaarde toevoegt. De afweging wordt gemaakt op basis van de omvang van het belang, de performance van het bedrijf en eigen criteria. Een iets kleiner gedeelte, vier van de dertien respondenten, gaat in dialoog met een Nederlandse bedrijf als er een specifieke zorgen zijn over een bepaald onderwerp, waarbij het vooral van belang is dat het belang van de aandeelhouder niet op het spel komt te staan. De beleggers gaan dan ook vooral in dialoog als een plicht jegens de achterliggende klanten. Een andere reden om in dialoog te gaan, is als het bedrijf er zelf om vraagt. In de diepte-interviews geven drie respondenten aan dat zij engagement zien als onderdeel van de ‘core business’. Men is er van overtuigd dat het in dialoog gaan met bedrijven, het bedrijf fundamenteel verbetert en (lange termijn) aandeelhouderswaarde oplevert. Engagement is daardoor voor deze beleggers prioriteit. Klanten van deze groep buitenlandse institutionele beleggers betalen voor deze specifieke vorm van beheer. Bovendien worden bedrijven geselecteerd op ‘underperformance’ zodat er de kansen zijn om deze performance fundamenteel te verbeteren door in dialoog te gaan. Er wordt gesproken van ‘to target the company for engagement’. Een aantal meer activistische vermogensbeheerders gaat in dialoog met Nederlandse bedrijven, ook soms namens grote meer traditionele of zelfs indexbeleggers, en gaan op deze manier ‘partnerships’ aan met andere beleggers in het veld.

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

13. De bereidheid van de onderneming tot het aangaan van de dialoog is volgens buitenlandse beleggers nog steeds de belangrijkste beperkende factor. Uit de diepte-interviews blijkt dat vijf van de elf respondenten die we deze vraag stelden problemen ondervindt met de bereidheid tot dialoog bij de Nederlandse bedrijven. Dit zou volgens deze buitenlandse beleggers te maken kunnen hebben met de nervositeit die in Nederland bestaat rondom activistische beleggers. Aan de andere kant geven ook vijf buitenlandse institutionele beleggers aan geen beperkingen te ondervinden als er in dialoog wordt getreden met Nederlandse bedrijven. De eigen prioriteiten spelen de belangrijkste rol in het bepalen met wie in dialoog te gaan. Twee buitenlandse

institutionele beleggers geven aan dat de fysieke afstand tussen bedrijf en belegger een probleem is voor het in dialoog gaan met elkaar.

### **Mogelijkheden tot verbetering van de dialoog tussen onderneming en aandeelhouder**

14. Meer transparantie in aandelenbelangen, standaardisatie van profielen en communicatierichtlijnen voor ondernemingen kan de dialoog met aandeelhouders verbeteren. De Code zou duidelijker kunnen zijn over verantwoordelijkheden van bedrijven en individuele bestuursleden of relevante committees om in gesprek te gaan met aandeelhouders, op Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen-niveau. Vaak lukt het de buitenlandse institutionele beleggers om in dialoog te gaan, maar een gestandaardiseerde, algemeen gebruikelijke, helder geformuleerde en vastgelegde ingang bij een aangewezen persoon binnen de organisatie zou dit proces vergemakkelijken. Wetgeving rondom het bekendmaken van aandeelhoudersbelangen zou helpen de aandeelhoudersverhoudingen en dialoog tussen onderneming en aandeelhouders meer transparant te maken.

### **Samenwerking tussen beleggers op het gebied van engagement**

15. Eumedion en de grootste Nederlandse vermogensbeheerders zijn de belangrijkste gesprekspartners voor buitenlandse beleggers in Nederland. In de diepte-interviews geven vier institutionele beleggers aan dat zij samenwerken met andere beleggers en pensioenfondsen in Nederland. Door de goede contacten met Nederlandse pensioenfondsen en bedrijven blijven buitenlandse beleggers op de hoogte van ontwikkelingen in Nederland. Daarnaast maken de activistische beleggers gebruik van hun netwerk om meer druk te kunnen uitoefenen op bedrijven. Voor de buitenlandse institutionele beleggers speelt Eumedion een belangrijke rol; door het uitgeven van alerts worden beleggers zich bewust van potentiële gevaren. Daarnaast fungeert Eumedion als een overlegpartner hoe te handelen in de Nederlandse markt. Volgens de buitenlandse institutionele beleggers heeft Eumedion het in dialoog treden met aandeelhouders als een normale 'practice' ontwikkeld in Nederland.

### **Samenwerking binnen institutionele beleggers tussen portfoliomanagers en ESG specialisten**

16. Integratie van ESG in investment management wordt belangrijk gevonden maar is nog in ontwikkeling. In de diepte-interviews geven elf buitenlandse institutionele beleggers aan het werk van de portfoliomanager en ESG of Corporate Governance Specialist reeds te integreren. Men ziet een steeds grotere verbinding tussen investeringsbeslissingen en ESG/corporate governance beslissingen, vooral op de lange termijn. Beleggers zien een impact van ESG en corporate governance issues op de financiële resultaten. Beleggers proberen dit zo kwantitatief mogelijk uit te drukken; een aantal partijen heeft hiervoor interne 'metrics'. De buitenlandse investeerders geven daarbij aan dat de twee 'disciplines' samen moeten werken voor het beste resultaat. Ze geven daarbij aan dat het niet meevalt om dat op de juiste manier te integreren, maar het een proces is van wederzijds leren en een proactieve houding van beide kanten. In de praktijk betekent de integratie dat de portfoliomanager en ESG/Corporate Governance Specialist samenwerken in een team. Als er toch aparte teams zijn, raadpleegt men elkaar veelvuldig. De communicatie is gemakkelijker door op dezelfde verdieping te gaan zitten, hetgeen dan ook vaak het geval is. Ook de rapporteringslijnen zijn belangrijk: een aantal buitenlandse institutionele beleggers laat de portfoliomanager en de ESG/Corporate Governance Specialist aan de Chief Investment Officer rapporteren.

## 6. Contextuele bevindingen en nader onderzoek

Het onderzoek waarvan de bevindingen in voorgaande hoofdstukken zijn beschreven, heeft de aannames zoals beschreven in de Code in de preambule, de principes, de best practice bepalingen en de verklaring van en toelichting op enkele begrippen, als uitgangspunt genomen. Het strekt zich niet uit tot het toetsen van de aannames op basis waarvan de Code tot stand is gekomen. Bij de opzet en uitvoering van het onderzoek is een aantal onderwerpen geïdentificeerd die buiten het bereik van het onderzoek vallen, maar van belang kunnen zijn voor de interpretatie van de bevindingen in dit rapport. Deze thema's vallen buiten de formele onderzoeksopdracht, maar raken aan de context waarbinnen de Code tot stand is gekomen en zijn, naar de mening van de onderzoekers, daarom relevant bij de interpretatie van de resultaten. Deze contextuele bevindingen kunnen mogelijk aanleiding zijn voor nader onderzoek of voor nadere overweging binnen de Monitoring Commissie. De relevante contextuele bevindingen zijn onderstaand weergegeven.

### 6.1. Het adresseren van de Code aan individuele aandeelhouders in een gedragscode gericht aan vennootschappen

De Code is van toepassing op alle vennootschappen met statutaire zetel in Nederland waarvan de aandelen of certificaten van aandelen zijn toegelaten tot een effectenbeurs. De Code bevat principes en best practice bepalingen die de verhoudingen reguleren tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de (algemene vergadering van) aandeelhouders. 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. Voorts zijn *Nederlandse institutionele beleggers* 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 practice bepalingen.<sup>71</sup> Deze wettelijke verplichting geldt niet voor belangrijke categorieën andere aandeelhouders, zoals buitenlandse institutionele beleggers. Deze aandeelhouders dienen zich niettemin te houden aan de bepalingen van hoofdstuk IV.4 van de Code waar aandeelhouders (vertegenwoordigd in de algemene vergadering) geacht worden zich ten opzichte van de vennootschap, haar organen en hun medeaandeelhouders naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid te gedragen.

De vraag doet zich voor of individuele aandeelhouders geadresseerd dienen te worden in een apart hoofdstuk in de Code of in een separate code, zoals de UK Stewardship Code.<sup>72</sup> Het bestaansrecht

---

<sup>71</sup> Preambule van de Nederlandse Corporate Governance Code.

<sup>72</sup> In het Groenboek 'Het EU-kader inzake corporate governance' stelt de Europese Commissie dat er gegevens bestaan waaruit blijkt dat de meeste aandeelhouders passief zijn en zich vaak alleen voor korte termijn winst interesseren. Het lijkt daarom nuttig om na te gaan of meer aandeelhouders kunnen worden aangemoedigd belang te stellen in duurzaam rendement en prestaties op langere termijn en hoe zij kunnen worden aangemoedigd zich actiever met vraagstukken op het gebied van corporate governance bezig te houden. De commissie richt zich vooral op de institutionele beleggers, de vermogensbeheerders en de volmacht adviseurs. De definitieve voorstellen zijn nog niet naar het Europese Parlement verstuurd. Uitgaande van de adviezen van het Europees Economisch en Sociaal Comité zal de openbaarmaking van het beleid en de praktijk inzake het stemmen van institutionele beleggers een plaats gaan krijgen evenals een verplichte gedragscode voor deze groep conform die in het Verenigd Koninkrijk. Een interessant suggestie is ook de suggestie om een gemachtigde organisatie op te richten die de particuliere aandeelhouders in elke onderneming vertegenwoordigt.

van het huidige separate hoofdstuk in de Code gericht op de verantwoordelijkheden van (individuele) aandeelhouders, danwel het bestaansrecht van een aparte code gericht op aandeelhouders (zoals in het Verenigd Koninkrijk) valt buiten de scope van dit onderzoek, maar raakt aan de context van dit onderzoek gericht op het stemgedrag en communicatiegedrag van aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen.

## 6.2. Het belang van de algemene vergadering versus het individuele aandeelhoudersbelang

Volgens het uitgangspunt van de Code zijn er drie organen die ieder een evenwichtige taak hebben in een zodanige onderlinge samenhang dat er sprake is van evenwichtige ‘checks and balances’. De raad van bestuur is belast met het besturen van de vennootschap; de raad van commissarissen dient toezicht te houden op de wijze waarop de raad van bestuur het bestuur voert. De raad van bestuur en de raad van commissarissen leggen verantwoording af voor hun bestuur respectievelijk toezicht aan de algemene vergadering (dus niet aan de individuele aandeelhouder). Wil een algemene vergadering als volwaardig orgaan in deze ‘checks and balances’ fungeren, dan dient zij allereerst tijdig en adequaat geïnformeerd te worden en voorts dient zij als zodanig te functioneren dat zij ook daadwerkelijk invulling kan geven aan haar positie. Eén van de aandachtspunten van de Monitoring Commissie is de geringe participatie van aandeelhouders aan algemene vergaderingen waarmee de slagkracht en geloofwaardigheid van de algemene vergadering als orgaan afneemt.<sup>73</sup> Uit de samenloop van verschillende (wettelijke) regelingen en wetsvoorstellen blijkt dat de gang van zaken in de algemene vergadering en de rechten die daarin aan de aandeelhouders toekomen volop in de aandacht zijn.<sup>74</sup> De nadruk komt te liggen op *de algemene vergadering* als de plaats waar zich het meest intensieve contact tussen aandeelhouders en de raad van bestuur en de raad van commissarissen afspeelt. Individuele aandeelhouders zijn in tegenstelling tot de raad van bestuur en de raad van commissarissen in principe niet gebonden aan het belang van de vennootschap, maar mogen hun eigen belang nastreven mits aandeelhouders de maatstaven van redelijkheid en billijkheid in acht nemen.<sup>75</sup>

Op grond van onze onderzoeksbevindingen achten wij het aannemelijk dat ten aanzien van de algemene vergadering 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 algemene vergadering om uiteindelijk na optelling van alle stemmen voor en stemmen tegen de algemene vergadering over een bepaald agendapunt te laten besluiten. Deze besluitvorming zou dan plaats moeten vinden nadat deliberatie heeft plaatsgevonden. *‘Besluitvorming is de vrucht van gedachtenwisseling 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 de werkelijkheid die wij hebben onderzocht, lijkt de stemming vooraf te zijn bepaald door stemvolmachten, *‘proxies’*, die niet de vrucht zijn van gedachtenwisseling in de vergadering, maar van een standpuntbepaling van die aandeelhouder voorafgaand aan de vergadering, of op zijn best de vrucht van een andere gedachtenwisseling 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) de inhoud van hun proxy bepalen zodat op basis van die proxy hun stem wordt uitgebracht en er een besluit tot

<sup>73</sup> De Monchy, C.W. e.a. (2009). *Corporate Governance in Nederland*, 2e druk, Boom Juridische uitgevers.

<sup>74</sup> Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen is in 2007 al aangenomen door het Europees Parlement en de Raad, maar is pas sinds 1 juli 2010 geïmplementeerd in de Nederlandse wetgeving. Er worden in deze richtlijn minimumeisen gesteld voor de rechten welke aandeelhouders moeten hebben.

<sup>75</sup> Art.2:8 BW

stand komt. Voor beursvennootschappen geldt dus dat anders dan de door de Hoge Raad weergegeven opvatting dat de besluitvorming in beginsel ter vergadering plaatsvindt, de besluitvorming zijn grondslag lijkt te hebben in de vertrouwelijke dialoog en meningsvorming voorafgaand aan de vergadering. De vraag of de algemene vergadering een zinvolle beraadslaging is of een formaliteit, verdient nader onderzoek.

De heer Abma, directeur van Eumedion, concludeert in het artikel 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2011' dat het aantal uitgebrachte stemmen in jaren niet eerder zo hoog is geweest, wat de representativiteit van de besluitvorming bevordert. Bovendien is de verwachting dat deze trend zich de komende jaren zal voortzetten, waarbij het wel van belang is de 'integriteit' van het stemmen goed te bewaken.<sup>76</sup> Abma stelt dan ook dat een onderzoek naar de huidige stempraktijken van pas zou komen. Niettemin, de Investment Management Association kwam in het onderzoek 'Adherence to the FRC's Stewardship Code'<sup>77</sup> over het seizoen 2010 tot de conclusie dat 'attendance at AGMs is not always necessary and may not be an effective method of engagement and just less than 50 per cent only attend AGMs where they have a major holding or where appropriate.'

### 6.3. Wie is 'de' aandeelhouder?

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. Wanneer in de Code gesproken wordt over aandeelhouders dan dient bedacht te worden dat 'de' aandeelhouder niet bestaat. Allereerst is het vaststellen van de juridische bevoegdheid tot het uitbrengen van de stem potentieel lastig. De uiteindelijke economische gerechtigde is immers niet altijd de partij die het stemrecht uitoefent.

De European Securities and Markets Authority (ESMA) wenst in een consultatie ('Call for Evidence') informatie in te winnen over regelgeving rond 'empty voting'.<sup>78</sup> Hierbij worden stemrechten losgekoppeld van het aandeel. ESMA stelt dat stemrechten hierdoor kunnen worden gebruikt om invloed uit te oefenen op het bedrijf, zonder enig economisch belang te hebben. Analisten en stakeholders stellen dat 'empty voting' problemen op kan leveren met betrekking tot de transparantie van de stemstructuren van bedrijven, corporate governance en de markt van 'corporate control'. Er zijn op dit moment geen specifieke regels ontwikkeld op Europees niveau, maar er zijn wel initiatieven op nationaal niveau om dit te beperken. In de consultatie wordt dan ook de vraag gesteld of en op welke manier 'empty voting' optreedt in Europa, en of wetgeving passend zou zijn.

Ook de *aard en omvang van aandeelhouders* verschilt. De belangen van institutionele beleggers kunnen anders zijn dan de belangen van kleine, veelal particuliere beleggers. Ons onderzoek is gericht op de institutionele belegger. Het perspectief van de particuliere belegger valt buiten het bereik van dit onderzoek.

Ook binnen de groep institutionele beleggers zijn er verschillen. Wie vallen onder de definitie van 'institutionele belegger'? Er is een gebrek aan eenduidigheid tussen de Code, die de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers beschrijft enerzijds, en het wettelijk kader, waarin de wettelijke

---

<sup>76</sup> Abma, R. (2011) Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2011, *Ondernemingsrecht* 2011, 109, p. 526-536

<sup>77</sup> 'Adherence to the FRC's Stewardship Code at 30 September 2010, Investment Management Association, May 2011, p4

<sup>78</sup> 'Call for evidence Empty Voting', ESMA, 14 september 2011, ESMA/2011/288, [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)



verplichtingen van diezelfde institutionele beleggers zijn opgenomen anderzijds. Maatgevend voor de Code is dat institutionele beleggers achterliggende begunstigden kennen, ofwel een ‘achterban’, zoals pensioenfondsen, beleggingsinstellingen, verzekeringsmaatschappijen en vermogensbeheerders<sup>79</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>80</sup>), terwijl op grond van de Wft (art 5:86 Wft) de klanten van deze vermogensbeheerder, bijvoorbeeld een pensioenfonds dat zijn vermogen heeft uitbesteed, zelf een wettelijke verplichting hebben om over naleving en principes van de Code mededeling te doen.

Er bestaan ook grote verschillen in de *beleggingsstrategieën* van vermogensbeheerders. Voor sommige vermogensbeheerders worden belangen in Nederlandse beursvennootschappen gehouden als passieve belegging, als onderdeel van een Nederlandse of wereldwijde index. Voor andere beheerders (niet per definitie zijnde de activistische beleggers) worden belangen in Nederlandse vennootschappen gehouden in een actief te managen portefeuille waarin Nederlandse bedrijven op grond van fundamentele research worden gekozen en waarvan het aandeel vervolgens actief wordt beheerd. De aard, omvang en beleggingsstrategie van institutionele beleggers zijn van grote invloed op de wijze waarop institutionele beleggers invulling geven aan het begrip aandeelhoudersbetrokkenheid. Dit wezenlijke aspect, tevens een belangrijke factor bij het begrijpen van de rol van stemadviesbureaus, activistische beleggers en het ontstaan van zogenaamde geconcentreerde portfolio’s, is niet benoemd in de Code, noch onderkend in de monitoring van de Code als wordt gesproken over de aandeelhouder en aandeelhoudersverantwoordelijkheden.

#### **6.4. Eindverantwoordelijkheid voor naleving: een mandaatkwestie**

Een andere relevante vraag die buiten de scope van dit onderzoek valt is: wie is in geval van uitbesteding van het vermogensbeheer nu eigenlijk de institutionele belegger zoals bedoeld in hoofdstuk IV van de Code? De vermogensbeheerder of de klant voor wie de vermogensbeheerder het vermogen beheert, de ‘asset manager’ of de ‘asset owner’? In hoeverre kan de Code beide als institutionele belegger beschouwen? We hebben geconcludeerd dat de Code indifferent is ten aanzien van de verdeling van verantwoordelijkheden tussen asset owners en vermogensbeheerders en dat onvoldoende inzicht bestaat in gemaakte afspraken tussen deze partijen. Heeft de vermogensbeheerder een eigen verantwoordelijkheid of is hij alleen de vertegenwoordiger van institutionele beleggers zoals gedefinieerd in de Wft, handelend onder het beheer mandaat? 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>81</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

---

<sup>79</sup> De Monchy, C.W. e.a. (2009). *Corporate Governance in Nederland*, 2e druk, Boom Juridische uitgevers.

<sup>80</sup> Anonieme quote van een Nederlands pensioenfonds.

<sup>81</sup> De Monchy, C.W., e.a. (2009). *Corporate Governance in Nederland*, 2e druk, Boom Juridische uitgevers.

in de gelegenheid zijn de uitvoering van het beleid te verantwoorden'. Nader onderzoek is met name gewenst naar de vraag op welke wijze, in geval van uitbesteding van het vermogensbeheer, de verdeling van en naleving van aandeelhoudersverantwoordelijkheid zoals beschreven in de Code, in het mandaat zijn overeengekomen. De verantwoordelijkheden van aandeelhouders voortvloeiend uit de Code lijken immers een integraal onderdeel te vormen van het vermogensbeheer. Het International Corporate Governance Network (ICGN) heeft geprobeerd middels de consultatie 'Model contract terms between asset owners and their fund managers'<sup>82</sup> best practices en standaarden in de contracten en mandaten tussen 'asset owners' en 'fund managers' te bevorderen. Onderwerpen die onder andere aan bod komen zijn risicomanagement, stewardship en transparantie. Bespreking van het modelmandaat, de 'Model Mandate Initiative', vond plaats in de jaarlijkse vergadering van het ICGN in september 2011. Het modelmandaat is in september door de ledenvergadering van ICGN 'approved subject to recommendations arising from the consultation and electronic ratification by the ICGN membership'. De laatste hand wordt dus gelegd aan het vaststellen van het modelmandaat en dat zal naar verwachting nauwelijks afwijken van het concept waarover de consultatie is gehouden.

### **6.5. Buitenlandse beleggers zijn de belangrijkste aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen**

Gedurende de afgelopen decennia heeft zich in Nederland een belangrijke ontwikkeling voorgedaan. In 1995 was 22 procent van de aandelen van Nederlandse beursvennootschappen in handen van Nederlandse institutionele beleggers; 37 procent van de aandelen was in handen van buitenlandse (grotendeels institutionele) beleggers. In 2009 was het percentage van institutionele beleggers, zowel binnenlands als buitenlands, opgelopen tot 84 procent.<sup>83</sup> De aandelen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, met name van de zogenaamde large caps, zijn vooral in handen van buitenlandse institutionele beleggers.

De verantwoordelijkheden die de Code aan aandeelhouders toebedeelt, zijn dus anno 2011 vooral gericht tot buitenlandse institutionele beleggers die procentueel misschien een klein percentage van hun totaal belegd vermogen in Nederlandse beursvennootschappen beleggen, maar geaggregeerd substantiële belangen in Nederlandse ondernemingen, met name de 'large caps', houden. Deze beleggers hebben vele nationale codes waarin zij als aandeelhouder geadresseerd worden, en laten zich in hun beleggingsgedrag vooral leiden door eigen principes en best practices en zogenaamde 'overarching principles'. De mate waarin buitenlandse beleggers zich in hun gedrag laten leiden door hoofdstuk IV.4 van de Nederlandse Code dient derhalve te worden gezien in de context van een veelheid aan nationale codes, internationale en Europese initiatieven, sectorinitiatieven en verschillen in wetgeving waaraan de institutionele beleggers en klanten van deze partijen gehouden zijn.

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

Zoals in de preambule<sup>84</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 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,

---

<sup>82</sup> Het consultatiedocument dd. 31 januari 2011 is te downloaden op: [www.icgn.org](http://www.icgn.org)

<sup>83</sup> Janssen Groesbeek, M., 'Burgerbeleggers, verenigt u! Werken aan een echt goed pensioen', *Het Financieele Dagblad*, 9 april 2011. Voor een nadere uiteenzetting van het buitenlands aandelenbezit wordt verwezen naar hoofdstuk 2, paragraaf 2.2.

<sup>84</sup> De Nederlandse Corporate Governance Code, Preambule, 5

commissarissen en aandeelhouders. Bepalend voor de werking van de Code is niet alleen de mate waarin deze naar de letter wordt nageleefd, maar vooral 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 grote buitenlandse institutionele beleggers die actief zijn in Nederland is gebleken dat de Code hen voor wat betreft de best practice bepalingen gericht tot de vennootschap (lees: het bestuur en Raad van Commissarissen) een snelle ‘scan’ geeft van mogelijke corporate governance aspecten die binnen ondernemingen nadere aandacht behoeven.

De mate waarin daarbij sprake is van ‘afvinkgedrag’ door beleggers, dan wel het daadwerkelijk aanspreken van ondernemingen op de best practices zoals beschreven in de Code, verschilt. De aard, omvang en beleggingsstrategie van institutionele beleggers lijken hier van betekenis.

### **6.7. 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 en aandeelhouders<sup>85</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, als dat het geval is, 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. Zoals eerder in deze paragraaf aangegeven is de Code uit 2003 bij algemene maatregel van bestuur van 30 december 2004 aangewezen als gedragscode in de zin van artikel 2:391 lid 5 BW. Dit houdt in dat beursvennootschappen voor de boekjaren die zijn aangevangen op of na 1 januari 2004 verplicht waren in hun jaarverslag mededeling te doen over de naleving van de Code 2003 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. Bij besluit van 10 december 2009<sup>86</sup> is de Code 2008 aangewezen als gedragscode bedoeld in artikel 2:391 lid 5 BW voor een jaarverslag dat betrekking heeft op een boekjaar dat aanvangt op of na 1 januari 2009. Daarnaast geldt het Besluit van 20 maart 2009 ter uitvoering van wijzigingen van de vierde en zevende Europese richtlijnen betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening<sup>87</sup>. Dit besluit houdt onder meer een verplichting in die naast de Code 2008 bestaat voor beursgenoteerde NV's om in hun jaarverslag bepaalde verklaringen af te leggen over corporate governance en toegepaste gedragscodes. Verder verplicht dit besluit beursgenoteerde NV's onder andere om mededelingen te doen over het functioneren van de algemene vergadering en haar voornaamste bevoegdheden en de rechten van de aandeelhouders en hoe deze kunnen worden uitgeoefend, voor zover dit niet onmiddellijk uit de wet volgt.

---

<sup>85</sup> De Nederlandse Corporate Governance Code, Preambule, 4

<sup>86</sup> Besluit van 10 december 2009 tot wijziging van het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag Stb 2009, 747

<sup>87</sup> Besluit van 20 maart 2009 tot wijziging van het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag, ter uitvoering van Richtlijn 2006/46/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006, tot wijziging van de Richtlijnen 78/660/EEG, 83/349/EEG, 86/635/EEG en 91/674/EEG betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening (PbEU L 224), Stb 2009,154

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. Daarnaast 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. Handhaving dient primair plaats te vinden door 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 Code versterkt de positie van de achterliggende begunstigden in Nederland. Maar nemen de achterliggende begunstigden ook bewust deze positie in? En willen en kunnen zij dit? En hoe moeten we dit bezien in het licht van het buitenlands aandelenbezit? Bestaat er voor institutionele beleggers dan ook een ‘incentive’ voor naleving of een ‘sanctie’ op ‘niet-naleving’?<sup>88</sup> 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.

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

Tenslotte een laatste overweging. 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>89</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) bezien? Welke ‘termijn’ hanteert een institutionele belegger als termijn voor het aangegane ‘samenwerkingsverband’, bij het nemen van een direct of indirect belang in de vennootschap?

---

<sup>88</sup> Paragraaf 2.3.2 van het Groenboek Corporate Governance spreekt over een gebrek aan transparantie over de uitvoering van de fiduciaire plicht van institutionele beleggers. De Europese Commissie is van mening dat de institutionele beleggers beter toezicht moeten houden op asset managers ten aanzien van strategie, kosten, handelen en de mate waarin asset managers in dialoog gaan met de ondernemingen waarin zij aandelen houden.

<sup>89</sup> De Nederlandse Corporate Governance Code, Preambule, 7

En hoe verhoudt zich dit uitgangspunt tot de juridische context waarin vele van de buitenlandse aandeelhouders in Nederlandse vennootschappen opereren.

In hoeverre is sprake van spanning tussen enerzijds het zijn van belegger (primair gericht op realiseren van een beleggingsrendement bij een bepaald risicoprofiel en een bepaalde 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? Uit diepte-interviews gehouden met buitenlandse institutionele beleggers blijkt dat het realiseren van een zo hoog mogelijk beleggingsrendement voor klanten voorop staat. Dat is de ‘nature of their business’. Uiting geven aan aandeelhoudersbetrokkenheid is interessant wanneer het bijdraagt aan het op verantwoordelijke wijze realiseren van een zo hoog mogelijk beleggingsrendement. De mate waarin institutionele beleggers betrokken zijn bij de vennootschap, hangt af van de beleggingsstrategie. Voor aandelen die gehouden worden in een actief beheerde portefeuille geldt veelal dat gebruikmaking van stemrecht en engagement met de betreffende ondernemingen geacht worden bij te dragen aan een beter rendement. Voor sommige beleggers is engagement zelfs een ‘business-case in itself’ waar aandelen van onder-presterende ondernemingen worden gekozen in een portefeuille met als doel om via engagement de onderneming bij te staan en aan te zetten tot een betere performance. Deze beleggers hebben vaak geconcentreerde en relatief beperkte portefeuilles. In het geval van de activistische belegger, heeft een dergelijke engagementstrategie een agressievere aard en is er geen sprake van ‘friendly engagement’ maar worden ondernemingen gedwongen tot bijvoorbeeld het opsplitsen of afstoten van slecht renderende bedrijfsonderdelen. Voor aandelen in passief beheerde portefeuilles, zoals portefeuilles waarbij de samenstelling gebaseerd is op diverse aandelenindices, is volgen of out-performance van de benchmark het doel. Engagement en gebruikmaking van het stemrecht spelen bij deze portfoliomanagers in het geheel geen, of een veel beperktere rol.

Op de vragen: “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?”, kan geen eenduidig antwoord worden gegeven. Dit aspect is ook in de definitie van aandeelhouder niet onderkend. De Code gaat uit van een lange termijn samenwerkingsverband tussen vennootschap en de aandeelhouders (lees: beleggers). De mate waarin voor institutionele beleggers als aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen lange termijn betrokkenheid als uitgangspunt geldt, valt buiten het bereik van ons onderzoek en maar is een cruciaal onderzoeksthema voor de komende jaren om de effectiviteit van de Code te kunnen monitoren.

Een aantal vooraanstaande onderzoeken en recente initiatieven, voornamelijk geïnitieerd in het Verenigd Koninkrijk, maar mogelijk de voorlopers van Europese initiatieven zijn in dit kader relevant. Zij gaan in op het veel gehoorde kritiekpunt dat aandeelhouders alleen op de korte termijn gericht zijn, de zogenaamde ‘shareholder myopia’, ofwel de aandeelhouders zijn bijziend en kortzichtig. Er is nog niet veel empirisch bewijs dat deze stelling ondersteunt, zoals Dent<sup>90</sup> aantoonde. Meer recent probeert Haldane<sup>91</sup> in zijn onderzoeken het *long/short* fenomeen aan te tonen.

Het meest recente initiatief is wel de Kay Review.<sup>92</sup> Dit initiatief heeft als doel te onderzoeken:

---

<sup>90</sup> Dent, G.W., ‘The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism’, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 35, nr. 1 2010

<sup>91</sup> A.G. Haldane, ‘The Short Long’, May 2010, [www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2011/speech495.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2011/speech495.pdf).

<sup>92</sup> [www.bis.gov.uk/Consultations/kay-review-call-for-evidence-uk-equity-markets](http://www.bis.gov.uk/Consultations/kay-review-call-for-evidence-uk-equity-markets)

‘...how well equity markets are achieving their core purposes: to enhance the performance of UK companies by facilitating investment and enabling effective governance and decision making in support of long-term profitability and growth; to enable investors to benefit from this corporate activity in the form of returns from equity investment. It will assess to what extent equity market participants are excessively focused on short-term outcomes to the detriment of these core purposes, and if so, what actions might be taken to address this. It will therefore seek to examine the incentives, motivations and timescales of all participants in the equity markets – from end investors, through pension funds, advisers, fund managers, and the markets, to company boards – and the relationships between them.’

Op 22 juni jl. kondigde Vince Cable, Secretary of State for Business in het coalitie cabinet van David Cameron, aan dat professor John Kay, een van de meest vooraanstaande economen in het Verenigd Koninkrijk, in opdracht van de Department for Business Innovation & Skills (BIS), een onafhankelijk onderzoek zal gaan doen naar beleggingen in ‘UK equity markets’ en de impact van deze beleggingen op de lange termijn performance en governance van beursvennootschappen in het Verenigd Koninkrijk. Momenteel staat er een ‘call for evidence’ uit gebaseerd op de eerder gepubliceerde ‘terms of reference’. Deze consultatieronde sluit op 18 november a.s. Een aantal van de ‘terms of reference’ raken aan het in deze paragraaf benoemde vraagstuk van lange versus korte termijn en daarmee aan de context van ons onderzoek.

**Kay Review Terms of Reference, June 2011**

- Whether the timescales considered by boards and senior management in evaluating corporate risks and opportunities, and by institutional shareholders and fund managers in making investment and governance decisions, match the time horizons of the underlying beneficiaries.
- How to ensure that shareholders and their agents give sufficient emphasis to the underlying competitive strengths of the individual companies in which they invest.
- Whether the current functioning of equity markets gives sufficient encouragement to boards to focus on the long term development of their business.
- Whether Government policies directly relevant to institutional shareholders and fund managers promote long-term time horizons and effective collective engagement.
- Whether the current legal duties and responsibilities of asset owners and fund managers, and the fee and pay structures in the investment chain, are consistent with asset owners’ long term objectives.
- Whether there is sufficient transparency in the activities of fund managers, clients and their advisors, and companies themselves, and in the relationships between them.
- The quality of engagement between institutional investors and fund managers and UK quoted companies, and the importance attached to such engagement, building on the success of the Stewardship Code.
- The impact of greater fragmentation and internationalisation of UK share ownership, and other developments in global equity markets, on the quality of engagement between shareholders and quoted companies.

Ook Dominique Barton, global managing director van McKinsey, schreef in dit kader onlangs in de *Harvard Business Review*<sup>93</sup> het volgende:

‘...the nature of the deep reform that I believe business must lead—nothing less than a shift from what I call quarterly capitalism to what might be referred to as long-term capitalism. This shift is not just about persistently thinking and acting with a next-generation view—although that’s a key part of it. It’s about rewiring the fundamental ways we govern, manage, and lead corporations. It’s also about changing how we view business’s value and its role in society.

<sup>93</sup> Barton, Dominique, ‘Capitalism for the Long Term’, *Harvard Business Review*, March 2011, Vol. 89 Issue 3, p.84-91

There are three essential elements of the shift. First, business and finance must jettison their short-term orientation and revamp incentives and structures in order to focus their organizations on the long term. Second, executives must infuse their organizations with the perspective that serving the interests of all major stakeholders—employees, suppliers, customers, creditors, communities, the environment—is not at odds with the goal of maximizing corporate value; on the contrary, it’s essential to achieving that goal. Third, public companies must cure the ills stemming from dispersed and disengaged ownership by bolstering boards’ ability to govern like owners.’

Tot nu toe is er in Nederland nog weinig diepgaand onderzoek naar dit onderwerp, terwijl alle handboeken en ook de Code spreken van een lange termijn samenwerkingsverband en ook institutionele beleggers en beursgenoteerde ondernemingen met enige regelmaat met elkaar discussiëren over dit thema. Naar verwachting komt het rapport van de Kay Committee komend voorjaar beschikbaar. Dit rapport en in navolging daarop de uitwerking op de Nederlandse aandelenmarkten verdient zeker nader onderzoek.

Alle in deze paragraaf beschreven contextuele bevindingen, in het bijzonder de lange termijn-korte termijn discussie, zoals momenteel in het Verenigd Koninkrijk onderzocht middels de Kay Review, verdienen naar de mening van het onderzoeksteam nadere overweging en zouden input kunnen zijn voor de Monitoring Commissie bij de nadere invulling van haar monitoring taken in de toekomst. Wij menen dat deze aspecten die raken aan de aannames waarop de Code is gebaseerd, in ogenschouw moeten worden genomen bij de interpretatie van de onderzoeksresultaten zoals neergelegd in dit rapport en willen uiteraard graag bijdragen aan nader onderzoek op elk van voornoemde thema’s.

# Bijlagen

1. Lijst met gebruikte afkortingen
2. Data tabellen
3. Lijst met institutionele beleggers
4. Surveys



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

AEX	Amsterdam Exchange Index
AMX	Amsterdam Midkap Index
AFM	Autoriteit Financiële Markten
AscX	Amsterdam Small Cap Index
BP	Best Practice
BV	Besloten Vennootschap
BW	Burgerlijk Wetboek
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CII	Council of Institutional Investors
DNB	De Nederlandsche Bank
ESG	Environmental Social and Governance
EU	Europese Unie
FRC	Financial Reporting Council
ICGN	International Corporate Governance Network
MCCG	Monitoring Commissie Corporate Governance Code
NL	Nederland
NV	Naamloze Vennootschap
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OK	Ondernemingskamer
RvB	Raad van Bestuur
RvC	Raad van Commissarissen
SC	Stewardship Code
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
UK	United Kingdom
UKSC	UK Stewardship Code
UNPRI	United Nations Principles for Responsible Investments
VK	Verenigd Koninkrijk
Wft	Wet op het financieel toezicht

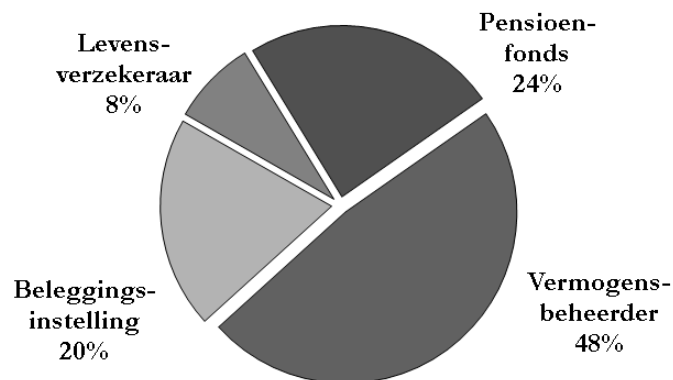
## Bijlage 2 Data tabellen

NB: de nummering bij de tabellen verwijst naar de vraagnummering in de survey, hierdoor kan het voorkomen dat de nummering niet opeenvolgend is, of dat bij één vraag, twee nummers staan.

### I. Data Tabellen Nederlandse Survey

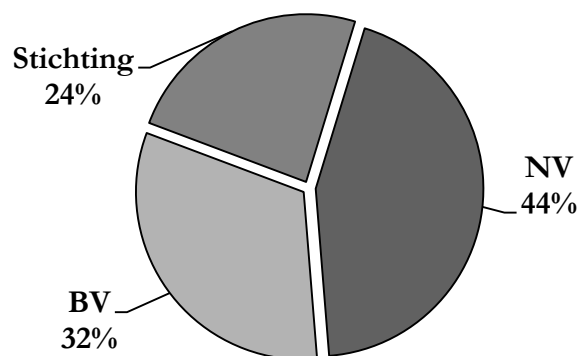
#### 2. Wat is de aard van de hoofdactiviteiten van uw instelling?

	n=	%
Vermogens-beheerder	12	48,0%
Beleggings-instelling	5	20,0%
Levens-verzekeraar	2	8,0%
Pensioen-fonds	6	24,0%
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>



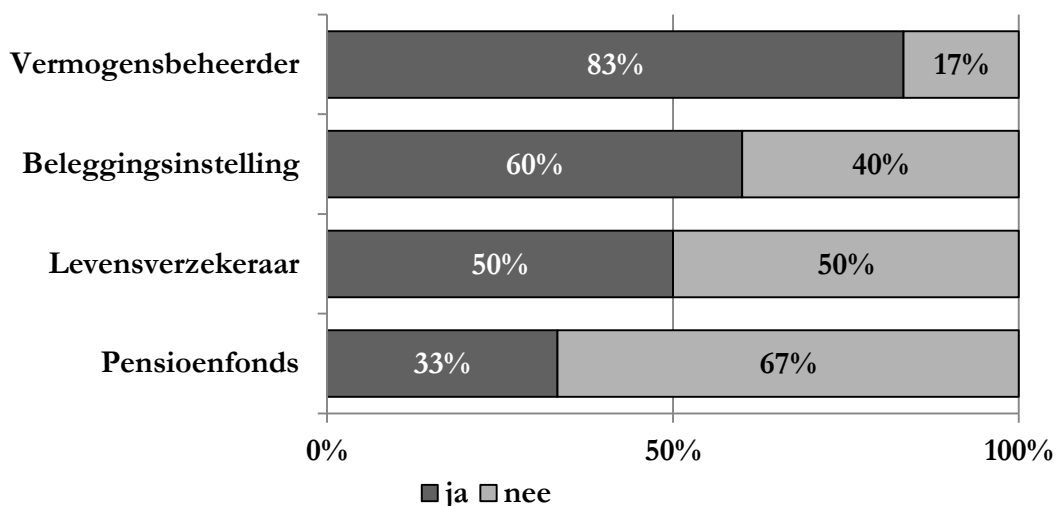
#### 3. Wat is de rechtsvorm van uw instelling?

	n=	%
NV	11	44,0%
BV	8	32,0%
Stichting	6	24,0%
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>



**4. Heeft u als institutionele beleggers een specifieke focus in uw beleggingsbeleid (bijvoorbeeld: duurzaamheid, sectorfocus)**

	n=	ja	%	nee	%
Vermogensbeheerder	12	10	83,33%	2	16,67%
Beleggingsinstelling	5	3	60,00%	2	40,00%
Levensverzekeraar	2	1	50,00%	1	50,00%
Pensioenfonds	6	2	33,33%	4	66,67%
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>16</b>	<b>64,00%</b>	<b>9</b>	<b>36,00%</b>



**5. Graag noteren wij enkele van uw gegevens, als respondent van deze survey.**

Aan de survey hebben 25 respondenten meegedaan. De karakteristieken staan in onderstaande tabel weer gegeven. Aan de respondenten is tevens gevraagd welke functie zij vervullen. Hierbij werden vele verschillende functie-titels gegeven, waaronder: Senior Portfolio Manager (2\*), Directeur, Head of Responsible Investment, Manager Beleggings- & Financieel Beleid, ESG specialist, Head of Insurance Equities, Senior Legal Counsel, Specialist Corporate Governance (3\*), Head of Sustainability Research (2\*), Head of ESG-research, Manager Verantwoord Beleggen (3\*), Senior Strategist Beleggingen, Responsible Investment Officer, CEO (2\*), CIO (2\*), Portfolio Manager Maatschappelijk Verantwoord Beleggen

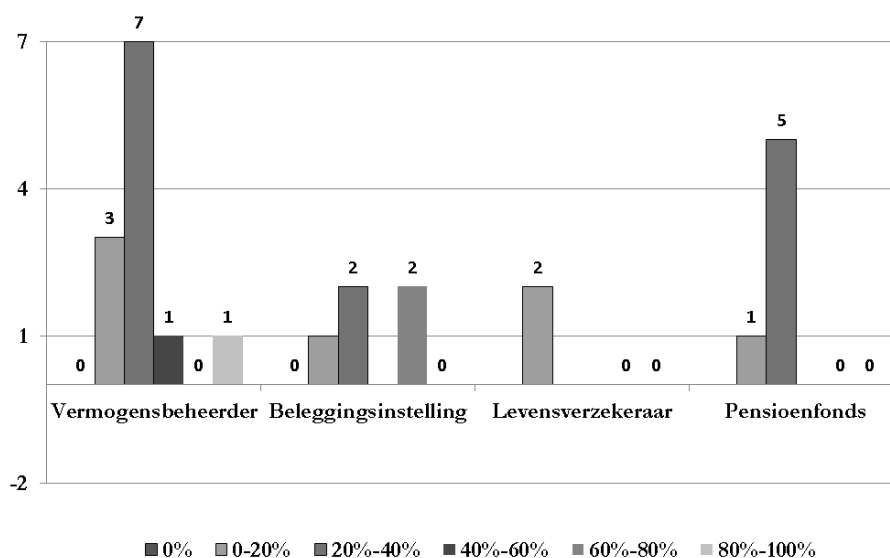
<b>Gemiddelde leeftijd</b>	42,1 jaar		
<b>Geslacht</b>			
	man	18	72,0%
	vrouw	7	28,0%
<b>Totaal</b>		<b>25</b>	<b>100%</b>
<b>Gemiddeld jaren werkzaam bij deze organisatie</b>	8,1 jaar		

6. Hoe groot was het totaal belegd vermogen (assets under management) van uw instelling ultimo 2010?

	n=	< 10 miljard	%	10-50 miljard	%	50 - 250 miljard	%	250- 1000 miljard	%
Vermogensbeheerder	12	1	8,3%	4	33,3%	6	50,0%	1	8,3%
Beleggingsinstelling	5	4	80,0%	0	0,0%	1	20,0%	0	0,0%
Levensverzekeraar	2	0	0,0%	2	100%	0	0,0%	0	0,0%
Pensioenfonds	<u>6</u>	<u>0</u>	<u>0,0%</u>	<u>4</u>	<u>66,7%</u>	<u>2</u>	<u>33,3%</u>	<u>0</u>	<u>0,0%</u>
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>5</b>	<b>20,0%</b>	<b>10</b>	<b>40,0%</b>	<b>9</b>	<b>36,0%</b>	<b>1</b>	<b>4,0%</b>

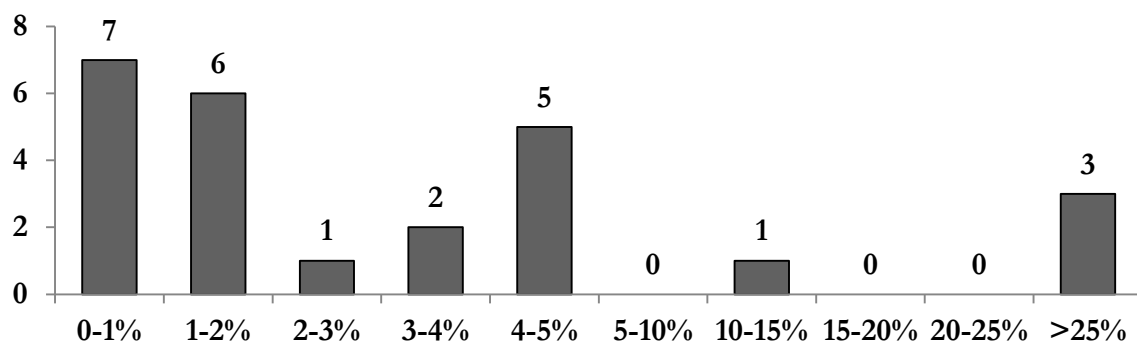
7. Hoeveel procent van het totaal belegd vermogen had uw instelling ultimo 2010 bij benadering belegd in aandelen?

	n=	%
0%	0	0%
>0-<20%	7	28%
20-<40%	14	56%
40-<60%	1	4%
60-<80%	2	8%
80-100%	<u>1</u>	<u>4%</u>
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>

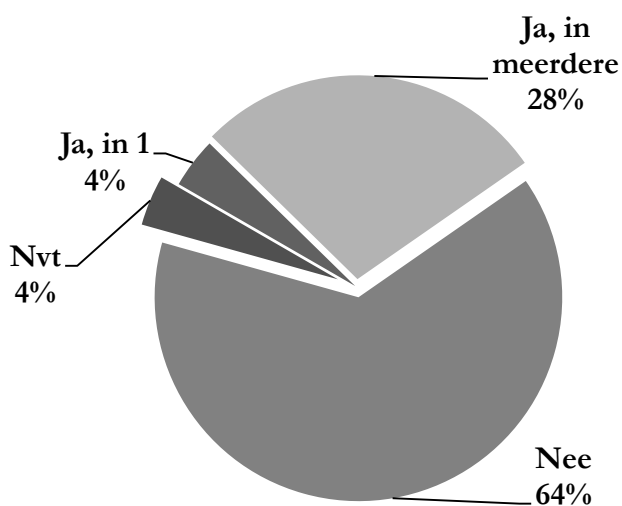


8. Hoeveel procent van het totaal belegd vermogen had uw instelling ultimo 2010 bij benadering direct, dan wel indirect (via fondsen) belegd in aandelen van Nederlandse beursvennootschappen?

	n=	%
0-1%	7	28%
1-2%	6	24%
2-3%	1	4%
3-4%	2	8%
4-5%	5	20%
5-10%	0	0%
10-15%	1	4%
15-20%	0	0%
20-25%	0	0%
>25%	3	12%
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>

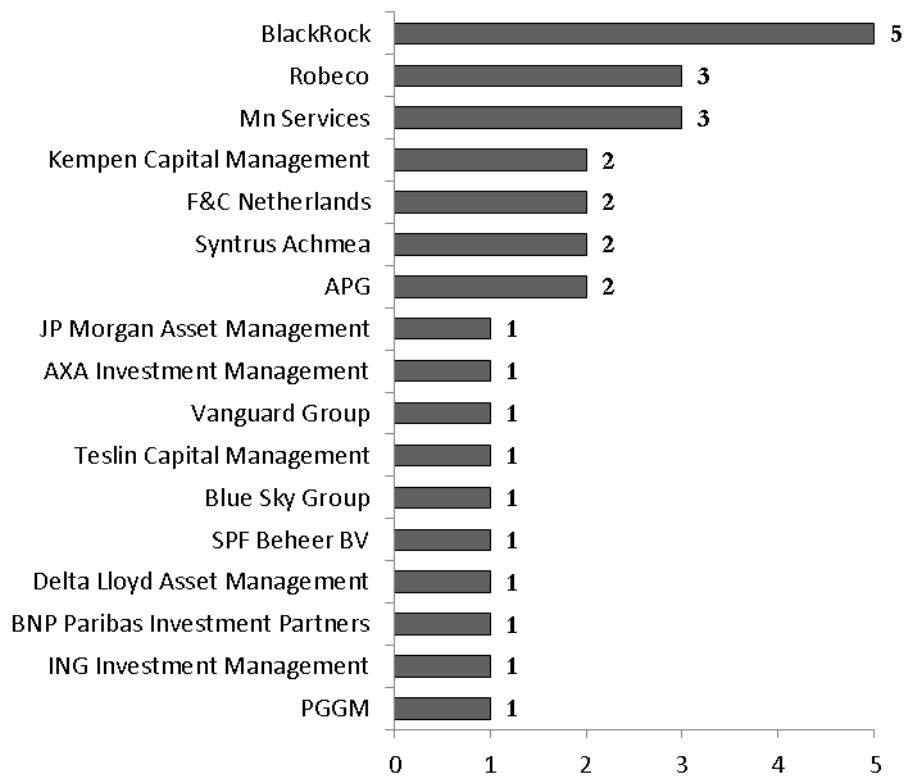
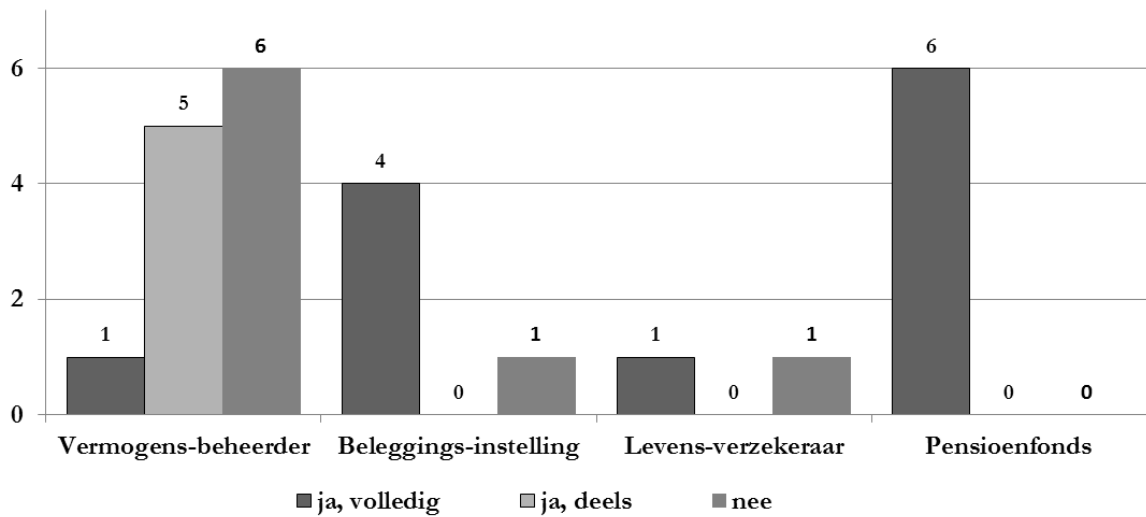


9. Had uw instelling in 2010 belangen van 5% of meer in Nederlandse beursvennootschappen?



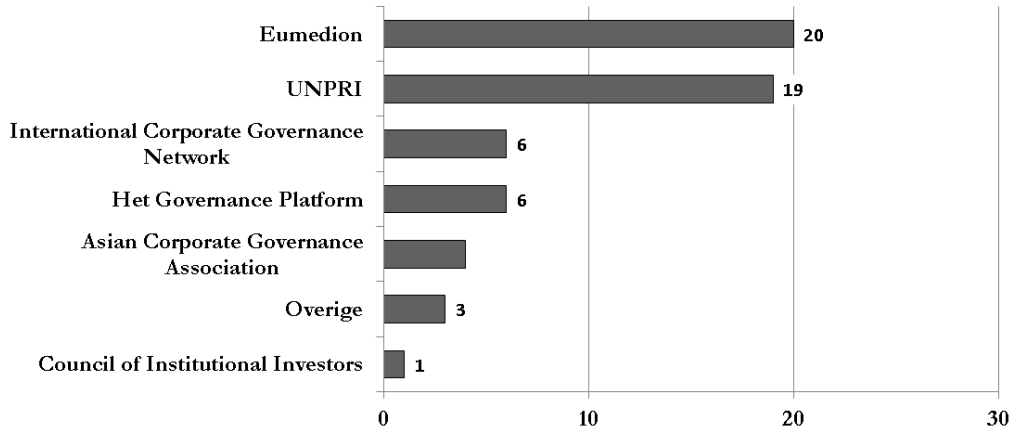
10 en 11. Heeft uw instelling het beheer van het belegd vermogen in aandelen van Nederlandse beursvennootschappen (gedeeltelijk) uitbesteed aan een (externe) vermogensbeheerder? Zoja, welke?

	n=	Ja, volledig	%	Ja, deels	%	nee	%
Vermogensbeheerder	12	1	8,3%	5	41,7%	6	50,0%
Beleggingsinstelling	5	4	80,0%	0	0,0%	1	20,0%
Levensverzekeraar	2	1	50,0%	0	0,0%	1	50,0%
Pensioenfond	6	6	100%	0	0,0%	0	0,0%
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>12</b>	<b>40,0%</b>	<b>5</b>	<b>20,0%</b>	<b>8</b>	<b>40,0%</b>



12 en 13. Is uw instelling ten aanzien van het thema ‘Corporate Governance’ aangesloten bij een belangenorganisatie of een platform voor institutionele beleggers? Zo ja, welke?

	n=	%
Ja	24	96,0%
Nee	1	4,0%
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>

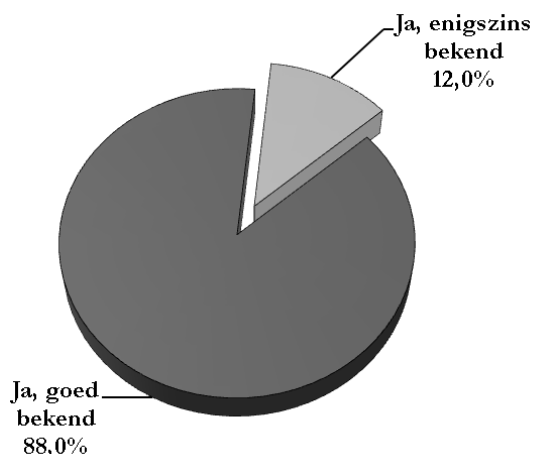


In de toelichtingen werd bij overige ingevuld (allen eenmaal genoemd): het European Corporate Governance Institute (ECGI), Assogestioni (Italië), Verbond van Verzekeraars en VBDO.

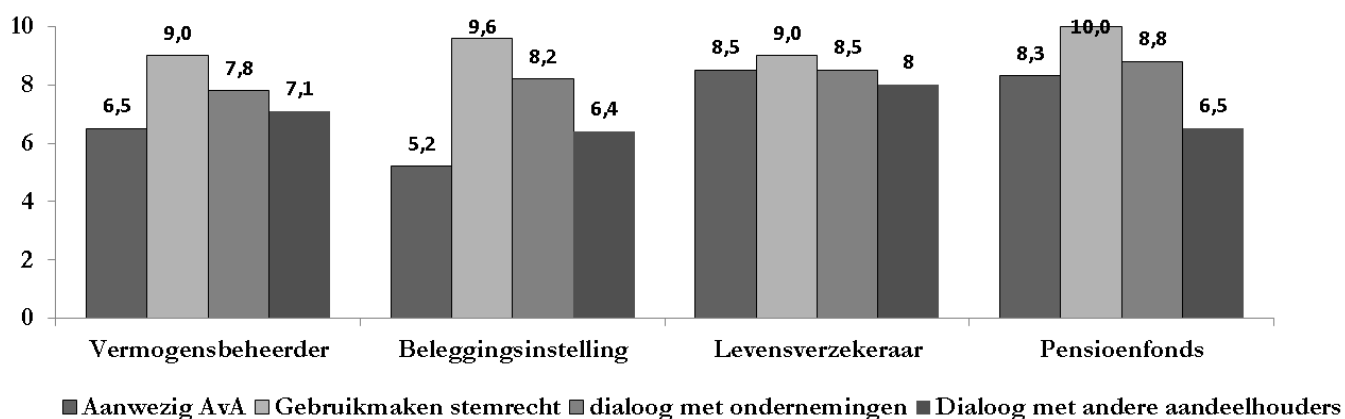
In de meeste gevallen gaven de respondenten in de toelichting aan dat Eumedion en de UNPRI even belangrijk waren, maar waarbij 1 respondent wel aangeeft dat de organisaties verschillende doelstellingen hebben.

14. Is uw instelling zelf bekend met de bepalingen in de Nederlandse Corporate Governance Code 2008 die gericht zijn aan institutionele beleggers en aandeelhouders in het algemeen (BP IV.4.1-IV.4.6)?

	n=	%
Ja, goed bekend	22	88,0%
Ja, enigszins bekend	3	12,0%
Nee, niet bekend	0	0,0%
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>



15. Kunt u uw instelling een rapportcijfer geven (1-10) ten aanzien van uw betrokkenheid als aandeelhouder bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen?



Na deze meer keuzevraag is aan de respondenten gevraagd aan te geven op welke andere manieren de instelling haar betrokkenheid bij Nederlandse beursvennootschappen laat blijken? Twaalf respondenten hebben hierop uitgebreid een toelichting gegeven, waarvan hieronder een korte samenvatting.

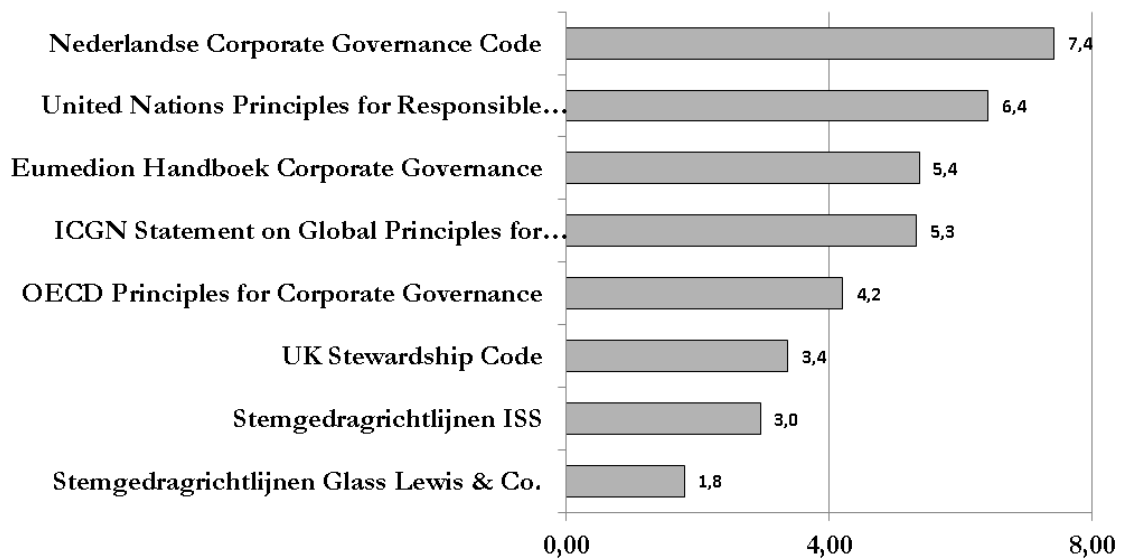
16. De hierna genoemde acht codes en richtlijnen bevatten principes voor uw instelling als aandeelhouder in Nederlandse beursvennootschappen. Kunt u deze acht codes/richtlijnen rangschikken naar het belang dat uw instelling aan de principes van de betreffende code geeft? U kunt per kolom maximaal 1 code/richtlijn aankruisen zodat deze later gerangschikt kunnen worden naar het belang dat u er aan toekent.

vul niets in bij geen belang  
 1 = code/richtlijn met het minste belang  
 8 = code/richtlijn met het meeste belang

Van de 23 respondenten die deze vraag beantwoord hebben, zetten er 12 de Nederlandse Corporate Governance Code op de eerste plaats, en nog eens 10 zetten deze op de tweede plaats. De eerste plaats wordt achtmaal ingenomen door de UNPRI. Het Eumedion Handboek staat eenmaal op de eerste positie maar neemt vervolgens wel voor zeven respondenten de tweede plaats in.



Van de gegeven antwoorden in een gewogen gemiddelde berekend.



#### 17. BP 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.

Publiceert uw instelling het stembeleid op aandelen gehouden in Nederlandse beursvennootschappen op de website?

	n=	%
Ja	21	84%
Nee, elders	3	12%
Nee, in het geheel niet	<u>1</u>	<u>4%</u>
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>

#### 18. BP IV.4.1.

Zo niet, heeft uw instelling uitgelegd waarom zij het stembeleid niet op de website heeft gepubliceerd?

De vier respondenten die de vorige vraag met 'nee' hebben beantwoord, geven alle vier (100%) aan dat zij uitleggen waarom niet op de website wordt gepubliceerd.

	n=	%
Ja	4	100%
Nee	<u>0</u>	<u>0%</u>
<b>Totaal</b>	<b>4</b>	<b>100%</b>

**19. BP IV.4.1:**

**Indien u uitlegt, waar heeft uw instelling deze uitleg gepubliceerd? Meerdere antwoorden mogelijk**

Hierbij is twee keer aangegeven website, tweemaal jaarverslag en eenmaal overig. Bij overig is aangegeven dat het stembeleid op de website van de klanten staat vermeld.

Aan de respondenten die uitleggen is tenslotte gevraagd hoe de uitleg luidt. Zij hebben deze toelichting alle vier gegeven.

**20. BP 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 uitoefenen van het stemrecht in het desbetreffende boekjaar.**

**Heeft uw instelling op de website en/of in het jaarverslag verslag gedaan van de uitvoering van het beleid aangaande het uitoefenen van het stemrecht?**

	n=	%
Ja	23	92%
Nee, elders	1	4%
Nee, in het geheel niet	1	4%
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>

**21. BP. IV.4.2:**

**Zo niet, heeft uw instelling uitgelegd waarom zij geen verslag deed over de uitvoering van dit beleid?**

	n=	%
Ja	1	50%
Nee	1	50%
<b>Totaal</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>

**22. BP IV.4.2:**

**Indien u uitlegt, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd? Meerdere antwoorden mogelijk.**

Eenmaal overig aangekruist en als toelichting gegeven:

Wij stemmen conform wens onze klanten. Daarom wordt zowel beleid als de uitvoering gepubliceerd op de website van onze klanten.

**23. BP 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.**

**Heeft uw instelling op de website tenminste eenmaal per kwartaal verslag uitgebracht of en hoe zij als aandeelhouder heeft gestemd op algemene vergaderingen?**

	n=	%
ja	21	84%
nee, wel kwartaal, niet website	2	8%
nee, wel website niet kwartaal	0	0%
nee, niet website, niet kwartaal	<u>2</u>	<u>8%</u>
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>92%</b>

**24. BP IV.4.3:**

Zo niet, heeft uw instelling uitgelegd waarom zij hierover niet per kwartaal en/of website heeft gepubliceerd?

	n=	%
Ja	2	50%
Nee	<u>2</u>	<u>50%</u>
<b>Totaal</b>	<b>4</b>	<b>100%</b>

**25. BP IV.4.3:**

Indien u uitlegt, waar heeft uw instelling deze uitleg gepubliceerd?

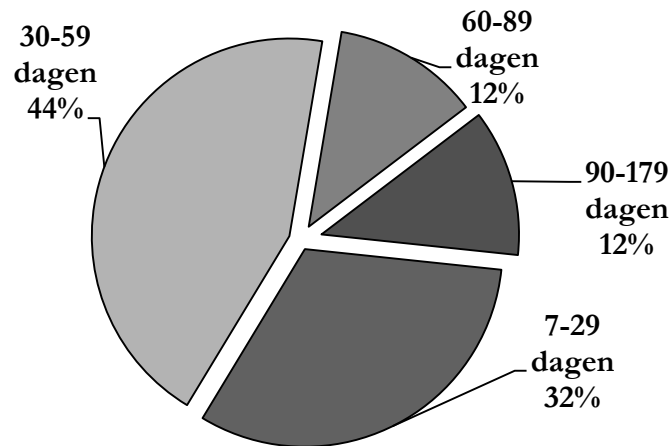
Eenmaal website plus jaarverslag aangegeven, en eenmaal overig.

**26. BP IV.4.4:**

Een aandeelhouders 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 een 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 hierover 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 responstijd in de zin van best practice bepaling II.1.9.

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

	n=	%
7-29 dagen	8	32%
30-59 dagen	11	44%
60-89 dagen	3	12%
90-179 dagen	<u>3</u>	<u>12%</u>
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>



**27. BP IV.4.4:**

Indien uw instelling gebruik zou maken van het agenderingsrecht zoals beschreven in BP IV.4.4, zou uw instelling dan het bestuur in de gelegenheid stellen om een redelijke termijn in te roepen (binnen 180 dagen conform BP II.1.9) om op het voorstel tot agendering te reageren?

	n=	%
Ja	15	60%
Nee	10	40%
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>

**28. BP IV.4.4:**

Zo nee, heeft uw instelling uitgelegd waarom zij BP IV.4.4 inzake het uitoefenen van het agenderingsrecht niet naleeft?

	n=	%
Ja	10	100%
Nee	0	0%
<b>Totaal</b>	<b>10</b>	<b>100%</b>

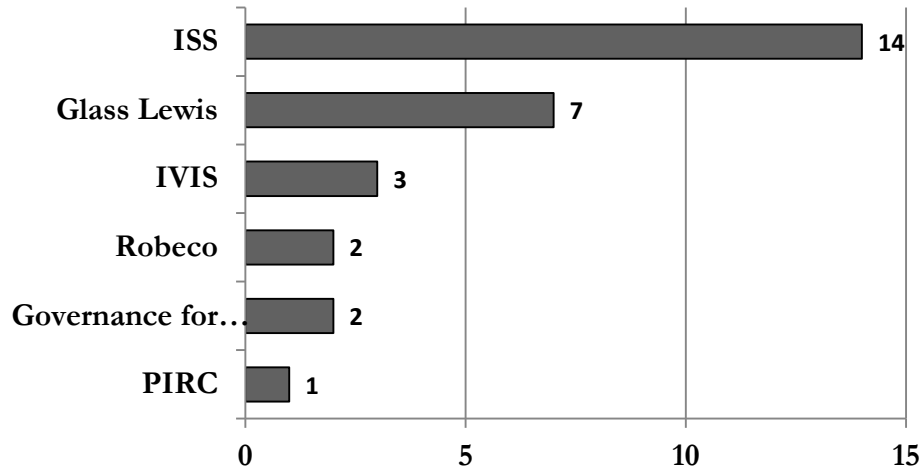
**30. BP IV.4.5:**

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.

Maakt uw instelling zelf gebruik van stemadviezen van derden?

	n=	%
Ja	22	88%
Nee	3	12%
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>

Zoja, van wie?



**31. BP IV.4.5:**

Volgt uw instelling die adviezen automatisch, dus bijvoorbeeld via een geautomatiseerd systeem?

	n=	%
Ja	0	0,0%
Ja, behalve in uitzonderingssituaties	2	8,7%
Nee	21	91,3%
<b>Totaal</b>	<b>23</b>	<b>100%</b>

Open velden opgenomen in rapport

**32. BP IV.4.5:**

Heeft uw instelling gestemd naar eigen inzicht, danwel zich een oordeel gevormd over het stembeleid van deze adviseur en de door deze adviseur?

	n=	%
Ja	23	92%
Nee	2	8%
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>

Zo niet, heeft uw instelling uitgelegd?

	n=	%
Ja	1	50%
Nee	1	50%
<b>Totaal</b>	<b>2</b>	<b>100%</b>

**32. BP IV.4.6:** Heeft uw instelling in het aandeelhoudersseizoen 2011 een onderwerp op de agenda laten plaatsen en zoja, is dit tijdens de vergadering toegelicht en zijn eventuele vragen beantwoord?

	n=	%
Ja, en toegelicht	2	8%
Ja, niet toegelicht	0	0%
Niets op de agenda laten plaatsen	23	92%
<b>Totaal</b>	<b>25</b>	<b>100%</b>

## II. Data Tabellen Buitenlandse Survey

2. What national laws does your institution, as an institutional investor, operate under?

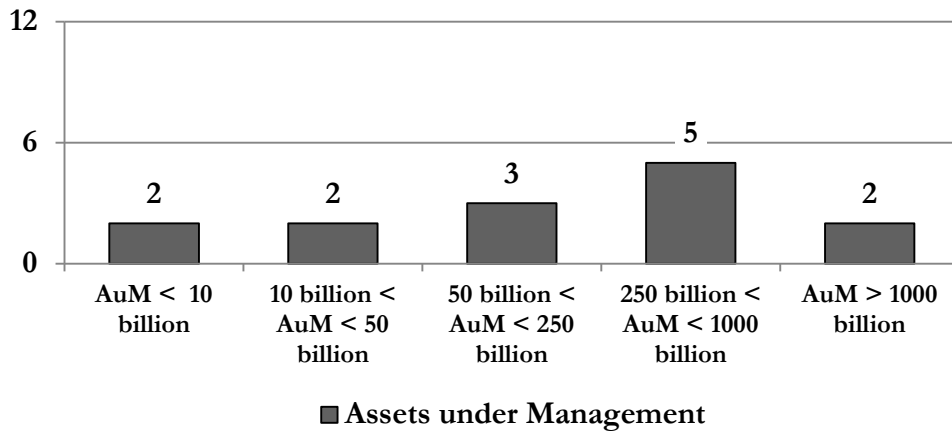
	N=	%=
English	6	42,9%
US	2	14,3%
Other	<u>6</u>	<u>42,9%</u>
<b>Totaal</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>

3. Do you have a specific focus in your investment policy? For example on certain industries or sustainability.

	N=	%=
Yes	5	38,5%
No	<u>8</u>	<u>61,5%</u>
<b>Totaal</b>	<b>13</b>	<b>100%</b>

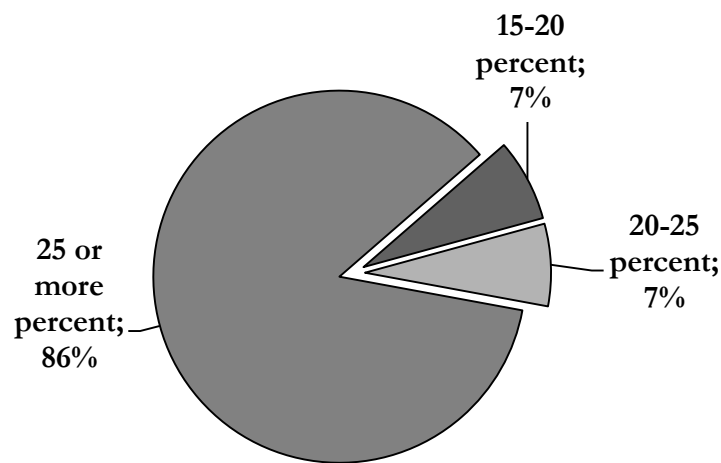
5. What was your total Assets under Management (AuM) in euros year end 2010?

	N=	%=
AuM < 10 billion	2	14,3%
10 billion < AuM < 50 billion	2	14,3%
50 billion < AuM < 250 billion	3	21,4%
250 billion < AuM < 1000 billion	5	35,7%
AuM > 1000 billion	<u>2</u>	<u>14,3%</u>
<b>Totaal</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>



6. Approximately what percentage of your AuM was invested directly or indirectly (fund investments) in shares of listed companies year end 2010?

	N=	%=
15-20 percent	1	7,1%
20-25 percent	1	7,1%
25 or more percent	<u>12</u>	<u>85,7%</u>
<b>Totaal</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>



7. Approximately what percentage of your AuM was invested directly or indirectly (fund investments) in DUTCH listed companies year end 2010?

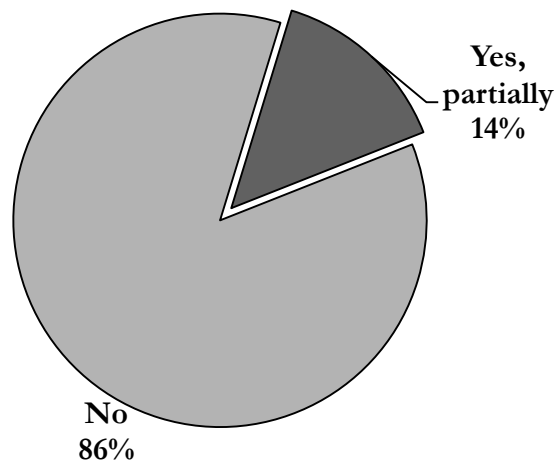
0 – 1 percent	2	14%
1 – 2 percent	6	43%
2 – 3 percent	3	21%
4 – 5 percent	1	7%
5 – 10 percent	1	7%
10 – 15 percent	<u>1</u>	<u>7%</u>
<b>Totaal</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>

8. Did your institution have an interest of 5% or more in one or more Dutch listed companies during 2010?

	N=	%=
Yes, in one company	1	7,69%
Yes, in more than one company	4	30,77%
No	<u>8</u>	<u>61,54%</u>
<b>Totaal</b>	<b>13</b>	<b>100%</b>

9. Did your institution outsource its AuM in Dutch listed companies to other (third party) asset managers (multi management)?

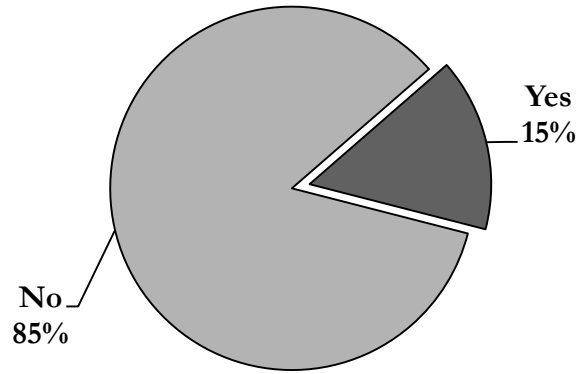
	N=	%=
Yes, entirely	0	0,0%
Yes, partially	2	14,3%
No	12	85,7%
<b>Totaal</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>



11. Do you as an asset manager, consider yourself and your institution legally obliged to comply with the Dutch Corporate Governance Code on behalf of your clients?

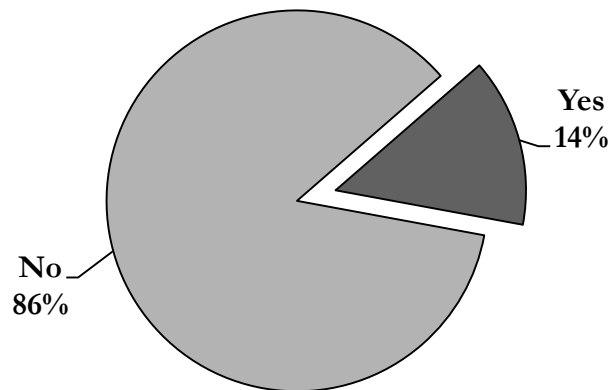
	N=	%=
Yes	2	15,4%
No	11	84,6%
<b>Totaal</b>	<b>13</b>	<b>100%</b>





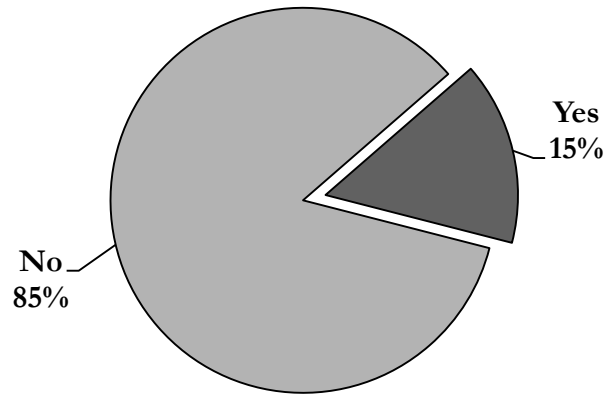
12. Do you include specific agreements in your mandates about who is ultimately responsible for compliance with the Dutch Corporate Governance Code (you as an asset manager, or your client the asset owner)?

	N=	%=
Yes	2	14,3%
No	12	85,7%
<b>Totaal</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>

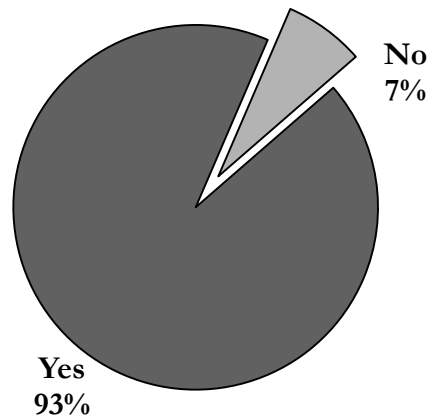


13. Do you use (parts of) the Model Mandate Initiative of the International Corporate Governance Network?

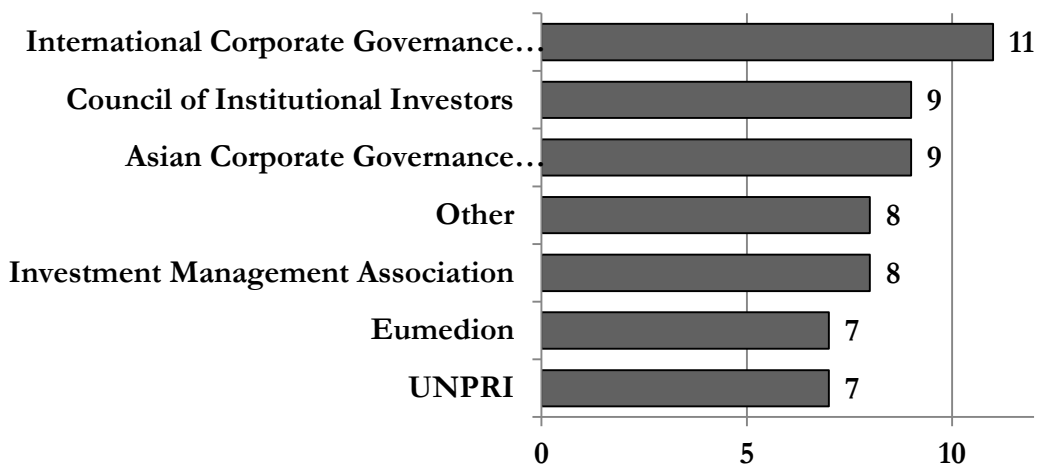
	N=	%=
Yes	2	15,4%
No	11	84,6%
<b>Totaal</b>	<b>13</b>	<b>100%</b>



14. Is your institution a member of a corporate governance network or special interest group? (for example, UNPRI, ICGN)

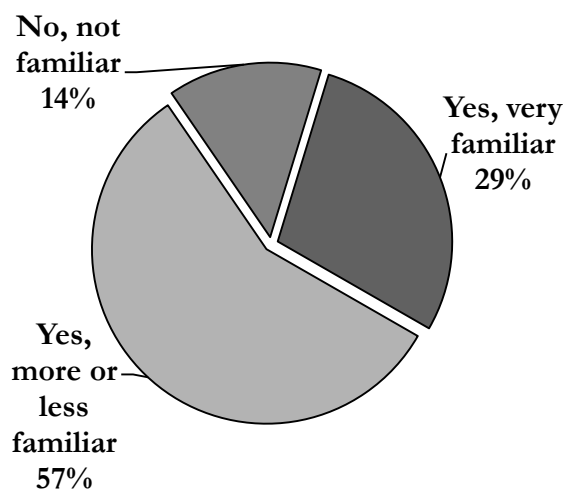


15. If so, which ones? (multiple answers possible)



16. Is your institution familiar with the provisions of the Dutch Corporate Governance Code 2008 aimed at shareholders of Dutch listed companies (BP IV.4.1 - IV.4.6)?

	<b>N=</b>	<b>%=</b>
Yes, very familiar	4	28,6%
Yes, more or less familiar	8	57,1%
No, not familiar	2	14,3%
<b>Totaal</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>

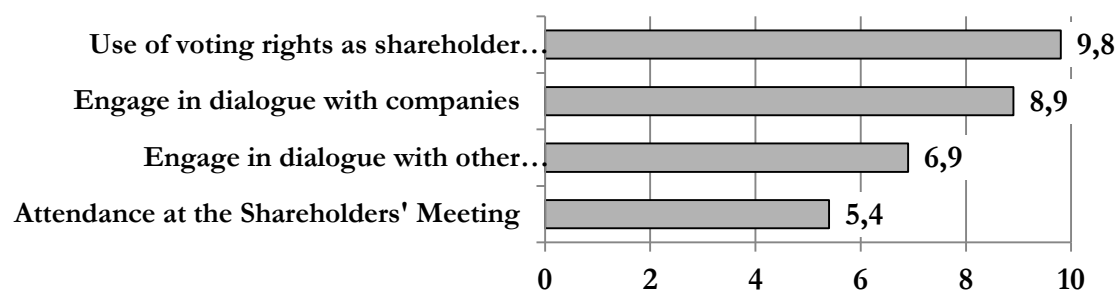


17. Would you give your institution a score (1-10) for the willingness to exercise shareholders' rights and be further engaged as a shareholder in Dutch listed companies?

1 = no willingness

10 = high willingness

	<b>n=</b>	<b>Minimum</b>	<b>Gemiddelde</b>	<b>Maximum</b>
Use of voting rights as shareholder (including proxy voting)	14	8	9,8	10
Engage in dialogue with companies	14	3	8,9	10
Engage in dialogue with other shareholders	14	2	6,9	10
Attendance at the Shareholders' Meeting	14	1	5,4	10



Are there any other ways your institution expresses its engagement? Please specify or comment.

Open vraag. Relevante quotes in eindrapport vermeld.

18. Approximately how much did your institution spend in 2010 on being an 'engaged shareholder'?

Costs should include those related to voting (including those incurred by the hiring of voting advisory firms and other corporate governance advisory or service firms), FTE's of special departments aimed at corporate governance issues of investments and anything else you may think relevant. (Costs in euros)

	<b>n=</b>	<b>%</b>
500,000 - 1,000,000	2	20%
1,000,000 - 5,000,000	8	80%
<b>Totaal</b>	<b>10</b>	<b>100%</b>

Would you care to specify?

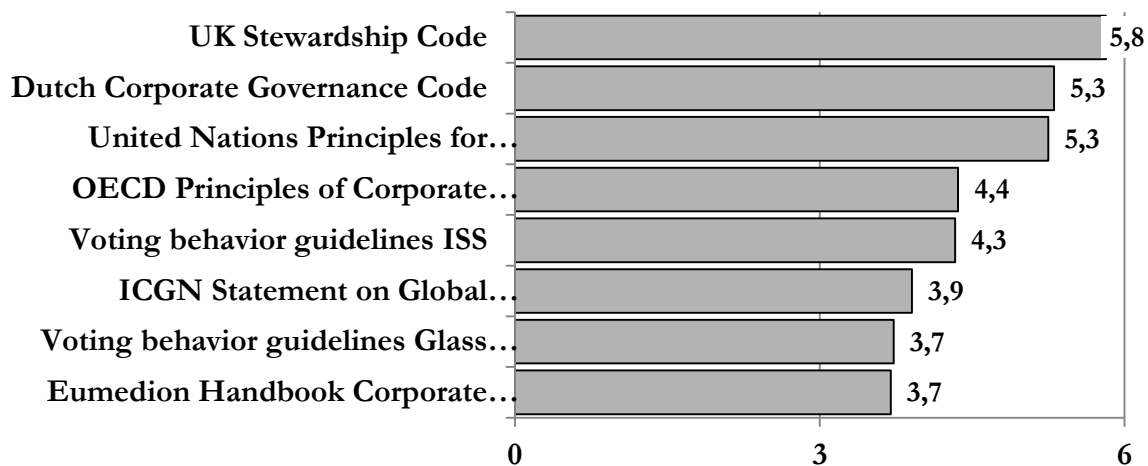
19. The following Codes/principles provide guidance to you as a shareholder of Dutch listed companies. Please rank the following eight different Codes/principles based on the importance your institution attaches to them? (forced ranking)

leave blank if not applicable

1 = least important

8 = most important

<b>Rank:</b>	<b>n</b>	<b>gemiddel d</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>
Dutch Corporate Governance Code	1 3	5,3	0	0	2	2	4	2	1	2
Eumedion Handbook Corporate Governance	1 0	3,7	2	2	0	1	3	2	0	0
Voting behavior guidelines ISS	1 2	4,3	4	1	0	1	2	0	0	4
Voting behavior guidelines Glass Lewis & Co.	1 1	3,7	2	2	1	3	0	1	2	0
UK Stewardship Code	1 1	5,8	2	0	0	0	0	3	4	2
United Nations Principles for Responsible Investing	1 2	5,3	1	2	1	0	1	2	2	3
ICGN Statement on Global Principles for Corporate Governance	1 1	3,9	1	0	5	2	1	0	2	0
OECD Principles of Corporate Governance	1 1	4,4	0	3	3	1	0	1	1	2

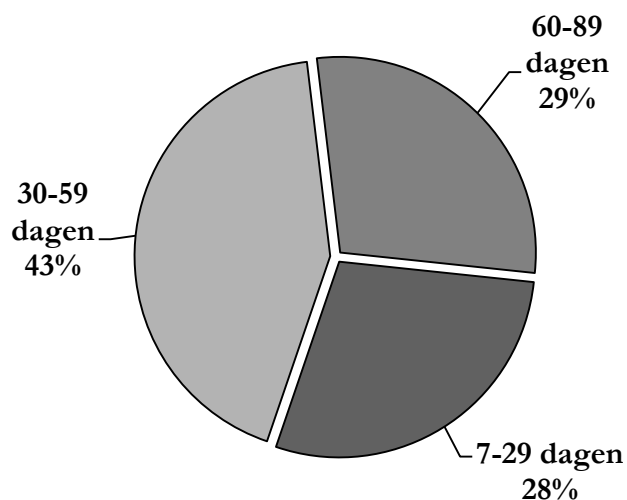


#### 20. BP IV.4.4

“A shareholder shall exercise the right of putting an item on the agenda only after he consulted the management board about this. If one or more shareholders intend to request that an item be put on the agenda that may result in a change in the company’s strategy, for example through the dismissal of one or more management or supervisory board members, the management board shall be given the opportunity to stipulate a reasonable period in which to respond (the response time). This shall also apply to an intention as referred to above for judicial leave to call a general meeting pursuant to Article 2:110 of the Netherlands Civil Code. The shareholder shall respect the response time stipulated by the management board within the meaning of best practice provision II.1.9.”

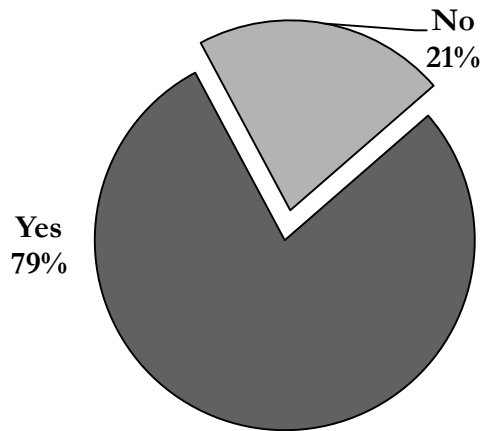
In your opinion, what is a reasonable response time? (in days)

	n=	%
7-29 dagen	4	28,6%
30-59 dagen	6	42,9%
60-89 dagen	4	28,6%
<b>Totaal</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>



**21. BP IV.4.4 (see previous question):**

If you would have and use the right to put an item on the agenda, would your institution comply with this provision? (regardless of whether you follow the Dutch Code or not)



**22. BP IV.4.5**

"A shareholder shall vote as he sees fit. A shareholder who makes use of the voting advice of a third party is expected to form his own judgment on the voting policy of this adviser and the voting advice provided by him."

Does your institution comply with this provision? (regardless of whether you follow the Dutch Code or not)

	n=	%
Ja	14	100%
Nee	0	0,0%
<b>Totaal</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>

**23. BP IV.4.6**

"If a shareholder has arranged for an item to be put on the agenda, he shall explain this at the meeting and, if necessary, answer questions about it."

Does your institution comply with this provision? (regardless of whether you follow the Dutch Code or not)

	n=	%
Ja	13	92,9%
Nee	1	7,1%
<b>Totaal</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>

**24. In how many Dutch listed companies (large caps, mid caps, small caps, local) did your institution have a right to vote during the Shareholders' Season 2011, or were you as an asset manager mandated to vote on behalf of your clients?**

Please do NOT count the actual voting rights, but approximate the number of Dutch listed companies your institution held voting rights in. (Also regardless of the percentage of shares

owned, and whether or not the voting rights were exercised.) This should include voting proxies received from other asset managers.

	n=	0	1-5	6-10	11-15	16-20	> 20
Large Caps (AEX)	14	1	1	3	0	1	8
Midcaps (AMX)	11	4	1	1	0	0	5
Small Caps (AscX)	11	6	0	1	1	0	3
Local funds	9	6	1	1	1	0	0

25. To what extent was your institution present at the 2011 Shareholders' Meeting to exercise your voting rights in Dutch listed companies (excluding voting rights by proxy)?

	n=	Never	Sometimes	Regularly	Often	Always	n/a
Large Caps (AEX)	14	9	2	0	0	2	1
Midcaps (AMX)	13	7	2	0	0	1	3
Small Caps (AscX)	13	5	2	0	0	1	5
Local funds	11	5	0	0	0	1	5

26. To what extent did your institution vote by proxy during the Shareholders' Season 2011?

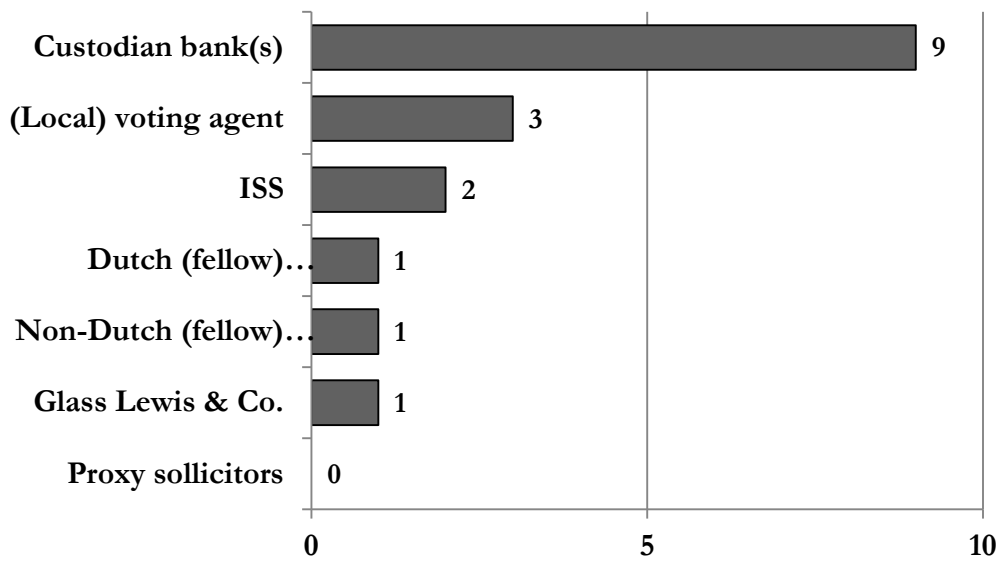
	n=	Never	Sometimes	Regularly	Often	Always	n/a
Large Caps (AEX)	14	1	0	0	0	12	1
Midcaps (AMX)	13	1	0	0	0	8	4
Small Caps (AscX)	13	1	0	0	0	6	6
Local funds	12	1	0	0	0	4	7

27. To what extent did your institution allow the votes cast in Dutch listed companies to be disclosed by the (civil law) notary to the company or a corporate representative prior to the 2011 Shareholders' Meeting?

	n=	Never	Sometimes	Regularly	Often	Always	n/a
Large Caps (AEX)	14	6	2	0	1	2	3
Midcaps (AMX)	13	5	2	0	1	1	4
Small Caps (AscX)	13	4	1	0	1	1	6
Local funds	11	2	1	0	1	1	6

28. To the extent that you have not been present at the 2011 Shareholders' Meetings of Dutch listed companies, who represented your institution to cast your votes? (multiple answers possible)

	n=
Custodian bank(s)	9
(Local) voting agent	3
ISS	2
Dutch (fellow) institutional investors	1
Non-Dutch (fellow) institutional investors	1
Glass Lewis & Co.	1
Proxy solicitors	0



29. Does your institution work with voting advisory firms, such as ISS and/or Glass Lewis & Co.?

	n=	%
Yes	12	85,7%
No	2	14,3%
<b>Totaal</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>

30. If your institution does make use of voting advisory firms, please indicate what percentage of your investments in Dutch listed companies are advised by ISS? Glass Lewis & Co.? And which percentage by other firms? (% of investments in Dutch listed companies)

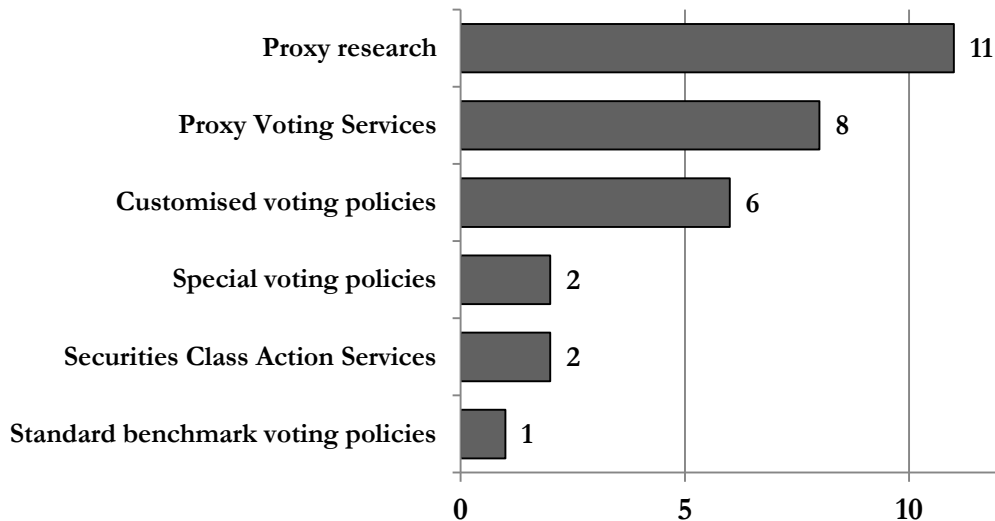
De meest respondenten antwoorden ofwel 0% ofwel 100%, eenmaal geeft een respondent 33% aan (%ISS).



	n=	gemiddeld	0%	100%
% ISS	10	43,3%	5	4
% Glass Lewis & Co.	9	44,4%	5	4
% Other	7	0%	7	0

**31. What products and services do you outsource to voting advisory firms?**

	n=	%
- Proxy research	11	78,6%
- Proxy Voting Services, such as ProxyExchange (ISS), or ViewPoint (Glass Lewis)	8	57,1%
- Customised voting policies	6	42,9%
- Special voting policies: aimed at e.g. sustainability, social responsibilities, public funds, labour unions, charities	2	14,3%
- Securities Class Action Services	2	14,3%
- Standard benchmark voting policies	1	7,1%
- Other	0	0,0%

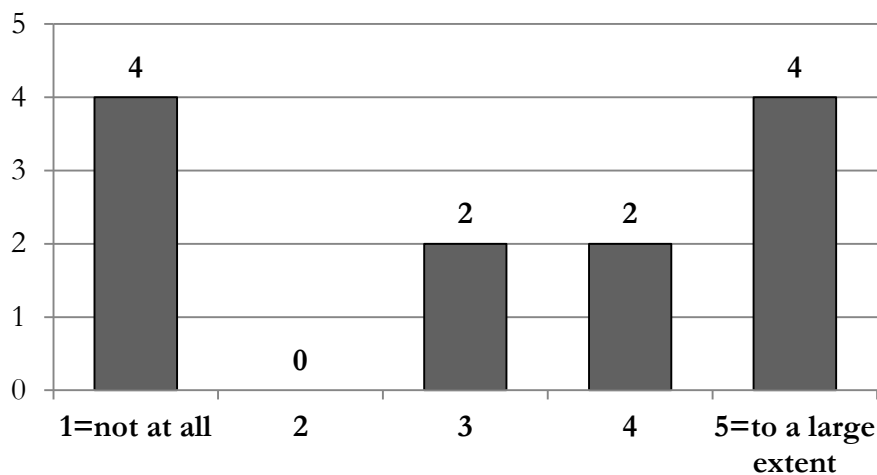


**32. How does your institution contribute to the development and continuous updates of general Proxy Paper Guidelines of such voting advisory firms as ISS and Glass Lewis & Co.?**

	n=	%
Annual feedback via surveys of voting advisory firms	9	75%
Round table meetings of voting advisory firms	6	50%
Continuous feedback (event driven) to voting advisory firms	8	67%
Directly based on own voting policy	5	42%
Other	1	8%
Totaal beantwoord	12	100%

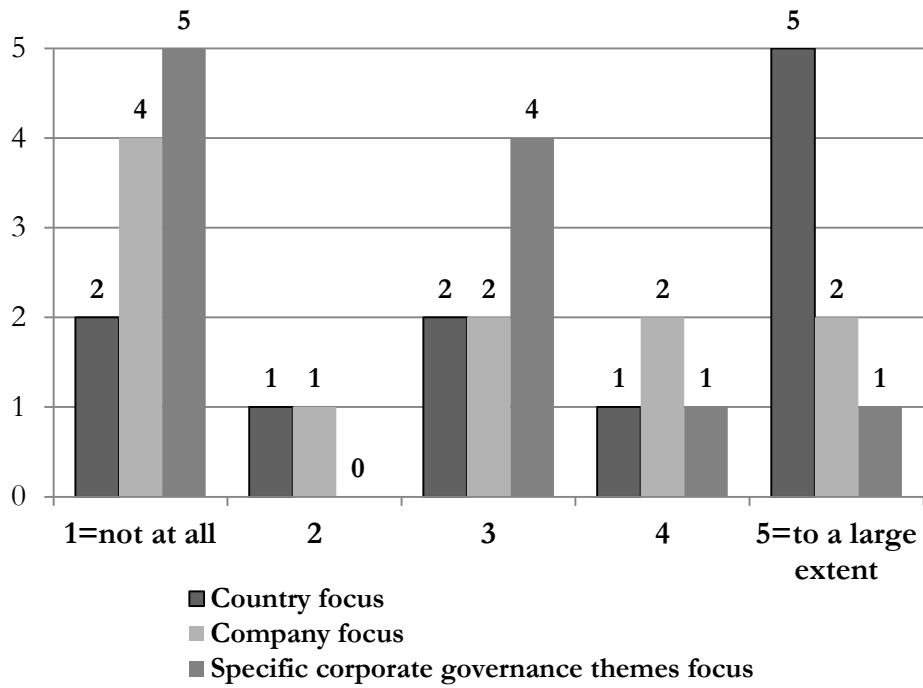
**33. To what extent does your institution share its specific corporate governance or voting policy with voting advisory firms prior to receiving their advice?**  
 1 = not at all, 5 = to a large extent

	n=	gemiddeld	1=not at all	2	3	4	5=always
Share voting policy prior to receiving voting advice	12	3,2	4	0	2	2	4



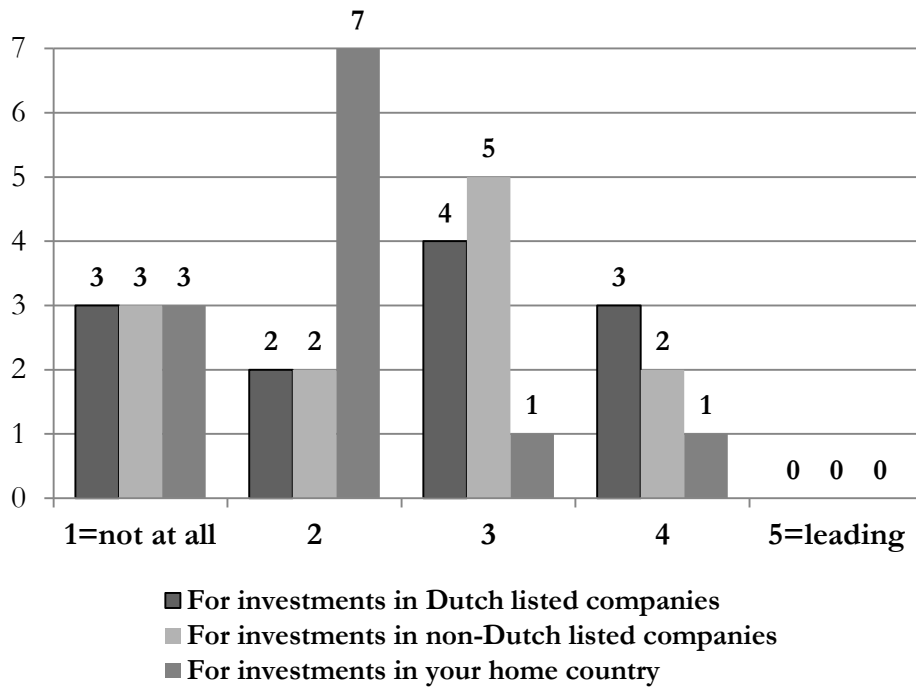
**34. To what extent do you instruct your voting advisory firm to distinguish between countries, companies and/or specific corporate governance themes?**  
 1 = not at all, 5 = to a large extent

	n=	Gem.	1= not at all	2	3	4	5= always
Country focus	11	3,6	2	1	2	1	5
Company focus	11	2,7	4	1	2	2	2
Specific corporate governance themes focus	11	2,4	5	0	4	1	1



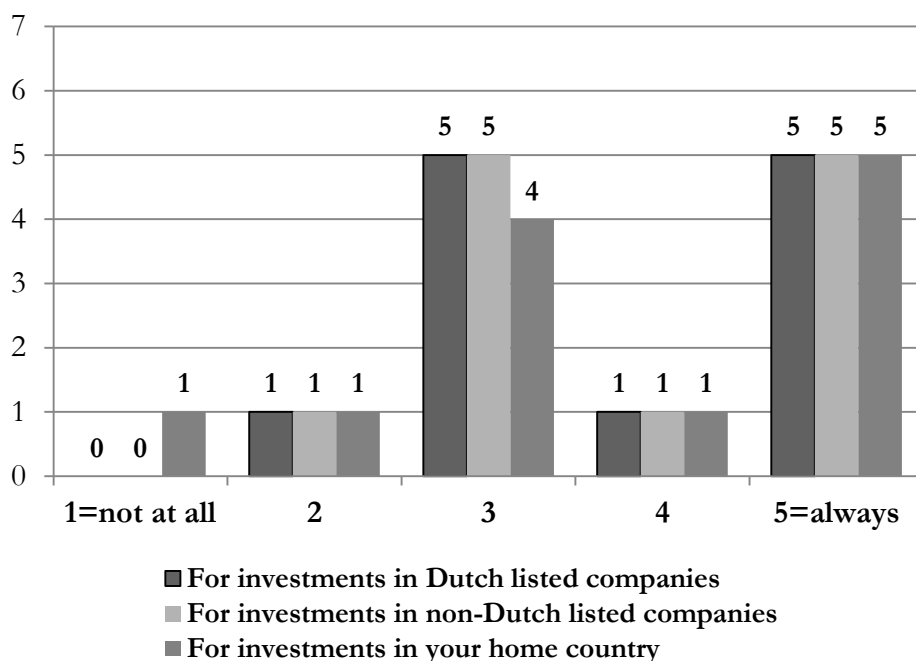
35. To what extent does the voting advice received influence your final voting instructions?  
 1 = not at all, 5 = leading

	n=	gem.	1= not at all	2	3	4	5= always
For investments in Dutch listed companies	12	2,6	3	2	4	3	0
For investments in non-Dutch listed companies	12	2,5	3	2	5	2	0
For investments in your home country	12	2,0	3	7	1	1	0



36. To what extent do you check the contents of the voting advice?  
 1 = not at all, 5 = always

	n=	gem	1= not at all	2	3	4	5= always
For investments in Dutch listed companies	12	3,8	0	1	5	1	5
For investments in non-Dutch listed companies	12	3,8	0	1	5	1	5
For investments in your home country	12	3,7	1	1	4	1	5

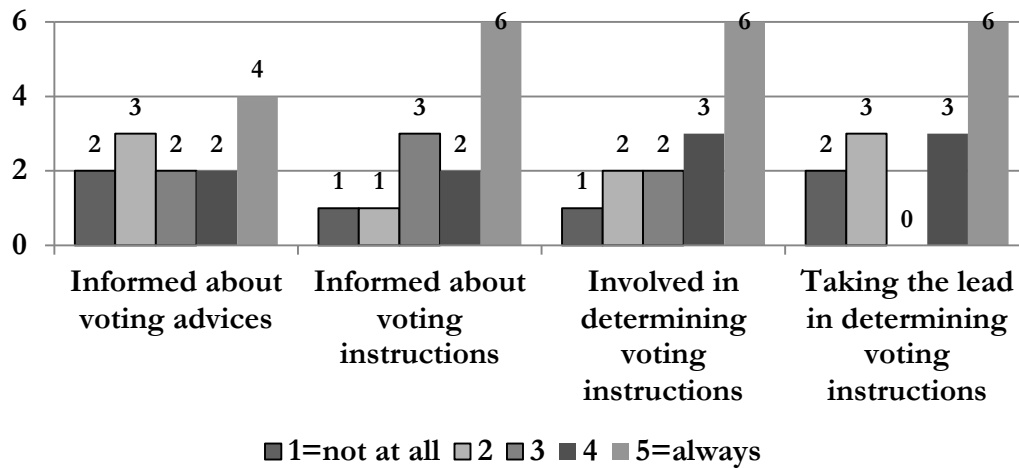


37. If you did deviate from the voting advice for Dutch listed companies during the Shareholders' Season 2011, what types of decisions/agenda items did those deviations refer to?

38. To what extent are portfolio managers, responsible for investments in Dutch listed companies, informed about and involved in voting instructions for the 2011 Shareholders' Meeting?

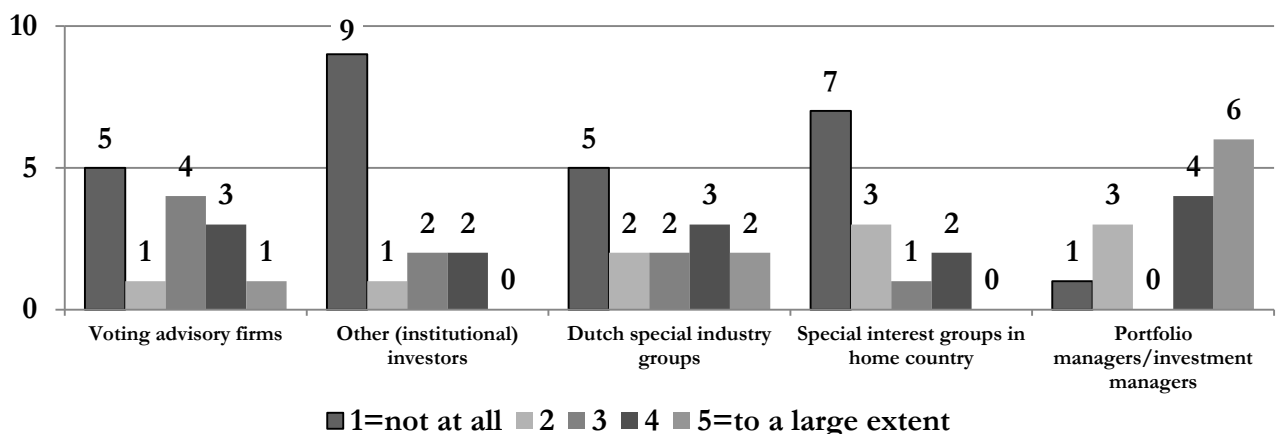
1 = not at all, 5 = always

	n=	gem	1=not at all	2	3	4	5= always
Informed about voting advices	13	3,23	2	3	2	2	4
Informed about voting instructions	13	3,85	1	1	3	2	6
Involved in determining voting instructions	14	3,79	1	2	2	3	6
Taking the lead in determining voting instructions	14	3,57	2	3	0	3	6



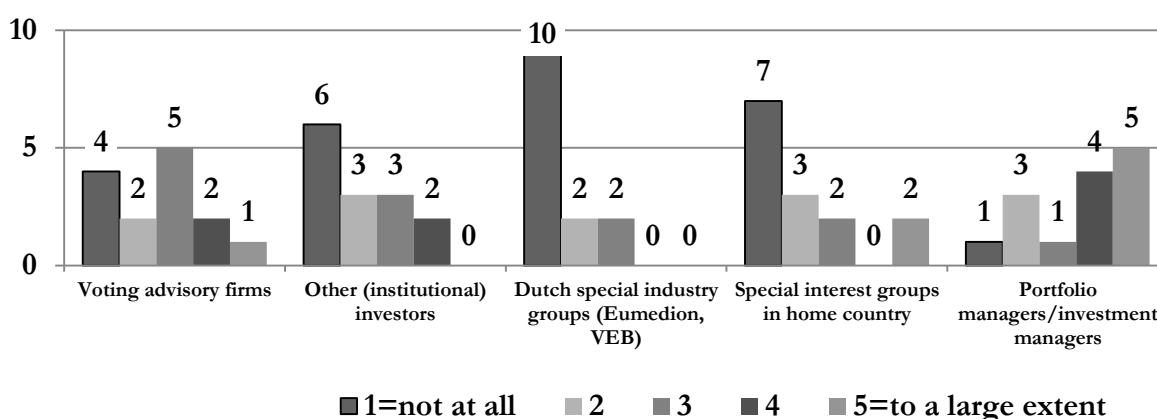
38. To what extent are the parties mentioned below influential in determining your voting instruction for DUTCH listed companies?  
 1 = not at all, 5 = to a large extent

	n=	gem	1=not at all	2	3	4	5= to a large extent
Voting advisory firms	14	2,57	5	1	4	3	1
Other (institutional) investors	14	1,79	9	1	2	2	0
Dutch special industry groups (Eumedion, VEB)	14	2,64	5	2	2	3	2
Special interest groups in home country	13	1,85	7	3	1	2	0
Portfolio managers/investment managers	14	3,79	1	3	0	4	6



40. To what extent are the parties mentioned below influential in determining your voting instruction for NON-DUTCH listed companies?  
 1 = not at all, 5 = to a large extent

	n=	gem	1=not at all	2	3	4	5=to a large extent
Voting advisory firms	14	2,57	4	2	5	2	1
Other (institutional) investors	14	2,07	6	3	3	2	0
Dutch special industry groups (Eumedion, VEB)	14	1,43	10	2	2	0	0
Special interest groups in home country	14	2,07	7	3	2	0	2
Portfolio managers/investment managers	14	3,64	1	3	1	4	5



41. To what extent do the parties mentioned below contribute to casting your votes at the 2011 Shareholders' Meeting of DUTCH listed companies?

1 = very limited contribution, 5 = very large contribution, n/c = no contribution

	n=	gem	no contribution	1=very limited	2	3	4	5=very large
Voting platforms ISS	14	2,64	5	2	0	0	0	7
Voting platforms Glass Lewis & Co.	14	1,21	9	2	0	0	0	3
Broadridge/others	14	2,14	6	2	0	0	2	4
Proxy sollicitors	14	0,50	8	5	1	0	0	0
Custodians	14	3,14	3	0	1	1	3	6
Sub-custodians	14	3,07	4	0	1	0	4	5
(Civil law) notary	13	0,23	10	3	0	0	0	0

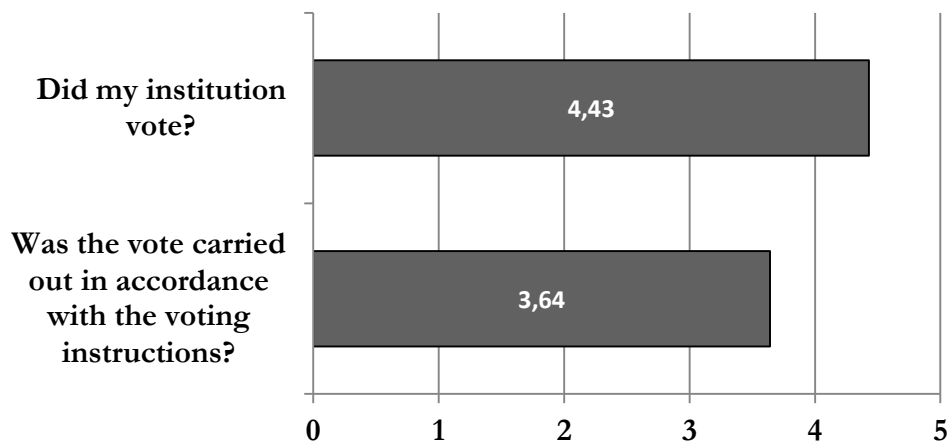
42. To what extent do the parties mentioned below contribute to casting your votes at the 2011 Shareholders' Meeting of NON-DUTCH listed companies?

1 = very limited contribution, 5 = very large contribution, n/c = no contribution

	n=	gem	no contribution	1=very limited	2	3	4	5 = very large
Voting platforms ISS	14	2,64	5	2	0	0	0	7
Voting platforms Glass								
Lewis & Co.	14	1,21	9	2	0	0	0	3
Broadridge/others	14	2,21	5	2	0	1	1	5
Proxy sollicitors	14	0,64	7	5	2	0	0	0
Custodians	14	3,21	3	0	1	1	2	7
Sub-custodians	14	3,43	3	1	0	0	3	7
(Civil law) notary	14	0,36	9	5	0	0	0	0

**43. To what extent does your institution check whether the voting instruction has actually been exercised and adhered to at the 2011 Shareholders' Meeting?**  
 1 = not at all, 5 = always

	n=	gem.	1	2	3	4	5
Did my institution vote?	14	4,43	0	0	2	4	8
Was the vote carried out in accordance with the voting instructions?	14	3,64	1	1	5	2	5

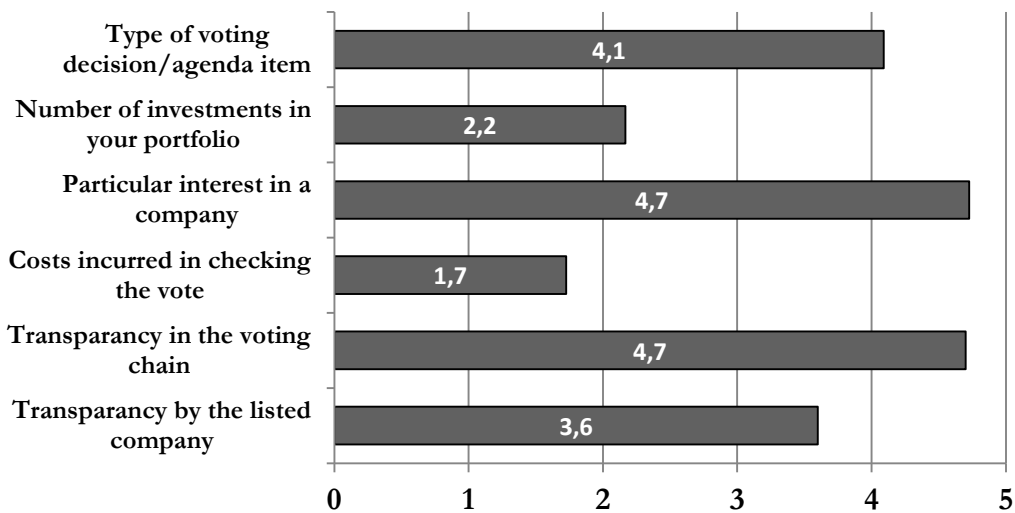


**44. Which factors influence your institution's willingness and ability to check whether or not your vote has been cast in accordance with the voting instructions?**

**Would you rank the following factors based on your priorities?**  
 1 = least influence, 6 = most influence, n/i = no influence



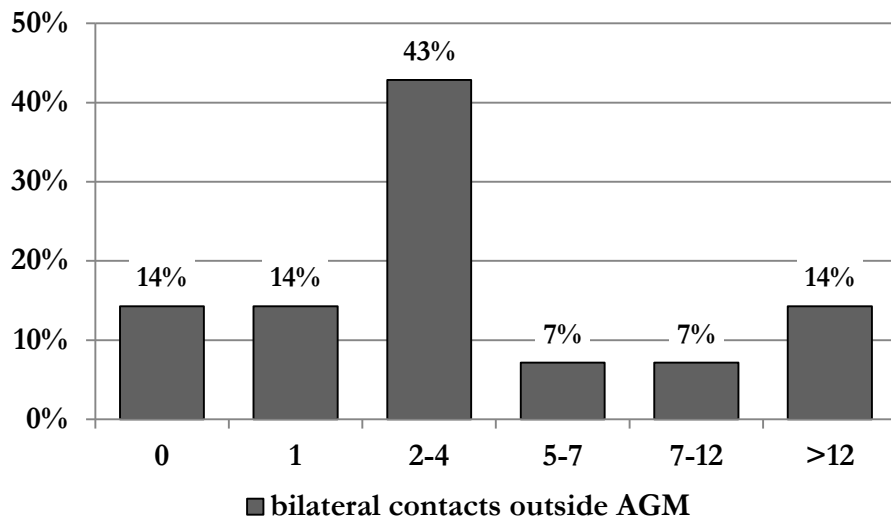
	n=	gem.	0=no influence	1=least influence	2	3	4	5	6=most influence
Type of voting decision/agenda item	11	4,1	0	1	2	1	0	5	2
Number of investments in your portfolio	12	2,2	1	5	3	0	1	1	1
Particular interest in a company	11	4,7	0	0	0	2	3	2	4
Costs incurred in checking the vote	11	1,7	1	5	3	0	2	0	0
Transparency in the voting chain	10	4,7	0	0	2	0	2	1	5
Transparency by the listed company	10	3,6	0	0	0	6	2	2	0



45. As a non-Dutch investor in Dutch listed companies, what specific problems does your institution face in relation to cross-border voting?

46. On average (and per company), how often did your institution have bilateral contacts with individual members of the board or any other representative of Dutch listed companies outside the 2011 Shareholders' Meeting?

	n=	%
no contact	2	14,3%
once	2	14,3%
between two and four times	6	42,9%
between five and seven times	1	7,1%
between seven and twelve times	1	7,1%
more than twelve times	2	14,3%
<b>Totaal</b>	<b>14</b>	<b>100%</b>

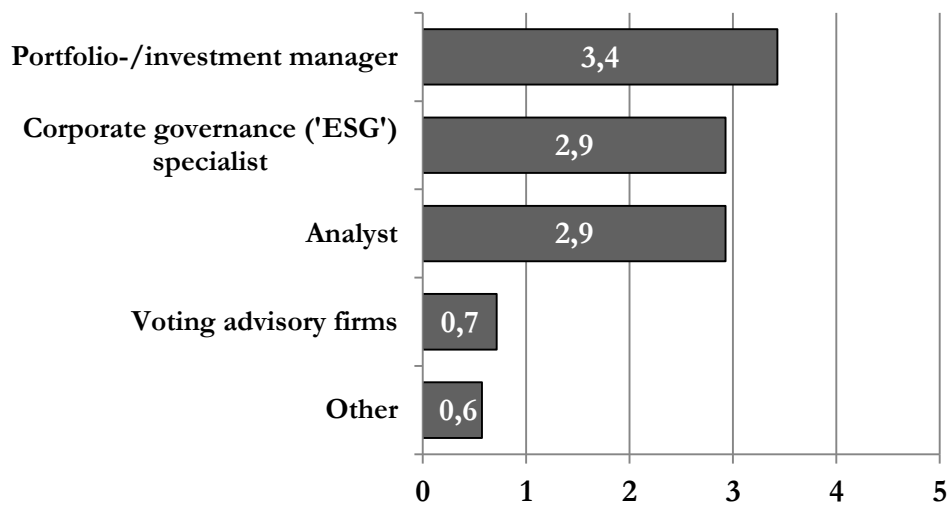


47. Who represented your institution in these bilateral contacts? Please rank the following representatives in order of importance.

If no contact, please leave blank

1= least important, 5= most important.

	n=	gem	0=no importance	1=least important	2	3	4	5=most important
Portfolio-/investment manager	14	3,4	3	0	0	1	5	5
Corporate governance ('ESG') specialist	14	2,9	3	0	1	5	1	4
Analyst	14	2,9	4	0	0	2	5	3
Voting advisory firms	14	0,7	7	4	3	0	0	0
Other	14	0,6	10	1	2	1	0	0



48. To what extent do the portfolio-/investment manager and the corporate governance ('ESG') specialist coordinate their activities when dialoging with Dutch listed companies? 1 = never, 5 = very often

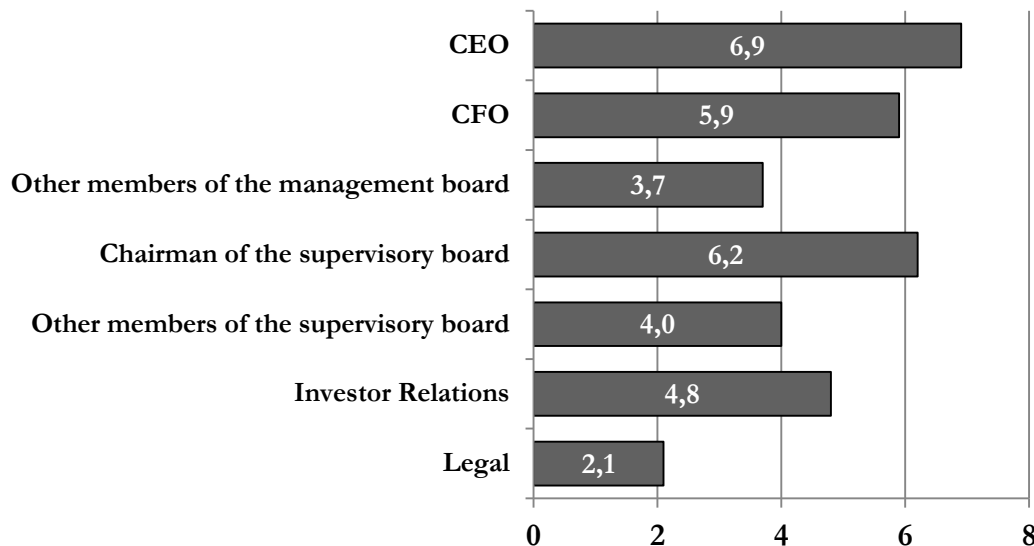
	n=	gem.	1=never	2	3	4	5=very often
Coordination between portfolio-/investment managers and corporate governance ('ESG') specialists	12	3,8	2	0	1	4	5

49. Who represented the Dutch listed companies in these bilateral contacts? Please rank the following representatives in order of importance.

if no contact, please leave blank

1 = least important, 8 = most important

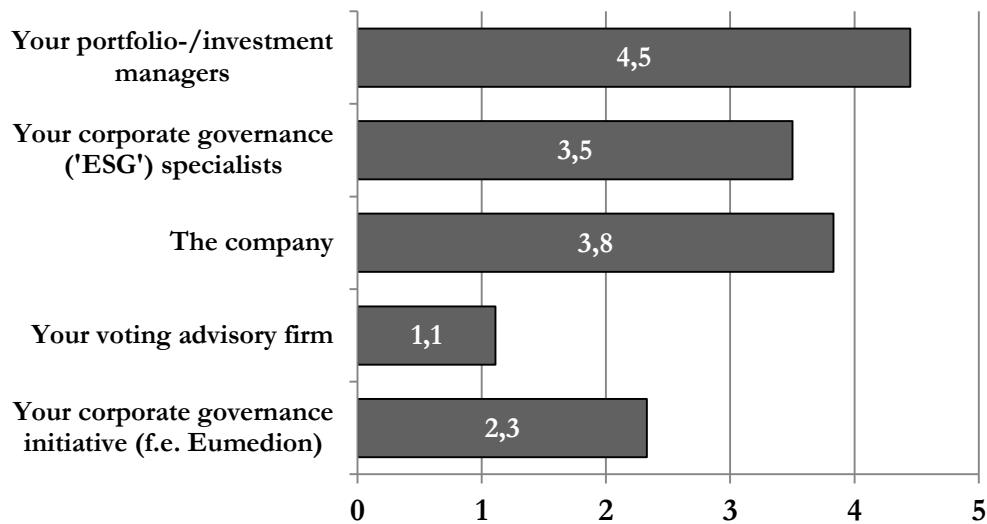
	n=	gem.
CEO	10	6,9
CFO	10	5,9
Other members of the management board	10	3,7
Chairman of the supervisory board	10	6,2
Other members of the supervisory board	10	4
Investor Relations	10	4,8
Legal	10	2,1
Other	10	1



50. Who has bilateral contacts with who? Who is the first point of contact of each of your institution's representatives in these bilateral contacts?

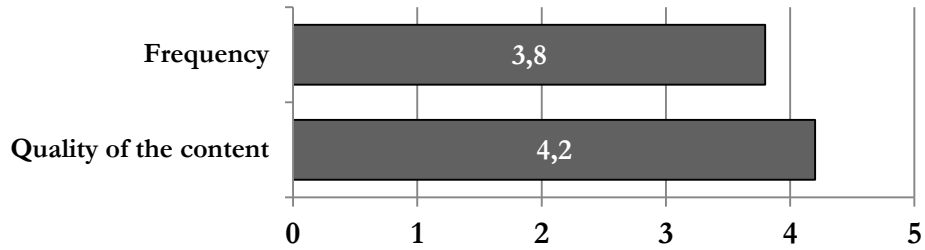
	n=	CEO	CFO	Other members management board	Chairman supervisory board	Other members supervisory board	Investor Relations	Legal	Other
Portfolio-/investment manager	11	3	1	1	0	0	6	0	0
Corporate governance ('ESG') specialist	10	0	0	0	4	0	5	1	0
Other	4	0	0	0	0	0	2	0	2

**51. Who usually takes the initiative in these bilateral contacts?**  
 1 = never, 5 = very often

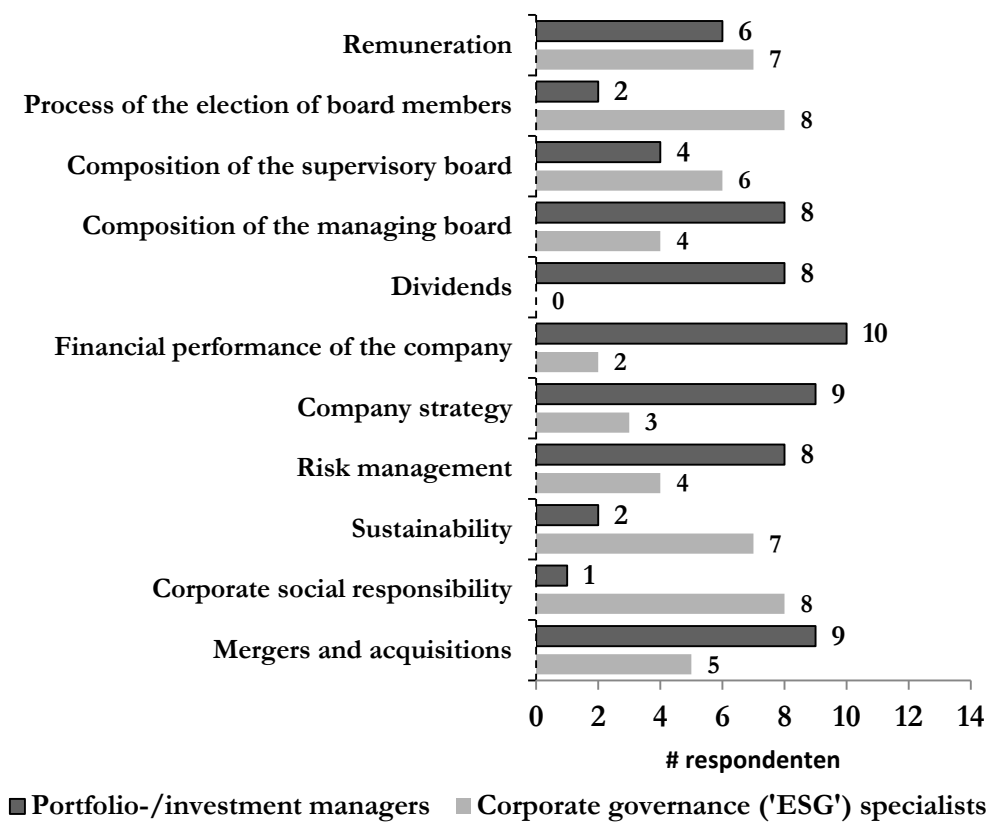


**52. What is your assessment of the frequency and the quality of the content of these bilateral contacts outside the Shareholders' Meeting?**  
 1 = Very Poor, 5 = Excellent

	n=	gem.	1=very poor	2	3	4	5=excellent
Frequency	12	3,8	0	1	4	4	3
Quality of the content	11	4,2	0	0	2	5	4



53. What are the most important dialogue items with Dutch listed companies for your institution in 2010/2011? Please distinguish between the portfolio-/investment managers and the corporate governance ('ESG') specialist. (multiple answers possible)



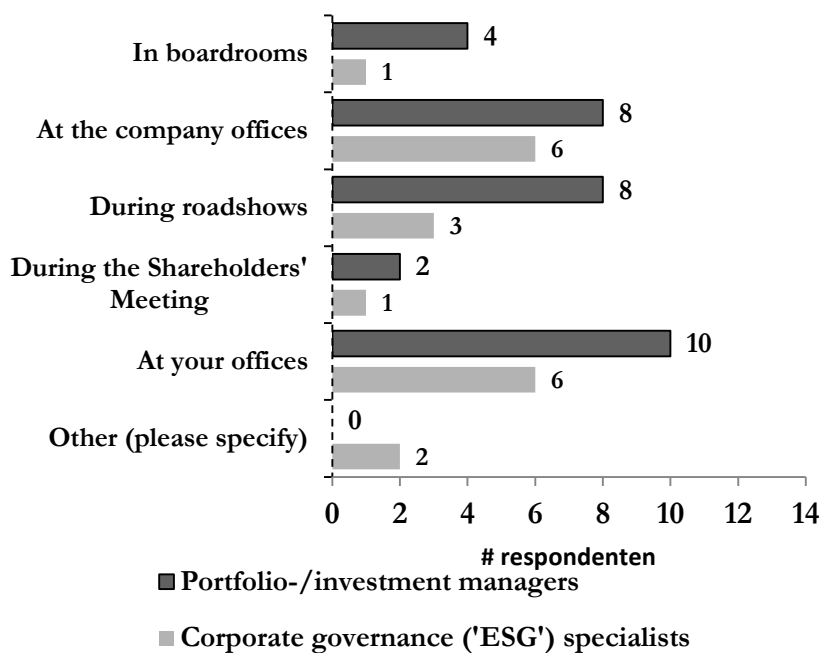
54. What is your preferred form of contact to enter into a dialogue with Dutch listed companies?

	n=	Portfolio-/investment managers	Corporate governance ('ESG') specialists
Personal contact	11	10	8
Phone/conference call	8	6	7
Video conferencing	2	1	1
E-mail	7	5	7



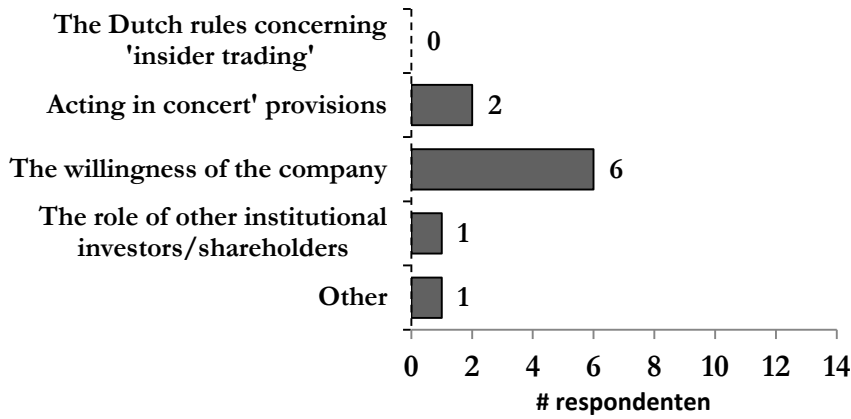
55. Where do these bilateral contacts with Dutch listed companies take place?

	N=	Portfolio-/investment managers	Corporate governance ('ESG') specialists
In boardrooms	4	4	1
At the company offices	9	8	6
During roadshows	8	8	3
During the Shareholders' Meeting	3	2	1
At your offices	10	10	6
Other (please specify)	2	0	2



56. What factors interfere the most with your ability and willingness to enter into a dialogue with Dutch listed companies?

	n=	Portfolio- /investment managers	Corporate governance (‘ESG’) specialists
The Dutch rules concerning 'insider trading'	3	3	0
Acting in concert' provisions	4	2	2
The willingness of the company	8	6	6
The role of other institutional investors/shareholders	1	0	1
Other	2	1	1



### **Bijlage 3      Lijst met institutionele beleggers**

#### ***Nederlandse vermogensbeheerders (N=13)<sup>94</sup>***

APG  
PGGM Vermogensbeheer  
Mn Services  
Syntrus Achmea Vermogensbeheer  
ING Asset Management  
Aegon Asset Management  
Robeco  
Kempen Capital Management  
Delta Lloyd Asset Management  
SPF Beheer (fiduciair mgr Stichting Spoorweg Pensioenfonds)  
Blue Sky Group  
SNS Asset Management  
Teslin

#### ***Buitenlandse vermogensbeheerders (N=14)***

Blackrock  
F&C  
BNP Paribas Investment Partners  
State Street Global Advisors  
Goldman Sachs Asset Management  
Capital Group International  
Capital Research and Management Company  
Hermes Investment Management Ltd.  
Knight Vinke Asset Management (US)  
USS Universities Superannuation Scheme  
Fidelity Fund  
AllianceBernstein Corporation  
Norges Bank Investment Management  
Governance for Owners

#### ***Nederlandse Pensioenfondsen (N=6)***

Stichting Pensioenfonds ABP  
Pensioenfonds Zorg en welzijn  
Pensioenfonds van de Metalektro (PME)  
Pensioenfonds voor Metaal en Techniek (PMT)  
Bedrijfstakpensioenfonds Bouw  
Stichting Spoorwegpensioenfonds

#### ***Nederlandse Levensverzekeraars (N=4)<sup>95</sup>***

Eureko/Achmea  
ING/Nationale Nederlanden  
Fortis/ASR  
Delta Lloyd

---

<sup>94</sup> Van deze categorie is van één respondent de input van de survey niet in het onderzoek meegenomen.

<sup>95</sup> Van deze categorie is van één respondent de input van de survey niet in het onderzoek meegenomen; één respondent heeft niet aan het onderzoek deelgenomen.



***Nederlandse Beleggingsinstellingen (N=5)***

Achmea Beleggingsfondsen Beheer BV

ING Fund Management BV

Allianz Holland Paraplu Fonds NV

Triodos Investment Management BV

ASN Beleggingsinstellingen Beheer BV

## **Bijlage 4      Surveys**

- Survey Nederlandse institutionele beleggers
- Survey buitenlandse institutionele beleggers

## 1. Uitnodiging deelname Online Nalevingsonderzoek

Geachte heer, mevrouw,

Welkom bij de jaarlijkse online survey voor het onderzoek 'Naleving Nederlandse Corporate Governance Code door aandeelhouders'.

Om de wijze en mate van naleving van de principes en best practice bepalingen zoals neergelegd in hoofdstuk IV.4 van de Code onder aandeelhouders te onderzoeken heeft de Monitoring Commissie Corporate Governance Code\* voor de tweede maal Nyenrode Business Universiteit gemandateerd om een nalevingsonderzoek te doen onder institutionele beleggers.

Uw bijdrage aan dit onderzoek is van essentieel belang teneinde een goed beeld te krijgen van de wijze en mate van naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code door institutionele beleggers.

De Monitoring Commissie Corporate Governance hecht grote waarde aan uw medewerking. Uw gegevens zullen in de externe rapportage van Nyenrode en van de Monitoring Commissie geanonimiseerd worden verwerkt. De Monitoring Commissie zal vertrouwelijk omgaan met de individuele gegevens die met deze survey worden verkregen.

Voor meer informatie over de jaarlijkse monitoringactiviteiten van de Monitoring Commissie verwijzen wij naar [www.commissiecorporategovernance.nl](http://www.commissiecorporategovernance.nl). Voor specifieke vragen over het onderzoek van Nyenrode kunt u contact opnemen met de leden van het projectteam van Nyenrode. Zij zijn bereikbaar via email: [m.groothuis1@nyenrode.nl](mailto:m.groothuis1@nyenrode.nl) (Margriet Groothuis) en [d.melis@nyenrode.nl](mailto:d.melis@nyenrode.nl) (Danielle Melis) of op telefoonnummer 0346-295861 (van maandag tot en met vrijdag van 10.00 tot 16.00 uur).

Wij hopen dat u mee wilt werken aan dit onderzoek en dat u de ingevulde survey uiterlijk 15 augustus a.s. aan ons kunt retourneren. Bij voorbaat dank voor de door u genomen moeite.

Met vriendelijke groet,  
mede namens de Monitoring Commissie Corporate Governance.

Danielle Melis MSc MBA  
Margriet Groothuis MSc  
Prof.dr. Mijntje Luckerath-Rovers  
Prof.dr. Leen Paape RA RO CIA

Nyenrode Business Universiteit  
Straatweg 25 \* 3621 BG Breukelen  
P.O. Box 130 \* 3620 AC Breukelen  
Nederland

\*) Op 2 juli 2009 is de huidige Monitoring Commissie Corporate Governance Code ingesteld. De Monitoring Commissie (die wordt voorgezeten door drs. J.B.M. Streppel) heeft tot taak de actualiteit en bruikbaarheid van de Nederlandse Corporate Governance Code te bevorderen en de naleving ervan door de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen en institutionele beleggers te monitoren. De Monitoring Commissie heeft verder tot taak het jaarlijks rapporteren over de naleving. De Nederlandse Corporate Governance Code is in 2003 door de toenmalige Commissie Tabaksblat vastgesteld. In december 2008 is de Code geactualiseerd door de Commissie Frijns. De aangepaste Code is op 1 januari 2009 in werking getreden.

## 2. Toelichting op de online survey

Deze survey bestaat uit een Algemeen Deel en het Nalevingsonderzoek en is gericht aan Nederlandse institutionele beleggers als bedoeld in de Code.

De vragen in de survey worden u gesteld in uw hoedanigheid van: pensioenfonds, (levens) verzekeraar, beleggingsinstelling (zoals gedefinieerd in de Wft), of als vermogensbeheerder. De instelling waarvoor wij u vragen deze survey in te vullen staat vermeld in de mail met de weblink naar deze survey. Wij vragen u expliciet vanuit deze hoedanigheid de survey vragen te beantwoorden!

Ook als u als pensioenfonds, levensverzekeraar, of beleggingsinstelling de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code heeft uitbesteed aan een of meerdere vermogensbeheerders, vragen wij u over uw eigen wettelijke publicatieverplichting (5:86 Wft), door middel van deze survey te rapporteren over de wijze en mate van naleving van de best practice bepalingen in hoofdstuk IV.4.

Vermogensbeheerders vragen wij om de vragen te beantwoorden in algemene zin en specifieke afspraken in individuele mandaten buiten beschouwing te laten.

Tenzij uit de context van de vraag anders blijkt, hebben alle vragen betrekking op het aandeelhoudersseizoen 2011 en daarmee op het boekjaar 2010, c.q. op het laatste boekjaar dat eindigt voor 1 mei 2011.

Het is mogelijk tussentijds per vraag in en uit te loggen. Om u de mogelijkheid te bieden om de survey in pdf-formaat te printen en handmatig in te vullen en intern te bespreken, sluiten wij de survey in pdf bij de uitnodigingsmail bij. Door deze te printen kan het u wellicht ook behulpzaam zijn bij het verzamelen van uw antwoorden waardoor u later de survey eenvoudig en snel digitaal kunt invoeren. Wij verzoeken u vriendelijk om de antwoorden wel digitaal middels de online survey (weblink) aan ons te retourneren. Mocht dit om technische redenen toch niet mogelijk zijn, dan kunt u ons de papieren ingevulde survey retourneren en zullen wij zorgdragen voor de invoer in de online database.

Het invullen van de survey zal circa 30 minuten in beslag nemen.

## 3. Algemeen

**\* 1. Wat is de (statutaire) naam van uw instelling? (graag de enquête invullen voor de instelling waaraan deze gericht is)**

## 4. Algemeen

## \* 2. Wat is de aard van de hoofdactiviteiten van uw instelling?

- Pensioenfonds (in de zin van de Wft)
- Vermogensbeheerder
- Levensverzekeraar (in de zin van Wft)
- Andere verzekeraar, niet zijnde levensverzekeraar
- Beleggingsinstelling (in de zin van de Wft)

Toelichting

## 5. Algemeen

### \* 3. Wat is de rechtsvorm van uw instelling?

## 6. Algemeen

### \* 4. Heeft u als institutionele belegger een specifieke focus in uw beleggingsbeleid? (bijvoorbeeld: duurzaamheid, sectorfocus)

- ja
- nee

Zoja, welke?

## 7. Algemeen

### \* 5. Graag noteren wij enkele van uw gegevens, als respondent van deze survey.

Wat is uw functie?

Wat is uw leeftijd? (hele jaren)

Wat is uw geslacht? (man/vrouw)

Hoe lang bent u bij deze instelling reeds werkzaam? (hele jaren)

## 8. Algemeen

### \* 6. Hoe groot was het totaal belegd vermogen (assets under management) van uw instelling ultimo 2010?

- totaal belegd vermogen < euros 10 miljard
- euros 10 miljard < totaal belegd vermogen < euros 50 miljard
- euros 50 miljard < totaal belegd vermogen < euros 250 miljard
- euros 250 miljard < totaal belegd vermogen < euros 1000 miljard
- totaal belegd vermogen > euros 1000 miljard

## 9. Algemeen

**\* 7. Hoeveel procent van het totaal belegd vermogen had uw instelling ultimo 2010 bij benadering belegd in aandelen?**

- 0%                                       20 - <40%                                       60 - <80%
- >0 - <20%                                       40 - <60%                                       80 - 100%

## 10. Algemeen

**\* 8. Hoeveel procent van het totaal belegd vermogen had uw instelling ultimo 2010 bij benadering direct, danwel indirect (via fondsen) belegd in aandelen van Nederlandse beursvennootschappen?**

- 0%                                       3 - <4%                                       15 - <20%
- >0 - <1%                                       4 - <5%                                       20 - <25%
- 1 - <2%                                       5 - <10%                                       25% of meer
- 2 - <3%                                       10 - <15%

## 11. Algemeen

**\* 9. Had uw instelling in 2010 belangen van 5% of meer in Nederlandse beursvennootschappen?**

- ja, in 1 Nederlandse beursvennootschap                                       nee
- ja, in meerdere Nederlandse beursvennootschappen                                       nvt

Zoja, welke?

## 12. Algemeen

**\* 10. Heeft uw instelling het beheer van het belegd vermogen in aandelen van Nederlandse beursvennootschappen (gedeeltelijk) uitbesteed aan een (externe) vermogensbeheerder?**

- nee                                       ja, deels                                       ja, volledig

## 13. Algemeen

## \* 11. Zoja, welke (externe) vermogensbeheerder(s)? Meerdere antwoorden mogelijk.

- |  |  |  |
|--|--|--|
| <input type="checkbox"/> APG                             | <input type="checkbox"/> Kempen Capital Management             | <input type="checkbox"/> Allianz Global Investors          |
| <input type="checkbox"/> Blackrock                       | <input type="checkbox"/> Delta Lloyd Asset Management          | <input type="checkbox"/> Vanguard Group                    |
| <input type="checkbox"/> PGGM Investments                | <input type="checkbox"/> Goldman Sachs Asset Management        | <input type="checkbox"/> Amundi Group                      |
| <input type="checkbox"/> Mn Services                     | <input type="checkbox"/> SPF Beheer BV                         | <input type="checkbox"/> T. Rowe Price                     |
| <input type="checkbox"/> Syntus Achmea                   | <input type="checkbox"/> Blue Sky Group                        | <input type="checkbox"/> Northern Trust Global Investments |
| <input type="checkbox"/> ING Investment Management       | <input type="checkbox"/> Capital Research & Management Company | <input type="checkbox"/> Franklin Templeton                |
| <input type="checkbox"/> F&C Netherlands B.V.            | <input type="checkbox"/> Capital Group International           | <input type="checkbox"/> AXA Investment Management         |
| <input type="checkbox"/> BNP Paribas Investment Partners | <input type="checkbox"/> Fidelity                              | <input type="checkbox"/> JP Morgan Asset Management        |
| <input type="checkbox"/> Aegon Asset Management          | <input type="checkbox"/> AllianceBernstein Corporation         | <input type="checkbox"/> Overige                           |
| <input type="checkbox"/> Robeco                          | <input type="checkbox"/> Hermes Investment Management Ltd.     |  |
| <input type="checkbox"/> State Street Global Advisors    | <input type="checkbox"/> Teslin Capital Management             |  |

Kunt u in een top-3 aangeven aan welke vermogensbeheerders u het merendeel van uw activiteiten voor Nederlandse beursvennootschappen heeft uitbesteed?

## 14. Algemeen

### \* 12. Is uw instelling ten aanzien van het thema 'Corporate Governance' aangesloten bij een belangenorganisatie of platform voor institutionele beleggers?

- ja  nee

## 15. Algemeen

**\* 13. En zo ja, welke? Meerdere antwoorden mogelijk.**

- |   |   |
|---|---|
| <input type="checkbox"/> Eumedion                                   | <input type="checkbox"/> UNPRI                                  |
| <input type="checkbox"/> Het Governance Platform                    | <input type="checkbox"/> Council of Institutional Investors     |
| <input type="checkbox"/> International Corporate Governance Network | <input type="checkbox"/> Asian Corporate Governance Association |
| <input type="checkbox"/> Investment Management Association          | <input type="checkbox"/> Overig                                 |

Kunt u aangeven welke van deze organisaties voor u het meest van belang zijn? (Indien 'Overig', graag toelichting met naam)

## 16. Algemeen

**\* 14. Is uw instelling zelf bekend met de bepalingen in de Nederlandse Corporate Governance Code 2008 die gericht zijn aan institutionele beleggers en aandeelhouders in het algemeen (BP IV.4.1 - IV.4.6)?**

- ja, goed bekend
  ja, enigszins bekend
  nee, niet bekend

## 17. Algemeen

**\* 15. Kunt u uw instelling een rapportcijfer geven (1-10) ten aanzien van uw betrokkenheid als aandeelhouder bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen?**

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	nvt
Aanwezig zijn op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Gebruikmaken van het stemrecht (inclusief stemmen per volmacht)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Dialogo aangaan met de ondernemingen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Dialogo aangaan met andere aandeelhouders	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Op welke andere manieren laat uw instelling betrokkenheid bij Nederlandse beursvennootschappen blijken? Geef toelichting.

## 18. Algemeen



## 2011 Nalevingsonderzoek Nederlandse Corporate Governance Code

**16. De hierna genoemde Codes en richtlijnen bevatten principes voor uw instelling als aandeelhouder in Nederlandse beursvennootschappen. Kunt u deze Codes/richtlijnen rangschikken naar het belang dat uw instelling aan de principes van de betreffende code geeft? U kunt per kolom maximaal 1 Code/richtlijn aankruisen zodat deze later gerangschikt kunnen worden naar het belang dat u er aan toekent.**

**vul niets in bij geen belang**

**1 = code/richtlijn met minste belang**

**8 = code/richtlijn met meeste belang**

	1	2	3	4	5	6	7	8
Nederlandse Corporate Governance Code	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Eumedion Handboek Corporate Governance	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Stemgedragrichtlijnen ISS	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Stemgedragrichtlijnen Glass Lewis & Co.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
UK Stewardship Code	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
United Nations Principles for Responsible Investing	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
ICGN Statement on Global Principles for Corporate Governance	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
OECD Principles for Corporate Governance	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Eventuele toelichting? (vooral indien 'andere' aangegeven)

## 19. Nalevingsonderzoek

### \* 17. BP 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.**

**Publiceert uw instelling het stembeleid op aandelen gehouden in Nederlandse beursvennootschappen op de website?**

- ja  nee, niet op de website maar elders  nee, in het geheel niet

## 20. Nalevingsonderzoek

### \* 18. BP IV.4.1.

**Zo niet, heeft uw instelling uitgelegd waarom zij het stembeleid niet op de website heeft gepubliceerd?**

- ja  nee

## 21. Nalevingsonderzoek

## \* 19. BP IV.4.1:

**Indien u uitlegt, waar heeft uw instelling deze uitleg gepubliceerd? Meerdere antwoorden mogelijk.**

- |                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| <input type="checkbox"/> Website     | <input type="checkbox"/> Separate verslagen |
| <input type="checkbox"/> Jaarverslag | <input type="checkbox"/> Overig             |

Hoe luidt in het kort deze uitleg?

## 22. Nalevingsonderzoek

### \* 20. BP 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 uitoefenen van het stemrecht in het desbetreffende boekjaar.**

**Heeft uw instelling op de website en/of in het jaarverslag verslag gedaan van de uitvoering van het beleid aangaande het uitoefenen van het stemrecht?**

- ja                       nee, niet op de website maar elders                       nee, in het geheel niet

## 23. Nalevingsonderzoek

### \* 21. BP IV.4.2:

**Zo niet, heeft uw instelling uitgelegd waarom zij geen verslag deed over de uitvoering van dit beleid?**

- ja                       nee

## 24. Nalevingsonderzoek

## \* 22. BP IV.4.2:

**Indien u uitlegt, waar heeft u deze uitleg gepubliceerd? Meerdere antwoorden mogelijk.**

- |                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| <input type="checkbox"/> Website     | <input type="checkbox"/> Separate verslagen |
| <input type="checkbox"/> Jaarverslag | <input type="checkbox"/> Overig             |

Hoe luidt in het kort deze uitleg?

## 25. Nalevingsonderzoek

### \* 23. BP 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.**

**Heeft uw instelling op de website tenminste eenmaal per kwartaal verslag uitgebracht of en hoe zij als aandeelhouder heeft gestemd op algemene vergaderingen?**

- |   |   |
|---|---|
| <input type="radio"/> ja  | <input type="radio"/> nee, wel op de website maar niet per kwartaal |
| <input type="radio"/> nee, wel per kwartaal maar niet op de website maar elders | <input type="radio"/> nee, niet op de website en niet per kwartaal  |

## 26. Nalevingsonderzoek

### \* 24. BP IV.4.3:

**Zo niet, heeft uw instelling uitgelegd waarom zij hierover niet per kwartaal en/of website heeft gepubliceerd?**

- |                          |                           |
|--------------------------|---------------------------|
| <input type="radio"/> ja | <input type="radio"/> nee |
|--------------------------|---------------------------|

## 27. Nalevingsonderzoek

### \* 25. BP IV.4.3:

Indien u uitlegt, waar heeft uw instelling deze uitleg gepubliceerd? Meerdere antwoorden mogelijk.

- |                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| <input type="checkbox"/> Website     | <input type="checkbox"/> Separate verslagen |
| <input type="checkbox"/> Jaarverslag | <input type="checkbox"/> Overige            |

Hoe luidt in het kort deze uitleg?

## 28. Nalevingsonderzoek

### \* 26. BP IV.4.4:

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 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.

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

- |                                     |                                      |   |
|-------------------------------------|--------------------------------------|---|
| <input type="radio"/> 7 - 29 dagen  | <input type="radio"/> 60 - 89 dagen  | <input type="radio"/> 180 dagen of meer |
| <input type="radio"/> 30 - 59 dagen | <input type="radio"/> 90 - 179 dagen |   |

## 29. Nalevingsonderzoek

### \* 27. BP IV.4.4.:

Indien uw instelling gebruik zou maken van het agenderingsrecht zoals beschreven in BP IV.4.4, zou uw instelling dan het bestuur in de gelegenheid stellen om een redelijke termijn in te roepen (binnen 180 dagen conform BP II.1.9) om op het voorstel tot agendering te reageren?

- |                          |                           |
|--------------------------|---------------------------|
| <input type="radio"/> ja | <input type="radio"/> nee |
|--------------------------|---------------------------|

## 30. Nalevingsonderzoek

## \* 28. BP IV.4.4:

**Zo niet, heeft uw instelling uitgelegd waarom zij BP IV.4.4 inzake het uitoefenen van het agenderingsrecht niet naleeft?**

- ja  nee

## 31. Nalevingsonderzoek

### \* 29. BP IV.4.4:

**Indien u uitlegt, waar heeft uw instelling deze uitleg gepubliceerd? Meerdere antwoorden mogelijk.**

- Website  Separate verslagen  
 Jaarverslag  Overig

Hoe luidt in het kort deze uitleg?

## 32. Nalevingsonderzoek

### \* 30. BP 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.**

**Maakt uw instelling zelf gebruik van stemadviezen van derden?**

- ja  nee

Zoja, van wie?

## 33. Nalevingsonderzoek

## 2011 Nalevingsonderzoek Nederlandse Corporate Governance Code

### \* 31. BP IV.4.5:

**Volgt uw instelling die adviezen automatisch, dus bijvoorbeeld via een geautomatiseerd systeem?**

- ja, altijd  ja, behalve in uitzonderingssituaties  nee

Zonee, hoe beoordeelt uw instelling deze? En bij ja, behalve in uitzonderingssituaties: wat zijn deze uitzonderingssituaties?

## 34. Nalevingsonderzoek

### \* 32. BP IV.4.5:

**Heeft uw instelling gestemd naar eigen inzicht, danwel zich een oordeel gevormd over het stembeleid van deze adviseur en de door deze adviseur verstrekte stemadviezen?**

- ja  nee

## 35. Nalevingsonderzoek

### \* 33. BP IV.4.5:

**Zo niet, heeft uw instelling uitgelegd waarom zij niet heeft gestemd naar eigen inzicht, danwel zich geen oordeel heeft gevormd over het stembeleid van deze adviseur en de door deze adviseur verstrekte stemadviezen?**

- ja  nee

## 36. Nalevingsonderzoek

### \* 34. BP IV.4.5:

**Indien u uitlegt, waar heeft uw instelling deze uitleg gepubliceerd? Meerdere antwoorden mogelijk.**

- Website  Separate verslagen  
 Jaarverslag  Overig

Hoe luidt in het kort deze uitleg?

## 37. Nalevingsonderzoek

### \* 35. BP 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.**

**Heeft uw instelling in het aandeelhoudersseizoen 2011 een onderwerp op de agenda laten plaatsen en zo ja, is dit tijdens de vergadering toegelicht en zijn eventuele vragen beantwoord?**

- ja, zowel onderwerp op de agenda laten plaatsen als toegelicht tijdens de vergadering
- nee, wel onderwerp op de agenda laten plaatsen, maar niet toegelicht
- nee, geen onderwerp op agenda laten plaatsen

## 38. Nalevingsonderzoek

### \* 36. BP IV.4.6:

**Indien uw instelling een onderwerp op de agenda heeft laten plaatsen, maar geen toelichting heeft gegeven tijdens de vergadering en geen vragen heeft beantwoord, heeft uw instelling uitgelegd waarom zij geen toelichting heeft gegeven en geen vragen heeft beantwoord?**

- ja
- nee

## 39. Nalevingsonderzoek

### \* 37. BP IV.4.6:

**Indien u uitlegt, waar heeft uw instelling deze uitleg gepubliceerd? Meerdere antwoorden mogelijk.**

- Website
- Separate verslagen
- Jaarverslag
- Overig

Hoe luidt in het kort deze uitleg?

## 40. Contactgegevens en opmerkingen

Indien u het op prijs stelt, kunnen wij u na afronding van het onderzoek en publicatie door de Monitoring Commissie het onderzoeksrapport van Nyenrode per post toezenden.

Tevens zouden wij u willen vragen of leden van het onderzoeksteam van Nyenrode, of de Monitoring Commissie, in geval van nadere vragen over uw respons met u contact zouden mogen opnemen.

Om deze reden vragen wij u onderstaand een aantal nadere contactgegevens aan ons ter beschikking te stellen. Wij zullen deze gegevens uiterst vertrouwelijk behandelen. Wellicht ten overvloede willen wij u er nogmaals op wijzen dat in de externe rapportage van Nyenrode en van

## 2011 Nalevingsonderzoek Nederlandse Corporate Governance Code

de Monitoring Commissie uw respons geanonimiseerd zal worden verwerkt.

Voorts willen wij u in de gelegenheid stellen om nadere opmerkingen voor de Monitoring Commissie over de Code en de naleving ervan door aandeelhouders aan de Commissie kenbaar te maken.

**38. Ik wil graag een kopie van het onderzoeksrapport ontvangen. (vergeet dan niet uw contactgegevens achter te laten)**

ja

nee

### 41. Contactgegevens en opmerkingen

**39. Ik ben beschikbaar voor nadere vragen.**

ja

nee

### 42. Contactgegevens en opmerkingen

**40. Graag zouden wij de volgende gegevens noteren.**

**Naam:**

**Bedrijf:**

**Adres:**

**Plaats:**

**Postcode:**

**E-mailadres:**

**Telefoonnummer:**

### 43. Contactgegevens en opmerkingen

**41. Heeft u na het invullen van deze online survey nog opmerkingen die u met de Monitoring Commissie zou willen delen ten aanzien van de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code door aandeelhouders?**

### 44. Einde

Wij danken u nogmaals hartelijk voor uw medewerking aan dit onderzoek.



# Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

## Invitation for survey as preparation for in depth interviews

Dear Sir, Madam,

Welcome to the online Survey 'Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code'. Let us begin by saying thank you for your interest and participation in our research.

In order to investigate shareholder compliance with the principles and best practice provisions of the Dutch Corporate Governance Code (Chapter IV.4), the Monitoring Committee Corporate Governance\* has asked Nyenrode Business University to survey foreign institutional investors\*\*. After all, they own and manage more than 70% of the shares of Dutch listed companies.

Even though you as a foreign institutional investor in these companies are not legally required to comply with the complete Code, the Monitoring Committee is greatly interested in your attitudes and activities around the best practice provisions (IV.4.4, IV.4.5 and IV.4.6), which do apply to all investors, both domestic and foreign. It is also interested in a better understanding of the voting- and engagement-behavior of foreign institutional investors active in The Netherlands.

Your response data, which will be anonymously processed in the final public reports of Nyenrode and the Monitoring Committee, will serve as input for in depth interviews to be scheduled by Nyenrode and others with your institution. All of this information will be kept strictly confidential.

Should you be interested in more information about the annual activities of the Monitoring Committee please go to [www.commissiecorporategovernance.nl](http://www.commissiecorporategovernance.nl). For specific questions about the research carried out by Nyenrode Business University you can contact the project team. They can be reached by email:

[m.groothuis1@nyenrode.nl](mailto:m.groothuis1@nyenrode.nl) (Margriet Groothuis) and  
[d.melis@nyenrode.nl](mailto:d.melis@nyenrode.nl) (Daniëlle Melis).

Or by telephone: +31346 295-861 (Monday to Friday from 10 a.m. until 4 p.m. CET).

We ask that you return the completed survey one week before the scheduled interview at the latest. We will close the survey September 1st, 2011. Your input is crucial for a better insight into the interests and activities of foreign investors active in The Netherlands and their compliance with the best practice provisions of the Dutch Corporate Governance Code.

On behalf of the Monitoring Committee Corporate Governance,

Daniëlle Melis MSc MBA  
Margriet Groothuis MSc  
Professor Dr. Mijntje Lückerath-Rovers  
Professor Dr. Leen Paape RA RO CIA

Nyenrode Business University  
Straatweg 25 \* 3621 BG Breukelen  
P.O. Box 130 \* 3620 AC Breukelen  
The Netherlands

\*)The Monitoring Committee, which was set up by the Dutch Ministries of Finance, Justice, and Economic Affairs, is geared towards ensuring that the Dutch Corporate Governance Code is up to date and practicable and to monitor compliance by Dutch listed companies and institutional investors. The Dutch Corporate Governance Code was revised in 2003 by the Tabaksblat Committee. In December 2008, it was updated again by the Frijns Committee. As amended, it

# Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

became binding in January 2009.

\*\*Nyenrode conducted a similar survey last year.

## Survey instructions

This exploratory survey consists of four parts.

Part I and II:

- General information
  - Compliance to the Dutch Corporate Governance Code
- will be researched through this online survey only.

Part III and IV:

- Voting behavior
- Engagement behavior

will be researched by this survey and in depth interviews. The response data from these questions will serve as input for the in depth interviews.

The survey is addressed to your institution as a foreign investor in Dutch listed companies and you as the designated representative in your capacity as 'asset manager'. Agreements with specific clients in individual mandates can be ignored.

Unless otherwise specified, all questions refer to the financial year 2010 - i.e. the last book year ending May 1st, 2011 - and the 2011 Shareholders' Season.

You can log off and on at will. In addition, we offer you the possibility to print the survey in PDF format, fill out and return to us by mail. However, we have a preference for you to complete it online.

Answering the questions of this survey will take:

General information & Compliance - approximately 15 minutes.

Voting & Engagement Behavior (input for the interviews) - approximately 25 minutes

## General information

**\* 1. What is the (legal) name of your institution? Please enter the name as mentioned in the weblink to this survey!**

## General information

**\* 2. What national laws does your institution, as an institutional investor, operate under?**

- English
- US
- Other (please specify)

## General information

# Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

**3. Do you have a specific focus in your investment policy? For example on certain industries or sustainability.**

- yes  no

Would you care to specify?

## General information

**4. We would like to document for research purposes some of your particulars as a survey respondent.**

What is your current job title?

How old are you? (years)

Male/female?

How long have you worked with this institution?  
(years)

## General information

**\* 5. What was your total AuM (Assets under Management) in euros year end 2010?**

- AuM < 10 billion  
 10 billion < AuM < 50 billion  
 50 billion < AuM < 250 billion  
 250 billion < AuM < 1000 billion  
 AuM > 1000 billion

## General information

**\* 6. Approximately what percentage of your AuM was invested directly or indirectly (fund investments) in shares of listed companies (worldwide) year end 2010?**

- |                             |                               |                                  |
|-----------------------------|-------------------------------|----------------------------------|
| <input type="radio"/> 0     | <input type="radio"/> 3 - 4   | <input type="radio"/> 15 - 20    |
| <input type="radio"/> 0 - 1 | <input type="radio"/> 4 - 5   | <input type="radio"/> 20 - 25    |
| <input type="radio"/> 1 - 2 | <input type="radio"/> 5 - 10  | <input type="radio"/> 25 or more |
| <input type="radio"/> 2 - 3 | <input type="radio"/> 10 - 15 |                                  |

## General information

## Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

**\* 7. Approximately what percentage of your AuM was invested directly or indirectly (fund investments) in DUTCH listed companies year end 2010?**

- |                              |                               |                                  |
|------------------------------|-------------------------------|----------------------------------|
| <input type="radio"/> 0      | <input type="radio"/> 3 - 4   | <input type="radio"/> 15 - 20    |
| <input type="radio"/> >0 - 1 | <input type="radio"/> 4 - 5   | <input type="radio"/> 20 - 25    |
| <input type="radio"/> 1 - 2  | <input type="radio"/> 5 - 10  | <input type="radio"/> 25 or more |
| <input type="radio"/> 2 - 3  | <input type="radio"/> 10 - 15 |                                  |

### General information

**8. Did your institution have an interest of 5% or more in one or more Dutch listed companies during 2010?**

- yes, in one company       yes, in more companies       no

If yes, would you care to specify?

### General information

**\* 9. Did your institution outsource its AuM in Dutch listed companies to other (third party) asset managers (multi management)?**

- no       partially       entirely

### General information

# Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

## 10. If partially or entirely outsourced, which ones? (multiple answers possible)

- |  |  |
|--|--|
| <input type="checkbox"/> APG                             | <input type="checkbox"/> Capital Research & Management Company |
| <input type="checkbox"/> Blackrock                       | <input type="checkbox"/> Capital Group International           |
| <input type="checkbox"/> PGGM Investments                | <input type="checkbox"/> Fidelity                              |
| <input type="checkbox"/> Mn Services                     | <input type="checkbox"/> AllianceBernstein Corporation         |
| <input type="checkbox"/> Syntrus Achmea                  | <input type="checkbox"/> Hermes Investment Management Ltd.     |
| <input type="checkbox"/> ING Investment Management       | <input type="checkbox"/> Teslin Capital Management             |
| <input type="checkbox"/> F&C Netherlands B.V.            | <input type="checkbox"/> Allianz Global Investors              |
| <input type="checkbox"/> BNP Paribas Investment Partners | <input type="checkbox"/> Vanguard Group                        |
| <input type="checkbox"/> Aegon Asset Management          | <input type="checkbox"/> Amundi Group                          |
| <input type="checkbox"/> Robeco                          | <input type="checkbox"/> T.Rowe Price                          |
| <input type="checkbox"/> State Street Global Advisors    | <input type="checkbox"/> Nothern Trust Global Investments      |
| <input type="checkbox"/> Kempen Capital Management       | <input type="checkbox"/> Franklin Templeton                    |
| <input type="checkbox"/> Delta Lloyd Asset Management    | <input type="checkbox"/> AXA Investment Management             |
| <input type="checkbox"/> Goldman Sachs Asset Management  | <input type="checkbox"/> JP Morgan Asset Management            |
| <input type="checkbox"/> SPF Beheer BV                   | <input type="checkbox"/> Other                                 |
| <input type="checkbox"/> Blue Sky Group                  |  |

Which organisations are the most important for your company? (top 3)

## General information

### 11. Do you as an asset manager, consider yourself and your institution legally obliged to comply with the Dutch Corporate Governance Code on behalf of your clients?

- yes  no

Would you care to specify?

## General information

# Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

**12. Do you include specific agreements in your mandates about who is ultimately responsible for compliance with the Dutch Corporate Governance Code (you as an asset manager, or your client the asset owner)?**

- yes  no

Would you care to specify?

## General information

**13. Do you use (parts of) the Model Mandate Initiative of the International Corporate Governance Network?**

- yes  no

Would you care to specify?

## General information

**14. Is your institution a member of a corporate governance network or special interest group? (for example, UNPRI, ICGN)**

- yes  no

## General information

**15. If so, which ones? (multiple answers possible)**

- |   |   |
|---|---|
| <input type="checkbox"/> Eumedion                                   | <input type="checkbox"/> UNPRI                                  |
| <input type="checkbox"/> The Governance Platform                    | <input type="checkbox"/> Council of Institutional Investors     |
| <input type="checkbox"/> International Corporate Governance Network | <input type="checkbox"/> Asian Corporate Governance Association |
| <input type="checkbox"/> Investment Management Association          | <input type="checkbox"/> Other                                  |

Please indicate which one you consider the most important one? (If 'Other', please specify.)

## General information

## Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

\* 16. Is your institution familiar with the provisions of the Dutch Corporate Governance Code 2008 aimed at shareholders of Dutch listed companies (BP IV.4.1 - IV.4.6)?

- yes, very familiar                       yes, more or less familiar                       no, not familiar

If any comments, please specify?

### General information

\* 17. Would you give your institution a score (1-10) for the willingness to exercise shareholders' rights and be further engaged as a shareholder in Dutch listed companies?

1 = no willingness

10 = high willingness

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Attendance at the Shareholders' Meeting	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Use of voting rights as shareholder (including proxy voting)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Engage in dialogue with companies	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Engage in dialogue with other shareholders	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Are there any other ways your institution expresses its engagement? Please specify or comment.

### General information

18. Approximately how much did your institution spend in 2010 on being an 'engaged shareholder'?

Costs should include those related to voting (including those incurred by the hiring of voting advisory firms and other corporate governance advisory or services firms), FTE's of special departments aimed at corporate governance issues of investments and anything else you may think relevant. (Costs in euros)

- less than 50,000                       250,000 - 500,000                       more than 5,000,000
- 50,000 - 100,000                       500,000 - 1,000,000
- 100,000 - 250,000                       1,000,000 - 5,000,000

Would you care to specify?

### General information

## Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

\* 19. The following Codes/principles provide guidance to you as a shareholder of Dutch listed companies. Please rank the following eight different Codes/principles based on the importance your institution attaches to them? (forced ranking)

leave blank if not applicable

1 = least important

8 = most important

	1	2	3	4	5	6	7	8
Dutch Corporate Governance Code	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Eumediton Handbook Corporate Governance	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Voting behavior guidelines ISS	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Voting behavior guidelines Glass Lewis & Co.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
UK Stewardship Code	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
United Nations Principles for Responsible Investing	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
ICGN Statement on Global Principles for Corporate Governance	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
OECD Principles of Corporate Governance	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

If you think any other Codes should be added to this list, please specify.

### Compliance to the Dutch Corporate Governance Code

Part II:

The Dutch Corporate Governance Code also addresses all shareholders of Dutch listed companies (through Chapter IV). Due to the large interests of foreign investors in these companies, the Monitoring Committee is particularly interested in their opinion about the best practice provisions (IV.4.4, IV.4.5 and IV.4.6). The following questions relate to them.

It should be noted that we understand that compliance with the Dutch Code is not legally binding for non-Dutch institutional investors. It is at the discretion of investors to comply or explain why they choose not to. Thus what we are interested in here is not your compliance with the overall Code, but with these specific best practice provisions (even if that compliance is ultimately driven by your own national codes).



## Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

### \* 20. BP IV.4.4

**"A shareholder shall exercise the right of putting an item on the agenda only after he consulted the management board about this. If one or more shareholders intend to request that an item be put on the agenda that may result in a change in the company's strategy, for example through the dismissal of one or more management or supervisory board members, the management board shall be given the opportunity to stipulate a reasonable period in which to respond (the response time). This shall also apply to an intention as referred to above for judicial leave to call a general meeting pursuant to Article 2:110 of the Netherlands Civil Code. The shareholder shall respect the response time stipulated by the management board within the meaning of best practice provision II.1.9."**

**In your opinion, what is a reasonable response time? (in days)**

- 7 - 29                       60 - 89                       180 days or more  
 30 - 59                       90 - 179

## Compliance to the Dutch Corporate Governance Code

### \* 21. BP IV.4.4 (see previous question)

**If you would have and use the right to put an item on the agenda, would your institution comply with this provision? (regardless of whether you follow the Dutch Code or not)**

- yes                                       no

Would you care to share your views on this provision?

## Compliance to the Dutch Corporate Governance Code

### \* 22. BP IV.4.5

**"A shareholder shall vote as he sees fit. A shareholder who makes use of the voting advice of a third party is expected to form his own judgment on the voting policy of this adviser and the voting advice provided by him."**

**Does your institution comply with this provision? (regardless of whether you follow the Dutch Code or not)**

- yes                                       no

Would you care to share your views on this provision?

## Compliance to the Dutch Corporate Governance Code

# Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

## \* 23. BP IV.4.6

"If a shareholder has arranged for an item to be put on the agenda, he shall explain this at the meeting and, if necessary, answer questions about it."

Does your institution comply with this provision? (regardless of whether you follow the Dutch Code or not)

yes  no

Would you care to share your views on this provision?

## Survey Break

End of Part I and II (Compliance and General Information).

The remaining Part III and IV of the survey focusses on the Voting and Engagement Behavior of non-Dutch institutional investors in Dutch stock listed companies.

## Voting behavior - voting rights

Part III:

**24. In how many Dutch listed companies (large caps, mid caps, small caps, local) did your institution have a right to vote during the Shareholders' Season 2011, or were you as an asset manager mandated to vote on behalf of your clients?**

**Please do NOT count the actual voting rights, but approximate the number of Dutch listed companies your institution held voting rights in. (Also regardless of the percentage of shares owned, and whether or not the voting rights were exercised.) This should include voting proxies received from other asset managers.**

	0	1 - 5	6 - 10	11 - 15	16 - 20	more than 20
Large Caps (AEX)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Midcaps (AMX)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Small Caps (AscX)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Local funds	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Would you care to comment further?

## Voting behavior - voting rights

## Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

**25. To what extent was your institution present at the 2011 Shareholders' Meeting to exercise your voting rights in Dutch listed companies (excluding voting rights by proxy)?**

	Never	Sometimes	Regularly	Often	Always	n/a
Large Caps (AEX)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Midcaps (AMX)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Small Caps (AscX)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Local funds	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Would you care to comment further?

### Voting behavior - voting rights

**26. To what extent did your institution vote by proxy during the Shareholders' Season 2011?**

	Never	Sometimes	Regularly	Often	Always	n/a
Large Caps (AEX)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Midcaps (AMX)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Small Caps (AscX)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Local funds	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

If any comments, please specify?

### Voting behavior - voting rights

**27. To what extent did your institution allow the votes cast in Dutch listed companies to be disclosed by the (civil law) notary to the company or a corporate representative prior to the 2011 Shareholders' Meeting?**

	Never	Sometimes	Regularly	Often	Always	n/a
Large Caps (AEX)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Midcaps (AMX)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Small Caps (AscX)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Local funds	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

If any comments, please specify?

### Voting behavior - voting rights

## Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

**28. To the extent that you have not been present at the 2011 Shareholders' Meetings of Dutch listed companies, who represented your institution to cast your votes? (multiple answers possible)**

- |   |   |
|---|---|
| <input type="checkbox"/> Dutch (fellow) institutional investor(s)     | <input type="checkbox"/> (Local) voting agent |
| <input type="checkbox"/> Non-Dutch (fellow) institutional investor(s) | <input type="checkbox"/> Custodian bank(s)    |
| <input type="checkbox"/> ISS  | <input type="checkbox"/> Proxy solicitors     |
| <input type="checkbox"/> Glass Lewis & Co.                            | <input type="checkbox"/> n/a                  |

Would you care to specify your primary proxy holders?

### Voting behavior - voting advice

**\* 29. Does your institution work with voting advisory firms, such as ISS and/or Glass Lewis & Co.?**

- yes  no

### Voting behavior - voting advice

**30. If your institution does make use of voting advisory firms, please indicate what percentage of your investments in Dutch listed companies are advised by ISS? Glass Lewis & Co.? And which percentage by other firms? (% of investments in Dutch listed companies)**

% ISS	<input type="text"/>
% Glass Lewis & Co.	<input type="text"/>
% Other	<input type="text"/>

### Voting behavior - voting advice

**\* 31. What products and services do you outsource to voting advisory firms?**

- Proxy research
- Standard benchmark voting policies
- Customised voting policies
- Special voting policies: aimed at e.g. sustainability, social responsibilities, public funds, labour unions, charities
- Proxy Voting Services, such as ProxyExchange (ISS), or ViewPoint (Glass Lewis)
- Securities Class Action Services
- Other

Would you care to indicate the product or service most valuable to your institution?

### Voting behavior - the voting advice

# Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

## 32. How does your institution contribute to the development and continuous updates of general Proxy Paper Guidelines of such voting advisory firms as ISS and Glass Lewis & Co.?

- Annual feedback via surveys of voting advisory firms
- Round table meetings of voting advisory firms
- Continuous feedback (event driven) to voting advisory firms
- Directly based on own voting policy
- Other (please specify)

### Voting behavior - the voting advice

## 33. To what extent does your institution share its specific corporate governance or voting policy with voting advisory firms prior to receiving their advice?

1 = not at all, 5 = to a large extent

	1	2	3	4	5
Share voting policy prior to receiving voting advice	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Would you care to specify?

### Voting behavior - the voting advice

## 34. To what extent do you instruct your voting advisory firm to distinguish between countries, companies and/or specific corporate governance themes?

1 = not at all, 5 = to a large extent

	1	2	3	4	5
Country focus	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Company focus	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Specific corporate governance themes focus	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Would you care to specify?

### Voting behavior - the voting advice

## Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

\* 35. To what extent does the voting advice received influence your final voting instructions?

1 = not at all, 5 = leading

	1	2	3	4	5
For investments in Dutch listed companies	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
For investments in non-Dutch listed companies	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
For investments in your home country	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Would you care to specify?

### Voting behavior - the voting advice

\* 36. To what extent do you check the contents of the voting advice?

1 = not at all, 5 = always

	1	2	3	4	5
For investments in Dutch listed companies	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
For investments in non-Dutch listed companies	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
For investments in your home country	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Would you care to specify?

### Voting behavior - the voting advice

37. If you did deviate from the voting advice for Dutch listed companies during the Shareholders' Season 2011, what types of decisions/agenda items did those deviations refer to?

### Voting behavior - the voting instruction

## Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

**\* 38. To what extent are portfolio managers, responsible for investments in Dutch listed companies, informed about and involved in voting instructions for the 2011 Shareholders' Meeting?**

**1 = not at all, 5 = always**

	1	2	3	4	5
Informed about voting advices	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Informed about voting instructions	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Involved in determining voting instructions	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Taking the lead in determining voting instructions	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Would you care to further comment?

### Voting behavior - the voting instruction

**39. To what extent are the parties mentioned below influential in determining your voting instruction for DUTCH listed companies?**

**1 = not at all, 5 = to a large extent**

	1	2	3	4	5
Voting advisory firms	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Other (institutional) investors	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Dutch special industry groups (Eumedion, VEB)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Special interest groups in home country	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Portfolio managers/investment managers	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Would you care to specify?

### Voting behavior - the voting instruction

**40. To what extent are the parties mentioned below influential in determining your voting instruction for NON-DUTCH listed companies?**

**1 = not at all, 5 = to a large extent**

	1	2	3	4	5
Voting advisory firms	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Other (institutional) investors	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Dutch special industry groups (Eumedion, VEB)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Special interest groups in home country	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Portfolio managers/investment managers	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Would you care to specify?

### Voting behavior - casting your votes

# Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

## 41. To what extent do the parties mentioned below contribute to casting your votes at the 2011 Shareholders' Meeting of DUTCH listed companies?

1 = very limited contribution, 5 = very large contribution, n/c = no contribution

	1	2	3	4	5	n/c
Voting platforms ISS	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Voting platforms Glass Lewis & Co.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Broadridge/others	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Proxy sollicitors	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Custodians	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sub-custodians	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
(Civil law) notary	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Would you care to specify the primary influencers? (top 3)

## Voting behavior - casting your votes

## 42. To what extent do the parties mentioned below contribute to casting your votes at the 2011 Shareholders' Meeting of NON-DUTCH listed companies?

1 = very limited contribution, 5 = very large contribution, n/c = no contribution

	1	2	3	4	5	n/c
Voting platforms ISS	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Voting platforms Glass Lewis & Co.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Broadridge/others	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Proxy sollicitors	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Custodians	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sub-custodians	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
(Civil law) notary	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Would you care to specify the primary influencers? (top 3)

## Voting behavior - casting your votes



## Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

**43. To what extent does your institution check whether the voting instruction has actually been exercised and adhered to at the 2011 Shareholders' Meeting?**

**1 = not at all, 5 = always**

	1	2	3	4	5
Did my institution vote?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Was the vote carried out in accordance with the voting instructions?	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Would you care to specify further?

### Voting behavior - casting your votes

**44. Which factors influence your institution's willingness and ability to check whether or not your vote has been cast in accordance with the voting instructions?**

**Would you rank the following factors based on your priorities?**

**1 = least influence, 6 = most influence, n/i = no influence**

	1	2	3	4	5	6	n/i
Type of voting decision/agenda item	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Number of investments in your portfolio	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Particular interest in a company	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Costs incurred in checking the vote	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Transparency in the voting chain	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Transparency by the listed company	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

If you think any 'Other' factors should be added to the list, or if any factors are of no influence, please specify?

### Voting behavior - casting your votes

**45. As a non-Dutch investor in Dutch listed companies, what specific problems does your institution face in relation to cross-border voting?**

### Engagement behavior

Part IV:

This section is about the 'constructive dialogue'/ engagement between Dutch listed companies and institutional investors. It deliberately excludes general communications. For example, road shows, analyst meetings and other communication events organised around the publication of the financial performance of the company.

## Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

**46. On average (and per company), how often did your institution have bilateral contacts with individual members of the board or any other representative of Dutch listed companies outside the 2011 Shareholders' Meeting?**

- no contact                       between two and four times                       between seven and twelve times  
 once                                       between five and seven times                       more than twelve times

Would you care to specify?

### Engagement behavior

**47. Who represented your institution in these bilateral contacts? Please rank the following representatives in order of importance.**

**if no contact, please leave blank**

**1= least important, 5= most important**

	1	2	3	4	5
Portfolio-/investment manager	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Corporate governance ('ESG') specialist	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Analyst	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Voting advisory firms	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Other	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Would you care to specify?

### Engagement behavior

**\* 48. To what extent do the portfolio-/investment manager and the corporate governance ('ESG') specialist coordinate their activities when dialoging with Dutch listed companies?**

**1 = never, 5 = very often**

	1	2	3	4	5
Coordination between portfolio-/investment managers and corporate governance ('ESG') specialists	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Would you care to specify?

### Engagement behavior

## Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

**49. Who represented the Dutch listed companies in these bilateral contacts? Please rank the following representatives in order of importance.**

**if no contact, please leave blank**

**1 = least important, 8 = most important**

	1	2	3	4	5	6	7	8
CEO	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
CFO	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Other members of the management board	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Chairman of the supervisory board	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Other members of the supervisory board	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Investor Relations	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Legal	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Other	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Would you care to specify?

### Engagement behavior

**50. Who has bilateral contacts with who? Who is the first point of contact of each of your institution's representatives in these bilateral contacts?**

	CEO	CFO	Other members of the management board	Chairman of the supervisory board	Other members of the supervisory board	Investor Relations	Legal	Other
Portfolio-/investment manager	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Corporate governance ('ESG') specialist	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Other	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Would you care to specify?

### Engagement behavior

# Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

## 51. Who usually takes the initiative in these bilateral contacts?

1 = never, 5 = very often

	1	2	3	4	5
Your portfolio-/investment managers	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Your corporate governance ('ESG') specialists	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
The company	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Your voting advisory firm	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Your corporate governance initiative (f.e. Eumedion)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Other	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Would you care to specify?

## Engagement behavior

### 52. What is your assessment of the frequency and the quality of the content of these bilateral contacts outside the Shareholders' Meeting?

1 = Very Poor, 5 = Excellent

	1	2	3	4	5
Frequency	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Quality of the content	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

## Engagement behavior

## Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

**53. What are the most important dialogue items with Dutch listed companies for your institution in 2010/2011? Please distinguish between the portfolio-/investment managers and the corporate governance ('ESG') specialist. (multiple answers possible)**

	Portfolio-/investment managers	Corporate governance ('ESG') specialists
Remuneration	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Process of the election of board members	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Composition of the supervisory board	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Composition of the managing board	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Dividends	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Financial performance of the company	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Company strategy	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Risk management	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Sustainability	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Corporate social responsibility	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mergers and acquisitions	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Other	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
None	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

If 'Other', would you care to specify?

### Engagement behavior

**54. What is your preferred form of contact to enter into a dialogue with Dutch listed companies?**

	Portfolio-/investment managers	Corporate governance ('ESG') specialists
Personal contact	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Phone/conference call	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Video conferencing	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
E-mail	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Other (please specify)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

If 'Other', would you care to specify?

### Engagement behavior

# Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

## 55. Where do these bilateral contacts with Dutch listed companies take place?

	Portfolio-/investment managers	Corporate governance ('ESG') specialists
In boardrooms	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
At the company offices	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
During roadshows	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
During the Shareholders' Meeting	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
At your offices	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Other (please specify)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

If 'Other', would you care to specify?

## Engagement behavior

### 56. What factors interfere the most with your ability and willingness to enter into a dialogue with Dutch listed companies?

	Portfolio-/investment managers	Corporate governance ('ESG') specialists
The Dutch rules concerning 'insider trading'	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
'Acting in concert' provisions	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
The willingness of the company	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
The role of other institutional investors/shareholders	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Other	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

If 'Other', would you care to specify?

## Contactdetails and final remarks

### 57. Would you like to receive a copy of the final research report (only available in Dutch)?

- yes  
 no

## Contactdetails and final remarks

## Survey Foreign Investors & the Dutch Corporate Governance Code

**58. Are you available for any further questions from Nyenrode's research team or members of the Dutch Monitoring Committee Corporate Governance?**

- yes  
 no

### Contact details and final remarks

**59. Please specify below the contact details of your institution?**

**Name:**   
**Company:**   
**Address 1:**   
**City/Town:**   
**ZIP/Postal Code:**   
**Country:**   
**Email Address:**   
**Phone Number:**

### Contact details and final remarks

**60. Would you have any further comments or remarks you would like to share with the Dutch Monitoring Committee Corporate Governance?**

### End

Once again we thank you for your large contribution and we look forward to the interview.



**NYENRODE**  
BUSINESS UNIVERSITEIT