



Weinig aandeelhouders houden serieus toezicht

Auteur(s):

Jong, A. de

Mertens, G.M.H.

Roosenboom, P.G.J.

De auteurs zijn allen werkzaam aan de faculteit bedrijfskunde van de Erasmus Universiteit Rotterdam. Mertens is tevens verbonden aan *nib Capital*. gmertens@fbk.eur.nl

Verschenen in:

ESB, 88e jaargang, nr. 4419, pagina 532, 14 november 2003

Rubriek:**Trefwoord(en):**

Er is nog weinig bekend over het functioneren van de algemene vergadering van aandeelhouders in Nederland. De commissie-Tabaksblat verwacht veel van de aandeelhouders als het gaat om de disciplineren van bestuurders en commissarissen. Uit onderzoek blijkt echter dat van deze disciplineren weinig terecht komt.

De kern van de discussie over corporate governance is hoe het toezicht op bestuurders optimaal moet worden ingericht. Hierbij spelen twee problemen een rol. Ten eerste manifesteert zich bij beursgenoteerde ondernemingen een aantal principaal-agentproblemen die direct voortvloeien uit de manier waarop de leiding en het eigendom zijn gescheiden. De aandeelhouders hebben de beheerstaken en uitvoerende taken overgedragen aan bestuurders, die op hun beurt - specifiek in Nederland - worden gecontroleerd door de commissarissen. Bestuurders en commissarissen zijn de agenten van de aandeelhouders. De algemene vergadering van aandeelhouders (ava) is het platform waar bestuurders en commissarissen verantwoording moeten afleggen aan de aandeelhouders over hun bestuur en toezicht.

In de tweede plaats speelt er een liftersprobleem. Een deel van de aandeelhouders kan zijn toezichhoudende functie - welke vooral op de ava vorm krijgt - bewust verzaken, in de wetenschap dat een andere aandeelhouder deze functie wel zal vervullen. De kosten die gepaard gaan met het monitoren komen voor rekening van deze specifieke aandeelhouder, maar de baten zijn voor alle aandeelhouders.

Beperkte invloed

De invloed van aandeelhouders in Nederland wordt beperkt door diverse constructies, zoals het structuurregime, certificering van aandelen en prioriteitsaandelen. Over de daadwerkelijke uitoefening van het toezicht door aandeelhouders in Nederland is weinig bekend. Mede door de code van de commissie-Tabaksblat is duidelijk dat de crux van goede corporate governanceverhoudingen is gelegen in een adequate toezichhoudersrol.

In deze bijdrage wordt ingegaan op een tweetal vragen. In de eerste plaats is nagegaan wat de mogelijkheden voor aandeelhouders zijn om invloed uit te oefenen op de onderneming. In de tweede plaats is onderzocht hoe deze aandeelhouders hun invloed daadwerkelijk uitoefenen. Het onderzoek heeft betrekking op 54 ondernemingen uit de AEX en AMX over de periode 1997-2001. Hierbij is gekeken naar de statuten van de vennootschappen en de notulen van 245 aandeelhoudervergaderingen (ava's).¹

De macht van aandeelhouders op papier...

Twee mogelijkheden om invloed uit te oefenen zijn de mogelijkheid om de agenda te beïnvloeden en de mogelijkheid om beslissingen te beïnvloeden. In dit onderzoek is nagegaan in welke mate statuten de macht van aandeelhouders inperken. Hieruit kan de potentiële rol van aandeelhouders worden afgeleid.

Het algemene beeld dat uit de analyse van de statuten van de 54 onderzochte ondernemingen naar voren komt, is dat ze niet erg veel van elkaar verschillen. Veel bepalingen zijn in de statuten overgenomen uit de wet. Bij 32 ondernemingen is het agenderingsrecht van aandeelhouders statutair vastgelegd. Meestel bestaat het agenderingsrecht voor de aandeelhouders die alleen of gezamenlijk één procent van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen. Bij dertien ondernemingen is geen regeling over agendering in de statuten opgenomen. Als regel worden besluiten op ava's genomen door een meerderheid van vijftig procent plus één stem. Er is echter een aantal besluiten waar ondernemingen verzwaarde meerderheden hanteren, zoals de benoeming van bestuurders en commissarissen, de ontbinding van de vennootschap, een wijziging van de statuten, het uitsluiten van het voorkeursrecht en kapitaalvermindering. Hierbij gaat het vaak om verzwaarde meerderheden die in de wet zijn vereist.

Drieëntwintig ondernemingen zijn structuurvennootschappen, waarbij bestuurders en commissarissen worden benoemd en ontslagen door de raad van commissarissen en niet door de ava. Deze laatste kan, evenals de ondernemingsraad, kandidaten aandragen of bezwaar maken tegen een benoeming.

De statuten van de grootste Nederlandse beursgenoteerde bedrijven leveren geen onoverkomelijke belemmeringen voor aandeelhouders op om hun stem op de ava te laten horen. Wel geldt dat de mogelijkheid om te stemmen over specifieke onderwerpen, door middel van

het structuurregime, prioriteits aandelen of andere statutaire regelingen, bij een aantal ondernemingen is ingeperkt. Naast de statutaire regelingen dient te worden vermeld dat een aantal ondernemingen certificering toepast, waardoor de zeggenschap van aandeelhouders uiteraard wel wordt beperkt.

... en in werkelijkheid

Om te bepalen hoe aandeelhouders hun mogelijkheden om invloed uit te oefenen daadwerkelijk gebruiken, is gekeken naar de opkomst op ava's, de onderwerpen waarover wordt gediscussieerd en het stemgedrag van de aandeelhouders. De beschrijving van de werkelijke rol van aandeelhouders geeft aan in welke mate aandeelhouders actief zijn, wie actief zijn en wat de gevolgen van hun activiteiten zijn. Hiertoe zijn 245 notulen van ava's bestudeerd, gehouden in de jaren 1998-2002 over de voorgaande boekjaren.

Opkomst

[tabel 1](#) toont de opkomst van aandeelhouders op de ava. Ondernemingen met certificering van gewone aandelen hadden in alle jaren een opkomst van boven de 88 procent, hetgeen kan worden verklaard door de aanwezigheid van het administratiekantoor. Daarom is een onderscheid gemaakt tussen ondernemingen met en zonder certificering van gewone aandelen. In de ava over 2001 was bij ondernemingen zonder certificering gemiddeld 33 procent van het aandelenkapitaal vertegenwoordigd. Opvallend is verder dat het gemiddeld percentage van het geplaatst aandelenkapitaal dat aanwezig was, is toegenomen in de periode 1997-1999 en daalt in de twee daaropvolgende jaren. Het gemiddelde aantal aanwezigen was 246 aandeelhouders in 1997 en 157 in 2001².

Tabel 1. Opkomst van aandeelhouders op de ava

| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| percentage geplaatst kapitaal bij ondernemingen met certificering | | | | | |
| gemiddelde | 89,83 | 88,15 | 94,06 | 92,82 | 94,03 |
| n | 13 | 14 | 11 | 10 | 9 |
| percentage geplaatst kapitaal bij ondernemingen zonder certificering | | | | | |
| gemiddelde | 31,86 | 36,51 | 33,52 | 31,00 | 33,17 |
| n | 25 | 28 | 24 | 25 | 26 |
| aantal aanwezigen bij alle ondernemingen | | | | | |
| gemiddelde | 246 | 218 | 249 | 214 | 157 |
| n | 42 | 41 | 39 | 40 | 36 |

Daarnaast is ook onderzocht hoe de vergaderingen worden bezocht door verenigingen, stichtingen en institutionele beleggers. In alle jaren is het de veb (Vereniging van Effectenbezitters) die de meeste vergaderingen heeft bezocht (45 maal in 1997 en 48 maal in 2001). Daarnaast zijn de vbdo (Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling) en de Stichting Rechtsbescherming Beleggers actief geweest. Bij de pensioenfondsen valt op dat het aantal bezoeken in de loop van de tijd is afgenomen: in 1997 bezochten de pensioenfondsen 22 ava's, tegen zeventien in 2001.

Agendering

Door gebruik te maken van hun agenderingsrecht kunnen aandeelhouders punten op de agenda van de ava plaatsen waarover zij de bestuurders ter verantwoording willen roepen. In de praktijk werden nauwelijks punten door aandeelhouders op de agenda gezet. Slechts één maal hebben wij het gebruik van dit recht kunnen achterhalen, omdat eenmaal op voorstel van het abp corporate governance op de agenda werd geplaatst. In twee gevallen werd een presentatie verzorgd door of namens de aandeelhouder.

Vragen gesteld door aandeelhouders

[tabel 2](#) presenteert het aantal aandeelhouders dat op de vergadering ten minste één keer het woord nam op een ava. Het gemiddelde aantal sprekers lag in alle jaren boven de negen aandeelhouders. Er zijn slechts weinig aandeelhouders die gebruik maakten van de gelegenheid vragen te stellen op de vergadering.

Tabel 2. Onderwerpen van de vragen die door aandeelhouders op de ava worden gesteld

| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| gemiddeld aantal sprekers | 9,72 | 9,60 | 9,84 | 10,40 | 9,94 |
| percentage van sprekers met ten minste één vraag over: | | | | | |
| strategie en | | | | | |
| bedrijfsvoering | 55,10 | 50,66 | 55,88 | 53,72 | 56,68 |
| resultaten | 24,31 | 20,04 | 23,80 | 26,28 | 21,53 |
| uitgifte/inkoop | 8,49 | 11,54 | 8,67 | 13,62 | 12,70 |
| dividend | 14,85 | 11,65 | 12,89 | 13,35 | 9,61 |
| statutenwijziging | 3,77 | 0,85 | 2,90 | 2,45 | 4,44 |
| accounting | 22,33 | 22,23 | 14,70 | 19,83 | 29,71 |
| beloning | 13,27 | 10,32 | 9,02 | 11,00 | 12,05 |
| commissarissen | 12,08 | 10,01 | 9,21 | 7,85 | 13,21 |
| beschermings- | | | | | |
| constructies | 9,59 | 6,85 | 5,26 | 5,28 | 7,65 |
| corporate governance | | | | | |

| | | | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (overig) | 24,94 | 16,22 | 11,46 | 10,68 | 13,00 |
| n | 48 | 52 | 49 | 48 | 48 |

De meeste vragen gaan over strategie en bedrijfsvoering, gevolgd door vragen over de behaalde resultaten, ondanks het feit dat aandeelhouders op dit terrein geen beslissingsbevoegdheid hebben. Opvallend is dat aandeelhouders relatief weinig vragen stelden over beschermingsconstructies en statutenwijzigingen. Hierbij moet worden aangetekend dat dit agendapunt vaak niet op ava's maar op buitengewone ava's wordt behandeld. De invloed van de Commissie Corporate Governance (de commissie-Peters) is duidelijk merkbaar in de ava over 1997, waar aanzienlijk meer vragen werden gesteld over beschermingsconstructies en overige corporate governanceonderwerpen. Ook valt op dat in de vergadering over 2001 meer vragen gesteld werden over verslaggevingsaspecten (accounting). Dit valt te verklaren door de recente boekhoudschandalen.

Stemgedrag en uitkomsten

tabel 3 geeft het gemiddelde aantal agendapunten waarover wordt gestemd weer. Dit varieerde van 5,8 in 1998 tot 7,3 in 2000. Het aantal agendapunten met tegenstemmen door ten minste één aandeelhouder is sterk toegenomen. In 1997 waren er zeventig agendapunten met tegenstemmen (23,1 procent) in vergelijking tot 155 (49,4 procent) in 2001. Opvallend is verder dat het percentage van agendapunten met tegenstemmen in de loop van de tijd sterk toeneemt. Zo werd door aandeelhouders in 1997 in minder dan tien procent van de 43 vergaderingen tegen de vaststelling van het dividend gestemd, terwijl dat in 2001 is gestegen tot 32,5 procent. Ook voor andere agendapunten, zoals machtiging tot inkoop eigen aandelen, (her-) benoeming van commissarissen, goedkeuring van de jaarrekening, steeg dit percentage. Overigens blijkt de machtiging van het bestuur tot uitgifte van aandelen in alle jaren het meest omstreden agendapunt. Van de dertig keer dat het punt op de agenda van de ava stond, werd in zeventig procent van de gevallen tegengestemd.

Tabel 3. Aantal agendapunten waarover gestemd wordt

| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|---|------|------|------|------|------|
| gemiddeld aantal per ava | 6,3 | 5,8 | 6,5 | 7,3 | 6,5 |
| totaal aantal punten met stemming, waarvan: | 303 | 300 | 318 | 348 | 314 |
| - aantal met tegenstemmen | 70 | 81 | 127 | 168 | 155 |
| - aantal onthoudingen zonder tegenstemmen | 12 | 8 | 12 | 15 | 22 |

Indien vervolgens wordt gekeken naar het gemiddelde percentage tegenstemmen - voor zover bekend - komt naar voren dat de meeste agendapunten met tegenstemmen minder dan één procent van het aantal vertegenwoordigde stemmen ontvingen. Een aantal agendapunten kreeg elk jaar meer dan één procent tegenstemmen, te weten de machtiging tot uitgifte aandelen (4,3 procent), machtiging tot inkoop aandelen (1,04 procent), het uitsluiten van voorkeursrecht (9,3 procent) en statutenwijzigingen (1,4 procent).

Uiteraard leiden tegenstemmen alleen tot verwerping indien een meerderheid tegen is. Van de in totaal 1583 agendapunten met stemming zijn er slechts negen verworpen dan wel ingetrokken. Dit houdt in dat 99,4 procent van alle agendapunten die in stemming werden gebracht, zijn goedgekeurd. Alle verworpen voorstellen hebben plaatsgevonden in 2000 en 2001 en hadden betrekking op het agendapunt machtiging tot uitgifte/uitsluiting van het voorkeursrecht. In de andere vier gevallen is het voorstel na protest op de vergadering ingetrokken (één maal in 1999 en drie maal in 2001).

Wie stemmen tegen?

Met name de gevolmachtigden van buitenlandse beleggers waren actief. Zij stemmen in ieder jaar het vaakst tegen. Ook de veb stemt regelmatig tegen voorstellen. Andere belangenbehartigers zoals de vbdo, de Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz en de Gemeinschaft für die kleine Aktionäre maken nauwelijks of geen gebruik van hun stemrecht. De Stichting Rechtsbescherming Beleggers is met name in de laatste twee jaren actiever geworden.

Bij de institutionele beleggers valt op dat pensioenfondsen in de afgelopen twee jaren actiever zijn geworden in vergelijking met de eerste drie jaren. In 1997 onthielden de pensioenfondsen zich twee keer van stemming en stemden ze drie keer tegen een voorstel. In 2000 stemden pensioenfondsen tegen tien agendapunten. Ondanks het feit dat pensioenfondsen in 2000 aanzienlijk minder vergaderingen bezochten dan in 1997, stemden zij dus vaker tegen. Dit duidt op een toegenomen mate van activisme. De beleggingsfondsen en overige institutionele beleggers zijn overigens nauwelijks actief³

Conclusie

De invloed van de ava blijkt in de praktijk zeer beperkt te zijn. Uit de stijging van het aantal tegenstemmen lijkt weliswaar een licht stijgende mate van aandeelhoudersactivisme te spreken, maar dat rechtvaardigt geenszins de conclusie dat aandeelhouders hun rol als toezichthouder daadwerkelijk serieus nemen. Van alle agendapunten die in stemming werden gebracht, werd 99,4 procent goedgekeurd.

Het is zorgwekkend om te zien dat het activisme zich beperkt tot een beperkte groep aandeelhouders, hetgeen de liftersproblematiek bevestigt. Een kleine groep actieve aandeelhouders lijkt het werk van de rest op te moeten knappen.

Het veel gehanteerde argument dat aandeelhouders weinig zeggenschap hebben, blijkt lang niet altijd valide te zijn. Bij een aantal ondernemingen bestaan weliswaar beperkingen, maar in algemene zin kan niet worden geconcludeerd dat de toezichthoudende rol van

aandeelhouders hiermee onmogelijk wordt.

Deze conclusies hebben verstrekkende gevolgen. Zo stelt de commissie-Tabaksblat dat de ava uiteindelijk de inhoudelijke toetsing op de 'pas tot of leg uit'-regel moet uitvoeren. Uit dit onderzoek blijkt dat aandeelhouders deze disciplinering van het bestuur en de commissarissen liever aan anderen overlaten, getuige de opkomstcijfers en de mate waarin voorstellen worden verworpen.

Abe de Jong, Gerard Mertens en Peter Roosenboom

1 Zie www.minfin.nl voor de volledige tekst van het rapport.

2 Met aandeelhouders worden tevens certificaathouders of gevolmachtigden bedoeld. Hierbij moet worden aangetekend dat in 2001 één onderneming met 10999 aanwezige aandeelhouders of aandeelhouders die door middel van de Stichting Communicatiekanaal en andere gevolmachtigden zijn vertegenwoordigd, niet is opgenomen. Met deze waarneming komt het gemiddelde aantal aanwezigen in de vergadering over het boekjaar 2001 uit op 450 aanwezigen.

3 Dit wordt nogmaals bevestigd door de recente ervaringen bij Ahold. Terwijl de pensioenfondsen ABP en PGGM protesteren tegen de beloning van de bestuursvoorzitter wordt het verzet niet gesteund door de vier grootaandeelhouders (Aegon, Delta Lloyd, Fortis en ING). Zie Verzekeraars smoren verzet tegen Ahold, *Het Financieele Dagblad*, 11 september 2003.