

1 | ‘Vrucht van onderling overleg’: naar een AVA voor de 21^e eeuw

Niels Lemmers en Jan Maarten Slagter

1. Inleiding

De aandeelhouder heeft zijn positie de afgelopen jaren zien veranderen. In een slingerbeweging heeft vanaf 2004 (toen de Nederlandse Corporate Governance Code, de ‘Code Tabaksblad’, in werking trad) een verbetering van de positie plaatsgevonden die de afgelopen jaren weer enigszins wordt teruggedraaid. Voorbeelden zijn de verhoging van de agenderingsdrempel in het wetsvoorstel Frijns, de verplichte responstijd voor aandeelhouders in de nieuwste corporate governance code (‘Code Frijns’) en de aanpassing van het enquêterecht.

De deelname aan de aandeelhoudersvergadering (AVA) is de afgelopen jaren ook veranderd. Door de steeds grotere invloed van internationale stemadviesbureaus en voting agencies is het stempercentage omhoog gegaan, maar vertonen institutionele aandeelhouders zich minder vaak fysiek op de vergadering. Kleinere, particuliere aandeelhouders bezoeken vaak trouw de AVA van het bedrijf waar ze in hebben belegd, maar lopen tegen een achterstand aan met betrekking tot informatie, stem-instructies en bilaterale besprekingen. Het AVA-besluit als ‘vrucht van onderling overleg’ staat daarmee onder druk.¹

In deze bijdrage gaan wij in op de rechten en verplichtingen van aandeelhouders rondom de AVA. Daarbij besteden wij aandacht aan de tegenstelling tussen verschillende aandeelhouders en aan problemen en mogelijke oplossingen rondom het deelnemen en stemmen op de AVA. Wij zullen voorstellen doen de AVA, en en passant *investor relations* in bredere zin, te moderniseren met behulp van de communicatiemiddelen van de 21^e eeuw - de regelgeving rondom de AVA gaat nog steeds uit van de technologie van de 19^e eeuw. Dit met als doel de AVA aan relevantie te laten winnen, zijn rol terug te geven als hét podium voor de discussie over de gang van zaken bij de vennootschap en de achtergestelde positie van de particuliere aandeelhouders voor een deel op te heffen.

¹ Van der Krans signaleert in zijn proefschrift vier symptomen waardoor AVA's niet zo functioneren als wordt beoogd. A. van der Krans, *De virtuele aandeelhoudersvergadering*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 64, Kluwer: Deventer 2009, p. 2-7.

2. De aandeelhouder en zijn vergadering

Democratie betekent niet alleen dat de meeste stemmen gelden. Wezenlijk is evenzeer dat ook de kleinste minderheid kan worden gehoord. In de aandeelhoudersdemocratie is dat niet anders. Iedereen die risicodragend kapitaal ter beschikking stelt, verdient een stem in het debat over de gang van zaken in de vennootschap. Het is deel van de prijs voor het vrijwel blinde vertrouwen dat hij stelt in het management – als zijn geïnvesteerde geld wordt verspeeld door pech of zelfs door incompetentie, staat de aandeelhouder met lege handen.

2.1 Korte termijn/lange termijn

Dat iedere aandeelhouder zijn stem moet kunnen laten horen, geldt of hij nu één of een miljoen aandelen houdt en of hij dat voor een dag of voor tien jaar doet. Desondanks stelt de Europese Commissie in haar *Green Paper* over The EU Corporate Governance Framework dat vooral langetermijnaandeelhouders belang hebben bij actieve bemoeienis bij de ondernemingen. Het resultaat van deze bemoeienis – meer winst – is immers ook pas op de lange termijn zichtbaar.²

Dit wordt nog stilliger verwoord in een (aangenomen) motie van de fractievoorzitters in de Tweede Kamer van CDA, PvdA en ChristenUnie.³ Omdat ‘aandeelhoudersactivisme gericht op kortetermijnscoren de belangen van ondernemingen op lange termijn kan schaden’ is volgens de motie ‘meer toekomstgerichte betrokkenheid’ van aandeelhouders bij ondernemingen gewenst. Dit ‘langetermijnaandeelhouderschap’ zou kunnen worden gestimuleerd door instrumenten als het ‘loyaliteitsdividend’ (een extra dividend voor aandeelhouders die hun belang langer dan een bepaalde periode houden) of ‘extra stemrecht voor trouwe beleggers’.

De idee van een loyaliteitsdividend werd gelanceerd door DSM, dat bij de AVA in 2007 haar statuten wilde aanpassen, zodat het mogelijk werd op aandelen die meer dan drie jaar door dezelfde aandeelhouder werden gehouden een hoger dividend toe te kennen.⁴ Toen aandeelhouders, die dit concept in strijd vonden met het gelijkheidsbeginsel, een wanbeleidprocedure tegen DSM begonnen, verdween het voorstel van tafel, ondanks het feit dat de Hoge Raad het gebruik van loyaliteitsdividend uiteindelijk sanctioneerde.⁵

Los van het feit dat dit soort extraatjes ingaat tegen het principe dat rechten verbonden zijn aan aandelen en niet aan de houders daarvan, berust de opvatting dat een langetermijnaandeelhouder meer rechten verdient dan een daghandelaar naar onze

2 EU Corporate Governance Framework (COM(2011) 164 final).

3 *Kamerstukken II 2008-2009*, 31 371, 197.

4 Zie voor de gehele beschrijving van de discussie de beide beschikkingen; OK 28 maart 2007, *JOR* 2007/118 (DSM) & HR 14 december 2007, *JOR* 2008/11 (DSM).

5 Voor een uitgebreid overzicht van de negatieve evaluaties van kortetermijnbeleggers verwijzen we naar de appendix bij de oratie van Prof. dr. P. Frentrup, Andermans geld, oratie Nyenrode Business Universiteit, 25 juni 2012.

mening niet op enig relevant onderscheid tussen die twee. In de uren dat het aandeel op zijn naam staat, draagt de daghandelaar immers exact hetzelfde risico als de *buy and hold*-belegger die al tien jaar in het aandeel zit. En ook als hij zelf niet zal kunnen profiteren van de gevolgen van het uitoefenen van zijn zeggenschapsrechten, zal zijn opvolger als houder van het betreffende aandeel dat mogelijk wel doen – en dit vooruitzicht meenemen bij de bepaling van de prijs die hij bereid is te betalen voor het aandeel. De kortetermijnaandeelhouder die zijn zeggenschapsrechten uitoefent, is als de huizenbezitter die de buitenboel laat schilderen – hij pleegt onderhoud om de waarde van zijn investering te beschermen.

2.2 *Het groeiende belang van de aandeelhoudersvergadering*

De aandeelhoudersvergadering is één van de organen van de vennootschap, de plaats waar de leiding van de onderneming (raad van bestuur en raad van commissarissen) verantwoording aflegt en het belangrijkste podium voor het debat over de toestand en toekomst van de vennootschap. Het is daarmee – in ieder geval formeel – het voornaamste forum voor aandeelhouders om hun rol in de corporate governance te spelen. Dat geldt zeker voor de particuliere belegger, die geen *one-on-one's* met de bestuursvoorzitter heeft, maar die wel naar de microfoon kan lopen om zijn vraag te stellen.

Maar ook de institutionele belegger doet er goed aan de AVA serieus te nemen. De ASMI-uitspraak van de Hoge Raad heeft duidelijk gemaakt dat aandeelhouders buiten de AVA weinig te willen hebben.⁶ Wanneer de aandeelhouders inlichtingen verzoeken in de AVA, zijn bestuur en raad van commissarissen (RvC) verplicht deze te verschaffen, zelfs als de vraag niets van doen heeft met het voorliggende agenda-punt ('behoudens zwaarwichtige redenen'). Buiten de AVA daarentegen bestaat geen recht op informatie van aandeelhouders.

Institutionele beleggers maken de laatste jaren inderdaad actiever gebruik van hun stemrecht op de AVA. In Nederland zorgt Eumedion, de stichting waarin een groot aantal in Nederland actieve institutionele beleggers verenigd is, de afgelopen jaren voor gezamenlijke vertegenwoordiging op de AVA van haar deelnemers. Door zichtbaar aanwezig te zijn op vergaderingen tonen de instituten aan hun eigen achterban dat ze zich van hun *fiduciary duty* bewust zijn. Zij brengen zelf of via Eumedion hun stem uit. De verschillende codes die zich de afgelopen jaren op aandeelhouders richten, vragen van instituten betrokken aandeelhouderschap en verantwoording over de wijze waarop daar inhoud aan wordt gegeven.⁷

Dit alles heeft tot gevolg dat er de afgelopen jaren meer stemmen worden uitgebracht op AVA's dan daarvoor. Het percentage van de stemmen dat wordt uitgebracht

⁶ HR 9 juli 2010, LJN BM0976, 09/04465 en 09/04512 (ASMI).

⁷ Code Frijns par. IV.4, Best Practices voor betrokken aandeelhouderschap, door Eumedion vastgesteld op 30 juni 2011, practices bepaling 7, UK Stewardship Code, gepubliceerd juli 2010, Principles 6 en 7.

op de aandeelhoudersvergadering is, voor alle Nederlandse beursfondsen, bijna verdubbeld van 33% in 2005 naar 64% in 2012.⁸

Ook de toegenomen media-aandacht, in combinatie met de steeds gebruikelijker wordende integrale webregistratie, heeft de AVA een nieuwe relevantie gegeven. De AVA is de enige plek waar bestuurders, zonder enige vorm van filtering, het vuur aan de schenen kan worden gelegd. De CEO die hier, geïrriteerd door de zoveelste vragensteller, uit zijn slof schiet, kan zich dezelfde middag nog op RTLZ terugzien. Amerikaanse vakbonden (bij Ahold) en milieuorganisaties (bij Shell) weten de weg naar de AVA tegenwoordig goed te vinden en gebruiken deze als podium voor hun grieven. Met zijn optreden op de AVA kan een bestuurder de reputatie van het bedrijf en zichzelf versterken – of verzwakken.

2.3 *One-on-One's: consulteren en publiceren*

One-on-one's worden in de regel gegund aan aandeelhouders wier stem een zekere invloed heeft op de uiteindelijke uitkomst van de stemming op de AVA. Veel instituten kiezen het besloten overleg om hun punten te maken – het schijnt effectiever te zijn. Dit biedt het bestuur de mogelijkheid te peilen of bepaalde besluiten op een meerderheid in de AVA kunnen rekenen. Tegelijkertijd houdt dit besloten overleg natuurlijk het belangrijke risico in zich dat koersgevoelige informatie selectief wordt verspreid. Ervaren beleggers kunnen zelfs aan de lichaamstaal van bestuurders bepaalde conclusies verbinden.

Deze onderonsjes worden omgeven met een waas van geheimzinnigheid. Dat past niet bij het principe van transparantie en strijdt met de verantwoordelijkheid van zowel de ondernemingsleiding als aandeelhouders.⁹ Daarnaast dreigt altijd de vernietiging van een besluit door een belanghebbende als niet alle informatie die aanwezig is bij betrokkenen tijdens de AVA gedeeld wordt met alle aandeelhouders.¹⁰

Deze waas kan eenvoudig worden opgelicht. Allereerst kan de vennootschap maandelijks een lijst publiceren op haar website met welke aandeelhouders of andere beleggers contact is geweest, in welke vorm dat contact heeft plaatsgevonden en welke functionarissen namens de vennootschap hebben deelgenomen. Dat maakt voor andere aandeelhouders inzichtelijk wie mogelijk invloed heeft op de gang van zaken bij de vennootschap. Per contact zou kunnen worden gekozen voor het publiceren van een lijst van besproken onderwerpen of een gespreksverslag. Dit doet geen

8 AVA analyse van Eumedion 2011 en 2012. Zie voor een volledig overzicht de *Kennisbank* op www.eumedion.nl waarop de analyses van de AVA's sinds 2005 zijn gepubliceerd.

9 Voor een verdere uitwerking van dit thema verwijzen wij naar prof. mr. S.E. Eisma, Investor Relations, oratie Universiteit Leiden, 5 juni 1998.

10 Zie o.a. Van der Krans t.a.p. p. 61, Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II*, nr. 365 en Prof. mr. Sanders en mr. W. Westbroek, bewerkt door mr. F.K. Buijn en Prof. mr. P.M. Storm 'Bv en NV', Serie Recht en Praktijk deel 23, Kluwer, Deventer: 2005, par. 8.3.

afbreuk aan het karakter van een *one-on-one*, maar zorgt wel voor meer transparantie en beperkt het risico van de selectieve verspreiding van koersgevoelige informatie.

Tegelijkertijd mag van institutionele beleggers worden verwacht dat ze eveneens openheid geven over hun contacten met ondernemingen. Hiermee laten ze zien dat ze inhoud geven aan hun 'betrokken aandeelhouderschap', zoals de Code Frijns, de Best practices voor betrokken aandeelhouderschap van Eumedion en de UK Stewardship Code dit vragen.¹¹ Deze codes verplichten niet alleen tot *engagement* met de ondernemingen waarin zij beleggen, maar ook tot transparantie over de wijze waarop dit gebeurt. Door deze transparantie wordt niet alleen de markt adequaat geïnformeerd, maar laten de instituten ook aan hun eigen achterliggende belanghebbers zien dat ze zich serieus van hun taken kwijten.

One-on-one's zijn, om praktische redenen alleen al, beperkt tot de grotere aandeelhouders. Particuliere beleggers moeten het doen met openbare gegevens en de verhandelingen op de AVA. Dat blijft echter eenrichtingsverkeer. Tegelijkertijd is op websites als IEX.nl en Belegger.nl uitgebreide discussie tussen particuliere beleggers over alle mogelijke beursfondsen. In onze visie missen beursgenoteerde bedrijven hier een kans. Waarom zouden zij niet een beleggersforum openen op de investorrelationspagina van de corporate website, waarop de onderneming actief de dialoog aangaat met geïnteresseerde (particuliere) beleggers? Ook sociale media als Twitter en Facebook bieden mogelijkheden tot interactiviteit waarvan nog steeds meer dan de helft van beursfondsen geen gebruik maakt.¹²

Maar ook *off line* kunnen beursfondsen meer doen aan hun *investor relations* met particuliere beleggers. Te denken valt bijvoorbeeld aan periodieke workshops over specifieke onderwerpen als strategie, riskmanagement en beloningsbeleid. En waarom zou een onderneming aandeelhouders niet uitnodigen discussiepunten aan te dragen voor de AVA – discussiepunten en dus geen beslispunten? Het bestuur kiest ze en er kan in principe geen besluit op worden genomen. De informatiekloof tussen institutionele en particuliere beleggers kan zo voor een deel worden gesloten.¹³

2.4 Besluit als vrucht van onderling overleg: achterhaald of springlevend principe?

De hiervoor bepleite transparantieplicht over *one-on-one's* heeft eveneens het voordeel dat het beginsel dat besluiten van de AVA tot stand moeten komen 'als vrucht van onderling overleg' beter kan worden nageleefd. De Hoge Raad heeft bepaald dat een besluit van een orgaan tot stand moet komen als 'vrucht van onderling overleg'.¹⁴

11 Code Frijns, Preamble en de principes in par. IV.4.

12 Hoewel het percentage snel stijgt: tussen 2011 en 2012 van 17% naar 41% van alle beursfondsen. Meer sociale media bij bedrijfscommunicatie, Het Financieele Dagblad, 9 juli 2012.

13 Voor een uitwerking van de in deze alinea genoemde suggesties verwijzen wij naar Henk Breukink, Jan Maarten Slagter, Herstel vertrouwen zaak van bestuur en aandeelhouder, opinie, Het Financieele Dagblad, 1 oktober 2009.

14 HR 15 juli 1969, NJ 1969, 101 (Wijsmuller).

Hoewel dit arrest zag op een bestuursbesluit is het vast (gewoonte-)recht dat dit principe op alle besluiten van alle organen van rechtspersonen van toepassing is. Dus ook op de besluitvorming van de AVA van een beursgenoteerde vennootschap. De minister van Justitie heeft jaren later in een Nota bij het wetsvoorstel gebruik van elektronische communicatiemiddelen deze rechtsregel nog eens bevestigd.¹⁵ Ondanks de toenemende bruikbaarheid van digitale communicatie- en vergadermiddelen bleef het principe volgens de minister overeind.

Als belangrijke aandeelhouders hun stem bepalen op basis van vertrouwelijke gesprekken met het bestuur buiten de AVA, kun je van ‘onderling overleg’ niet meer spreken. Om dit democratisch tekort enigszins te dichten, moeten alle aandeelhouders voor de AVA kennis kunnen nemen van de tijdens de *one-on-one's* geuite bezwaren van andere aandeelhouders richting het bestuur en wat het bestuur met die kennis heeft gedaan.¹⁶ Als alle aandeelhouders de beschikbare informatie hebben, kunnen bekloppen, afstoffen en analyseren en vervolgens een inhoudelijk debat heeft plaatsgevonden, kan er worden besloten.

In de loop van de jaren zijn echter kanttekeningen geplaatst bij het principe van ‘vrucht van onderling overleg’. De Commissie Corporate Governance onder leiding van Frijns stelde in 2006: ‘De Commissie erkent dat de algemene vergadering van aandeelhouders in veel gevallen niet het forum is waarin besluitvorming tot stand komt als “vrucht van onderling overleg”. Dit is inherent aan de verdergaande internationalisering, institutionalisering en nog grotere spreiding van aandelenkapitaal.’¹⁷ Een toch opmerkelijk dunne onderbouwing voor een vergaande conclusie. Geen van de drie genoemde redenen hoeft er toe te leiden dat geen overleg meer plaatsvindt tussen bestuur, RVC en aandeelhouders op een gemeenschappelijk moment. In latere rapportage en nieuwsberichten is deze stelling ook niet meer terug te vinden.

Op het tweejaarlijkse Ondernemingsrecht congres in Groningen, eveneens in 2006, pleitte Den Boogert voor een splitsing van de AVA in een fase van meningsvorming en een fase van besluitvorming.¹⁸ Den Boogert, zo interpreteren wij, hanteert dus nog steeds het principe van ‘vrucht van onderling overleg’. Hij brengt een scheiding aan binnen het bestaande AVA proces. Deze gedachte biedt meer kansen en mogelijkheden voor vennootschappen en aandeelhouders om een volgende stap te zetten naar een diepergaande dialoog en een beter functionerend besluitvormingsproces.

Vorig jaar heeft Eumedion haar Best practices voor betrokken aandeelhouderschap gepubliceerd. In Best practice bepaling zeven stelt Eumedion dat haar deelnemers

15 *Kamerstukken II 2005/2006*, 30 019, Nota naar aanleiding van het Verslag bij het wetsvoorstel gebruik van elektronische communicatiemiddelen, , nr. 7, p. 9.

16 Basis daarvoor ligt in art. 2:92 BW. Alle informatie moet boven tafel komen zodat geen ongelijke behandeling van aandeelhouders bestaat.

17 Nieuwsbericht bij presentatie Code 2006, d.d. 20 december 2012.

18 Prof. mr. M.W. den Boogert, ‘Hoe nu verder met de aandeelhoudersvergadering?’, p. 139-153; in: *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer*, Prof. mr. H. Beckman e.a., Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Rijksuniversiteit Groningen, Kluwer, Deventer:2007.

een geïnformeerde stem dienen uit te brengen. Mocht een deelnemer zich onthouden of tegenstemmen dan motiveert zij haar stemgedrag.¹⁹ Dat institutionele beleggers deze verantwoordelijkheid nemen is een verbetering ten opzichte van het verleden. Maar deelnemers zijn niet gehouden daadwerkelijk aanwezig te zijn op alle AVA's of zich te mengen in het debat. Dat zou een volgende stap zijn op weg naar actievere aandeelhoudersparticipatie. Zoals eerder aangegeven neemt de betrokkenheid van de institutionele beleggers in Nederland wel toe. Binnen Eumedion worden de deelnemers van Eumedion, en dus hun aandelenbelangen, vertegenwoordigd op de AVA's van alle AEX-fondsen en bij een groot aantal midkap, smallcap en lokale fondsen.

De dagelijkse praktijk mag veranderen, het principe dat een AVA-besluit een vrucht is van onderling overleg tussen bestuur, RVC en aandeelhouders moet wat ons betreft worden gekoesterd. De AVA is het moment van rekening en verantwoording (benoeming, ontslag, decharge), het nemen van verstrekkende strategische beslissingen (2:107a BW) en het voorstellen en vaststellen van beleid (beloningsbeleid, dividendbeleid, uitgifte en inkopen van aandelen, beperken voorkeursrecht, vaststellen jaarrekening en benoemen accountant). Het staat buiten kijf dat deze onderwerpen van groot belang zijn voor de beursgenoteerde vennootschap als 'onderneming'. Voordat daarover besluiten worden genomen dient een inhoudelijk debat plaats te vinden over de voors- en tegens ervan. Dat vereist actieve betrokkenheid van alle drie de genoemde actoren.

2.5 **Bijeenroepen BAVA**

Buiten de reguliere AVA kan een aandeelhouder op eigen initiatief een buitengewone aandeelhoudersvergadering (BAVA) bijeenroepen. De procedure hiervoor is prohibitief omslachtig en vereist een belang van 10% of zoveel minder als de statuten bepalen (art. 2:110 BW). Voor particuliere beleggers is dit in feite een onhaalbare drempel. Maar ook instituten schrikken ervoor terug. Het is niet voor niets dat ons geen voorbeeld bekend is van een geslaagde poging van een door aandeelhouders bijeengeroepen BAVA bij een beursfonds. De VEB heeft het in de zomer van 2008 geprobeerd bij Fortis, na de bekendmaking van de onverwachte extra kapitaalinjectie in juni van dat jaar (dus nog voor de splitsing en gedeeltelijke nationalisatie van het concern in oktober). De VEB en haar Belgische partner Deminor vonden het van belang dat het bestuur tijdens een officiële aandeelhoudersvergadering verantwoording zou afleggen over de snelle verslechtering van de kapitaalpositie van het concern en de eerdere mededelingen hierover. Maar, ondanks een omvangrijke publiciteitscampagne en de steun van duizenden aandeelhouders, lukte het niet de vereiste 10% van de aandelen bij elkaar te krijgen. Wel organiseerde Fortis later die zomer, onder meer in respons op de VEB/Deminor-actie, een serie 'informatieve aandeelhoudersbijeenkomsten' om vragen te beantwoorden. Een mogelijke vorm van het in paragraaf 2.3 genoemde *off line* aandeelhouderscontact.

19 T.a.p. 9.

2.6 Toegang tot de AVA

In de overnamestrijd tussen Dockwise en Fairstar, twee Heavy Marine Transport ondernemingen, moest de kortgedingrechter er in mei 2012 (bijna) aan te pas komen om de toegang en de mogelijkheid tot stemmen van grootaandeelhouder Dockwise op de AVA van Fairstar af te dwingen. Gelukkig komt het niet vaak tot dergelijke zware (rechts)middelen om toegang tot en optreden op een AVA te bewerkstelligen, maar er zijn wel andere obstakels die het aandeelhouders moeilijk kunnen maken hun zeggenschapsrechten op de AVA uit te oefenen.

Allereerst is daar de toegang tot de AVA. Er zijn nog steeds vennootschappen die eisen dat de aandelen waarop toegang en stemrecht wordt uitgeoefend, worden geblokkeerd. Dat betekent dat de aandeelhouder gedurende enkele weken geen beschikking meer heeft over zijn aandelen. Dat is een hindernis voor (institutionele) aandeelhouders om deel te nemen aan de AVA. Zij worden vaak door hun beleggingsprincipes belemmerd aandelen te blokkeren.

Eveneens problematisch in dit opzicht zijn de banken en *custodians* (effectenbewaarbedrijven die meestal ook *corporate actions* horende bij de in bewaring gegeven aandelen uitvoeren) die voor deponering van de aandelen moeten zorgdragen en uit eigener beweging aandelen blokkeren om zeker te zijn dat er geen laatstementwisselingen kunnen plaatsvinden. Daarmee werpen banken en *custodians* zich op als een blokkade voor aandeelhouders om hun stem uit te brengen. Dit is in onze ogen afkeurenswaardig. Dit soort instellingen zijn het als dienstverleners aan hun klanten verplicht het bezoeken van AVA's en het uitoefenen van het stemrecht optimaal te faciliteren.

Aandeelhouders moeten om toegang tot de AVA te verkrijgen, kunnen bewijzen aandelen te houden in het betreffende beursfonds. Door de dematerialisatie van effecten hebben zij daarvoor de medewerking van banken en bewaarbedrijven nodig. Vooral particuliere aandeelhouders zijn daarbij overgeleverd aan de goedwillende medewerking van banken. Als deze tussenpersonen daarbij fouten maken, is de aandeelhouder daarvan de dupe. Vooral bij onderwerpen met een kleine marge voor – of tegenstemmers kan medewerking van deze tussenpersonen essentieel zijn voor de uitslag van de stemming. Er is echter nergens vastgelegd aan welke specifieke zorgplicht zij moeten voldoen en jegens wie. Het aansprakelijk stellen van deze tussenpersonen op basis van de algemene zorgplicht zal al snel oplopen tegen de vraag jegens wie een norm is geschonden en de moeilijk te kwantificeren schade. Het is opmerkelijk dat ons in de praktijk blijkt dat de grootbanken hierbij de grootste obstakels blijken te zijn. Kleinere algemene banken en gespecialiseerde effectenbanken bieden aandeelhouders door de bank genomen meer service en betrouwbaarheid op dit vlak.

2.7 *Agendering*

De drempel voor aandeelhouders een onderwerp geagendeerd te krijgen op een reguliere aandeelhoudersvergadering (art. 2:114 BW) is (op het moment van afronding van dit artikel) 1% van de aandelen of zoveel aandelen als een marktwaarde van €50 miljoen vertegenwoordigt. De vennootschap kan opname op de agenda weigeren wanneer 'een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet'. Hierbij moet worden aangetekend dat een door de vergadering aangenomen agendapunt alleen een bindend karakter heeft als het de eigen bevoegdheid van de aandeelhouders betreft – bijvoorbeeld ten aanzien van de benoeming van commissarissen. Indien een onderwerp geagendeerd wordt dat niet het domein is van de aandeelhouders, heeft een stemming slechts een informatief karakter. Dit geldt bijvoorbeeld voor agendapunten met een strategisch karakter, zoals die door het *hedgefund* The Children's Investment Fund (TCI) werden voorgesteld voor de ABN Amro AVA op 26 april 2007.

Aandeelhouders maken zeer terughoudend gebruik van deze mogelijkheid hun stem te laten horen. In twee van de laatste drie AVA-seizoenen (2010 en 2012) is helemaal geen gebruik gemaakt van het agenderingsrecht. In het AVA-seizoen 2011 zijn bij slechts drie vennootschappen agendapunten aangedragen. Afgezet tegen de minimaal 1000 agendapunten die ieder jaar op de agenda staan bij de Nederlandse beursfondsen is dat een buitengewoon bescheiden gebruik van het middel.²⁰

Het wekt dan ook bevreemding dat het zogenoemde wetsvoorstel Frijns een verhoging van de agenderingsdrempel voorstelt van 1% naar 3%.²¹ Tegelijkertijd vervalt in het voorstel de alternatieve drempel van € 50 miljoen. De consequenties zijn enorm. Wie een onderwerp wil agenderen voor de aandeelhoudersvergadering van DSM (een gemiddeld AEX-fonds met een beurswaarde van ongeveer € 6,2 miljard) moet een belang van ruim € 187 miljoen meenemen – bijna vier keer de huidige drempel. Bij Unilever, met een beurswaarde van bijna € 48 miljard, wordt het een *mission impossible*: € 1,44 miljard is nodig, 26 maal (!) zoveel als nu nog voldoet.²² Dit maakt het in feite ondenkbaar voor een verzameling particuliere aandeelhouders de krachten te bundelen zodat een eigen agendapunt kan worden aangebracht – een belangrijke aantasting van de 'voice' van de kleinere aandeelhouder.²³

De Tweede Kamer heeft de verhoging van de agenderingsdrempel vastgesteld tijdens de laatste stemming in de Kamer voor de verkiezingen. De Eerste Kamer zal na het reces de behandeling starten.²⁴

20 AVA analyse Eumedion 2012, t.a.p. 10.

21 Wetsvoorstel Frijns, t.a.p. 1.

22 Beurswaardes op 26 juli 2012. Bij Unilever is alleen de beurswaarde van Unilever NV van belang.

23 Een verwijzing naar de bijdrage van prof. Timmerman, 'Mensenrechten van minderheidsaandeelhouders: voice, exit of gelijke behandeling', in eerder genoemde bundel, t.a.p. 18.

24 De amendementen tot verwijdering van de strategiemelding, de nieuwe regeling identificatie van aandeelhouders en de nieuwe melding van bruto en netto shortposities zijn wel aangenomen tijdens de stemming op 5 juli 2012.

De wetswijziging lijkt ingegeven door nog geen handvol incidenten in de loop van de jaren: het gebruik van het agenderingsrecht door zogenaamd activistische beleggers bij ABN Amro (TCI dat de splitsingsdiscussie agendeerde voor de aandeelhoudersvergadering van 2007) en Stork (Centaurus en Paulson die de RVC wilden laten vervangen op de aandeelhoudersvergadering van 2006). Mogelijk heeft ook het optreden van Hermes en Fursa ten aanzien van ASMI (eveneens vervanging van de RVC voorgesteld op aandeelhoudersvergadering 2008) een rol gespeeld. Los van het feit dat in twee van de genoemde drie gevallen de soep niet zo heet werd gegeten – de Ondernemingskamer greep zowel in bij Stork als bij ASMI voordat het tot stemming kon komen – gaat het erg ver de inspraakmogelijkheid van aandeelhouders in alle Nederlandse beursfondsen zo ingrijpend in te perken op basis van drie individuele kwesties, over de merites waarvan overigens een stevige discussie valt te voeren.

Overigens hebben al meerdere beursfondsen geanticipeerd op de implementatie van het wetsvoorstel door hun statuten aan te passen. In plaats van de drempel van 1% (of een lager percentage – de wettelijke drempelwaarde is een maximum) werden teksten geïntroduceerd in de geest van ‘het percentage als genoemd in artikel 2:114 BW’. Deze wijzigingen werden vaak gepresenteerd als min of meer noodzakelijke technische aanpassingen aan de komende regelgeving. Ten onrechte, want het blijft ook na de wetswijziging mogelijk een drempelwaarde te hanteren onder de 3%. Als ook de Eerste Kamer het wetsvoorstel aanneemt, is de stemming over de statutenwijziging om de nieuwe agenderingsdrempel op te nemen voor aandeelhouders de laatste kans deze drempel op 1% te houden.

Wij vinden het bevreemdend dat het kabinet in de toelichting op het wetsvoorstel Frijns stelt de ‘dialogo tussen aandeelhouder en vennootschap te willen bevorderen’, maar tegelijkertijd voor aandeelhouders hogere barrières wil opwerpen om in de aandeelhoudersvergadering met bestuur en commissarissen in discussie te kunnen treden.

2.8 *Stemmen per volmacht*

Vooraf internationale institutionele beleggers maken steeds meer gebruik van de mogelijkheid van stemmen door middel van een volmacht (proxy voting). Dit heeft het voordeel van een hogere participatie in de stemming, maar kent ook risico’s voor de legitimiteit van de besluiten die op de AVA worden genomen. Wij wijzen bijvoorbeeld op het probleem van het ongewilde en tevens ongewenste besluit. De AVA van Grontmij N.V. van 9 mei 2012 geeft een voorbeeld hoe een besluit dat tot stand kwam als een vrucht van onderling overleg door proxystemmers terzijde had kunnen worden geschoven.

Op de agenda stond bij het agendapunt over aanpassing van het beloningsbeleid een passage in het voorstel om een eenmalige bonus van 20% van het vaste salaris toe te kennen.²⁵ In de weken voorafgaand aan de AVA was Grontmij door verschillende

25 Agenda AVA Grontmij 2012, gepubliceerd op de website van de vennootschap op 28 maart 2012.

aandeelhouders te kennen gegeven dat zij tegen dit voorstel zouden stemmen. Dit gold niet voor de internationale stemadviesbureaus. Zij hadden een positief standaard stemadvies uitgebracht en dat wordt normaliter gevolgd door hun cliënten.

De passage bleek een meerderheid van de op de AVA aanwezige aandeelhouders inderdaad een doorn in het oog. Staande de vergadering trok het bestuur van Grontmij daarom de gewraakte passage in. Daarmee werd het voorgestelde beloningsbeleid gewijzigd. Dat leidde ertoe dat de aanwezige aandeelhouders uiteindelijk wel konden instemmen met het beloningsbeleid. Op de vergadering waren meer stemmen aanwezig dan per volmacht waren uitgebracht. Daardoor werd het gewenste besluit – vaststellen beloningsbeleid - genomen.

Het ging goed bij Grontmij, maar als de stemverhoudingen anders waren uitgevallen, had zich een legitimiteitsprobleem kunnen voordoen. Door de proxystemmen zou zich een aantal scenario's hebben kunnen voltrekken. Het gewijzigde voorstel zou aangenomen kunnen worden dankzij de instemming op de AVA met het nieuwe voorstel en de proxystemmen voor het oude voorstel. Als de proxystemmen doorslaggevend zouden zijn, rijst de vraag of het besluit wel rechtsgeldig genomen is. Bij proxy is voor een ander voorstel gestemd, dus een aandeelhouder zou het besluit kunnen vernietigen met een beroep op de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW.

Stel dat de proxystemmers tegen het oude voorstel hadden gestemd en het beloningsbeleid wordt afgewezen omdat de eerder uitgebrachte tegenstemmen de aanwezige stemmen overtroffen. Dan was er geen besluit tot stand gekomen als vrucht van onderling overleg, en het was wellicht een breed gedragen ongewenst besluit geweest. Immers de volmachtstemmers hebben zich niet uitgelaten over het aangepaste beloningsbeleid. Dat had een aandeelhouder ertoe kunnen aanzetten wederom de vernietiging van het besluit te vragen wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW. Met alle vennootschapsrechtelijke en vermogensrechtelijke gevolgen van dien.

Overigens brengt een wijziging van de agenda staande de vergadering weer een andere discussie met zich. In de kringen van institutionele beleggers horen we wel eens dat een agenda eenmaal vastgesteld en uitgebracht, 42 dagen voor de vergadering (art. 2:115 BW), niet meer mag worden gewijzigd. Dat is een standpunt dat wij niet delen. Juist omdat de AVA uiteindelijk het moment is om te besluiten, moet de agenda tussentijds kunnen worden aangepast. Institutionele aandeelhouders moeten zich niet beroepen op de 42 dagen termijn als bescherming tegen wijzigingen, maar deze termijn gebruiken als ijkpunt voor tijdige informatieverschaffing vanuit de vennootschap en als voorbereidingstijd voor zichzelf.

Maar ook wanneer de agenda ongewijzigd wordt gevolgd, kunnen proxystemmers op het verkeerde been worden gezet, wanneer de situatie rondom het bedrijf wezenlijk wijzigt na de oproeping van de AVA. Dit deed zich voor bij de AVA 2012 van Post NL. Vijf dagen voor de AVA legde de bestuursvoorzitter van de onderneming zijn functie volkomen onverwacht en per direct neer. Hij noemde verschillen van

inzicht met de RVC als oorzaak van zijn vertrek. Op de AVA stond onder meer de herbenoeming van de voorzitter van de RVC op de agenda. Voor veel aandeelhouders was het plotselinge vertrek van de bestuursvoorzitter, in een voor de onderneming kritische periode, reden hun stem voor de herbenoeming te heroverwegen. Maar de proxystemmers hadden hun volmacht al afgegeven en waren niet meer in staat deze te wijzigen zonder zelf fysiek op de vergadering te verschijnen (lastig voor op een ander continent gevestigde beleggers). De onderneming weigerde echter de herbenoeming uit te stellen tot een later bijeen te roepen buitengewone aandeelhoudersvergadering. Waar bij dit soort onderwerpen stempercentages boven de 90% gebruik zijn, stemde nu slechts 78,85% voor de herbenoeming. Het is onmogelijk te zeggen wat er was gebeurd als alle aandeelhouders volgens hun meest actuele inzichten hadden gestemd.

De vraag rijst of de volmachtstemmers dit geschetste scenario zelf hadden kunnen voorkomen. Het antwoord daarop is ja. Het principe van ‘vrucht van onderling overleg’ brengt niet met zich dat iedereen in de zaal aanwezig hoeft te zijn. Het gaat om het deelnemen aan de AVA. Als (buitenlandse) beleggers inloggen op de website van de onderneming en via webcast of audiocast deelgenoot zijn van de discussies, kunnen zij hun stem ter elfder uren nog wijzigen. Een volmachtgever kan immers altijd zelf zijn stem uitbrengen.

Wij menen dat zowel op de vennootschap als de proxystemmers een verplichting rust het stemproces-op-afstand zo betrouwbaar en soepel mogelijk te laten verlopen. Art. 2:117a BW biedt de mogelijkheid de statuten zodanig aan te passen dat aandeelhouders op afstand, middels een elektronisch communicatiemiddel, aan de AVA kunnen deelnemen, het woord voeren en het stemrecht uitoefenen. Vrijwel geen enkele beursvennootschap heeft echter nog van de combinatie van deze mogelijkheden gebruik gemaakt. Naar onze mening wordt dit hoog tijd. Deze statutaire regeling moet een aantal zaken mogelijk maken. In de eerste plaats dient de vennootschap een webcast of audiocast, al dan niet beveiligd, beschikbaar te stellen voor haar aandeelhouders. De aandeelhouders dienen de AVA live te volgen en eventueel via e-mail of telefoon deel te nemen aan de vergadering als de omstandigheden daarom vragen. De vennootschap moet dat faciliteren. Het belangrijkste is dat de vennootschap een stemwijziging, eventueel via op de AVA aanwezige notaris, mogelijk maakt. Een aandeelhouder die de discussie op de AVA volgt en besluit zijn stem te wijzigen, moet daartoe de gelegenheid hebben. Ook als de aandeelhouder in de fase voor de AVA zijn instemming bij de ondernemingsleiding heeft laten blijken. Aan het eind van dit artikel doen wij een voorstel voor een dergelijke regeling in de statuten. Een dergelijke regeling zou ook in de statuten kunnen worden verankerd en worden uitgewerkt in een reglement. Vanwege de mogelijke gevolgen voor de besluitvorming - vernietigbaarheid - vinden wij een statutaire regeling beter.

In de wetsgeschiedenis wordt aandacht besteed aan de rechtsgevolgen van defecten in de elektronische besluitvorming. De vennootschap en de aandeelhouder zijn

ieder verantwoordelijk voor dat deel van de elektronische communicatie dat in hun macht ligt, aldus de minister van Justitie.²⁶ Dat moet worden gelezen als een inspanningsverplichting. De vennootschap kan aan haar verplichtingen voldoen door een professionele aanbieder van elektronische stem- en vergaderactiviteiten in te huren. Voor een aandeelhouder lijkt het ons voor de hand te liggen dat deze gebruik moet maken van elektronische communicatiemiddelen en/of aanbieders die in het maatschappelijk verkeer als gangbaar en betrouwbaar worden gekwalificeerd. Daarnaast mag van een aandeelhouder die door middel van elektronische communicatiemiddelen wil deelnemen aan de AVA worden verwacht dat hij een 'Plan B' heeft voor het geval de verbinding uitvalt. Bijvoorbeeld door de beschikking te hebben over het directe nummer van de secretaris van de vennootschap, de dienstdoende notaris of een bevriende advocaat die indien nodig direct naar de fysieke AVA locatie kan gaan.

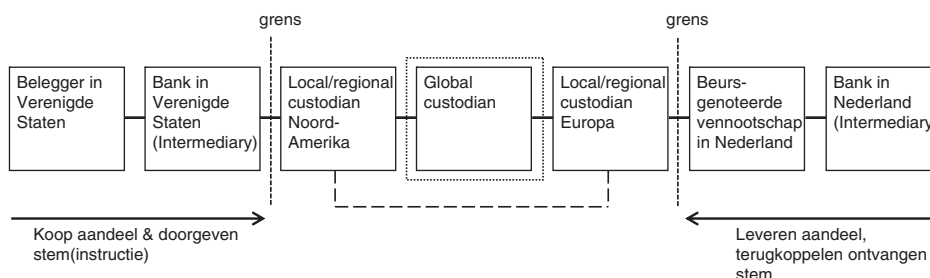
De minister stelt dat, indien sprake is van 'een ernstige mate van nalatigheid' bij de genoemde inspanningsverplichting, een besluit kan worden genomen dat vernietigbaar is wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid. Het oordeel van de voorzitter van de AVA omtrent de uitslag is dan beslissend. Wij zijn van mening dat vanwege deze grote verantwoordelijkheid de voorzitter van de vergadering terdege moet beseffen dat hij niet zomaar tot het sluiten van de stemming mag beslissen. Hij zal zich moeten vergewissen van de ernst van de zaak en bezien of de AVA niet moet worden geschorst of dat er onder opschortende voorwaarden een besluit moet worden genomen. Een statutaire regeling ex. art. 2:117a BW kan een dergelijke bevoegdheid aan de voorzitter verschaffen. Een besluit onder opschortende voorwaarde zal externe werking hebben mits de vennootschap volledig transparant is waarom sprake is van deze voorwaarden.²⁷

Een ander probleem is de verdwenen proxystem. De internationale keten van custodians heeft zich de laatste jaren regelmatig onbetrouwbaar getoond.²⁸ Stemmen werden niet goed geregistreerd, slecht of onduidelijk doorgeven in de stemketen of zelfs niet ontvangen door de vennootschap. Dat heeft er toe geleid dat in bepaalde AVA stemmen die wel waren uitgebracht in proxy, niet werden meegeteld in de stemming. Dit vinden wij niet acceptabel.

26 Kamerstukken I 2005-2006, 30 019, nr. C, p. 4 e.v. Zie ook Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II*, nr. 373.

27 Deze regeling terzake van de besluitvorming van de AVA zal algemeen bekend moeten zijn voor wederpartijen van de vennootschap.

28 Prof. dr. J. van den Herik en mr. dr. A. van der Krans, Stemming bij AVA's niet eerlijk, opinie, Het Financieele Dagblad 25 juni 2012, p. 11.



Bij het aanwijzen van de verantwoordelijken wijzen de vingers vaak verschillende kanten op. Is de aandeelhouder verantwoordelijk voor het daadwerkelijk uitbrengen van zijn stem? Is de custodian zelfstandig verantwoordelijk voor het doorgeven van de stem? Of is de vennootschap verantwoordelijk dat de stem daadwerkelijk wordt ontvangen? Het is goed verdedigbaar te stellen dat primair de aandeelhouder zelf verantwoordelijk is voor het uitbrengen van de stemmen. Het recht verbonden aan de aandelen komt toe aan de houder en die is de enige die bevoegd is tot uitoefening. Het is echter aan de vennootschap het stemmen mogelijk te maken. Aan haar is in beginsel, aan het bestuur of commissarissen, immers de taak toebedeeld een AVA bijeen te roepen en te houden²⁹.

Hier ligt dus volgens ons een gedeelde verantwoordelijkheid voor een efficiënt en betrouwbaar stemproces. De aandeelhouder moet zijn stem uitbrengen en de vennootschap moet het stemproces in bredere zin faciliteren dan enkel door het uitnodigen van aandeelhouders op een AVA. De eenvoudigste oplossing is dat de aandeelhouder tijdens de AVA stemt, in persoon of via een digitaal kanaal. Anders is directe machtiging van de aanwezige notaris een derde optie. De vierde optie is dat de vennootschap een proxyloket opent waar aandeelhouders direct hun stem kunnen deponeren. Daarvoor geven ze wel een deel van hun privacy op.

In internationaal verband is recent gedebatteerd of er geen eigen verantwoordelijkheid voor de custodians in de stemketen zou moeten worden geïntroduceerd. Een commissie van het Internationaal Corporate Governance Network buigt zich het komende jaar over deze vraag en betreft enkele wereldwijd opererende custodians in deze discussie.

Recent werd via de media bekend dat bepaalde stemadviesbureaus informatie over de reeds uitgebrachte stemmen verkopen aan de vennootschap.³⁰ Dit zodat de vennootschap bij voorbaat weet of een agendavoorstel wordt aangenomen of – zonder gezichtsverlies – nog kan worden teruggetrokken. Dergelijke ontwikkelingen zijn

²⁹ Art. 2:109 BW. Uit de wet blijkt dat bij het in gebreke blijven van het uitoefenen van deze bevoegdheid anderen daartoe bevoegd zijn, art. 2:110 en 112 BW.

³⁰ Het Financieele Dagblad 25 juni 2012, p. 1 e.v.

ons een doorn in het oog. Hiermee vervalt de mogelijkheid voor alle aandeelhouders zich uit te spreken over beleidsvoornemens en besluiten.

De particuliere aandeelhouder vraagt zich vaak vertwijfeld af of door alle proxystemmen de stemuitslag niet allang vast ligt. Bij vennootschappen met een meerderheidsaandeelhouder, zoals Heineken NV is dat een gegeven als je het aandeel koopt. Maar bij andere vennootschappen verwacht de particuliere aandeelhouder een scherp debat met het bestuur en de commissarissen en een ongewisse stemuitkomst. Door de aandeelhoudersvergadering interactief te maken en, beleggers de mogelijkheid te geven op afstand te stemmen, zou die situatie in ere kunnen worden hersteld.

3. Conclusie

De AVA van de 21^e eeuw moet (weer) relevant en betrouwbaar zijn. Daarvoor moeten we af van een aantal conventies. Bijvoorbeeld de idee dat eenmaal vastliggende proxystemmen niet meer mogen worden gewijzigd. Of dat de stemketen bij het stemmen per volmacht waterdicht is.

Wij pleiten voor een verbeterde AVA, een AVA die met de moderne technologische hulpmiddelen weer kan voldoen aan een oud ideaal: het forum bieden voor legitieme besluitvorming, dat de vrucht is van onderling overleg. Deze 'hybride' AVA heeft zowel een fysieke als een virtuele verschijningsvorm. We blijven ook in de 21^e eeuw bij elkaar komen in zaaltjes met microfoons in de gangpaden. Maar daarnaast is er de mogelijkheid op afstand volwaardig deel te nemen aan de discussie en de besluitvorming. Aandeelhouders stemmen tegelijkertijd via een elektronisch systeem en een beveiligde internetverbinding en de uitslag wordt à la minute zichtbaar op de schermen. Beursgenoteerde bedrijven, aandeelhouders en dienstverleners als notarissen, stemadviseurs en custodians hebben hier een eigen rol en verantwoordelijkheid.

De wet geeft in art. 2:117a BW expliciet het handvat om de moderne versie van de AVA statutair te regelen. Een hybride AVA is nu al mogelijk. Als bijdrage aan een AVA voor de eenentwintigste eeuw ronden wij deze bijdrage af met een voorstel voor een statutaire regeling.

Voorstel statutaire regeling als genoemd in artikel 2:117a BW:

Plaats

x.1. De aandeelhoudersvergadering vindt plaats daar waar de zetel van de vennootschap is dan wel ergens in Nederland.

Deelnemen

x.2. Aandeelhouders kunnen in persoon of via elektronische communicatiemiddelen deelnemen aan de aandeelhoudersvergadering.

Aanhoren, toezien, woordvoeren

x.3. De vennootschap draagt zorg voor een beveiligd elektronisch communicatiemiddel waarmee aandeelhouders die niet in persoon deelnemen aan de vergadering, de aandeelhoudersvergadering, terwijl deze fysiek plaatsvindt, kunnen aanhoren of toezien en daarin, al dan niet via een daartoe door de raad van commissaris aangewezen derde, het woord te voeren, zonder dat daarbij onredelijke vertraging van geluid, beeld of doorgeleiding van hun bijdragen aan de aandeelhoudersvergadering, plaatsvindt.

Voorstel statutaire regeling als genoemd in artikel 2:117a BW:*Besluitvorming*

x.4. De vennootschap draagt zorg voor een direct en beveiligd elektronisch communicatiemiddel waarmee aandeelhouders die niet in persoon deelnemen aan de vergadering hun stem kunnen uitbrengen. De notaris zal deze elektronisch uitgebrachte stemmen in ontvangst nemen, de afzender identificeren en diens aandeelhouderschap of volmacht verifiëren en controleren alvorens deze uitgebrachte stemmen mee te wegen in de stemuitslag zoals deze aan de vergadering wordt medegedeeld door de voorzitter.

Besluitvorming onder voorwaarden

x.5. Indien door een aantoonbaar van buiten komend onheil het (i) voor aandeelhouders niet mogelijk is via elektronische communicatiemiddelen deel te nemen, het woord te voeren of hun stem uit te brengen, of, het voor de vennootschap en de notaris niet mogelijk is tijdig de via elektronische communicatiemiddelen uitgebrachte stemmen in ontvangst te nemen, de afzender de identificeren en diens aandeelhouderschap of volmacht te verifiëren en controleren, zal de voorzitter van de vergadering moeten besluiten de vergadering en de besluitvorming te schorsen dan wel de vergadering doorgang te laten vinden waarbij de tijdens deze vergadering genomen besluiten slechts onder voorwaarde van instemming van de via elektronische communicatiemiddelen uitgebrachte stemmen rechtsgeldig zijn.

Verantwoordelijkheid aandeelhouder

x.6 Lid 5 is niet van toepassing indien het niet kunnen deelnemen, het woord voeren of het uitbrengen van de stem aan de aandeelhouder zelf moet worden toegerekend. Hiervan is in ieder geval sprake indien meer dan één enkele andere aandeelhouder via elektronische communicatiemiddelen wel in staat is gebleken tot het deelnemen, het woord te voeren en het uitbrengen van de stem.