

2 Trends en ontwikkelingen in de aandeelhoudersvergaderingen 2011-2020

Rients Abma

1. Inleiding

De aandeelhoudersvergadering (hierna: AVA) van een Nederlandse beursvennootschap¹ kent van oudsher drie functies.² In de eerste plaats is zij een verantwoordingsorgaan. Het bestuur en de raad van commissarissen (RvC) dienen jaarlijks verantwoording af te leggen over het gevoerde beleid respectievelijk het gevoerde toezicht. In dat kader dienen zij de AVA in dat kader alle verlangde inlichtingen te verschaffen, tenzij een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet. De AVA is in de tweede plaats een overlegorgaan. Bestuurders, commissarissen, de controlerend accountant en aandeelhouders kunnen tijdens de AVA discussiëren over diverse zaken als de ondernemingsstrategie, het verdienmodel, het duurzaamheidsbeleid, de governance, de resultaten, het risicomanagement en over de voorstellen die op de agenda van de AVA staan. De AVA is in de derde plaats een besluitvormend orgaan. Zaken waarover het bestuur en de RvC niet zelfstandig kunnen besluiten, vereisen de goedkeuring van de AVA. Daartoe kunnen aandeelhouders of hun vertegenwoordigers ter vergadering stemmen over de voorstellen die door het bestuur, de RvC en eventueel medeaandeelhouders zijn opgebracht en aan de AVA zijn voorgelegd.

De jurisprudentie gaat ervan uit dat de besluitvorming op de AVA tot stand komt ‘als vrucht van onderling overleg’, met andere woorden: de tweede en derde functie van de AVA zijn met elkaar verknoopt. In dit hoofdstuk wordt in de eerste plaats geanalyseerd of hier in de afgelopen tien jaar nog wel echt sprake van was. Daarnaast wordt beschreven welke voorstellen tot de meeste controverse hebben geleid en waarom het aantal door aandeelhouders ingediende voorstellen de afgelopen tien jaar drastisch is gedaald. Tot slot wordt ingegaan op een nieuw fenomeen tijdens de AVA: de presentatie van en de bevindingen van de accountant en de discussie daarover met de aandeelhouders.

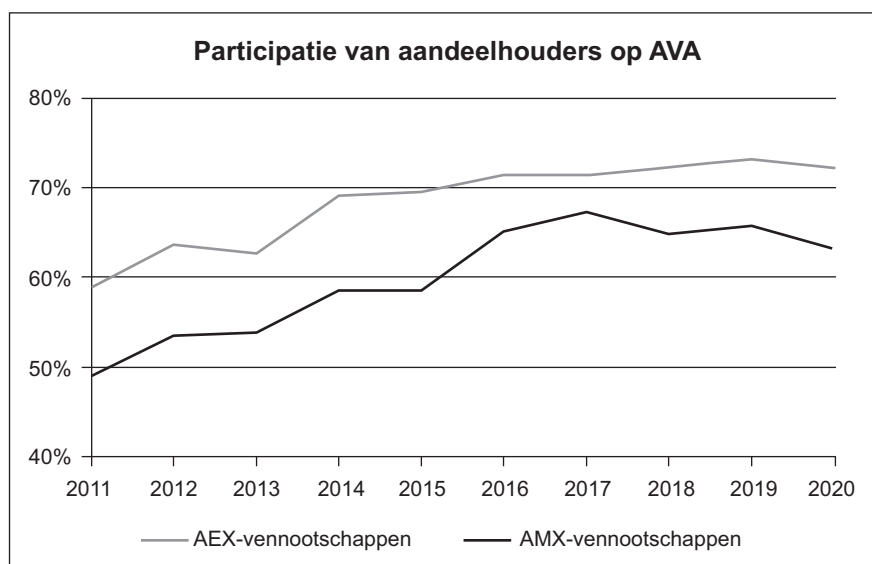
¹ In dit hoofdstuk worden uitsluitend de belangrijkste trends en ontwikkelingen van de AVA's van beursvennootschappen met statutaire zetel in Nederland beschreven.

² Zie hierover uitgebreid Abma e.a., *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen (Recht en Praktijk nr. ONR9)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

2. AVA-besluitvorming is representatief te noemen, maar komt in de regel niet tot stand als vrucht van onderling overleg

Zoals blijkt uit figuur 1 is het gemiddelde aantal ter AVA uitgebrachte stemmen door aandeelhouders bij de Nederlandse AEX- en AMX-vennootschappen in de afgelopen tien jaar met ongeveer een kwart toegenomen. De stijging deed zich met name voor tussen 2011 en 2017. Daarna was er sprake van een stabilisatie op een relatief hoog niveau.

Figuur 1: Aantal uitgebrachte stemmen op de AVA's van de Nederlandse beursvennootschappen waarvan aandelen zijn opgenomen in de AEX- en AMX-index (percentage van het totaal; exclusief de door administratiekantoren uitgebrachte stemmen)



Bron: Database Eumedion.

Een belangrijke verklaring voor de relatief sterke stijging van het ter AVA aantal uitgebrachte stemmen is de aanhoudende druk op met name institutionele beleggers om gebruik te maken van het aan de aandelen verbonden stemrecht. Steeds meer landen hebben tussen 2011 en 2020 een gedragscode voor institutionele beleggers (ook wel *stewardship* code genoemd) opgesteld of aangescherpt.³ In deze codes wordt deze belangrijke groep aandeelhouders onder meer aangemoedigd om te stemmen op de AVA's. Ook de herziene Europese richtlijn aandeelhoudersrechten (die in december 2019 in de Nederlandse wetgeving is geïmplementeerd) moet

³ Voor de bij Eumedion aangesloten institutionele beleggers golden vanaf 2011 de 'Best practices voor betrokken aandeelhouderschap'. Deze best practices zijn in 2018 opgegaan in de door Eumedion uitgevaardigde Nederlandse *stewardship* code.

hieraan bijdragen. De herziene richtlijn bevat specifieke bepalingen voor institutionele beleggers om hun stemgedrag te openbaren en om de belangrijkste stemmingen toe te lichten. Verder vergemakkelijkt deze richtlijn het deelnemen aan stemmingen op AVA's in andere landen dan waar de institutionele belegger zelf is gevestigd.

Met een participatiegraad in 2020 van gemiddeld ruim 72% op de AVA's van de Nederlandse AEX-vennootschappen en ruim 63% op die van de Nederlandse AMX-vennootschappen, doet de 'AVA-opkomst' niet meer onder voor menig landelijke verkiezing en representeren de stemuitslagen de gevoelens van de aandeelhouders van de desbetreffende beursvennootschap.

Dat wil niet zeggen dat de besluitvorming ter vergadering ook tot stand komt als vrucht van onderling overleg tussen aandeelhouders, bestuurders en commissarissen. Aandeelhouders van de grootste Nederlandse beursvennootschappen, die vooral afkomstig zijn uit het buitenland,⁴ bepalen in de regel hun stemgedrag al tien tot vijftien dagen voorafgaande aan de dag van de AVA. Dat doen zij door de notaris of een andere onafhankelijke derde een steminstructie of -volmacht te geven. Zo vertegenwoordigde een notaris tijdens de in 2019 gehouden AVA's van NN Group en ING Groep 99,98% respectievelijk 99,33% van de ter vergadering uitgebrachte stemmen. Dat wil zeggen dat bij deze vennootschappen slechts 0,02% respectievelijk 0,67% van het geplaatst kapitaal dat deelnam aan de stemming op de AVA ook fysiek aanwezig was. Tijdens de in de coronacrisis gehouden virtuele 2020-AVA's was het veelal niet eens mogelijk om *live* aan de stemming op de AVA deel te nemen. Veel Nederlandse beursvennootschappen stelden de eis dat aandeelhouders hun steminstructies twee tot soms zelfs zeven dagen voor de AVA-datum via een elektronisch stemplatform of via een stemvolmachtformulier moesten afgeven. De discussie tijdens de AVA had in het – hopelijk uitzonderlijke – jaar 2020 dus in het geheel geen invloed meer op de stemuitslag.

Alleen als de aandelen van Nederlandse beursvennootschappen slechts bij enkele grootaandeelhouders zijn geconcentreerd, wordt in de regel nog een substantieel deel van de stemmen uitgebracht door aandeelhouders die fysiek aanwezig zijn in de vergadering, zoals bijvoorbeeld bij KPN en Vopak. Op de in 2019 gehouden AVA's van deze vennootschappen werd 23,1% respectievelijk 62,5% van de stemmen uitgebracht door de ter vergadering fysiek aanwezige aandeelhouders. Maar dat is nog geen garantie dat deze grootaandeelhouders ook actief meedoen aan het overleg op de AVA. Zo is de grootaandeelhouder van KPN (América Móvil) en van Vopak (HAL Trust) ook vertegenwoordigd in de RvC van deze vennootschappen. De representanten van de hiervoor genoemde grootaandeelhouders voelen zich blijkbaar voldoende gehoord in de RvC, want de grootaandeelhouders lieten zich tijdens de AVA niet horen.

⁴ In 2014 werd 87% van de aandelen van de Nederlandse AEX-vennootschappen gehouden door buitenlandse, meestal institutionele, beleggers (Abma e.a., *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen* (R&P nr. ONR9) 2017, p. 8-9.

3. **Besluitvorming op de AVA komt in de regel tot stand op basis van overleg met aandeelhouders ver voorafgaand aan de AVA**

3.1 **Overleg ver voorafgaand aan de AVA**

De besluitvorming op de AVA van de grootste Nederlandse beursvennootschappen komt in de regel tot stand op basis van overleg met aandeelhouders ver voorafgaand aan de AVA. Er zijn namelijk veel momenten in het jaar waarop bestuurders van beursvennootschappen (representanten van) aandeelhouders, in het bijzonder institutionele beleggers, ontmoeten. Soms ontmoeten deze bestuurders de portefeuillemanagers en financieel analisten en soms de specialisten op het terrein van *corporate governance* en duurzaamheid. Zo organiseren de meeste grote Nederlandse beursvennootschappen periodiek een zogenoemde *Investor of Capital Markets Day*. Dit is een speciale dag voor institutionele beleggers en financieel analisten waarop het bestuur een toelichting geeft op de strategie en de financiële gang van zaken en waarop informatie op detailniveau kan worden gegeven.⁵ Het belang van een dergelijke dag is inmiddels ook in de jurisprudentie onderkend. Zo stelde de Ondernemingskamer in 2016 dat “een Investor Day zich beter leent voor gedetailleerde (cijfermatige) beantwoording van vragen dan een algemene vergadering”.⁶ Als het bestuur van mening is dat tijdens de *Investor of Capital Markets Day* koersgevoelige informatie zal worden verschaft, dan wordt voorbeurs een persbericht gepubliceerd. Veelal maakt de vennootschap het mogelijk dat alle aandeelhouders *live* op afstand (via web- of audiocast) de presentaties van de bestuurders en vragen van aandeelhouders kunnen volgen. De presentaties, de web- of audiocast en/of het transcript van hetgeen die dag is besproken, kunnen daarna veelal via de website worden geraadpleegd. Op deze wijze kunnen ook de aandeelhouders die niet aan de *Investor of Capital Markets Day* konden deelnemen, kennismaken van hetgeen daar is besproken.

Daarnaast geven bestuurders (veelal de bestuursvoorzitter en de bestuurder verantwoordelijk voor de financiën) in de praktijk via een *conference call* of een audio- of webcast een toelichting op de financiële halfjaar-, jaar- en/of kwartaalcijfers, waarbij aandeelhouders en analisten vervolgens de mogelijkheid hebben om vragen te stellen aan deze bestuurders. Veelal gaan de bestuurders vervolgens op *road show* waarbij aan aandeelhouders uit de belangrijkste financiële centra ter wereld de mogelijkheid wordt geboden om – veelal op een *one on one* basis – met deze bestuurders van gedachten te wisselen over de financiële situatie, de strategie en het beleid. Ook organiseert een aantal beursvennootschappen een speciale dag voor institutionele beleggers waarop de strategie, de *governance*structuur en/of het duurzaamheidsbeleid worden toegelicht; zogenoemde *Responsible Investor Briefings* of *Board Engagement Days*. Andere beursvennootschappen organiseren

5 Zie ook R. Abma, ‘De fysieke aandeelhoudersvergadering moet behouden blijven (althans voorlopig)’, in: A.F. Verdam e.a., (red.) *De aandeelhoudersvergadering van de beursvennootschap (ZIFO-reeks nr. 27)*, Deventer: Wolters Kluwer 2019.

6 OK 12 oktober 2016, *JOR* 2017/90 (*Delta Lloyd*), r.o. 3.16.

zogenoemde *stakeholder*dialogen waarin niet alleen aandeelhouders maar veelal ook klanten, toeleveranciers, werknemers, niet-gouvernementele organisaties (NGO's), de media, duurzaamheidsbureaus en vertegenwoordigers van de overheid en toezichthouders worden bijgepraat over de missie, de waarden, de strategie, het beleid en de vooruitzichten van de vennootschap. Aan de hand van deze dialogen worden deze zaken soms getoetst of aangescherpt. Voorts wordt tijdens deze dialogen getoetst welke onderwerpen materieel zijn voor de desbetreffende vennootschap en haar *stakeholders*. Voorts zijn er beursvennootschappen die speciale dagen of dagdelen organiseren voor specifiek particuliere aandeelhouders om hen bij te praten over de strategie en het beleid. Een dergelijk(e) dag(deel) wordt veelal afgesloten met een bezoek aan een werkmaatschappij van de vennootschap.

Al met al had een vennootschap als ING Groep, volgens haar 2019-jaarverslag, in 2019 in totaal maar liefst 850 overleggen met institutionele beleggers. Boskalis meldt in haar jaarverslag over boekjaar 2019 in totaal 275 gesprekken met institutionele beleggers te hebben gevoerd, Signify 260, Vopak 250, ASR Nederland 232, Arcadis 200 en Fugro 167. Randstad stelt in haar 2019-jaarverslag omgerekend meer dan 60 volledige dagen te hebben gependeed aan communicatie met beleggers.

Naast deze 'reguliere contactmomenten' tussen bestuurders en aandeelhouders van beursvennootschappen, is het steeds gebruikelijker dat er ver voorafgaand aan de AVA informele consultaties plaatsvinden over ontwerpvoorstellen die op de agenda van de AVA zullen worden geplaatst. Het gaat dan in de regel om ontwerpvoorstellen tot wijziging van het bezoldigingsbeleid voor het bestuur en/of voor de RvC en om ontwerpvoorstellen tot statutenwijziging. Dit zijn ontwerpvoorstellen die in de regel niet koersgevoelig zijn. Daarnaast kunnen er gedurende het jaar zaken opkomen waarbij aandeelhouders zelf vragen om een gesprek met het bestuur en/of de RvC. Dat kan bijvoorbeeld naar aanleiding van specifieke speerpunten of thema's van beleggers of bepaalde incidenten. In dat laatste geval komt het ook voor dat de vennootschap zelf het initiatief neemt om aandeelhouders over deze incidenten bij te praten.

3.2 *Overleg nadat de vennootschap alle vergaderstukken voor de AVA heeft gepubliceerd*

Ook nadat de vennootschap de agenda, de toelichting op de agenda en achterliggende documenten (zoals het jaarverslag en de jaarrekening) heeft gepubliceerd, komt het regelmatig voor dat aandeelhouders contact zoeken met de vennootschap. Soms om verduidelijking te vragen over een document of voorstel, soms om nader te overleggen over het document of voorstel en soms om het stemgedrag alvast aan te kondigen.

Vragen van en gesprekken met aandeelhouders naar aanleiding van de voorstellen die voor een AVA zijn geagendeerd, leiden soms nog tot kleine aanpassingen in die

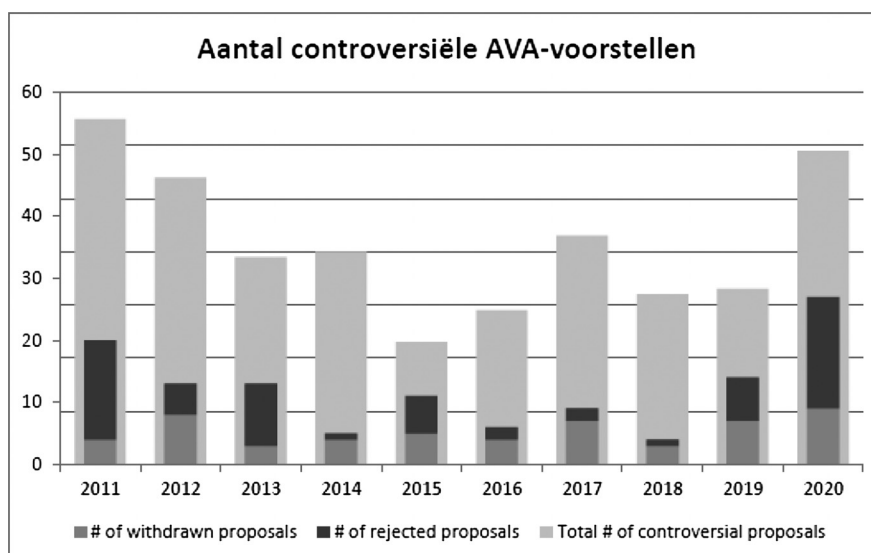
voorstellen, een verdergaande toelichting daarop, bepaalde toezeggingen of zelfs tot intrekking. In de praktijk komt het ook voor dat hiertoe wordt overgegaan nadat de vennootschap kennis heeft genomen van de (concept)analyse en/of het (concept) stemadvies van invloedrijke stemadviesbureaus, zoals ISS en Glass Lewis, of van verklaringen van grootaandeelhouders of aandeelhoudersorganisaties. Zo leidde het stemadvies van ISS er bijvoorbeeld toe dat de voor de Pharming-AVA van 2020 geagendeerde voorstellen tot wijziging van het bezoldigingsbeleid voor het bestuur en voor de RvC vlak voor aanvang van de AVA werden ingetrokken. Uitingen van een aantal grootcertificaathouders voorafgaand aan de 2020-AVA van Koninklijke Brill over het voorstel tot herbenoeming van de president-commissaris deden de desbetreffende persoon ertoe besluiten om twee uur voor aanvang van de AVA zijn kandidatuur in te trekken. Zeker als een institutionele belegger ernstige problemen heeft met een voorstel dat op de agenda van een AVA staat, dan wordt dit door deze belegger in de regel voorafgaand aan de AVA in een gesprek of in een e-mail aan de vennootschap medegedeeld. De vennootschap weet daardoor vaak voor aanvang van de AVA al waar de pijnpunten zitten.

Het komt de laatste tijd ook voor dat institutionele beleggers al voorafgaand aan de AVA hun stemgedrag openbaren, al dan niet met het doel om andere aandeelhouders mee te krijgen met dit stemgedrag.⁷ Berucht voorbeeld was de gang van zaken rond de voor eind oktober 2018 belegde buitengewone AVA's van Unilever NV en PLC. Aan de Unilever-aandeelhouders werd voorgesteld om de beide Unilever-entiteiten samen te voegen en om de statutaire zetel en het hoofdkantoor daarvan in Nederland te plaatsen. Een aantal grote Britse institutionele beleggers maakte voorafgaand aan de buitengewone AVA via de media bekend dat zij tegen het voorstel zouden stemmen, waarna Unilever het voorstel ongeveer drie weken voor de AVA-datum introk.

4. Ondanks toegenomen vooroverleg geen daling van het aantal controversiële AVA-voorstellen

Zoals in de vorige paragraaf beschreven, zijn er gedurende het jaar heel veel overleggen tussen beleggers en de ondernemingsleiding. Desalniettemin is er in de jaren 2011-2020 geen sprake van een consistente daling van het aantal controversiële AVA-voorstellen; hier gedefinieerd als voorstellen die op de AVA meer dan 20% tegenstemmen opleverden of voor aanvang van de AVA werden ingetrokken wegens indicaties van een hoog aantal tegenstemmen (zie figuur 2).

⁷ Zo wil het Noorse staatsfonds Norges Bank Investment Management vanaf het AVA-seizoen 2022 al zijn steminstructies voorafgaand aan de desbetreffende AVA openbaar maken (zie *Financial Times*, 'Norway's \$1tn oil fund to sharpen focus on corporate governance', 20 juni 2020). Het Amerikaanse pensioenfonds CalPERS doet dit alleen bij de belangrijkste stemmingen. Zie <https://www.calpers.ca.gov/page/investments/corporate-governance/proxy-voting/key-decisions>.

Figuur 2: Aantal controversiële AVA-voorstellen in de jaren 2011-2020

Bron: Database Eumedion.

De voorstellen om het bestuur van de vennootschap te machtigen nieuwe aandelen uit te geven en om daarbij het voorkeursrecht voor bestaande aandeelhouders te beperken of uit te sluiten, riepen tussen 2011 en 2020 de meeste weerstand op onder aandeelhouders van de Nederlandse beursvennootschappen. Iets minder dan de helft van het totaal aantal controversieel gebleken voorstellen had betrekking op deze onderwerpen. Tot rond 2018 hielden de meeste Nederlandse beursvennootschappen vast aan de in Nederland lang bestaande ‘marktpraktijk’ om de AVA te verzoeken het bestuur voor een periode van 18 maanden te machtigen tot de uitgifte van maximaal 20% nieuwe aandelen zonder behoud van het voorkeursrecht voor bestaande aandeelhouders. In een aantal gevallen werd de AVA daarbovenop nog gevraagd om het bestuur voor dezelfde periode te machtigen om beschermingspreferente aandelen te plaatsen bij een beschermingsstichting mocht op de aandelen van de vennootschap een vijandig bod worden uitgebracht. Met name institutionele beleggers werden steeds kritischer om het bestuur ‘de vrije hand te geven’ om een dergelijke hoeveelheid nieuwe aandelen uit te geven, zonder dat zij wisten waarvoor de opbrengsten precies zouden worden gebruikt. Bovendien waren steeds meer beleggers beducht voor een mogelijke verwatering van hun aandelenbelang. In november 2017 maakte stemadviesbureau ISS bekend de richtlijn over de maximumomvang van emissiemachtigingen zonder behoud van het voorkeursrecht in zijn ‘standaardstembeleid’ voor de Nederlandse markt te verlagen van 20% van het geplaatste kapitaal naar maximaal 10%. Daarna perkten steeds meer Nederlandse beursvennootschappen de gevraagde emissiemachtigingen zonder behoud van het voorkeursrecht in. De afgelopen jaren daalt daarom het gemiddelde aantal

tegenstemmen tegen de voorgestelde ‘emissiemachtigingen’ en de beperkingen of uitsluitingen van het voorkeursrecht.

Tussen 2018 en 2020 zijn het met name de voorstellen tot wijziging van het bezoldigingsbeleid van het bestuur en de RvC die onder met name institutionele beleggers de meeste weerstand oproepen. Zo werden in 2020 maar liefst dertien voorstellen tot wijziging van het bezoldigingsbeleid verworpen of ingetrokken. De volgende verklaringen kunnen voor deze kritischer houding van institutionele beleggers worden aangevoerd. Ten eerste verwachten steeds meer deelnemers en klanten van institutionele beleggers dat ‘hun’ pensioenfondsen en vermogensbeheerders de bezoldigingsontwikkelingen kritisch volgen. Die verwachting is er vooral in een tijd dat pensioengerechtigden al jaren geen inflatiecorrectie op hun pensioen ontvangen of zelfs dreigen te worden gekort. Ten tweede zijn institutionele beleggers sinds 1 december 2019 wettelijk verplicht om “toezicht” te houden op de maatschappelijke effecten van een nieuw bezoldigingsbeleid. Daaronder valt de toetsing van het bezoldigingsvoorstel op maatschappelijk draagvlak en op consistentie met de bezoldigingsverhoudingen binnen de vennootschap. Die ‘maatschappelijke toetsing’ door institutionele beleggers valt dus steeds vaker negatief uit. Ten derde is sinds 1 december 2019 ten minste een 75% AVA-stemmeerderheid nodig om de bezoldigingsvoorstellen aangenomen te krijgen (in plaats van, zoals voorheen, een gewone meerderheid). Hierdoor is het voor kritische aandeelhouders gemakkelijker om een – in hun ogen – excessief bezoldigingsbeleid tegen te houden. Nu de wetgever tevens heeft bepaald dat de AVA jaarlijks een niet-bindende, adviserende stem moet uitbrengen over de wijze waarop het bezoldigingsbeleid is uitgevoerd, zal het onderwerp ‘bestuurdersbezoldiging’ de komende jaren ongetwijfeld een belangrijk discussieonderwerp tussen aandeelhouders en Nederlandse beursvennootschappen blijven. Of het onderwerp ook ‘controversieel’ zal blijven, hangt af van de vraag of Nederlandse beursvennootschappen tegemoet willen komen aan de wensen van een toenemend aantal institutionele beleggers om tot een gematigder bezoldigingsbeleid te komen en om meer transparantie te betrachten over de koppeling tussen de geleverde prestaties en de hoogte van de bonussen.

5. Steeds minder aandeelhoudersvoorstellen

Een ander opvallende ontwikkeling tussen 2011 en 2020 is de sterke daling van het aantal door aandeelhouders geïnitieerde AVA-voorstellen. Sinds 1 oktober 2004 hebben aandeelhouders die een bepaald kapitaalbelang vertegenwoordigen⁸ het

⁸ Tussen 1 oktober 2004 en 1 juli 2013 bedroeg dit kapitaalbelang 1% van het geplaatste kapitaal of het houden van aandelen met een marktwaarde van ten minste € 50 miljoen. Op 1 juli 2013 werd het wettelijke kapitaals criterium verhoogd naar 3% van het geplaatste kapitaal en werd het marktwaardecriterium geschrapt. Statutair mogen beursvennootschappen een lagere grens stellen.

recht om onderwerpen voor de AVA-agenda aan te dragen. Dit agenderingsrecht ontwikkelde zich in de jaren tussen 2005 en 2010 tot een ‘scherp’ wapen voor aandeelhouders om invloed uit te oefenen op de strategische koers van een Nederlandse beursvennootschap. Tussen 2005 en 2010 dienden aandeelhouders 29 onderwerpen voor AVA-behandeling in. De onderwerpen die werden aangedragen, waren erg fundamenteel van aard, zoals voordrachten voor de benoeming van nieuwe bestuurders en commissarissen, het ontslag van bestuurders en commissarissen, strategie- of beleidswijzigingen en statutenwijzigingen. Berucht waren de vijf voorstellen die hedgefonds TCI, destijds houder van ongeveer 1% van de aandelen ABN AMRO, indiende voor de 2007-AVA van ABN AMRO. Drie van de vijf voorstellen, waaronder de voorstellen tot splitsing, verkoop of fusie van de vennootschap, werden door de AVA aangenomen. Bij Stork en ASM International hadden aandeelhouders soortgelijke voorstellen ingediend, maar dat ging het bestuur en de RvC van deze vennootschappen te ver. De voorstellen werden aan de rechter voorgelegd. Inzet was de vraag of aandeelhouders alle voorstellen die zij maar wensen ter bindende besluitvorming aan de AVA kunnen voorleggen en dat het bestuur en de RvC vervolgens gebonden zijn deze besluiten uit te voeren.

Voornoemde rechtszaken⁹ hebben voor meer duidelijkheid gezorgd over de bevoegdheidsverdeling tussen bestuur en RvC aan de ene kant en de AVA aan de andere kant. Grofweg kan worden geconcludeerd dat de voorzitter van de AVA (veelal de president-commissaris van de vennootschap) de mogelijkheid heeft om de onderwerpen die door een aandeelhouder zijn aangedragen *niet* voor een *bindende* stemming aan de AVA voor te leggen wanneer de AVA over dat onderwerp niet beslissingsbevoegd is dan wel niet het ‘initiatiefrecht’ tot wijzigingen heeft. Het gaat dan bijvoorbeeld om voorstellen tot wijziging van de strategie of het beleid van de vennootschap, van de dividenduitkering en (vaak ook) van de statuten. Spiegelbeeldig betekent dit dat alleen bij een beperkt aantal voorstellen de AVA op initiatief van (een groep van) aandeelhouders een bindend besluit kan nemen, in de zin dat het bestuur en de RvC gedwongen zijn een dergelijk besluit uit te voeren. Het gaat dan bijvoorbeeld om voorstellen tot ontslag van een bestuurder of van een commissaris of een voordracht van een kandidaat-bestuurder of kandidaat-commissaris. De AkzoNobel-zaak uit 2017¹⁰ heeft echter laten zien dat de vennootschap het de aandeelhouders erg lastig kan maken om ook over dit soort voorstellen tot AVA-besluitvorming te komen. In de eerste plaats kan de vennootschap een verzoek van een aandeelhouder tot agendering van het ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen afwijzen. In dat geval moet de verzoekende aandeelhouder de agendering via de rechter afdwingen. De rechter zal nagaan of het verzoek van de aandeelhouder voldoet aan de centrale gedragsnorm van ons vennootschapsrecht, namelijk de “redelijkheid en billijkheid”. In de tweede

9 OK 17 januari 2007, *JOR* 2007/42 (*Stork*), HR 9 juli 2010, NJ 2010/423 (*ASM*) en later ook HR 20 april 2018, NJ 2018/331 (*Fugro/Boskalis*).

10 V.zr. Amsterdam 10 augustus 2017, *JOR* 2017/260 (*AkzoNobel*).

plaats hebben veel Nederlandse beursvennootschappen bepalingen in hun statuten opgenomen die het voor aandeelhouders betrekkelijk moeilijk maken om hun eigen kandidaten voor het bestuur en de RvC voor te dragen en om bestuurders of commissarissen te ontslaan. Veel RvC's of stichtingen die prioriteits aandelen houden, hebben het recht om *bindende* benoemingsvoordrachten te doen voor vacatures voor het bestuur en de RvC. En regelmatig is een gekwalificeerde stemmeerderheid van 2/3 van de ter AVA uitgebrachte stemmen nodig om bestuurders of commissarissen te ontslaan. En in veel gevallen moet deze gekwalificeerde meerderheid ten minste de helft van het geplaatste kapitaal van de vennootschap representeren. Deze bestaande statutaire bepalingen kunnen niet zomaar worden gewijzigd.

Uit de rechterlijke uitspraken kan verder worden opgemaakt dat aandeelhouders het bestuur en de RvC wel kunnen verzoeken om 'strategische' of 'beleidsmatige' onderwerpen *ter bespreking* op de AVA-agenda te zetten. De ondernemingsleiding is in beginsel verplicht dergelijke verzoeken te honoreren. Een discussie op de AVA, die in de praktijk wordt gevoerd door een zeer klein percentage van het aandelenkapitaal (zie paragraaf 2), is echter vrijblijvend, niet-representatief en dus krachteloos. Zij mondt immers niet uit in een officiële uitspraak (via stemming) van de AVA over het geagendeerde bespreekpunt.

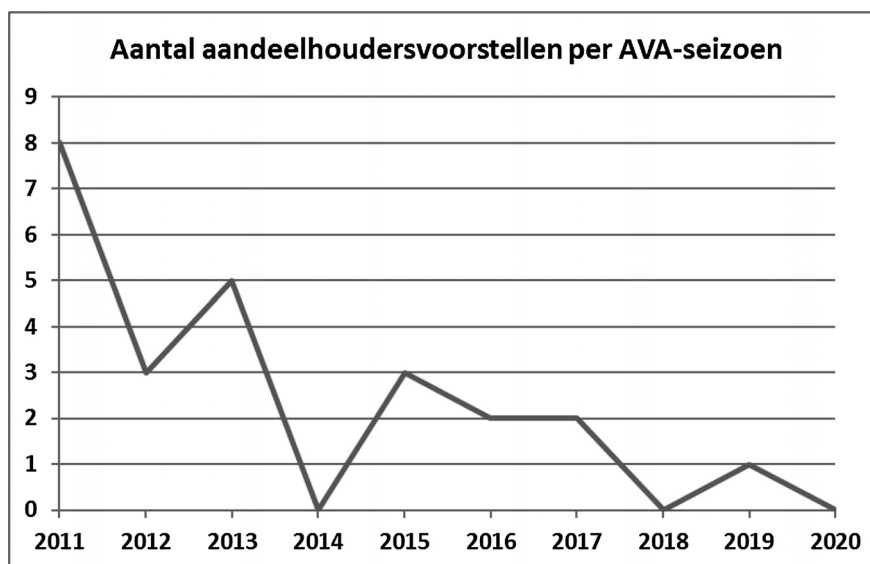
Verder hebben ook de wetgever en de Monitoring Commissie Corporate Governance Code 'gesleuteld' aan de voorwaarden voor de gebruikmaking van het agenderingsrecht voor aandeelhouders. Zo bepaalt de Nederlandse Corporate Governance Code sinds 2009 dat het bestuur ten aanzien van 'strategische' onderwerpen zoals voorstellen tot benoeming en/of ontslag van bestuurders en commissarissen een zogenoemde responstijd van maximaal 180 dagen kan inroepen om op de voorstellen te reageren en om met de agenderende aandeelhouder in overleg te treden.¹¹ Op grond van jurisprudentie wordt een agenderende aandeelhouder in principe geacht deze codebepalingen toe te passen.¹² En verder staat de wetgever sinds 1 juli 2013 beursvennootschappen toe om de drempel voor het agenderingsrecht statutair te verhogen van 1% naar 3% van het geplaatste kapitaal. Inmiddels heeft zo'n 53% van de Nederlandse AEX- en AMX-vennootschappen dit ook daadwerkelijk gedaan.

De bovenstaande ontwikkelingen hebben ertoe geleid dat het aantal door aandeelhouders voor de AVA aangedragen voorstellen tussen 2011 en 2020 sterk is gedaald (figuur 3).

11 Daarnaast ligt er een wetsvoorstel in de Tweede Kamer dat het bestuur van een beursvennootschap onder meer de mogelijkheid geeft een zogenoemde bedenktijd van maximaal 250 dagen in te roepen in het geval een aandeelhouder de vennootschap verzoekt het ontslag, de schorsing of de benoeming van een bestuurder of commissaris op de AVA-agenda te plaatsen (*Kamerstukken II 2019/20, 35367, 1-4*).

12 OK 6 september 2013, *JOR* 2013/272 (*Cryo-Save*).

Figuur 3: Aantal AVA-voorstellen aangedragen door aandeelhouders in de jaren 2011-2020



Bron: Database Eumedion.

Interessant is echter wat er met een agenderingsverzoek voor de 2019-AVA van de in Nederland gevestigde farmaceut Mylan gebeurde. Mylan-aandeelhouder UAW Retiree Medical Benefits Trust ('UAW Trust') deed het voorstel om het (*one-tier*) bestuur van de farmaceut de bevoegdheid toe te kennen om de aan een uitvoerende bestuurder of senior manager toegekende bonus terug te vorderen als deze een materiële overtreding van de wet of van het interne Mylan-beleid heeft begaan die heeft geresulteerd in aanzienlijke financiële of reputatieschade. Deze bevoegdheid zou, volgens voornoemd voorstel, onderdeel moeten worden van het bezoldigingsbeleid voor het bestuur. UAW Trust vroeg het bestuur om het voorstel tijdens de AVA in stemming te brengen, maar het bestuur zou niet gebonden zijn aan de stemuitslag. Aanvankelijk weigerde het Mylan-bestuur om het voorstel op de AVA-agenda te zetten, omdat zowel UAW Trust als het voorstel zelf niet aan de statutaire vereisten voor agendering zouden voldoen. Volgens de statuten van Mylan mag alleen een aandeelhouder die "conform het toepasselijk recht" aan de minimumkapitaaleis voldoet een agenderingsverzoek indienen. Mylan is een Nederlandse vennootschap en het Nederlandse vennootschapsrecht bepaalt dat een aandeelhouder, alleen dan wel gezamenlijk met andere aandeelhouders, ten minste 3% van het geplaatste kapitaal moet vertegenwoordigen om van het agenderingsrecht gebruik te kunnen maken, tenzij in de statuten een lagere kapitaaleis is opgenomen. UAW Trust vertegenwoordigde op het moment van indiening van het agenderingsverzoek 0,016% van het geplaatste kapitaal van Mylan en voldeed dus niet aan de minimumkapitaaleis uit het Nederlandse vennootschapsrecht. De Mylan-statuten bepalen verder dat het bezoldigingsbeleid alleen op aanbeveling van het Mylan-bestuur

door de AVA kan worden gewijzigd. Aangezien de *claw back*-regeling onderdeel is van het bezoldigingsbeleid heeft een aandeelhouder op grond van de statuten dus niet eigenstandig het recht om het bestuur te verzoeken om een voorstel tot wijziging van (een onderdeel van) het bezoldigingsbeleid als stempunt op de AVA-agenda te plaatsen. Omdat Mylan – kort gezegd – substantiële Amerikaanse karakteristieken heeft, is echter niet alleen het Nederlandse vennootschapsrecht van toepassing maar ook het Amerikaanse effectenrecht, inclusief de (vrij ingewikkelde) regels omtrent het agenderingsrecht.¹³ Onder verwijzen naar de hiervoor beschreven redenen vroeg Mylan de Amerikaanse beurstoezichthouder SEC in een zogenoemde *no action letter* om toestemming om het voorstel van UAW Trust niet op de AVA-agenda te plaatsen. De SEC Division of Corporation Finance liet Mylan echter weten dat zij “has not demonstrated that the Proposal is not a proper subject for action by shareholders”. Mylan plaatste het aandeelhoudersvoorstel vervolgens als discussiepunt op de conceptagenda voor de AVA om aandeelhouders in de gelegenheid te stellen om tijdens de AVA over het voorstel te beraadslagen en om daarover standpunten en opvattingen naar voren te brengen. Gelet op de (voornamelijk Amerikaanse) aandeelhoudersstructuur van Mylan verschijnen in de praktijk slechts weinig aandeelhouders in persoon op haar in Nederland gehouden AVA. Een dergelijke discussie zou daarom weinig representatief zijn. Twee weken later publiceerde Mylan de definitieve agenda, waarin zij zich gevoelig toonde voor deze realiteit. Het aandeelhoudersvoorstel was nog steeds als discussiepunt voor de AVA geagendeerd maar aandeelhouders die niet fysiek aan de discussie op de AVA zouden kunnen meedoen, werden in de gelegenheid gesteld om *schriftelijk* aan de discussie deel te nemen via het (van tevoren) invullen van het volmachtformulier. Mylan zou in de AVA bekendmaken of een meerderheid van de volmachten zich zou kunnen scharen achter een voorstel tot aanpassing van de *claw back*-regeling zoals voorgesteld door UAW Trust. Op de AVA bleek dat inderdaad een meerderheid van het stemgerechtigd kapitaal dat schriftelijk aan de discussie over dit agendapunt had deelgenomen, voorstander was van de door UAW Trust voorgestelde aanpassing van de *claw back*-regeling. Mylan gaf in september 2019 gehoor aan het aandeelhoudersverzoek en paste het bezoldigingsbeleid aan.

Het is afwachten of de benadering van Mylan de komende jaren navolging krijgt bij het indienen van aandeelhoudersvoorstellen voor de AVA's van andere Nederlandse beursvennootschappen.

6. Informatievere accountantsverklaringen en accountantspresentaties op AVA's

Een laatste belangrijke ontwikkeling in de afgelopen tien jaar is dat sinds boekjaar 2014 de accountants van de Nederlandse beursvennootschappen op grond van de

¹³ Mylan zit momenteel in een fusieproces met Upjohn Inc., een divisie van de Amerikaanse farmaceut Pfizer. De statutaire zetel van de nieuwe vennootschap zal, waarschijnlijk ergens in het vierde kwartaal van 2020, in de Amerikaanse staat Delaware worden geplaatst. Mylan zal dan als zelfstandige Nederlandse beursvennootschap ophouden te bestaan.

*audit*standaarden verplicht zijn om bij de jaarrekening een uitgebreide, ondernemings specifieke controleverklaring te voegen. Dit heeft de discussie tussen aandeelhouders en de accountant op de AVA een impuls gegeven.

Naast het oordeel over de getrouwheid van de jaarrekening, bevat de controleverklaring sinds boekjaar 2014 informatie over i) de door de accountant gehanteerde ‘materialiteit’¹⁴ en de wijze waarop deze is bepaald, ii) de reikwijdte van de groepscontrole en iii) de kernpunten van de controle. In deze kernpunten beschrijft de accountant de zaken die naar zijn professionele oordeel het meest belangrijk waren tijdens de controle van de jaarrekening. Met name de weergave van de kernpunten van de controle is voor de accountant een potentieel krachtig instrument om het belegend publiek en andere *stakeholders* van de beursvennootschap te attenderen op specifieke risico’s en op materiële gebeurtenissen en transacties die gedurende het boekjaar hebben plaatsgevonden.

Sommige accountants hebben deze communicatiemogelijkheid serieus opgepakt en communiceren breder dan de puur financiële factoren en boekhoudposten. Bij deze accountants hebben de kernpunten van de controle soms betrekking op cultuur en gedrag en de opzet, werking en effectiviteit van de interne beheersingsmaatregelen, waaronder de *governance*structuur. Via de uitgebreide controleverklaring werd bijvoorbeeld duidelijk dat de accountant van Altice Europe ‘corporate governance’ als één van de kernpunten van de accountantscontrole over de boekjaren 2018 en 2019 aanmerkte “omdat de controlerende aandeelhouder de macht heeft om de besluitvorming in het bestuur te controleren”. De accountant dwong het bestuur van Altice Europe tot openheid in het jaarverslag 2018 over het besluit van het (*one-tier*) bestuur van deze vennootschap om de CEO – als onderdeel van zijn bezoldiging – maximaal 50 miljoen voorwaardelijke preferente aandelen (met een boekhoudkundige waarde van € 21,5 miljoen) toe te kennen, terwijl de aanwezige niet-uitvoerende bestuurders (waaronder alle leden van de remuneratiecommissie) zich tegen dit besluit keerden. Het bestuursvoorstel werd aangenomen, omdat de Altice-oprichter en -president en de vertegenwoordiger van zijn beleggingsvehikel in het bestuur vóór stemden. Altice Europe heeft statutair bepaald dat deze twee personen in een vergadering van het (*one-tier*) bestuur altijd een doorslaggevende stem hebben bij de besluitvorming. Zij kunnen dus alle niet-uitvoerende bestuurders *overrulen*. Op instigatie van de accountant heeft het bestuur van het kabelbedrijf een aantal verbeteringen in de *corporate governance* structuur doorgevoerd. Een ander goed voorbeeld is de accountant van AkzoNobel. Die schreef in zijn controleverklaring bij de jaarrekening over boekjaar 2019 dat een bepaalde ambitieuze en door het bestuur extern gecommuniceerde winstmarge-doelstelling voor druk op het bestuur zou kunnen zorgen. Dit zou kunnen bijdragen aan het risico op het door het bestuur “doorbreken van interne beheersingsmaatregelen”. De winstmargedoelelstelling werd begin 2020 losgelaten. En in de

14 De door de accountant op basis van zijn professionele oordeelsvorming zelf ingeschatte maximale afwijking in de financiële cijfers waarbij de gebruikers van de jaarrekening als groep een andere economische beslissing gaan nemen.

uitgebreide controleverklaring bij de jaarrekening 2019 van het ingenieursbureau Oranjewoud wordt door de accountant nauwgezet beschreven op welke wijze hij het risico op corruptie en valsheid in geschrifte bij het verkrijgen van een opdracht voor een metroproject in Riyad (Saoedi-Arabië) heeft onderzocht. Door het uitgebreide onderzoek kon het Oranjewoud-bestuur de jaarrekening pas in september 2019 publiceren; ongeveer 4,5 maanden later dan eerder was gepland.

Het is sinds 2014 gebruik dat tijdens de AVA de accountant een mondelinge presentatie geeft over de controlewerkzaamheden. Daarbij komen in de regel de onderwerpen aan bod die in de schriftelijke controleverklaring zijn weergegeven. Omdat de accountant steeds meer informatie (in zijn controleverklaring en presentatie) geeft, is de reikwijdte van de vragen die aandeelhouders tijdens de AVA kunnen en mogen stellen ook uitgebreid. Aandeelhouders maken hier in toenemende mate ook gebruik van.¹⁵ Hierdoor heeft de discussie tussen de accountant en de aandeelhouders aan diepte gewonnen. Maar, zoals in paragraaf 2 al is beschreven, is het overgrote deel van de aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen niet fysiek aanwezig op de AVA. Het gevolg hiervan is dat de presentatie van de accountant tijdens de AVA derhalve niet van invloed is op het stemgedrag van het overgrote deel van het aandelenkapitaal dat aan de AVA-stemmingen deelneemt. De Commissie Toekomst Accountancysector heeft accountants opgeroepen om de communicatie met (onder meer) aandeelhouders te verbeteren.¹⁶ Het ligt daarom in de lijn der verwachting dat er in de komende jaren discussie zal worden gevoerd over mogelijkheden om aandeelhouders ook buiten het gremium van de AVA om schriftelijk dan wel fysiek toegang te bieden tot de accountant, eventueel in het bijzijn van of ‘onder regie’ van de voorzitter van de auditcommissie. Op die manier kan, op verzoek van individuele aandeelhouders, een inhoudsvolle interactie met de accountant ontstaan over zaken als de kwaliteit van de verslaggeving, de interne beheersing, de interne cultuur en het risicomanagement.

7. Afsluiting

In de periode 2011-2020 is het aantal tijdens de AVA van Nederlandse beursvennootschappen uitgebrachte stemmen fors toegenomen. Tegelijkertijd is het percentage van het aandelenkapitaal dat deelneemt aan de discussie op de fysieke AVA teruggelopen. Dit hoofdstuk heeft laten zien dat de besluitvorming op de AVA van veel Nederlandse beursvennootschappen niet meer tot stand komt als vrucht van onderling overleg *tijdens* de AVA, maar als vrucht van onderling overleg *buiten* die vergadering. Want: het aantal contactmomenten tussen beleggers en de ondernemingsleiding ligt op een hoog niveau. Een min of meer continue dialoog tussen kapitaalverschaffer en ondernemingsleiding is gemeengoed geworden. Dat alles heeft er echter (nog) niet toe geleid dat het aantal AVA-voorstellen dat op relatief veel tegenstand van aandeelhouders kon rekenen tussen 2011 en 2020

¹⁵ Zie A.J.F. Lafarre, *The AGM in Europe: Closing the gap between theory and practice* (diss. Tilburg), 2017, p. 278.

¹⁶ Commissie Toekomst Accountancysector, *Vertrouwen op controle*, 2020, p. 98-99.

consistent is afgenomen. Het aantal controversiële AVA-voorstellen schommelt per jaar, maar ligt anno 2020 nog nagenoeg op hetzelfde niveau als in 2011. Wel is de aard van de controversiële voorstellen verschoven: van de omvang van de machtiging aan het bestuur om nieuwe aandelen uit te geven zonder het behoud van het voorkeursrecht naar bestuurders- en commissarissenbezoldiging. Dat laatste is een indicatie dat aandeelhouders in de afgelopen tien jaar ‘breder’ zijn gaan kijken dan puur het aandeelhoudersbelang; maatschappelijke overwegingen spelen een steeds belangrijkere rol, ook in het stemgedrag van aandeelhouders. Verder blijkt dat de AVA-stemmingen anno 2020 bijna uitsluitend nog plaatsvinden over voorstellen die door het bestuur en de RvC zijn geïnitieerd. In de periode 2011-2020 is het, door rechterlijke uitspraken en aanpassingen in de wet- en regelgeving, voor aandeelhouders steeds moeilijker geworden om zelf stempunten op de AVA-agenda geplaatst te krijgen. Tot slot heeft de presentatie van de accountant over zijn controlebevindingen een aparte plek op de AVA-agenda gekregen en kunnen aandeelhouders door de uitgebreidere controleverklaringen over meer zaken vragen aan de accountant stellen. De toegevoegde waarde van die presentatie van en die discussie met de accountant blijft beperkt zolang aandeelhouders niet ook buiten het gremium van de AVA de discussie kunnen aangaan met de accountant. Het is afwachten of dit over tien jaar anders is.