

# 11 | ‘Langetermijnbetrokkenheid’ en stemgedrag van institutionele beleggers

*Christoph van der Elst*

## 1. Inleiding

In november 2019 voegde de wetgever ‘hoofdstuk 5.6a Transparantieregels ter bevordering van de langetermijnbetrokkenheid aandeelhouders’ aan de Wet op het Financieel Toezicht toe.<sup>1</sup> Dit hoofdstuk zet hoofdstuk I ter van de Richtlijn (EU) 2017/828 van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft, beter bekend als de Tweede Aandeelhoudersrichtlijn, om in het Nederlands recht. Zowel deze richtlijn als de Nederlandse wet maken in de titel gebruik van ‘langetermijnbetrokkenheid’. Dit vloeit voort uit het actieplan over de toekomst van het Europees vennootschapsrecht en corporate governance van de Europese Commissie uit 2012 waarin de Commissie zich engageert om doeltreffende en duurzame betrokkenheid van aandeelhouders te bewerkstelligen.<sup>2</sup> De Europese Commissie is immers van mening dat dit een hoeksteen is van het na te streven model van corporate governance. Dit wijst duidelijk op het doel om de betrokkenheid van de aandeelhouders gedurende een lange termijn te effectueren hoewel noch de tekst van de wet noch deze van de richtlijn ‘langetermijnbetrokkenheid’ verder gebruiken, maar het houden op ‘betrokkenheidsbeleid’ en ‘langetermijnverplichtingen’. Volgens de tekst van de wet en de richtlijn moeten Nederlandse (en Europese) institutionele beleggers en vermogensbeheerders over een betrokkenheidsbeleid beschikken waarin beschreven wordt op welke wijze de belegger en de beheerder de stemrechten en andere aan aandelen verbonden rechten uitoefenen.

Enige jaren later rijst de vraag of en hoe ‘langetermijnbetrokkenheid’ of en hoe ‘langetermijnverplichtingen’ zijn gerealiseerd. Deze bijdrage strekt ertoe licht te werpen op deze ‘langetermijnbetrokkenheid’ van institutionele beleggers en vermogensbeheerders, meer specifiek aan de hand van de deelname aan de algemene vergadering van aandeelhouders en hun stemgedrag richting het verlenen van kwijting aan de raad van commissarissen. Het onderzoek geeft het bestuur, RvC en beleggers niet alleen nieuwe inzichten op welke wijze institutionele beleggers

1 Wet van 6 november 2019 tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, de Wet op het financieel toezicht en de Wet giraal effectenverkeer ter uitvoering van Richtlijn 2017/828/EU van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft (*PbEU* 2017, L 132).

2 Commissiedocument 740 van 2012, definitieve versie, ‘Actieplan: Europees vennootschapsrecht en corporate governance – een modern rechtskader voor meer betrokken aandeelhouders en duurzamere ondernemingen’.

hun betrokkenheidsbeleid in de praktijk hebben gebracht en of hun stemmen in lijn liggen met hun stembeleid, maar ook wanneer zij uit de vennootschap treden en dus het beleid van de vennootschap niet langer spoort met het beleid van deze belegger. De volgende paragraaf gaat in op de wijze waarop de gegevens voor dit onderzoek werden opgespoord en verwerkt. De derde paragraaf snijdt aan hoe de deelname aan de algemene vergadering de laatste jaren is geëvolueerd, gevolgd door de paragraaf hoe de categorie van de institutionele beleggers met hun aandelenbelang en de hieraan verbonden stemrechten omspringen. Paragraaf vijf geeft weer of het stemgedrag van langetermijnaandeelhouders afwijkt van dit van andere aandeelhouders. Daartoe wordt het stempunt van de kwijting van de raad van commissarissen geanalyseerd. De zesde paragraaf rondt af.

## 2. Methode

Het onderzoek maakt gebruik van de Proxy Insight database.<sup>3</sup> Deze database bevat de wijze waarop institutionele beleggers en vermogensbeheerders, hierna ook gedeut als aandeelhouders, stemmen op algemene vergaderingen van vennootschappen genoteerd aan beurzen over de gehele wereld. Deze bijdrage richt zich op de AEX-vennootschappen. Voor de periode 2016 tot en met 2021 zijn deze AEX-vennootschappen geselecteerd die hun statutaire zetel in Nederland vestigden, gedurende de gehele periode van 2016 tot 2021 aan Euronext noteerden en in juni 2022 deel uitmaken van de AEX. Het gaat om vijftien vennootschappen: Aegon, Ahold Delhaize, Akzo Nobel, ASM International, ASML Holding, BE Semiconductor, DSM, Heineken, IMCD, ING Groep, KPN, NN Group, Philips, Randstad en Wolters Kluwer. Van de tien andere vennootschappen zijn er vijf die tijdens de betrokken periode hun beursdebuut maakten, terwijl de vijf andere vennootschappen volgens Euronext ressorteren onder een andere jurisdictie en vier onder hen een andere bestuursstructuur, zonder raad van commissarissen hebben. Deze tien vennootschappen zijn geweerd uit het onderzoek. Twaalf van de vijftien vennootschappen maken sinds 2016 deel uit van de AEX. De drie andere, BE Semiconductor, IMCD en ASM International vervoegden de AEX-index gedurende de onderzoeksperiode, maar noteren al aan Euronext van voor 2016.

Voor ieder van de zes jaren is niet alleen de identiteit van de op de algemene vergadering stemmende aandeelhouders verzameld, doch ook of zij voor of tegen het agendapunt 'kwijting aan de leden van de raad van commissarissen' hebben gestemd dan wel zich hebben onthouden. Er is voor dit agendapunt gekozen omdat het één van de weinige agendapunten is die alle vennootschappen op alle algemene vergaderingen van aandeelhouders ter stemming hebben voorgelegd. Ook signaleert een stem om de raad van commissarissen kwijting te verstrekken (tenminste deels en iets te kort door de bocht)<sup>4</sup> of de aandeelhouders zich al dan niet kunnen

<sup>3</sup> [www.proxyinsight.com](http://www.proxyinsight.com).

<sup>4</sup> Zie voor een heldere analyse H. Beckman, 'Vragen uit de rechtspraak (14) - Décharge van bestuurders en commissarissen', *Ondernemingsrecht* 2005, nr. 44.

vinden in het toezicht op het gevoerde beleid. Het staat los van de vaststelling van de jaarrekening die netjes en correct ook over een slecht gevoerd beleid kan rapporteren. Dergelijk kwijtingsbesluit beschermt de raad van commissarissen intern voor nadelige gevolgen van ernstig verwijtbare gedragingen mits de algemene vergadering van aandeelhouders adequaat is geïnformeerd.

Proxy Insight richt zich op 'asset managers' en 'asset owners'. Dit houdt in dat niet alle aandeelhouders in de database zijn opgenomen, maar deze dataleverancier verzamelt deze gegevens al vele jaren, ook voorafgaand aan de wettelijke verplichting om als institutionele belegger en vermogensbeheerder over het 'langetermijnbetrokkenheidsbeleid' te rapporteren. Anderzijds volgt uit de ontstentenis van een wettelijke bekendmakingsplicht dat niet alle aandeelhouders deze gegevens publiceren, noch dat het exacte aantal stemmen per aandeelhouder deel uitmaakt van de database. Gelet op het grote aantal meldingen, waarover onder meer, verstrekt de database een goed beeld van het stemgedrag van de betrokken aandeelhouders. Ook laten de data toe om 'langetermijnbetrokkenheid' van deze aandeelhouders te onderzoeken alsook hoe zij tegenover het gevoerde beleid van de vennootschap staan met de analyse van de wijze waarop zij hun stem voor de kwijting over de betrokken onderzoeksperiode hebben uitgebracht.

### **3. Deelname aan de algemene vergadering**

Al vele jaren onderzoekt Eumedion het verloop van de algemene vergaderingen van beursgenoteerde vennootschappen.<sup>5</sup> Gemeten naar het aantal vertegenwoordigde stemrechten, is er een gestage toename van de deelname aan de algemene vergadering van de AEX-vennootschappen. Sinds 2016 nam de deelname toe van ongeveer 71 procent tot 76,9 procent in 2022. Bij de vennootschappen in mijn steekproef is de toename iets groter: van 68,3 procent in 2016 tot ruim 75,4 procent in 2022. Tegelijkertijd neemt de variantie af: terwijl in 2016 de aanwezigheid varieerde van ruim 45 procent tot ruim 88 procent, verwelkomde de algemene vergadering van de betrokken vennootschappen in 2022 tenminste 64 procent van de stemmen, met een maximum van ruim 89 procent.

Over de deelname van het aantal aandeelhouders is veel minder informatie bekend. Weinig vennootschappen rapporteren deze cijfers. De beperkte gegevens wijzen uit dat de verschillen erg groot zijn. Bij Randstad namen tussen 2016 en 2021 jaarlijks tussen de 850 en de 970 aandeelhouders in persoon of bij volmacht deel aan de vergadering, bij ING varieerde dit aantal tussen de 2.300 en ruim 6.700, terwijl KPN slechts 8 geregistreerde aandeelhouders (in 2021) tot maximaal 121 geregistreerde aandeelhouders (in 2016) meldt. Het aantal niet-geregistreerde deelnemende aandeelhouders maakt KPN niet bekend.

---

<sup>5</sup> De jaarlijkse rapportage is terug te vinden op [https://www.eumedion.nl/publicaties/F/Aandeelhoudersvergaderingen-1/7197\\_7205-](https://www.eumedion.nl/publicaties/F/Aandeelhoudersvergaderingen-1/7197_7205-).

Deelname van institutionele aandeelhouders en vermogensbeheerders toont meer stabiliteit en groeit gestaag. Gemiddeld brachten net geen 400 institutionele beleggers hun stem uit op ieder van de algemene vergaderingen van de 15 AEX-vennootschappen in 2016, een aantal dat ieder jaar aandikte tot ruim 660 beleggers in 2021. Bij ASML treffen we de grootste aantallen aan, met een record van ruim 1.600 in 2021, bij IMCD de kleinste aantallen, vooral in de periode voorafgaand aan de opname in de AEX-index. Het totaal aantal keer dat de betrokken aandeelhouders gestemd hebben over het agendapunt kwijting van de raad van commissarissen bedraagt in dit onderzoek ruim 47.000, aandikkend van bijna 6.000 uitgebrachte stemmen in 2016 tot ruim 10.000 in 2021.

#### **4. Langetermijnaandeelhouders en hun participatie aan de algemene vergadering**

Gegevens over het langetermijnaandeelhouderschap zijn bijzonder schaars. Enerzijds is vastgesteld dat in de meeste landen met een ontwikkelde kapitaalmarkt, het grootste deel van de vennootschappen bekend zijn met groot- of zelfs controlerende aandeelhouders. Een studie van Aminadav en Papaioannou wijst uit dat het gemiddelde zeggenschapsbelang van de grootste aandeelhouder van genoteerde vennootschappen in 85 landen ruim 53 procent bedraagt, en in slechts twee jurisdicties, Groot-Brittannië en Taiwan zou de grootste aandeelhouder gemiddeld minder dan 20 procent van de zeggenschapsrechten houden.<sup>6</sup> Enkel in deze laatste jurisdictie zouden meer dan 20 procent van de vennootschappen geen enkele aandeelhouder hebben met een zeggenschapsbelang van meer dan 5 procent. Nederland staat met een gemiddelde van 34,6 procent van de zeggenschapsrechten voor de grootste aandeelhouder op een 25<sup>e</sup> plek en doet het daarmee “beter” dan andere West-Europese landen als Duitsland, Frankrijk en België. Oudere studies bevestigen deze hoge zeggenschapsconcentraties.<sup>7</sup>

Deze aandeelhouders, niet in het minst wanneer het gaat om familiale aandeelhouders of een overheid, zijn gehecht aan de vennootschap en participeren in of domineren zelfs de raad van bestuur en/of de raad van commissarissen. Mevrouw de Carvalho-Heineken hield in 2006 – en dit al veel langer maar het is het oudste jaarverslag waarover ik beschik – indirect 50,005 procent van de aandelen Heineken aan. In het jaarverslag 2021 staat te lezen dat mevrouw de Carvalho nog steeds hetzelfde relatief aantal aandelen houdt. Haar echtgenoot maakt deel uit van de raad van commissarissen en dat was in 2005 eveneens het geval. De heer Frits Goldschmeding is, als oprichter van Randstad, volgens het jaarverslag 2021 nog steeds de belangrijkste aandeelhouder met ongeveer 32 procent van de aandelen.

<sup>6</sup> G. Aminadav en E. Papaioannou, ‘Corporate Control around the World’, *Journal of Finance* 2020, nr. 3, p. 1205.

<sup>7</sup> R. La Porta, F. Lopez-de Silanes & A. Shleifer, ‘Corporate ownership around the world’, *The Journal of Finance* 1999, nr. 54, p. 471; F. Barca & M. Becht, *The Control of Corporate Europe*, Oxford: Oxford University Press 2001; M. Faccio & L. Lang, ‘The Ultimate Ownership of Western European Corporations’, *Journal of Financial Economics* 2002, p. 392.

Hij zetelt zelf niet meer in een orgaan van de vennootschap maar heeft er wel nog een vertegenwoordiger.

Andere aandeelhouders zouden weinig tot geen 'band' hebben met de vennootschap. De afgelopen jaren is het aantal ter beurze verhandelde aandelen flink toegenomen wat erop wijst, *ceteris paribus*, dat de aandeelhoudersbasis heel snel wijzigt. Onderzoek van de OESO toont aan dat op de belangrijkste beurzen ter wereld de gemiddelde termijn gedurende dewelke aandeelhouders hun aandelenbelang aanhouden terugviel tot slechts enkele maanden en op Nasdaq tot slechts enkele weken.<sup>8</sup>

Dit onderzoek nuanceert deze stelling. In de groep van de institutionele beleggers zitten zowel aandeelhouders die gedurende vele jaren een belang in de vennootschap houden en stemmen ter algemene vergadering als beleggers die hoogstens één keer op de algemene vergadering hun stem uitbrengen. Aangezien op vele van deze beleggers direct of indirect de verplichting rust om te stemmen, betekent hun afwezigheid dat zij hun belang snel hebben van de hand gedaan. Deze directe stemplicht vloeit gewoonlijk voort uit de verplichting om in het belang van de begunstigen op te treden. Dit belang incorporeert de plicht om de stemrechten uit te oefenen, zoals bv. blijkt uit de interpretatie door het Amerikaanse Department of Justice van de Employee Retirement Income Security Act (ERISA) van 1974.<sup>9</sup> Een indirecte verplichting kan bv. gevonden worden in de Tweede Aandeelhoudersrichtlijn die verplicht tot het opstellen van een betrokkenheidsbeleid wat moeilijk samengaat met de strategische keuze om *niet* te stemmen.

Bijna 5.100 institutionele beleggers en vermogensbeheerders brachten de ruim 47.000 stemmen op de 90 onderzochte algemene vergaderingen van 2016 tot en met 2021 uit. Gemiddeld stemde iedere belegger ruim negen keer op een algemene vergadering van de betrokken vennootschappen, meestal in een combinatie van recurrent stemmen – tijdens een aantal algemene vergaderingen bij dezelfde vennootschap – en stemmen bij verscheidene beursgenoteerde vennootschappen.

Wanneer dit per vennootschap wordt bekeken, stemt een institutionele belegger gemiddeld op 2,3 algemene vergaderingen. Dit geldt voor alle onderzochte vennootschappen met uitzondering van deze die slechts later de AEX-index hebben vervoegd waar het gemiddelde met 1,7 ruim onder de twee algemene vergaderingen duikt, hetgeen erop wijst dat een aanzienlijk aantal stemmende institutionele beleggers de compositie van de AEX volgt en slechts bij intrede van de vennootschap in de AEX, aandelen verwerft.

Figuur 1 verstrekt gedetailleerd inzicht in de duur van de 'stembetrokkenheid'. Per jaar (2016-2021) geeft Figuur 1 weer hoeveel aandeelhouders enkel tijdens één algemene vergadering van een vennootschap hun stem uitbracht, dan wel op de

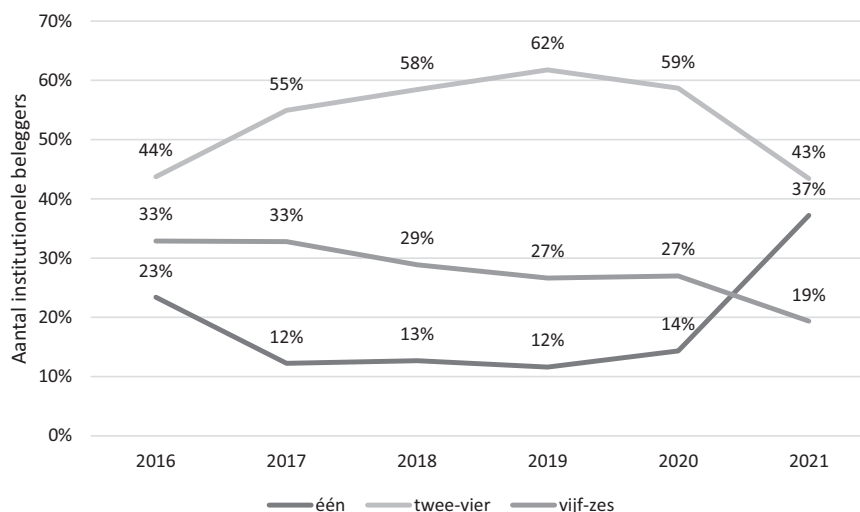
<sup>8</sup> OECD, *Institutional Investors and Long Term Investment*, Parijs: OECD 2013, p. 2.

<sup>9</sup> B. Sharfman, 'The Conflict Between BlackRock's Shareholder Activism and ERISA's Fiduciary Duties', *Case Western Reserve Law Review* 2021, nr. 71/4, p. 1255.

opeenvolgende algemene vergaderingen van dezelfde vennootschap twee tot vier keer of vijf tot zes keer stemde. Tussen 12 en 15 procent van deze groep beleggers neemt slechts één keer deel aan een algemene vergadering van een vennootschap. Dit blijkt uit de cijfers voor 2017 tot 2020. De gegevens voor 2021 – 37 procent – en 2016 – 23 procent – dienen met meer voorzichtigheid te worden benaderd. Immers kan het zijn dat een institutionele belegger ook voor of na de onderzoeksperiode stemde. Met andere woorden, deze cijfers overschatten deze groep van éénjarige, kortetermijnbeleggers. Tijdens dezelfde periode stemde tussen de 11 en 16 procent van deze groep beleggers met de aandelen op alle algemene vergaderingen van aandeelhouders van één van de vennootschappen in dit onderzoek. Aandeelhouders die vijf vergaderingen bijwoonden, maken relatief tussen 14 en 17 procent van deze groep institutionele beleggers uit. Aangezien tussen 2016 en 2021 het aantal stemmende institutionele beleggers toenam, neemt het relatieve belang van deze lange termijn aandeelhouders af (Figuur 1). Wanneer het totaal aantal keer dat de institutionele beleggers hebben gestemd als noemer wordt genomen (in plaats van de relatieve verhouding in Figuur 1), is 12,7 procent van deze stemmen afkomstig van beleggers die tijdens elke van de zes algemene vergaderingen van de vennootschap hebben gestemd en 14,4 procent van aandeelhouders die aan vijf van de zes algemene vergaderingen deelnamen. Hieruit volgt dat een aanzienlijk aantal institutionele beleggers een langetermijn-‘stembetrokkenheid’ tonen. Er dient hierbij aangemerkt dat deze cijfers het aantal index-beleggende institutionele investeerders omvat. Deze beleggers hebben weinig andere keuze dan de vennootschap in portefeuille te houden en te stemmen. Ook spelen nog andere, specifieke aspecten een rol. Bij Aegon en Heineken stemden ruim 18 procent en 17 procent van hun aandeelhouders op ieder van de zes algemene vergaderingen, bij ASML en Wolters Kluwer is dit slechts voor 3 procent en 6 procent van de aandeelhouders het geval.<sup>10</sup>

Voor alle andere aandeelhouders geldt dat zij meer dan éénmaal aan de algemene vergadering van de betrokken vennootschap deelnemen en stemmen, maar nooit aan alle algemene vergaderingen. In een aanzienlijk deel van deze gevallen betreft het institutionele beleggers die op een aantal algemene vergaderingen stemden en vervolgens hun aandelen verkochten, en aldus gedurende hun aandeelhouderschap ook ‘stemengagement’ vertoonden, doch een grote groep zijn aandeelhouders die op niet-opeenvolgende algemene vergaderingen stemden. Dit kan zowel beduiden dat deze aandeelhouders hun aandelen in de tussenliggende periode hebben vervreemd en later opnieuw een belang hebben verworven en vervolgens stemmen dan wel dat zij slechts sporadisch met hun aandelenbelang stemmen op algemene vergaderingen.

<sup>10</sup> Bij IMCD zijn er geen aandeelhouders die op alle zes algemene vergaderingen hebben gestemd, maar het aantal aandeelhouders die voor de opname van IMCD in de AEX in de database zitten, is gering.

**Figuur 1: Relatief aantal algemene vergaderingen waarop een institutionele belegger stemde**

Bron: eigen onderzoek op basis van Proxy Insight database.

Om deze laatste vaststelling verder te duiden, volgt hieronder het voorbeeld van de groep van aandeelhouders die op vier algemene vergaderingen van een vennootschap heeft gestemd. Het betreft een groep van bijna 2.000 aandeelhouders. Deze groep kan opgesplitst worden in twee hoofdgroepen: aandeelhouders die gedurende vier opeenvolgende algemene vergaderingen hebben gestemd, onder te verdelen in drie subgroepen: van 2016 tot en met 2019, van 2017 tot en met 2020 en van 2018 tot en met 2021 en andere aandeelhouders. De laatste subgroep zou verder kunnen opgesplitst worden in de groep die in 2022 niet meer stemde en diegene die nog steeds stemmen, maar deze gegevens zijn nog niet beschikbaar. De andere aandeelhoudersgroep die niet opeenvolgend viermaal aan de algemene vergaderingen van één of meer van de vennootschappen deelnam, bestaat uit 12 subgroepen<sup>11</sup>, zoals bv. de groep die in 2016 tot en met 2018 en in 2021 stemde. Tabel 1 vat de resultaten samen en toont grote verschillen tussen de vennootschappen. Zo behoort bij ASML bijna 70 procent van de “vierjarige” aandeelhouders tot de groep die sinds 2018 stemt, terwijl dit bij ING slechts 17 procent bedraagt en stemden 5 keer zoveel aandeelhouders bij Wolters Kluwer hun aandelen recurrent tussen 2017 en 2020 als bij Akzo Nobel. Alle vier vennootschappen behoorden gedurende de gehele onderzoeksperiode tot de AEX, hetgeen bij ASMI, Be Semiconductor en IMCD die ook significante verschillen in het participatiegedrag van hun aandeelhouders tonen, niet het geval is.

11  $6!/(4!*2!)-3 = 12$

**Tabel 1: Spreiding van institutionele beleggers die op vier algemene vergaderingen stemden**

	opeenvolgende ava's			niet opeenvolgende	aandeelhouders
	2016-19	2017-20	2018-21	2016-21	
Aegon	25,2%	16,8%	38,3%	19,6%	107
Ahold Delhaize	16,1%	12,9%	38,2%	32,8%	186
Akzo Nobel	32,4%	7,4%	30,4%	29,7%	148
ASMI	17,9%	17,9%	21,4%	42,9%	28
ASML	2,8%	2,2%	69,6%	25,3%	316
BE Semiconductor	20,7%	3,4%	24,1%	51,7%	29
DSM	28,8%	19,2%	35,6%	16,3%	104
Heineken	22,8%	16,2%	33,1%	27,9%	136
IMCD	0,0%	0,0%	100,0%	0,0%	45
ING	43,8%	11,9%	17,4%	26,9%	201
KPN	18,6%	15,5%	43,3%	22,7%	97
Philips	23,4%	11,0%	44,8%	20,8%	154
NN Group	24,6%	9,7%	31,3%	34,3%	134
Randstad	25,7%	6,9%	42,6%	24,8%	101
Wolters Kluwer	28,9%	35,2%	13,3%	22,7%	128

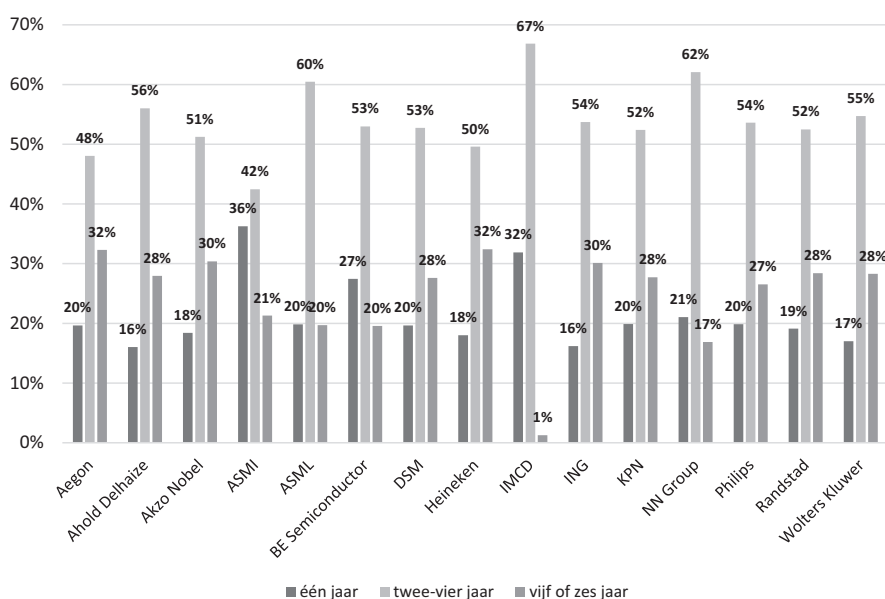
Bron: eigen onderzoek op basis van Proxy Insight database.

Figuur 2 geeft de relatieve verhoudingen weer van de institutionele beleggers, ingedeeld naar het aantal deelnames aan de algemene vergadering van ieder van de vennootschappen in dit onderzoek. Drie groepen worden onderscheiden: aandeelhouders die slechts aan één algemene vergadering deelnamen, zij die twee tot vier algemene vergaderingen hebben bijgewoond en zij die alle of bijna alle vergaderingen bijwoonden en derhalve als langetermijnaandeelhouder kunnen bestempeld worden. De groep van "kortetermijn"-aandeelhouders is relatief ongeveer even omvangrijk bij de AEX-vennootschappen die gedurende de gehele periode deel uitmaakten van de index, namelijk tussen 16 en 21 procent van alle stemmende institutionele beleggers. Bij de vennootschappen die later in de AEX werden opgenomen, ligt hun aantal aanzienlijk hoger. IMCD illustreert dit duidelijk (Figuur 2). Dit heeft ook gevolgen voor hun langetermijnaandeelhoudersbasis en om die reden zijn de vennootschappen die later tot de AEX toetraden voor de hieronder volgende statistische toets buiten beschouwing gelaten. Opmerkelijk zijn de verschillen tussen de vennootschappen wat hun langetermijn-aandeelhoudersbasis betreft. Bij Aegon stemde net geen derde van alle institutionele beleggers op alle of bijna alle



algemene vergaderingen. Bij NN Group en ASML is dit minder dan een op vijf. Of deze verschillen significant zijn, is onderzocht aan de hand van de chi-kwadraat toets. Hiermee wordt onderzocht of de verdelingen van de institutionele beleggers naar participatiegedrag verschilt. Deze toets is aangevuld met paarsgewijze z-tests. Algemeen zijn er significante verschillen tussen de vennootschappen in de groepen institutionele beleggers ingedeeld naar het aantal deelnames waarop zij stemmen ( $\chi^2(22) = 346,99, p < .001$ ). De toetsen wijzen verder uit dat bij ongeveer de helft van de vennootschappen de groep van "langetermijn"-beleggers significant meer vertegenwoordigd is: dit is het geval bij Aegon, Akzo Nobel, Heineken, ING en Philips. Bij Ahold en Wolters Kluwer is de groep van aandeelhouders die slechts één algemene vergadering bijwoonde, oververtegenwoordigd. ASML kent een oververtegenwoordiging van de groep die een aantal keer aan de algemene vergaderingen deelnam. Een verklaring waarom er significante verschillen bestaan in het aantal institutionele beleggers dat een 'langetermijnbetrokkenheid' toont, ligt niet onmiddellijk voor de hand.

**Figuur 2: Relatief aantal stemmende institutionele beleggers naar aantal deelnames aan de algemene vergadering**



Bron: eigen onderzoek op basis van Proxy Insight database.

In paragraaf 3 is vastgesteld dat het (gemiddelde) aantal participerende institutionele beleggers is opgelopen van ruim 390 in 2016 tot ruim 660 in 2021. Ook toonde Figuur 1 dat sommige aandeelhouders heel kort, maar een ruime meerderheid verscheidene jaren - stemmende - aandeelhouder blijven, gemiddeld 2,2 jaar. Vele van de betrokken aandeelhouders houden verscheidene AEX-vennootschappen

(jarenlang) in portefeuille, gemiddeld vier vennootschappen. Hieruit volgt dat het totaal aantal verschillende aandeelhouders in dit onderzoek ‘slechts’ 5.100 bedraagt. Bijna twee derde van de aandeelhouders houdt meer dan één van de vennootschappen in portefeuille en bijna de helft van de aandeelhouders heeft tenminste drie vennootschappen in portefeuille, vijftien procent bezit aandelen in tien of meer vennootschappen. Slechts 1,7 procent heeft tenminste eenmaal gestemd op een algemene vergadering van alle vennootschappen. Geen enkele aandeelhouder heeft gestemd op alle algemene vergaderingen, ook niet als geen rekening wordt gehouden met de algemene vergaderingen van ASMI, BE Semiconductor en IMCD voor zij toetraden tot de AEX. Sommige aandeelhouders, zoals sommige fondsen van CalPERS en Vanguard en i-share fondsen en het Maryland State Retirement and Pension System stemden op bijna alle vergaderingen. Behoren tot de AEX-index heeft een grote invloed op het verwerven en stemmen van de aandelen. Ruim tweehonderd aandeelhouders, dit is 4 procent van het totaal, namen deel aan algemene vergaderingen van twaalf vennootschappen. Ruim 75 procent hiervan stemde niet op de algemene vergaderingen van de drie vennootschappen die slechts na de start van de onderzoeksperiode toetraden tot de AEX, doch wel bij alle andere.

## **5. Kwijting aan de raad van commissarissen**

### **5.1 Stemresultaten**

Het tweede deel van dit onderzoek gaat na of de “loyaliteit” van aandeelhouders in verband staat met hun stemgedrag. Tabel 2 geeft inzicht in de instemmingspercentages voor de kwijting van de raad van commissarissen voor de vijftien AEX-vennootschappen. Zoals voor de meeste agendapunten stemmen de meeste aandeelhouders met overweldigende meerderheid in met de kwijting. Het gemiddelde instemmingspercentage ligt aanmerkelijk boven 94 procent en in 2016 benaderde het gemiddelde zelfs 99 procent. Er zijn evenwel een paar uitzonderingen. In 2019 weigerden de aandeelhouders van ING de leden van de raad van commissarissen – alsook de raad van bestuur – de kwijting en stemde ruim 62 procent tegen, voornamelijk omdat de aandeelhouders van oordeel waren dat (het toezicht op) het systeem van interne controle en het anti-witwasbeleid van ING tekortschoot. Bij Akzo Nobel gebeurt het regelmatig dat meer dan tien procent van de stemmen tegen de kwijting van de raad van commissarissen is, en in 2017 bereikte het aantal tegenstemmen bijna dertig procent. Ook Ahold Delhaize, ASM International, BE Semiconductor en Philips hebben ervaring met een relatief groot aantal tegenstemmende aandeelhouders.

**Tabel 2: Instemmingspercentage kwijting van de raad van commissarissen**

	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Aegon	98,5%	98,7%	96,6%	98,2%	98,0%	99,2%	98,4%
AholdDelhaize	98,6%	90,0%	96,6%	96,9%	97,0%	96,2%	98,7%
Akzo Nobel	96,6%	88,6%	97,1%	95,8%	84,4%	71,8%	98,7%
ASM International	98,6%	98,5%	99,8%	99,9%	99,8%	86,4%	99,0%
ASML Holding	98,6%	98,7%	98,9%	99,1%	99,3%	99,9%	99,1%
BE Semiconductor	89,7%	95,7%	94,6%	96,2%	99,8%	99,4%	100%
DSM	97,7%	97,3%	98,8%	98,8%	99,1%	99,5%	99,3%
Heineken	99,5%	97,0%	97,4%	99,5%	99,6%	99,6%	99,7%
IMCD	99,0%	99,4%	99,7%	99,6%	99,8%	99,8%	>99,9%
ING	97,5%	97,5%	95,4%	37,3%	95,1%	97,6%	98,5%
KPN	96,8%	98,5%	99,1%	98,3%	97,1%	97,7%	98,6%
NN Group	99,5%	98,6%	97,0%	98,4%	99,1%	99,2%	99,2%
Philips	96,3%	97,4%	96,3%	97,1%	88,6%	96,5%	94,5%
Randstad	99,6%	96,3%	99,8%	99,9%	99,3%	99,3%	99,5%
Wolters Kluwer	98,9%	99,1%	99,2%	99,6%	99,6%	99,6%	99,7%
<b>Gemiddeld</b>	<b>97,7%</b>	<b>96,7%</b>	<b>97,7%</b>	<b>94,3%</b>	<b>97,0%</b>	<b>96,1%</b>	<b>98,9%</b>

Bron: bekendgemaakte stemresultaten van vennootschappen.

De vraag rijst of institutionele beleggers en vermogensbeheerders zich op dezelfde wijze gedragen als alle aandeelhouders samen. Tabel 3 geeft het bevestigende antwoord. Deze tabel bevat het relatief aantal institutionele beleggers en vermogensbeheerders dat instemde met de kwijting van de raad van commissarissen. De noemer bevat in dit geval ook deze aandeelhouders die zich onthielden om de signaalfunctie van een niet-instemmende participatie – een onthouding wordt niet beschouwd als een stem – aan de algemene vergadering te benadrukken. Tijdens het overgrote aantal van de algemene vergaderingen (91 procent) bedraagt het verschil tussen het procentueel aantal positieve stemmen voor de kwijting van de raad van commissarissen door institutionele beleggers en het algemene instemmingspercentage minder dan vijf procent en slechts in vijf gevallen (zes procent) bedraagt het verschil meer dan twee procent. In twee gevallen – tijdens de algemene vergaderingen van 2017 van Akzo Nobel en ASM International – stemden een veel groter aantal van de andere aandeelhouders tegen de kwijting van de raad van commissarissen. Bij ING en Randstad geschiedde tijdens de algemene vergadering van 2019, resp. 2021 het tegenovergestelde. De operationele tekortkomingen bij ING werd door de institutionele beleggers heel streng afgestraft. Slechts achttien procent onder hen

was bereid dit te gedogen. Het verschil bij Randstad valt moeilijker te verklaren. Sommige institutionele beleggers wijzen op de geringe vooruitgang om transparantie te verstrekken over de klimaatgerelateerde maatregelen die de vennootschap neemt om tegen te stemmen of zich te onthouden.

**Tabel 3: Relatief aantal instemmende institutionele beleggers en vermogensbeheerders**

	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Aegon	97,3%	97,6%	97,1%	97,2%	97,8%	97,2%
AholdDelhaize	90,9%	98,4%	98,6%	99,1%	96,2%	96,3%
Akzo Nobel	88,3%	98,4%	98,3%	80,5%	86,5%	96,2%
ASM International	98,5%	97,3%	97,4%	100%	98,6%	97,0%
ASML Holding	96,4%	98,5%	98,5%	98,5%	98,0%	95,7%
BE Semiconductor	91,8%	87,4%	99,3%	99,5%	98,4%	100%
DSM	95,7%	97,5%	97,9%	99,2%	98,0%	98,3%
Heineken	89,9%	89,5%	98,8%	98,5%	95,5%	95,4%
IMCD	98,3%	98,2%	98,4%	99,2%	80,0%	100%
ING	98,2%	97,0%	18,5%	95,5%	98,4%	98,3%
KPN	97,4%	98,4%	99,0%	99,2%	96,6%	96,1%
NN Group	97,3%	97,9%	98,7%	99,1%	98,8%	97,5%
Philips	95,1%	97,7%	98,7%	88,7%	97,8%	94,9%
Randstad	86,3%	98,5%	97,7%	98,5%	98,6%	97,6%
Wolters Kluwer	94,8%	98,1%	98,3%	98,5%	97,9%	98,1%
<b>Gemiddeld</b>	<b>94,4%</b>	<b>96,7%</b>	<b>92,9%</b>	<b>96,7%</b>	<b>95,8%</b>	<b>97,2%</b>

Bron: eigen onderzoek op basis van Proxy Insight database.

## 5.2 Stemgedrag van lange- en kortetermijnaandeelhouders

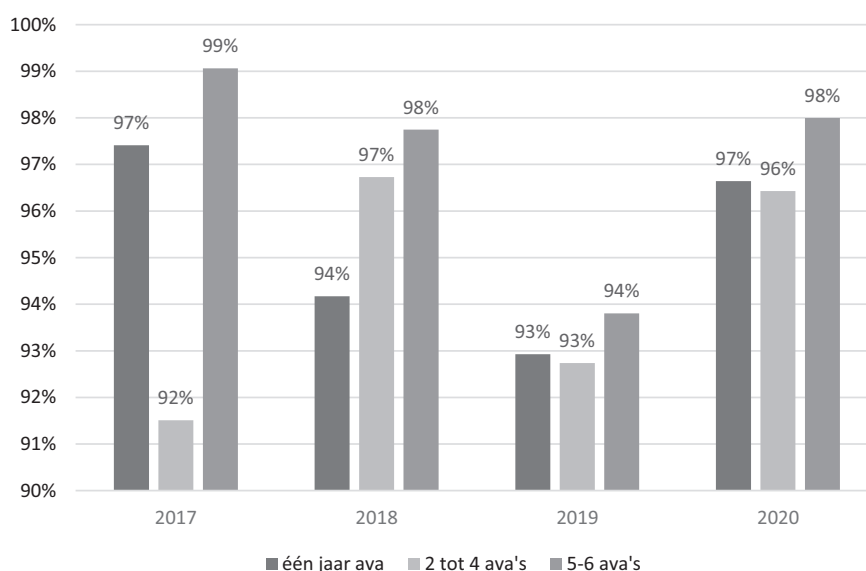
De database laat toe het stemgedrag van de aandeelhouders die recurrent stemmen en deze die slechts een of een aantal keer deelnemen aan de stemming van een algemene vergadering te vergelijken. Figuur 2 geeft inzicht in het aantal met de kwijting instemmende aandeelhouders naar gelang zij een keer, altijd of een aantal keer aan de algemene vergaderingen 2016 tot en met 2021 van een vennootschap deelnemen. Terwijl de verschillen tussen de jaren kunnen oplopen tot bijna zes procent, blijkt het stemgedrag van de verschillende klassen aandeelhouders naar gelang hun langetermijnstemgedrag homogeen. Over de gehele periode zijn de langetermijn-investeers iets vaker bereid kwijting te verstrekken, doch de verschillen met de andere groepen zijn klein en bedragen minder dan twee procent. Enkel in 2018 zijn

de kortetermijnaandeelhouders minder geneigd om kwijting te verstrekken dan de langetermijnaandeelhouders: 94,2 procent tegenover 97,7 procent.

Eén gemiddelde steekt af van de overige: in 2017 stemde meer aandeelhouders die twee tot vier algemene vergaderingen bijwoonden tegen de kwijting. Dit gemiddelde wordt sterk beïnvloed door een paar institutionele beleggers die bij IMDC tegenstemden. Deze vennootschap maakte nog geen deel uit van de AEX en het aantal stemmende aandeelhouders is bescheiden. Zonder IMCD bedraagt het instemmingspercentage ruim 95 procent.

Deze gemiddelden verbergen slechts een gering aantal vennootschapspecifieke verschillen. Op de algemene vergaderingen 2018 van ING en Akzo Nobel stemden ongeveer veertien procent, respectievelijk negentien procent meer van de kortetermijnaandeelhouders tegen de kwijting van de raad van commissarissen dan de langetermijnaandeelhouders. Tijdens de algemene vergadering van ING in 2021 wordt de drempel van acht procent overschreden, in de andere gevallen blijft het verschil beperkt tot minder dan zes procent. Tijdens de algemene vergadering van Heineken in 2021 waren de langetermijnbeleggers kritischer dan de kortetermijn-investeerders: ruim 86 procent van de lange termijn aandeelhouders stemde voor de kwijting, tegenover ruim 95 procent van de korte termijn institutionele investeerders.

**Figuur 2: Gemiddeld aantal ja-stemmers voor kwijting naar duurtijd aandeelhouderschap**



Bron: eigen onderzoek op basis van Proxy Insight database.

Bovenstaande gegevens maken duidelijk dat afhankelijk van het jaar en de lange termijn deelname aan de algemene vergadering gemiddeld tussen 1 procent en 8 procent van de aandeelhouders tegenstemt of zijn stem onthoudt. Dit doet de vraag rijzen of dit de voorbode is om uit de vennootschap te stappen dan wel of de aandeelhouder zijn ongenoegen uit om veranderingen te bewerkstelligen.

Tabel 3 geeft inzicht in het voortschrijdend stemgedrag van aandeelhouders, meer bepaald of een goedkeurende of afkeurende stem voor de kwijting van de raad van commissarissen, een signaal geeft of de aandeelhouder de vennootschap zal verlaten. Wanneer een aandeelhouder voor de kwijting stemt op een algemene vergadering, zal die aandeelhouder dit ook in ruim 61 procent van de gevallen doen op de daaropvolgende algemene vergadering. In meer dan 36 procent van de gevallen neemt de aandeelhouder niet meer deel aan de volgende algemene vergadering en in 2,4 procent geeft de aandeelhouder het daaropvolgende jaar aan niet langer in te stemmen met het beleid van de vennootschap. De jaarlijkse verschillen zijn niet bijzonder groot, hoewel aanzienlijk meer aandeelhouders die in 2018 voor hebben gestemd in 2019 de vennootschap de rug hebben toegekeerd. 2019 was het jaar waarin de kwijting van de raad van commissarissen van ING niet werd verstrekt. Hieruit volgt dat een aantal aandeelhouders de algemene vergadering 2019 van ING niet hebben afgewacht en vóór de vergadering voor een 'exit' kozen.

Wanneer een aandeelhouder tegen de kwijting stemde in jaar  $t$ , liggen de verhoudingen aanzienlijk anders. In vijftien procent van de gevallen stemt de aandeelhouder ook tegen in jaar  $t+1$  (bij hen die op  $t$  voor stemden is dit slechts 2,4 procent), en de kans dat de tegenstem de voorbode is om de deelname aan de algemene vergadering te stoppen (en wellicht de aandelen te verkopen) ligt met ruim 42 procent van de gevallen hoger dan in het geval de aandeelhouder op de algemene vergadering in jaar  $t$  voor de kwijting stemde. Bovendien wijzigt het gedrag van een tegenstemmende aandeelhouder sterk van jaar tot jaar: een tegenstem in 2016 correleert met een tegenstem in 55 procent van de gevallen in 2017, terwijl dit voor 2019 en 2020 slechts in vijf procent van de gevallen geldt.

Wanneer een aandeelhouder zich onthoudt geeft dit ook een belangrijk signaal: de belegger blijft zich in bijna veertig procent van de gevallen ook een jaar later onthouden of stapt met een even grote kans uit de vennootschap. Slechts in een kleine minderheid van de gevallen steunt de investeerder een jaar later de kwijting.

Deze resultaten zijn ook empirisch getoetst aan de hand van dezelfde statistische toets als diegene die hierboven is gebruikt om de deelname aan de vergadering te toetsen. Er blijken significante verschillen te bestaan in het gedrag van de institutionele belegger naar gelang het stemgedrag op een algemene vergadering ( $\chi^2(6) = 9353,16, p < .001$ ). Eens een aandeelhouder zich onthoudt, onthoudt deze zich ook het volgende jaar significant meer en stemt deze significant minder voor de kwijting in het volgende jaar. Hetzelfde geldt wanneer de aandeelhouder in jaar  $t$  tegenstemt. Een tegenstem in jaar  $t+1$  komt daarna ook significant meer voor dan

verwacht. Wanneer de aandeelhouder voor de kwijting stemde in jaar t komt het minder dan verwacht voor dat deze in jaar t+1 zal tegenstemmen of zich onthouden. Evenwel is de kans op een ja-stem maar ook op een exit even hoog als verwacht.

**Tabel 3: Verband tussen de soort stem op vergadering t en deze op vergadering t+1**

Vote t	vote t+1	2016	2017	2018	2019	2020	all
<b>abstain</b>	<b>abstain</b>	4,2%	50,0%	34,9%	34,5%	55,3%	39,0%
	<b>against</b>	4,2%	8,3%	6,0%	0,0%	3,2%	3,1%
	<b>for</b>	16,7%	0,0%	6,0%	41,6%	6,4%	19,0%
	<b>exit</b>	75,0%	41,7%	53,0%	23,9%	35,1%	39,0%
<b>against</b>	<b>abstain</b>	0,0%	1,5%	0,0%	0,0%	1,4%	0,3%
	<b>against</b>	55,2%	16,4%	17,7%	5,2%	15,1%	15,0%
	<b>for</b>	7,3%	45,8%	49,1%	47,0%	39,6%	42,1%
	<b>exit</b>	37,6%	36,3%	33,2%	47,9%	43,9%	42,6%
<b>for</b>	<b>abstain</b>	0,0%	0,2%	0,7%	0,1%	0,2%	0,2%
	<b>against</b>	0,6%	1,3%	6,2%	0,6%	2,6%	2,4%
	<b>for</b>	60,5%	64,5%	61,8%	59,2%	59,7%	61,0%
	<b>exit</b>	38,8%	34,0%	31,3%	40,1%	37,5%	36,4%

Bron: eigen onderzoek op basis van Proxy Insight database.

Gelet op de bijzondere uitkomst van de stemming bij ING in 2019 waarbij een grote meerderheid van de aandeelhouders tegen de kwijting van de raad van commissarissen (en de raad van bestuur) stemde, volgt een verdere analyse van deze stemresultaten. Deze wijken aanzienlijk af van deze die bij alle andere vennootschappen in Tabel 3 worden opgetekend. Van de ruim vijftig institutionele beleggers die zich in 2019 onthielden van de kwijting, stemde ruim twee derde voor de kwijting in 2020, ver boven de 41 procent die dat jaar voor alle andere kwijtingen werd genoteerd. Slecht 25 procent stemde niet langer in 2020, ruim onder het 35 procent gemiddelde. Ook bij het aantal tegenstemmers is een verschil te merken. Ruim 62 procent stemde in 2020 voor de kwijting van de leden van de raad van commissarissen van ING, meer dan het gemiddelde van 40 procent met als gevolg dat het aantal uittrede bij ING gevoelig lager lag met 37 procent tegenover 44 procent bij de andere beleggers. Opmerkelijk is het gedrag van de institutionele beleggers die in 2019 nog voor de kwijting van de raad van commissarissen stemden. Net geen twee derden nam niet meer deel aan de algemene vergadering in 2020, aanzienlijk meer dan de 37 procent die bij alle andere beleggers werd opgetekend. Dit is een indicatie dat vele institutionele beleggers hun 'langetermijnbetrokkenheidsbeleid' tegenover ING na hun instemming alsnog hebben aangepast, een teken van 'exit' boven 'voice'.

## 6. Besluit

Een groeiend aantal aandeelhouders oefent zijn stemrechten uit op de algemene vergaderingen van aandeelhouders van genoteerde vennootschappen. Dit betekent niet dat de ‘langetermijnbetrokkenheid’ op dezelfde wijze toeneemt. Wanneer ieder jaar een groot aantal aandeelhouders de aandelen van de hand doet en de intredende aandeelhouders deelnemen aan de volgende algemene vergadering is er geen sprake van ‘langetermijnbetrokkenheid’. Dit onderzoek toont aan dat ongeveer twintig procent van de institutionele beleggers en vermogensbeheerders slechts een keer deelneemt aan de algemene vergadering. Ruim de helft van de betrokken aandeelhouders stemt een aantal keer op de algemene vergadering van aandeelhouders, maar slechts een deel van hen stemt op opeenvolgende vergaderingen. Of dit een gevolg is van een “tussentijdse exit” of van absentisme is onduidelijk, doch het wijst niet op ‘langetermijnbetrokkenheid’. Ongeveer een vijfde tot ruim een derde van de institutionele beleggers investeren in de betrokken vennootschap voor de lange termijn en stemmen op (ongeveer) alle vergaderingen. Dit is een niet te veronachtzamen groep investeerders. Ook bestaan er aanzienlijke verschillen tussen de vennootschappen onderling. Sommige vennootschappen slagen er veel beter in dan andere om aandeelhouders aan zich te binden. Dit onderzoek laat niet toe de vastgestelde verschillen in het aantal beleggers met een ‘langetermijnbetrokkenheid’ te verklaren, maar het valt te bepleiten dat de vennootschap, het bestuur en de commissarissen zich niet alleen laat leiden door de omvang van het belang om de dialoog met de aandeelhouders aan te gaan, maar zich ook te richten naar deze aandeelhouders die zich als langetermijnaandeelhouders uiten.

Aandeelhouders verstrekken zo goed als altijd met overweldigende meerderheid kwijting aan de leden van de raad van commissarissen. Langetermijnaandeelhouders zijn daar iets vaker toe geneigd dan kortetermijnaandeelhouders. Wanneer een aandeelhouder tegenstemt of zich onthoudt, vergroot de kans dat hij van zijn ‘exitrecht’ gebruik maakt doch de verschillen zijn vaak klein met een beperkte variatie over de jaren en tussen de onderzochte vennootschappen. Aangezien het betrokkenheidsbeleid vaak weinig of geen informatie verschaft over het uittredebeleid, kan het bestuur en de commissarissen een tegenstem van een institutionele belegger wel aangrijpen om de loyaliteit van de belegger te toetsen. Na het uitbrengen van dergelijke stem neemt de kans toe dat de aandeelhouder vertrekt. Evenwel stemt de grootste groep aandeelhouders voor de kwijting en treedt om andere redenen uit de vennootschap.

De nieuwe bepalingen die sinds 2019 in de Nederlandse wet staan, blijken nog geen gedragwijziging te hebben veroorzaakt. De institutionele beleggers hebben een betrokkenheidsbeleid opgesteld doch er zijn geen tekenen dat dit tot gevolg heeft gehad dat zij anders deelnemen aan de algemene vergadering dan wel op een andere wijze stemmen op deze vergadering. Voor zover de Europese Commissie met de tweede Aandeelhoudersrichtlijn op het oog had de ‘langetermijnbetrokkenheid’ te vergroten, lijkt de gekozen route (nog) niet de beoogde resultaten op te leveren.