

De zeven pijlers van *corporate democracy**

A. van der Krans

1 De zeven pijlers van *corporate democracy*

De rol die aandeelhouders van beursgenoteerde vennootschappen spelen en de wijze waarop deze rol wordt ingevuld, is sterk gerelateerd aan de democratie binnen de vennootschap. Door te participeren, of zich te laten vertegenwoordigen, kan een aandeelhouder door middel van het democratisch proces van de algemene vergadering van aandeelhouders (AVA) invloed uitoefenen op de besluitvorming en op de door het bestuur en commissarissen af te leggen verantwoording. Dit democratisch proces heeft plaats voorafgaand, tijdens en na de aandeelhoudersvergadering en noem ik *corporate democracy*. Voor een goede en evenwichtige *corporate democracy* dienen de pijlers van het democratisch proces (juridisch) gewaarborgd te zijn. Vier van de zeven pijlers van *corporate democracy* hebben een wettelijke basis, de andere drie pijlers niet. De pijlers van *corporate democracy* zijn:

1. *Initiatiefrecht*

Aan aandeelhouders moet de mogelijkheid worden geboden in de AVA zelf voorstellen betreffende het beleid en de strategie naar voren te brengen. Op grond van art. 2:114a Burgerlijk Wetboek (BW) kunnen aandeelhouders, die minstens 1 procent van het kapitaal verschaffen, het bestuur verzoeken om een bepaald onderwerp op de agenda te plaatsen. Een ander onderdeel van het initiatiefrecht is het recht om de AVA bijeen te roepen. Op grond van art. 2:110 BW kan een (groep van) aandeelhouder(s) die minstens 10 procent van het kapitaal vertegenwoordigt, of een zoveel geringer bedrag als bij de statuten is bepaald, de voorzieningenrechter verzoeken op zijn verzoek te worden gemachtigd tot het bijeenroepen van een AVA. Hoewel ik een 10%-drempel¹ veel te hoog vind, biedt deze bepaling een belangrijke waarborg voor aandeelhouders en een toegang tot de AVA waar de andere aandeelhoudersrechten uitgeoefend kunnen worden. Naast de verplichting om jaarlijks een AVA te organiseren, zijn het initiatiefrecht en het agenderingsrecht belangrijke waarborgen voor de *corporate democracy*. Zonder deze waar-

* Deze bijdrage is geschreven op persoonlijke titel.

1 Mij lijkt een 1%- of 3%-drempel meer op zijn plaats. Gezien de grote marktkapitalisatie van een aantal beursvennootschappen werpt een 10%-kapitaalseis een veel te hoge toegangsdrempel op om een AVA te initiëren. Het gevaar van misbruik van een verlaagde drempel is mijns inziens afwezig gezien de rechterlijke toetsing van het verzoek en de eis dat het oproepend orgaan eerst zelf is verzocht en in de gelegenheid is geweest om een AVA te organiseren. Zie ook de verduidelijking van de minister van Justitie in de nota naar aanleiding van het verslag bij het wetsvoorstel ter implementatie van de richtlijn aandeelhoudersrechten, Kamerstukken II 2008/09, 31 746, nr. 7, p. 5.

borgen zou het bestuur immers de enige zijn die de onderwerpen voor behandeling op de agenda kan plaatsen.

2. *Spreekrecht*

Het recht op spreken betekent dat aandeelhouders het woord tot het bestuur en aan de medeaandeelhouders kunnen richten. Overleg tussen bestuur en aandeelhouders is noodzakelijk voor gedegen, goed onderbouwde besluitvorming. Aandeelhouders moeten paritair de mogelijkheid hebben medeaandeelhouders te informeren en met hen van gedachten te wisselen over allerhande onderwerpen aangaande de ondernemingsactiviteiten en strategie. Om tot een gefundeerde beslissing te komen die de goedkeuring van (de meerderheid van) de aandeelhouders kan wegdragen, kan onderling overleg wenselijk zijn. Voor onderling overleg is essentieel dat aandeelhouders elkaar weten te vinden. Het aandeelhoudersbestand dient daartoe transparant te zijn en aandeelhouders identificeerbaar.² Anonimiteit van aandeelhouders is in toenemende mate onverenigbaar met de eisen die gesteld worden aan actief aandeelhouderschap, *investor relations* en transparantie van de markt. De communicatie van aandeelhouders en vennootschap is in toenemende mate niet beperkt tot het moment van de AVA. Al dan niet onder druk van *investor codes*, zoals de *UK Stewardship Code*³ en binnenkort mogelijk de Eumedion *best practices*,⁴ streven veel institutionele beleggers een continue dialoog met bestuurders of andere senior representanten van de vennootschap na.

3. *Stemrecht*

De AVA moet dusdanig zijn ingericht dat aandeelhouders op relatief eenvoudige, tijdsefficiënte en goedkope wijze hun stem uit kunnen brengen. Eenieder moet immers in de gelegenheid worden gesteld zijn of haar stem uit te brengen. In dat verband kan van een buitenlandse investeerder niet worden gevraagd naar Nederland af te reizen om in de AVA persoonlijk zijn stem uit te brengen. Europese⁵ en Nederlandse regelgeving⁶ faciliteren daartoe het uitbrengen van de stem op afstand via elektronische communicatiemiddelen. Een goede *corporate democracy* vereist ook dat de zeggenschap die aan een aandelenbelang in een beursgenoteerde vennootschap is verbonden proportioneel is aan de kapitaalbreng op het aandelenpakket (proportionaliteitsgedachte of *one share, one vote*).

2 Zie hierover o.a. consultatiedocument tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007, 3 januari 2008, p. 18, <www.minfin.nl>.

3 Zie Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code, juli 2010, <www.frc.org.uk>.

4 Zie Consultatiedocument Best Practices voor betrokken aandeelhouderschap, Eumedion, april 2011, <www.eumedion.nl>.

5 Richtlijn 2005/0265 (COD) van het Europees Parlement en de Raad betreffende de uitoefening van stemrechten door aandeelhouders van ondernemingen die hun statutaire zetel in een lidstaat hebben en waarvan de aandelen tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2004/109/EG.

6 Wet tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek ter bevordering van het gebruik van elektronische communicatiemiddelen bij de besluitvorming in rechtspersonen, datum inwerking-treding: 1 januari 2007.

4. *Recht op inlichtingen*

Het recht op inlichtingen is noodzakelijkerwijs verbonden aan de voorgaande pijlers. Om een geïnformeerde stem uit te kunnen brengen is toegang vereist tot alle relevante informatie. Een gefundeerd voorstel vereist kennis over hetgeen er speelt en overleg is weinig zinvol indien men niet beschikt over de juiste informatie. De toegang tot deze informatie moet laagdrempelig zijn. Het online beschikbaar stellen van documentatie biedt hier tal van mogelijkheden. Bovendien drukt dit de kosten van informatievoorziening. Daarnaast dient de authenticiteit van vergaderstukken te worden gewaarborgd. Kapitaalverschaffers moeten erop kunnen vertrouwen dat die informatie die zij tot zich nemen juist is, en van de vennootschap afkomstig is. Dit is met name van belang bij elektronische informatievoorziening. Naarmate de hoeveelheid informatie toeneemt, dient men ook over de overzichtelijkheid te waken, opdat aandeelhouders niet zoek raken in een labyrint van vergaderstukken.

5. *Opkomst en representativiteit*

De opkomst behoort aanzienlijk te zijn en representatief voor het aandeelhoudersbestand. Er zijn verschillende typen beleggers, die verschillende doelen nastreven.⁷ Voor een goede *corporate democracy* is vereist dat de 'aanwezige' stemgerechtigden een representatieve afspiegeling vormen van het geheel. Naarmate de opkomst toeneemt, zal – logischerwijs, maar niet noodzakelijkerwijs – ook de representativiteit toenemen. Voorwaarde voor een hoge en representatieve kapitaalopkomst is de mogelijkheid voor elk type aandeelhouder te kunnen participeren tegen zo laag mogelijke kosten met een aanmerkelijke kans dat dit iets oplevert. Is de kapitaalopkomst gering, dan loopt een onderneming het risico op toevallige meerderheden in de vergadering. In het recente verleden hebben voornamelijk activistische aandeelhouders van deze gelegenheid gebruik gemaakt. Een hogere en evenwichtigere opkomst zal de relatieve invloed van activistische aandeelhouders verminderen. Participeren is meer dan het uitbrengen van een stem. Participatie is het actief gebruik maken van democratische rechten. Een 'blinde' stem kan haar doel missen, terwijl een geïnformeerde stem daadwerkelijk een bijdrage kan leveren.

6. *Ordehandhaving*

Voor een soepel verloop van de algemene vergadering waarin eenieder de mogelijkheid heeft van zijn rechten gebruik te maken, is handhaving van de orde van essentieel belang. Chaos, monopolisatie van de dialoog door één of meer aanwezigen of verwarring op de AVA vermindert de effectiviteit van de AVA en tast de *corporate democracy* aan. De voorzitter van de vergadering dient de orde te handhaven en kan hiertoe, indien nodig, aanwezigen het spreekrecht ontnemen of hen zelfs laten verwijderen.

7 Zie G.T.M.J. Raaijmakers, Beleggers, aandeelhouders en de AVA, Ondernemingsrecht 2005-4, p. 106-112.

7. *Cohesie economisch belang en juridische zeggenschap*

Voor een goede *corporate democracy* is het essentieel dat er een sterke samenhang bestaat tussen economisch belang en juridische zeggenschap. Een fenomeen dat de laatste jaren sterk opkomt, *securities lending* (hierna: *seclending*), kan een bedreiging zijn voor deze samenhang. *Seclending* is de praktijk waarbij aandeelhouders, veelal institutionele beleggers, tegen een vergoeding hun aandelen tijdelijk 'uitlenen' aan andere marktpartijen die veelal de aandelen op korte termijn nodig hebben. De aandelen worden overgedragen onder de verplichting om op een later tijdstip een gelijk aantal aandelen van dezelfde soort terug te leveren. Het aandeel wisselt juridisch van eigenaar en het stemrecht gaat mee bij deze overdracht. Door de verplichting om de aandelen terug te leveren is het economisch risico voor de uitlener klein.⁸ *Seclending an sich* is niet negatief: het zorgt voor een goede en soepele afwikkeling van aandelentransacties en bevordert derhalve de liquiditeit op de aandelenmarkt. Er bestaan echter vermoedens dat *seclending* soms door *hedge funds* wordt gebruikt met het uitsluitende doel om de uitkomst van een AVA te beïnvloeden. In bredere zin wordt dit ook wel *empty voting* genoemd. Dat wil zeggen: het in eigen belang (doen) uitoefenen van het stemrecht door een persoon die niet (of nauwelijks) een economisch belang heeft in een beursgenoteerde vennootschap.⁹ Het moge duidelijk zijn dat het fenomeen *empty voting* een bedreiging voor de *corporate democracy* vormt. De grootte van deze bedreiging is voorsnog onduidelijk. Het bewijs is veelal anekdotisch van aard en tot duidelijke misstanden heeft *empty voting* voorsnog niet geleid.¹⁰

2 Stand van zaken

De afgelopen decennia zijn bovenstaande pijlers in meer of mindere mate verbeterd en meer geïnstitutionaliseerd. Daarnaast heeft de Hoge Raad met zijn ASMI-uitspraak¹¹ meer duidelijkheid geschapen in de invulling van diverse pijlers. Onderstaand een weergave van de belangrijkste ontwikkelingen en hun impact op de zeven pijlers van *corporate democracy*.

8 Zie voor diverse *seclending*-strategieën: H.T.C. Hu & B.S. Black, Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership, *Journal of Corporate Finance* 2007, p. 343-367.

9 Verschillende auteurs zijn van mening dat deze vorm van stemmenkoop met het uitsluitende doel om de uitkomst van een AVA te beïnvloeden in strijd is met de vennootschappelijke orde. Zie G.T.M.J. Raaijmakers, *Securities lending and corporate governance*, in: Tussen Themis en Mercurius, Deventer: Kluwer, 2005, p. 243 en T.M. Stevens, Nieuwe Wmz een kort leven beschoren, *Tijdschrift Ondernemingsrechtpraktijk* 2006-1, p. 34 e.v.

10 Aldus J.W. Winter op het congres 'Empty voting en de uitoefening van het stemrecht in beursvennootschappen', 26 juni 2008 te Amsterdam en G.T.M.J. Raaijmakers, *Achter de schermen van beursaandeelhouders*, Preadvies van de Vereniging Handelsrecht, Deventer: Kluwer 2007, p. 36 en 56.

11 NJ 2010, 544 m.nt. Van Schilfgaarde; JOR 2010/228 m.nt. Van Ginneken; *Ondernemingsrecht* 2010-12, p. 509-514 m.nt. Storm; *Ars Aequi* 2010-11, p. 800-807 m.nt. Raaijmakers.

Ad 1. Initiatiefrecht

Het agenderingsrecht mag zich de laatste tijd verheugen in veel belangstelling van wetenschap en wetgever. Zo wenst de minister van Financiën de agenderingsdrempel te verhogen van 1 naar 3 procent.¹² Van het recht van aandeelhouders om een onderwerp te agenderen wordt slechts bij hoge uitzondering¹³ gebruik gemaakt en het heeft *an sich* niet geleid tot 'uitwassen' in de besluitvorming of wat voor misstanden dan ook.¹⁴ Daarnaast hebben vennootschappen altijd de mogelijkheid om agendering op basis van een zwaarwichtig belang te weigeren. Vanuit het oogpunt van *corporate democracy* lijkt mij een 1%-drempel een juiste drempel voor het agenderingsrecht.

Ad 2. Spreekrecht

De aanwezigheid op de AVA en het op de AVA het woord voeren (om bezwaar aan te tekenen tegen een voorstel of tegen een passage in het jaarverslag) hebben aan belang gewonnen door een recente uitspraak van de Ondernemingskamer (OK) in de ASMI-zaak. De OK bepaalde op 14 april 2011 dat de beschermingsstichting van ASMI niet onrechtmatig of onjuist heeft gehandeld door haar calloptie op het nemen van beschermingspreferente aandelen in 2008 uit te oefenen met als doel een mogelijke bestuurders- en commissarissenwissel (op zijn minst tijdelijk) te belemmeren. Bij de toekenning van deze calloptie in 1996 (!) was door de AVA namelijk geen bezwaar gemaakt (geen enkele aandeelhouder voerde destijds het woord bij dit agendapunt) tegen de ruime strekking van de optie, ook al kan tijdens die AVA door het ASMI-bestuur de indruk zijn gewekt dat het bij de aanwijzing van de calloptie (in de eerste plaats) ging om de bescherming tegen een vijandige overname (en dus niet tegen een wisseling van de ondernemingsleiding). 'Het komt bij de uitleg van de aanwijzing immers aan op het besluit zelf', aldus de OK. Deze OK-uitspraak moet wellicht leiden tot een herwaardering van de AVA als overlegplatform, in ieder geval in de zin van het formeel (in de notulen) laten aantekenen van bezwaren tegen een bestuursvoorstel; alleen een hoog percentage tegenstemmen is niet voldoende. In de praktijk zal het vooral van belang zijn bij 'constituerende' vergaderingen van 'nieuwe' beursvennootschappen (zoals dit jaar bij TNT Express) om, als daar aanleiding voor is, tijdens de AVA kritische kanttekeningen te plaatsen bij passages in het prospectus die niet in het belang van aandeelhouders zijn.

- 12 Zie Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007, <www.minfin.nl>.
- 13 Het is in Nederlandse beursvennootschappen tot en met het AVA-seizoen van 2011 zevenmaal voorgekomen dat aandeelhouders een onderwerp op de agenda hebben geplaatst. Zie voor een uitgebreid overzicht R. Abma, Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2010, *Ondernemingsrecht* 2010-13, p. 530.
- 14 Het 'in play' raken van bijvoorbeeld ABN AMRO was niet zozeer het gevolg van de TCI-letter maar van dieperliggende oorzaken die het 'in play' raken mogelijk maakten. Zie ook J. Smit, *De prooi: blinde trots breekt ABN AMRO*, Amsterdam: Prometheus 2008. Anders: F.G.K. Overkleef, *Het agenderingsrecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen: een aanzet tot (her)bezinning*, *Ondernemingsrecht* 2009-17, p. 714-723.

Ad 3. *Stemrecht*

Aandeelhouders nemen in toenemende mate hun stemrecht serieus. Zo blijkt uit het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code dat van de institutionele beleggers 57 procent investeert in het zijn van een betrokken aandeelhouder.¹⁵ Het gaat hier met name om grotere pensioenfondsen. Uit hetzelfde rapport blijkt echter ook dat het voor de aandeelhouder veelal onduidelijk is of zijn stem daadwerkelijk is uitgebracht en, indien dit het geval is, of gestemd is conform zijn stemvolmacht. In veel gevallen is er niemand in de stemketen, noch de vennootschap zelf, die controle uitoefent op een juiste executie van de stemvolmacht, noch in kwalitatieve (wordt er juist gestemd?), noch in kwantitatieve zin (wordt er wel gestemd?).

Cross-border voting blijft juridisch en praktisch bijzonder complex, duur en weinig efficiënt. Tot 1 januari 2011 konden marktpartijen reageren op een consultatie van de Europese Commissie over de verbetering van het juridisch raamwerk van het houden van en beschikken over effecten en de uitoefening van rechten verbonden aan effecten. De consultatie zal mogelijk resulteren in een 'Securities Law Directive'. Het streven van de Europese Commissie is om de 'ultimate account holder' gelijke rechten te geven als degene die juridisch eigenaar van effecten is. De intermediair die de rekening van de *ultimate account holder* administreert, 'onder aan' de keten van intermediairs, zou daarvoor zorg moeten dragen.¹⁶ Hoewel er wel het nodige op te merken is over het consultatiedocument waren de hoofdlijnen hoopgevend. Het is echter van groot belang dat in een richtlijnvoorstel expliciet wordt opgenomen dat effectenintermediairs alleen op uitdrukkelijke instructie van de uiteindelijke belegger mogen stemmen. De introductie van een zogenoemde '*broker vote rule*', waarbij effectenintermediairs naar eigen inzicht kunnen stemmen wanneer de uiteindelijke belegger niet geïnteresseerd is in het uitoefenen van het stemrecht, lijkt mij dan ook niet wenselijk.¹⁷

De Monitoring Commissie constateert dat institutionele beleggers veelal voorafgaand aan de AVA hun stem hebben uitgebracht en dat de stemuitslag daarmee vaak van tevoren vaststaat. De Monitoring Commissie ziet kennelijk nog een functie van de algemene vergadering als forum voor overleg, maar moet tegelijkertijd constateren dat de dialoog met aandeelhouders zich veelal heeft verplaatst naar momenten buiten de vergadering. Aldus komt de zinvolheid van de fysieke vergadering voor de wils- en besluitvorming van de algemene vergadering als orgaan steeds verder onder druk te staan. Het is dan ook hoog tijd dat ook Nederlandse beursvennootschappen de mogelijkheid krijgen om een virtuele aandeelhoudersvergadering (hierna: Virtual General Meeting (VGM)) te organiseren.

15 Rapport Monitoring Commissie Corporate Governance Code, december 2010, p. 57.

16 Zie het desbetreffende consultatiedossier: <http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/securities_en.htm>.

17 Met mij: Eumedion Beleidsplan 2011, par. 2.3.1.

Ad 4. Recht op inlichtingen

In de ASMI-beschikking wijst de Hoge Raad erop dat de wet bepaalt dat het bestuur en de raad van commissarissen (RvC) gehouden zijn, behoudens zwaarwichtige redenen, om aan de AVA alle verlangde inlichtingen te verschaffen. De Hoge Raad overweegt dat voorts iedere aandeelhouder ter vergadering zelfstandig het recht heeft om vragen te stellen – ongeacht of deze betrekking hebben op de punten die op de agenda zijn vermeld – en dat de vennootschap die vragen dient te beantwoorden. Daarbij wordt verwezen naar de per 1 juli 2010 geïmplementeerde Richtlijn aandeelhoudersrechten (2007/36/EG), die iedere aandeelhouder het recht geeft om vragen te stellen met betrekking tot punten op de agenda van de algemene vergadering. De Nederlandse regeling is in dat opzicht ruimer.

De Hoge Raad overweegt dat het recht op nadere inlichtingen een recht is van de AVA ‘als orgaan van de vennootschap, verleend met het oog op vennootschappelijke rekening en verantwoording’.¹⁸ Gelet op de literatuur¹⁹ mag er evenwel van worden uitgegaan dat iedere individuele aandeelhouder recht heeft op de door hem gewenste inlichtingen, maar dat de Hoge Raad heeft willen benadrukken dat dit recht alleen kan worden uitgeoefend wanneer de AVA als orgaan ter vergadering bijeenkomt. Dit neemt niet weg dat de vennootschap de gebruikelijke bilaterale gesprekken kan voeren met aandeelhouders (zogenoemde *one-on-one’s*). De aandeelhouder kan echter in een dergelijk gesprek niet zijn wettelijke recht op inlichtingen uitoefenen.

Ad 5. Opkomst en representativiteit

Het aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen is bij de Nederlandse vennootschappen waarvan de aandelen zijn opgenomen in de AEX-index in 2010 gestegen tot bijna 50 procent. De participatiegraad van aandeelhouders bij de besluitvorming in de AVA behoudt daarmee een stijgende trend. Ten tijde van het schrijven van deze bijdrage is het AVA-seizoen 2011 nog bezig. De verwachting is dat de participatiegraad wederom zal stijgen, nu bewaarbanken als gevolg van de verplichting voor beursvennootschappen tot hantering van een registratiedatum het predicaat ‘blocking market’ voor Nederland zullen opheffen. De verwachting is

18 Zie r.o. 4.6.

19 Zie A.G. van Solinge, Vergaderorde, in: Problemen rondom de algemene vergadering, serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 45, Deventer: Kluwer 1994, p. 45, Asser-Maeijer III, nr. 256, Van der Grinten 1992, nr. 203.1 en H.M. Vletter-van Dort, Gelijke behandeling van beleggers bij informatieverstrekking (diss. Utrecht), Deventer: Kluwer 2001. Anders: Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 64. Winter stelt dat de inlichtingen slechts dienen te worden gegeven indien de vergadering hier in vereiste meerderheid toe besluit. Ik ben het hier niet mee eens. De vennootschapsrechtelijke democratie zou er in zijn zienswijze wel heel armoedig uitzien wanneer iedere aandeelhouder voor een informatieverzoek een voorafgaand fiat van de vergadering nodig zou hebben. Juist voor minderheidsaandeelhouders is informatieverstrekking een belangrijk recht. Als zij hierbij afhankelijk zijn van de instemming van de meerderheidsaandeelhouder, wordt hun het recht op informatie bij onthouding van de instemming feitelijk ontnomen. Zie in dit verband ook HR 1 maart 2002, NJB 2002, p. 672-673 (Zwagerman). In de praktijk gaat dit ook anders. Indien het informatieverzoek geen heikele kwestie betreft (zoals concurrentie- of koersgevoelige onderwerpen) wordt de gevraagde informatie veelal zonder voorafgaande stemming van de AVA gegeven.

Tabel 1 *Gemiddelde opkomst op AVA in % geplaatst kapitaal (bron: Eumedion)*

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
AEX-vennootschappen	33,3	36,4	42,5	47,5	47,9	49,9
AMX-vennootschappen	35,9	38,6	40,0	45,0	46,4	45,7

dat mede hierdoor het gemiddeld aantal uitgebrachte stemmen op de Nederlandse AVA's de komende jaren nog kan stijgen tot ongeveer 70 procent van het stemmentotaal.²⁰

Representatief is de fysieke vergadering helaas geenszins. Het overgrote deel van de fysiek aanwezigen zijn (oud-)werknemers, gepensioneerde of andere retail-beleggers. Uit onderzoek blijkt dat deze groep slechts gemiddeld 11 procent van het aandelenkapitaal in handen heeft.²¹ De andere categorieën van beleggers zijn in veel mindere mate fysiek aanwezig op de AVA. Beperkingen in tijd, plaats en kosten verhinderen veelal een fysieke aanwezigheid. Ook hierin kan een VGM oplossing bieden.

Bij een VGM vindt er géén fysieke vergadering meer plaats, maar wordt vergaderd en gestemd via internet.²² Vennootschappen kunnen met het uitgaan van de oproeping voor de AVA een persoonlijke inlogcode mee (laten) sturen. Alle aandeelhouders kunnen met deze inlogcode toegang krijgen tot een zwaarbeveiligd VGM-platform waarop de AVA plaatsvindt. Op het VGM-platform kunnen zij vervolgens kennismaken van agenda, jaarrekening, bestuursvoorstellen en andere vergaderstukken. Ook kan het bestuur het beleid presenteren door videopresentaties te posten. Daarnaast bestaat er op het AVA-platform een discussieforum/bulletinboard. Via het discussieforum kunnen aandeelhouders elkaar uitstekend informeren, waardoor de informatieverschaffing aan aandeelhouders sterk kan verbeteren. Het discussieforum biedt aandeelhouders tevens de gelegenheid om vragen te stellen aan het bestuur of de RvC. Wanneer veel aandeelhouders omtrent hetzelfde onderwerp vragen stellen aan het bestuur, kan het bestuur al deze vragen in één statement proberen te beantwoorden. Het is van groot belang dat het discussieforum is opgedeeld per agenda- of discussiepunt om een overzichtelijk geheel van vragen en antwoorden te waarborgen. De overzichtelijkheid kan worden vergroot door toezicht te houden op het discussieforum en opmerkingen naar de juiste subcategorie van vragen te verplaatsen. Zo kan een constructieve dialoog ontstaan tussen betrokkenen, die veel zou kunnen bijdragen

20 Broadridge/Perspexo, A perspective on proxy voting in the Netherlands: A Broadridge contribution to Stemmend Nederland, Broadridge 2009.

21 Federation of European Securities Exchanges.

22 Zie uitgebreider over de VGM A. van der Krans, De virtuele aandeelhoudersvergadering (diss. Utrecht), Uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 64, Deventer: Kluwer 2009, hoofdstuk 1 en A. van der Krans, De virtuele aandeelhoudersvergadering, Ondernemingsrecht 2007-7, p. 277-281.

aan de meningsvorming door aandeelhouders over de voorgestelde besluitvorming. Het handhaven van de orde op het discussieforum kan uiterst effectief gebeuren door onfatsoenlijke bijdragen niet langer weer te geven op het discussieforum en degene die de opmerking heeft geplaatst zijn spreekrecht te ontnemen. Nadat aandeelhouders een beslissing over hun stemgedrag hebben genomen, kunnen zij deze stem in het virtuele stemlokaal uitbrengen. Na afloop van de stemperiode wordt door de voorzitter van de vergadering het resultaat van de stemming bekendgemaakt, waarna de vergadering officieel gesloten kan worden. Alle betrokkenen binnen de vennootschap, waar ter wereld zij zich ook bevinden, kunnen op betrekkelijk goedkope wijze deelnemen aan de vergadering. Zij hoeven zich bovendien niet allemaal op hetzelfde moment achter een computer te bevinden, daar een VGM ook enkele dagen zou kunnen duren. De drempels voor het deelnemen aan de AVA worden verlaagd, wat kan leiden tot een groei van de representativiteit en participatie van aandeelhouders bij de besluitvorming van de vennootschap. Door de lage kosten van het distribueren van informatie op het VGM-platform kan het informatieaanbod stijgen en kan de informatieasymmetrie afnemen. Daarnaast biedt het discussieforum aandeelhouders mogelijkheden om elkaar van informatie te voorzien en zich indien nodig te verenigen. Door een VGM krijgen aandeelhouders geen nieuwe rechten. Een VGM stelt aandeelhouders wel in staat om beter geïnformeerd en op een meer evenwichtige wijze hun bestaande rechten uit te oefenen. Door een meer evenwichtige uitoefening van de rechten kan het antagonisme verminderen en kan de VGM, naast *face-to-face*-contact op *investor relationmeetings*, een platform zijn voor een constructieve dialoog tussen aandeelhouders en bestuurders.

Het organiseren van een VGM is naar geldend recht in Nederland helaas nog niet mogelijk. In een toenemend aantal landen (onder andere Denemarken en een aantal Amerikaanse staten, waaronder Delaware) is dit wel het geval. De VGM is geen oplossing voor het infrastructurele probleem van het grensoverschrijdend stemmen. Niettemin biedt de VGM een goed antidotum voor een aantal operationele problemen dat kleeft aan het fysieke aspect van de aandeelhoudersvergadering.²³

Ad 6. Ordehandhaving

Van het recht om het woord te voeren wordt door sommige aandeelhouders veelvuldig en langdurig gebruik gemaakt. Dit kan een goede gang van zaken belemmeren of zelfs de orde verstoren. Voor een goede gang van zaken in de vergadering is de functie van de voorzitter essentieel. De voorzitter stelt de agendapunten aan de orde, hij verleent het woord, hij bepaalt wanneer een onderwerp voldoende is beraadslaagd en wanneer het voorstel in stemming kan worden gebracht, en hij stelt de uitslag van die stemming vast. Binnen de grenzen van de redelijkheid kan de voorzitter de spreektijd van aandeelhouders beperken. Aan een aandeelhouder die de regels van de vergadering niet in acht neemt of de goede orde verstoort, kan hij het woord ontnemen en eventueel zelfs de toegang tot de vergadering ont-

23 Zie uitgebreid Van der Krans 2009.

zeggen.²⁴ De voorzitter is hierbij gebonden aan zijn plicht te handelen als een goed voorzitter betaamt. Tevens is hij beperkt door het gegeven dat de door het onredelijke gedrag van de voorzitter beïnvloede besluiten vernietigbaar kunnen zijn. Het verdient dan ook aanbeveling de voorzitter statutair enkele handreikingen te geven, waarbij de voorzitter de vrijheid wordt gelaten te handelen naar zijn eigen inzicht.²⁵

Ad 7. Cohesie economisch belang en juridische zeggenschap

Hoewel *securities lending* en het daarmee mogelijk gemaakte *empty voting* in potentie een bedreiging zouden kunnen zijn voor de *corporate democracy* heeft dit vooralsnog niet geleid tot misstanden.²⁶ Daarnaast hebben veel institutionele beleggers maatregelen in hun *securities lending*-overeenkomsten opgenomen die het hun mogelijk maken om de aandelen terug te halen indien zij reden hebben om aan te nemen dat een partij aandelen inleent om de uitkomst van de aandeelhoudersvergadering te beïnvloeden. *Empty voting* is een doorkruising van de proportionaliteitsgedachte: de zeggenschap die aan een aandelenbelang in een beursgenoteerde vennootschap is verbonden, zou proportioneel moeten zijn met de kapitaalbreng op het aandelenpakket. Dit veel bredere principe ligt wel onder vuur. De mogelijkheid tot ontkoppeling van het juridische eigendom van het economische belang (en vice versa) is niet een puur theoretische mogelijkheid. Synthetische constructies zijn in een aantal gevallen aangewend om de stemming in de algemene vergadering te beïnvloeden dan wel om vennootschappen te ‘verrassen’ en hen en de andere aandeelhouders voor voldongen feiten te plaatsen.²⁷ Dergelijke synthetische constructies zijn niet transparant en daarmee onwenselijk.²⁸ Het zou voor aandeelhouders onmogelijk moeten zijn om een groot (indirect/verborgen) belang in een onderneming te houden, zonder dat de onderneming daarvan op de hoogte is.

3 Nieuwe bedreigingen voor de *corporate democracy*

Gezien het bovenstaande lijkt de *corporate democracy* zich positief te ontwikkelen. Echter, twee ontwikkelingen binnen de *investment community* zijn een nieuw en veel groter gevaar voor de *corporate democracy*. De eerste ontwikkeling is het volledig geautomatiseerd handelen, dat wil zeggen het handelen zonder menselijk tus-

24 Zie A.G. van Solinge, Vergaderorde, in: R.J.C. van Helden e.a. (red.), Problemen rondom de algemene vergadering, Deventer: Kluwer 1994, p. 44.

25 Zie A.G.G. Klaassen, Handreikingen voor de voorzitter tot beperking van het spreekrecht van aandeelhouders, Ondernemingsrecht 2011-2, p. 66-76.

26 Aldus J.W. Winter op het congres ‘Empty voting en de uitoefening van het stemrecht in beursvennootschappen’, 26 juni 2008 te Amsterdam en Raaijmakers 2007, p. 36 en 56.

27 De bekendste gevallen zijn de overnamestrijd tussen Schaeffler KG en Continental AG, Porsche vs. Volkswagen en CSX Corporation vs. TCI en 3G Capital Partners.

28 Zie in dit verband ook de recente wijziging door de Duitse toezichthouder BaFin in de Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz, waarmee de meldingsdrempels in Duitsland zijn herzien en rekening is gehouden met zowel directe economische belangen als indirecte belangen in de vorm van aandelenruil of andere derivatenovereenkomsten.

senkomen. Wiskundigen ontwikkelen handelsstrategieën waarin transacties volledig computergestuurd en met een zeer hoge frequentie worden uitgevoerd om te kunnen profiteren van minieme verschuivingen in de markt. Dit wordt het algoritmisch handelen genoemd. Aanbieders van financieel-economisch nieuws, zoals Reuters en Dow Jones Newswires, leveren marktinformatie in gestandaardiseerde nieuwsflitsen die direct in een algoritme worden ingevoerd, bijvoorbeeld de Amerikaanse werkloosheid of de omzet van Unilever. Een algoritme, of kortweg algo, berekent of een aandeel, optie of vat ruwe olie een goede investeringskans is en sluit vervolgens zelf een deal. Hoewel officiële cijfers ontbreken, wordt naar schatting 40 tot 60 procent van alle beleggingstransacties inmiddels automatisch door computers besloten.²⁹ Daarnaast wordt door middel van high frequency trading geprofiteerd van kleine verschillen in de vraag-aanbod-spread door grote volumes voor soms slechts milliseconden te houden.³⁰ Daarnaast worden derivaten, zoals equity swaps en contracts for differences gebruikt om het economisch risico van het houden van aandelen te hedgen. Dit zorgt voor een verdere ont koppeling van economisch belang en aandeelhoudersrechten. Alle bovengenoemde instrumenten verminderen de relevantie van het governance-aspect van het houden van aandelen en belemmeren de corporate democracy.

Een tweede ontwikkeling, de 'Modern Investment Theory' gecombineerd met kostenbewustzijn, versterkt deze belemmering. De Modern Investment Theory komt erop neer dat de markt/index op lange termijn niet te verslaan is en dus maar beter gevolgd kan worden. Dit leidt tot vergaande portfoliodiversificatie. Hierdoor kent een gemiddelde vennootschap steeds meer aandeelhouders, die ieder een steeds kleiner deel van de aandelen houden.³¹ Portfoliodiversificatie wordt niet alleen gedreven door de Modern Investment Theory, maar ook uit kostenbewustzijn. Achterliggende partijen zijn meer dan voorheen erop gericht de kosten van het vermogensbeheer beperkt te houden.³² Aangezien het volgen van een index veel goedkoper is dan het actief beleggen wordt er in toenemende mate voor grote pensioenfondsen passief belegd. Hierdoor houdt een belegger minder stukken in meer vennootschappen. Als gevolg van de portfoliodiversificatie wordt het voeren van een dialoog minder rendabel. De mogelijke voordelen van de dialoog komen, als gevolg van de portfoliodiversificatie, immers bij zeer veel ver-

29 Aldus Cees Vermaas, hoofd effectenhandel Europa van het internationale beursplatform NYSE Euronext, <http://vorige.nrc.nl/economie/article2310356.ece/Geautomatiseerde_beursstrijd_draait_om_milliseconden>.

30 Zie in dit verband ook het rapport van de commissie-Maas die het kortetermijnaandeelhouderschap als een van de voornaamste oorzaken van de kredietcrisis ziet: Adviescommissie Toekomst Banken, Naar herstel van vertrouwen, 2009, p. 25-27.

31 Ter illustratie. Mn Services, de asset manager voor twintig Nederlandse en Britse pensioenfondsen investeert het gedeelte van het totaal beheerd vermogen (€ 70 miljard) dat in aandelen wordt gealloceerd in bijna vierduizend verschillende vennootschappen.

32 Zie ook AFM, Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht, april 2011 en J.A. Bikker, O.W. Steenbeek & F. Toracchi, The impact of scale, complexity, and service quality on the administrative costs of pension funds: A cross-country comparison, DNB Working Paper, augustus 2010.

schillende aandeelhouders terecht. Hier speelt sterk het freerider-probleem,³³ wat zou kunnen resulteren in rationele apathie. Tegelijkertijd heeft diversificatie ook vanuit vennootschapszijde een negatieve invloed. Immers, waarom zou een vennootschap die is opgenomen in een index überhaupt een gesprek aangaan of toezeggingen doen aan investeerders? De investeerder die passief belegt, kan immers lastig aandelen verkopen of bijkopen. In beide gevallen wijkt de investeerder af van de index en worden dus de kosten van het vermogensbeheer hoger. Deze wetenschap holt de mogelijkheden om het bestuur effectief ter verantwoording te roepen in aanzienlijke mate uit.

Betrokkenheid bij een vennootschap door te stemmen en het aangaan van een dialoog wordt door verschillende investor codes³⁴ gestimuleerd. In het voorgaande heb ik laten zien hoe recente ontwikkelingen de ratio van het aangaan van een dialoog ondergraven. Een betekenisvolle dialoog/engagement vereist per definitie een langetermijn-commitment. Dit betekent investeren voor de lange termijn, maar ook meedenken met het bestuur en zo nodig aansporen tot actie. Investeren met het oog op verantwoorde waardecreatie, waarbij ondernemingen niet alleen op strategisch en financiële criteria beoordeeld worden, maar ook op criteria voor sociale en milieu-impact, goed ondernemingsbestuur en duurzaamheid.

4 Slot

Om hiertoe te komen is een paradigma-shift bij veel investeerders/vermogensbeheerders noodzakelijk. Dit zal een lastig proces zijn, maar is essentieel voor een goede corporate democracy. Als deze paradigmaverandering niet tot stand komt, blijven er twee mogelijkheden over. De eerste is het faciliteren van aandeelhoudersactivisme en overnames als ultiem mechanisme om een vennootschap en haar bestuur te disciplineren. De tweede mogelijkheid is een nieuwe herziening van aandeelhoudersrechten. Aangezien de eerste mogelijkheid publiekelijk niet goed ligt en gepaard gaat met hoge kosten lijkt de tweede mogelijkheid, althans voorlopig, de voorkeur te krijgen. Zo wordt het agenderingsrecht ingeperkt en is een tendens zichtbaar om meer verantwoordelijkheid en rechten bij andere orga-

33 Het *freerider*-probleem kan in beperkte mate worden verkleind door als investeerders samen te werken in bijvoorbeeld Eumedion-verband of via het UN PRI Clearinghouse.

34 Zie o.a. de UK Stewardship Code en Consultatiedocument Best Practices voor Eumedion-deelnemers.

nen dan de AVA te leggen.³⁵ Dit doet afbreuk aan de aandeelhoudersrechten en zou de corporate governance aanzienlijk kunnen verslechteren. Investeerdere zullen dergelijke vooruitzichten als niet-aantrekkelijk beoordelen. Het is te hopen dat dit vooruitzicht hen sterkt in het maken van de paradigma-shift.

35 Enkele deelnemers aan deze discussie: B.F. Assink, Facetten van verantwoordelijkheid in hedendaags ondernemingsbestuur, in: Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse, Preadvises Vereniging Handelsrecht, Deventer: Kluwer 2009, p. 17-51 en E. Wymeersch, Aandeelhouders in de crisis, in: Met recht, Liber amicorum Theo Raaijmakers, Deventer: Kluwer 2009, p. 579-587. Daarnaast is het afgelopen jaren een tendens waarneembaar dat vennootschappen goed beschermd naar de beurs worden gebracht. Bij beursgang staat de AVA buitenspel en hebben het bestuur en de RvC alle vrijheid om de ondernemingsstructuur zo in te richten zoals zij wenselijk achten (nog wel onder de randvoorwaarde dat de onderneming nog aantrekkelijk genoeg blijft als beleggingsobject). Dit was het geval bij LBi (hoge drempels voor AVA om bestuurders en commissarissen te ontslaan en om benoemingsvoordrachten te doorbreken), Delta Lloyd (beschermingsstichting met ruime doelomschrijving) en TNT Express (beschermingsstichting met een ruime doelomschrijving om de calloptie op de beschermingspreferente aandelen uit te oefenen en in afwijking van de Code Tabaksblat hoge drempels voor AVA om bestuurders en commissarissen te ontslaan en om benoemingsvoordrachten te doorbreken).