

Financial Law Institute

Working Paper Series

WP 1999-9

May 1999

*Corporate Governance en
institutionele beleggers in België
en West-Europa*

Christoph VAN DER ELST

*The **Financial Law Institute** is a department within the Law School of the University of Ghent, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.*

*The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research results of different researchers within the Financial Law Institute to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.*

*For more information and a full list of available working papers, please consult the **homepage** of the Financial Law Institute at:*

<http://allserv.rug.ac.be/~ewymeers>

*Corporate Governance en
institutionele beleggers in België
en West-Europa*

Christoph VAN DER ELST

Abstract:

«Continental institutional investors are voting with their feet.» A study of the activism of Belgian institutional investors shows that anno 1993 they are not interested in influencing the policy of stock exchange listed companies. The attendancy rate at general meetings is on average 22%. New protective measures of minority shareholders do not change the policy of the Belgian institutional investors. Anecdotal evidence shows that the activism of the institutional investors in other continental European countries do not differ significantly from the Belgian situation.

Comments to the Author:

Christoph.Vanderelst@rug.ac.be

CORPORATE GOVERNANCE EN INSTITUTIONELE BELEGGERS IN BELGIË EN WEST-EUROPA

Christoph Van der Elst

Universiteit Gent

INHOUDSTAFEL

A. INLEIDING	1
B. HET BELANG VAN DE INSTITUTIONELE BELEGGERS.....	5
1. De Angelsaksische landen	5
2. Continentaal-Europese landen	6
3. Verschillen tussen de institutionele beleggers	9
C. CORPORATE GOVERNANCE CODES EN INSTITUTIONELE BELEGGERS.....	11
D. DE INSTITUTIONELE BELEGGERS EN DE ALGEMENE VERGADERING	13
1. Aanwezigheid op de AVA	13
a. België	13
b. Andere landen	15
2. Uitoefening van het stemrecht.....	17
a. België	18
b. Andere landen	21
c. Verschillen tussen de categorieën van institutionele beleggers.	25
3. Uitoefening van het vraagrecht.....	26
E. DE HOUDING VAN DE INSTITUTIONELE BELEGGERS TEN AANZIEN VAN HET BELEID VAN DE VENNOOTSCHAP: INFORMELE CONTACTEN	28
1. België	28
2. Andere landen	29
F. DE TRANSPARANTIEWETGEVING.....	30
G. DE MINDERHEISVORDERING.....	31
H. NIEUWE WETGEVINGSINITIATIEVEN	32
I. BESLUIT	33

A. INLEIDING

1. Een belangrijk deelgebied van het onderzoek over 'corporate governance' in de Angelsaksische landen spitst zich toe op de rol van de institutionele belegger in het bestuur sensu lato van de (beursgenoteerde) vennootschappen. In deze landen houden de institutionele beleggers zich actief bezig met aspecten van corporate governance.

In de Verenigde Staten zijn hoofdzakelijk de pensioenfondsen, individueel of vertegenwoordigd door de Council of Institutional Investors (C.I.I.) actief op het gebied van corporate governance. Zo gaf de publicatie door de C.I.I. van de lijst van vennootschappen die inzake "shareholder value" in het laagste deciel zitten, aanleiding tot heel wat kritiek bij de op deze lijst vermelde vennootschappen.¹ Ook de publicatie door CalPERS van de resultaten van de toetsing van de 28 richtlijnen van de raad van bestuur van General Motors op de 300 grootste Amerikaanse vennootschappen, heeft voor heel wat opschudding gezorgd.² Andere acties van de institutionele beleggers kunnen worden vermeld doch allen vertonen één gezamenlijk kenmerk: de aandacht van de Amerikaanse institutionele beleggers is gericht op "shareholder value" en "performance".

In Groot-Brittannië richten de institutionele beleggers, mede onder invloed van het "Greenbury Report"³ hun aandacht op de remuneratie van bestuurders. In de financiële pers zijn tal van voorbeelden te vinden die aantonen dat de institutionele beleggers actief het bezoldigingsbeleid opvolgen van de vennootschap waarin zij participeren⁴. Een studie van PIRC, die een aantal pensioenfondsen en fondsbeheerders vertegenwoordigt, wijst echter uit dat slechts een gering aantal

¹ AUTHERS, J., "Investor's council renews attack on Us companies", *The Financial Times*, 8 oktober 1996, 23.

² KOPPEL, H., "CalPERS announces results of governance survey", *CalPERS News Release*, Sacramento, 31 mei 1995; GEMBROWSKI, S., "Institutional Investors Take Larger Control Of Companies", *The San Diego Daily Transcript*, 17 april 1996.

³ STUDY GROUP CHAIRED BY SIR RICHARD GREENBURY, *Directors' Remuneration*, London, Gee Publishing Ltd., 17 juli 1995, 59 p.

⁴ Vooral de lange termijn vergoedingspakketten, al dan niet gekoppeld aan de prestaties staan ter discussie: TIGHE, C., "L-tip criticism at Yorkshire Water AGM", *The Financial Times*, 11 juli 1997, 28; SNODDY, R. en WIGHTON, D., "Lottery directors will keep bonuses", *The Financial Times*, 7 juni 1997, 5; LEWIS, W. en RAWSTHORN, A., "EMI plan angers leading holders", *The Financial Times*, 9 augustus 1996; CASSELL, M., "Open season on fat cats", *The Financial Times*, 6 juni 1996; LEWIS, W., "Fat cats get more cream", *The Financial Times*, 6 juli 1996; TIEMAN, R., "Approval set for Tomkins pay", *The Financial Times*, 20 juli 1996; TIEMAN, R., "A brush-fire flares in the boardroom", *The Financial Times*, 20 juli 1996; X., "Fat cats and consumers", *The Financial Times*, 27 juli 1996; MARTINSON, J. en LEWIS, W., "Utd Utils to meet investors on scheme", *The Financial Times*, 18 juli 1996; MARTINSON, J. en TIEMAN, R., "United uses proxies to win bonus vote", *The Financial Times*, 27 juli 1996; LEWIS, W., "Inspec share scheme under fire", *The Financial Times*, 12 augustus 1996; BOULTON, L., "Pay curb for water chiefs ignored", *The Financial Times*, 16 augustus 1996; LEWIS, W., "Directors' incentive schemes at odds with investors", *The Financial Times*, 6 augustus 1996; DYER, G. en LEWIS, W., "Shareholders concerned by Simpson pay package", *The Financial Times*, 28 augustus 1996; LEWIS, W., "GEC may face revolt on Simpson", *The Financial Times*, 29 augustus 1996; GRAY, B. "Tall order for a fat cat", *The Financial Times*, 31 augustus 1996; TIEMAN, R., "GEC amends head's incentives", *The Financial Times*, 3 september 1996; TIEMAN, R., "Weinstock attacks corporate standards", *The Financial Times*, 7 september 1996.

De problematiek van bezoldigingen kreeg de bijzondere aandacht van het 'Hampel committee' (COMMITTEE ON CORPORATE GOVERNANCE, *Final Report*, London, January 1998, 32-39).

vennootschappen de verloning van hun bestuurders reeds aan de richtlijnen van het "Greenbury Report" hebben aangepast⁵.

Dit aspect van corporate governance is in Groot-Brittannië uitgegroeid tot een politiek thema⁶. Door deze politieke interventie zal de invloed van de institutionele beleggers in de toekomst minder eenduidig waar te nemen zijn.

Ook in een aantal Continentaal-Europese landen groeit de aandacht voor dit aspect van corporate governance⁷.

2. Op het Europese vasteland spitst het corporate governance debat⁸ zich nog voornamelijk⁹ toe op andere aspecten.

In *Nederland* wordt vooral aandacht besteed aan het nut en de toelaatbaarheid van beschermingsmaatregelen (o.a. de financieringsprefs, het belang van de administratiekantoren), de rol de positie en de invloed van de kapitaalverschaffers, het structuurregime en aan het coöptatiestelsel bij de raden van commissarissen.¹⁰

Het onderzoek in *Duitsland* spitst zich toe op de invloed van de banken op de

⁵ BURT, T., "Code on executive pay 'often ignored'", *The Financial Times*, 16 oktober 1996, 8.

⁶ Zie bv. WIGHTON, D., "Labour party backs curb on executive pay", *The Financial Times*, 1 oktober 1996, 9.

⁷ Zie bv. de aanbevelingen van de C.B.F. die de vennootschappen bijkomende informatie wil laten publiceren inzake de regels en procedures voor de vaststelling van de bezoldiging. zie o.m. ook VAN EMPTEN, J. en ELEWAUT, G., "CBF wil af van geheimdoenerij rond bestuurdersvergoedingen", *De Financieel-Economische Tijd*, 18 oktober 1996, 1; JACK, A., "A French revolution in pay disclosure", *The Financial Times*, 16 april 1996, 14; MÜNCHAU, W., "Workholders with equal weight", *The Financial Times*, 25 oktober 1996, 12; X., "Nederlandse aandeelhouders moeten meer inspraak krijgen", *De Financieel-Economische Tijd*, 31 oktober 1996, 10.

⁸ Voor een algemene bespreking zie CORNELIS, L. en FRANCOIS, A., "De doorwerking van komende Europese regelgeving in het vennootschapsrecht", *R.W.*, 1995-96, 1180-1192; VINCKE, F., "Een eerste poging om 'corporate governance' toe te passen op Belgische vennootschappen", *T.R.V.*, 1995, 41-49; VINCKE, F., "The Corporate Governance Debate in Belgium", in *Comparative Corporate Governance*, Berlijn, de Gruyter, 1997, 119-150; CENTRE FOR EUROPEAN POLICY STUDIES, *Corporate Governance in Europe*, Brussel, juni 1995, 58 p. en DEMINOR, *Deminor Survey on European Corporate Governance*, Brussel, oktober 1996, 9 p.

⁹ Zie echter BT., N., "La bourse de Paris lance un comité des investisseurs institutionnels", *Les Echos*, 9 juli 1996; HILL, A., "A rattle grows louder at Italy's boardroom doors", *The Financial Times*, 24 juni 1996; DAVIDSON, H., "The radical face of continental investors", *World Equity*, July-August 1995, 11-13. Deze evolutie is deels te verklaren door het volgen van de Europese institutionele beleggers van het Amerikaanse corporate governance activisme (X, "Beleggers VS eisen stemrecht op", *Het Financieele Dagblad*, 6 mei 1996; VALUET, J.-P., "Fonds de pension américains : incidences de leur politique d'actionnariat sur les sociétés françaises", *Joly Bourse*, Janvier-Février 1996, 5-12).

¹⁰ COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, *Corporate Governance in Nederland*, Amsterdam, 28 oktober 1996, 40 p.; COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, *Aanbevelingen inzake Corporate Governance in Nederland*, Amsterdam, 25 juni 1997, 48 p.; MEEUS, D., "Corporate governance in Nederland: Het Rapport Peters, een aanzet tot verandering?", *V&F*, 1997, 145-158; MOERLAND, P.W., "Beschermingsmaatregelen: quo vadis?", *E.S.B.*, 5 juli 1995, 624-634; FRIJNS, J.M.G., MENSONIDES, J. en SCHREURS, R.J., "Institutionele beleggers en corporate governance", *N.V.*, 1995, 267; MOERLAND, P.W., "Een vraagstuk dat verder reikt dan de beurs-nv", *Financieele Dagblad*, 16 maart 1996; X, "Ex-Aegon-bestuurder leidt nationaal debat corporate governance", *Financieele Dagblad*, 15 maart 1996; X., "VEB in geweer tegen bescherming financieringsprefs", *Financieele Dagblad*, 15 maart 1996.¹¹ De Ausichtsrat van de 30 grootste vennootschappen uit de DAX-index bestond in 1992 uit 292 leden. De banken hadden hiervan 98 leden en 13 voorzitters aangeduid (HANSEN, "Die Zusammensetzung von aufsichtsräten der Dax-Gesellschaften und die Aufwirkungen auf ihre Effizienz", *Die Aktien Gesellschaft*, 1994, R 403). Voor een andere vergelijking, zie SCHNEIDERLENNE, E., "Corporate Control in Germany", *Oxford Review of Economic Policy*, 1992/3, 11-23.

beursgenoteerde vennootschappen¹¹ en op de effectiviteit van de paritaire representatie.^{12 13}

De oprichting van auditcomités, remuneratie- en nominatiecomités¹⁴ en de aanduiding van onafhankelijke bestuurders¹⁵ zijn aan de orde in *Frankrijk*.¹⁶ Het hele 'gouvernement d'entreprise' gebeuren spitste zich tot voor kort toe op de oprichting en aanstelling van deze comités en bestuurders. Hierdoor verdween het doel van een dergelijk comité op de achtergrond¹⁷. De voorstellen van senator Marini hebben gepoogd hierin verandering te brengen¹⁸. Een van de 103 voorstellen van Marini verplicht de instellingen voor collectieve beleggingen hun stemrechten uit te

-
- ¹² BAUMS, T., "Banks and Corporate Control in Germany", in *Corporate Control and Accountability*, MCCAHERY, J., PICCIOTTO, S. en SCOTT, C. (eds.), Oxford, Clarendon Press, 267-287; BAUMS, T., "Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?", *Die Aktien Gesellschaft*, 1996, 11-26; HOPT, K., "Corporate Governance und deutsche Universalbanken", in *Corporate Governance: Optimierung der Unternehmensführung und der Unternehmenskontrolle im deutschen und amerikanischen Aktienrecht*, FEDDERSEN, D, HOMMELHOFF, P. en SCHNEIDER, O.H. (eds.), Köln, Verlag Dr. Otto Schmidt KG, 1996, 243-263; MOERLAND, P.W., "Veranderende oriëntaties op het toezicht op ondernemingen", *Financieele Dagblad*, 20 maart 1996; X, "Anglo-German attitudes", *The Financial Times*, 9 april 1996; zie ook FISHER, A., "Allianz chief forecasts big changes in German banking", *The Financial Times*, 30 juli 1996; MÜNCHAU, W., "German executives discover a nice little extra", *The Financial Times*, 24 april 1996.
- ¹³ Ook aandelenopties en het begrip "shareholder value" komen ter sprake: RILEY, B., "Shareholder value revives in Germany's Graveyard", *The Financial Times*, 20 november 1996, 17; X., "The Lex Column: Europe in focus", *The Financial Times*, 28 oktober 1996, 18; MÜNCHAU, W., "Workholders with equal weight", *The Financial Times*, 25 oktober 1996, 12; FISHER, B., "Reorganisation in the wind", *The Financial Times*, 21 oktober 1996; X., "Duitse bedrijven werken aan inspraak aandeelhouders", *De Financieel-Economische Tijd*, 16 juli 1996; FISHER, A., "Allianz chief forecasts big changes in German banking", *The Financial Times*, 30 juli 1996; X., "Allianz awakes", *The Financial Times*, 30 juli 1996; LINDEMANN, M., "KHD rescue puts supervisory boards under scrutiny", *The Financial Times*, 7 juni 1996; X., "German holding hold-up", *The Financial Times*, 5 augustus 1996; X., "SdK fordert mehr Pflichten für den Aufsichtsrat", *Börsen Zeitung*, 13 augustus 1996; ASCARELLI, S., "Union Investment Gradually Stirs Shareholder Activism in Germany", *Wall Street Journal*, 13 augustus 1996.
- ¹⁴ Zoals in Lyonnaise des Eaux (JACK, A., "Water Music", *The Financial Times*, 2 februari 1996, 10), Pechiney (RIDDING, J., "Rodier set on loosening bonds of French Capitalism", *The Financial Times*, 15 november 1995, 21) en Alcatel (HENISSE, P., "Tentatives diverses dans les entreprises françaises", *Les Echos*, 30 januari 1996). Een aantal grote beursgenoteerde vennootschappen richtten ook "shareholder committees" op: Eurotunnel, Air Liquide (1986), Total (1990), Elf Aquitaine (1990), Rhone Poulenc (1990), Société Générale (1988), ... (JACK, A., "A question of trust", *The Financial Times*, 29 december 1995, 8).
- ¹⁵ HENISSE, P., "tentatives diverses dans les entreprises françaises", *Les Echos*, 30 januari 1996.
- ¹⁶ De buitenlandse institutionele beleggers stellen ook de kruisparticipaties en "noyaux durs" in vraag: DUPUY, H. en THIERY, N., "'L'opération vérité des fonds d'investissement", *La Tribune Desfossés*, 12 juni 1995, 20-21; MARIETTE, D. en MENGUY, C., "Capitalisme à la française: Les (tout) petits pas de la transparence", *La Tribune Desfossés*, 16 februari 1996, 16-25; SULLIVAN, A. en KAMM, T., "Continental Swift: Elf Aquitaine's Chief Illustrates the Changes In Europe's Executives", *Wall Street Journal*, 11 april 1996.
- ¹⁷ HENISSE, P., "Selon KPMG, le gouvernement des entreprises marque le pas en France", *Les Echos*, 9 juli 1997; LE SOLLEU, G., "Les comités d'audit ont un rôle et une responsabilité limités", *La Tribune*, 22 november 1996; G.L.S., "Des missions à définir plus clairement", *La Tribune*, 22 november 1996; CAUSSAIN, J.-J. en RICHARD, B., "Les conditions juridiques d'une approche française", *L'Expansion Management Review*, juni 1995, 62-66; J.B., "Gouvernement d'entreprise: les grands groupes récusent une intervention législative", *Les Echos*, 4 juni 1996; X, "Le comité d'audit se généralise", *La Tribune*, 16 februari 1996.
- ¹⁸ Voorstel nr. 47 wil een aantal van de bevoegdheden van de raad van bestuur overdragen aan de gespecialiseerde comités. X., "Modernisation du droit des sociétés. Quelles sont les mesures proposées pour renforcer les fonds propres, améliorer la qualité de l'information financière et réduire les abus de biens sociaux (Rapport Marini)?", *Bulletin Comptable et Financier*, oktober 1996.

oefenen¹⁹: "...il est souhaitable d'aller plus loin et d'imposer législativement l'obligation d'exercice du droit de vote, conformément aux intérêts fiduciaires des porteurs de parts, tant pour les Opcvm existants que pour d'éventuels fonds de pension lorsque ceux-ci sont créés. En outre, il serait utile que les gérants expriment publiquement leurs votes et donnent à ce sujet toutes les explications requises par leurs clients"²⁰. Daarnaast staat de problematiek van de "abus de biens sociaux" in de belangstelling.²¹

In België heeft men, naast de veelbesproken codes²², vooral aandacht voor de liquiditeit van de beurs, de werking van het marktsysteem²³, de rol van de portefeuillemaatschappijen²⁴ en de overnamewetgeving²⁵.

3. Dit artikel gaat na wat het belang van de institutionele beleggers is in een aantal West-Europese landen. Vervolgens wordt de invloed van corporate governance codes op de houding van institutionele beleggers geanalyseerd. De gegevens inzake de participatie van de institutionele beleggers aan de algemene vergadering van aandeelhouders (AVA) verruimt het inzicht in de wijze van het uitoefenen van het stem- en vraagrecht. Ook door informele contacten bereiken de institutionele beleggers hun doelstellingen. Enkele van deze contacten worden in deze bijdrage toelicht. Tot slot besteedt dit artikel aandacht aan de transparantiewetgeving, de minderheidsvordering en nieuwe wetgevingsinitiatieven.

Voor België wordt gebruik gemaakt van de enquête over de AVA²⁶ en data afkomstig uit een kleinere enquête van het Instituut Financieel Recht (1993) waarbij een aantal Belgische verzekeringsondernemingen, pensioenfondsen en instellingen voor collectieve beleggingen (icb's) werden aangeschreven²⁷. In totaal hebben 20 verzekeringsondernemingen, 15 pensioenfondsen en 8 icb's deelgenomen aan het onderzoek.

¹⁹ LE MASSON, T. en RAMADIER, S., "Un projet de loi pour moderniser le droit des sociétés avant la fin de l'année", *Les Echos*, 11 september 1996.

²⁰ MARINI, *La modernisation du droit des sociétés*, Paris, La Documentation Française, 1996, 95. Voor een commentaar op deze bepaling, zie MANIN, F., "L'obligation de vote de l'Opcvm et du fonds de pension", *Banque&Droit*, maart-april 1997, nr. 52, 17-24.

²¹ STEINBERG, N., "La 'garantie mutuelle' des actionnaires", *Les Echos*, 18 november 1996 en X., "Modernisation du droit des sociétés. Quelles sont les mesures proposées pour renforcer les fonds propres, améliorer la qualité de l'information financière et réduire les abus de biens sociaux (Rapport Marini)?", *Bulletin Comptable et Financier*, oktober 1996.

²² Zie bv. E. WYMEERSCH, "De Belgische initiatieven inzake corporate governance", in *Corporate Governance - Het Belgische Perspectief*, Instituut voor Bestuurders (ed.), Antwerpen, Intersentia, 1998, 55-86.

²³ DENDOOVEN, P., "Brusselse beurs moet rol van verankeraar bedrijven herwinnen", *De Financieel-Economische Tijd*, 9 augustus 1996 en PDD, "Beurs dient uit machtsgreep holdings te geraken", *De Financieel-Economische Tijd*, 9 augustus 1996. Een ander aspect van corporate governance dat momenteel in vraag wordt gesteld in België is het belang van het auditcomité (DE SAMBLANX, M., "Auditcomités en corporate governance", *Studies IBR*, n° 3, 1995, 7-96; VANEMPTEN, J., "Onafhankelijk auditcomité als garantie voor deugdelijk bestuur", *De Financieel-Economische Tijd*, 12 maart 1996).

²⁴ RIJNEN, H., "Holdings als oplapmiddel voor te weinig ontwikkelde beurs", *De Financieel-Economische Tijd*, 6 april 1996, ToP, "Holdings hebben dan toch hun nut", *De Financieel-Economische Tijd*, 2 mei 1996.

²⁵ Vooral na het overnambod van BBL door ING en van de Generale Bank door Fortis.

²⁶ WYMEERSCH, E. en VAN DER ELST, C., "De werking van de algemene vergadering van aandeelhouders in de Belgische beursgenoteerde vennootschappen: een empirisch onderzoek", *T.B.H.*, 1997, 72-92.

²⁷ Vragenlijst, zie bijlage.

B. HET BELANG VAN DE INSTITUTIONELE BELEGGERS

1. De Angelsaksische landen

4. De omvang²⁸ van de aandelenportefeuilles van de institutionele beleggers verschilt sterk van land tot land en van bron tot bron²⁹.

Volgens bepaalde bronnen bezitten de institutionele beleggers tussen de 65% en de 75% van de aandelen van de Britse beursgenoteerde vennootschappen en net geen 50% van de Amerikaanse vennootschappen³⁰. Andere gegevens duiden op een belang van 60% voor de Britse en 37% voor de Amerikaanse institutionele beleggers (tabel 1). De sterke groei van de aandelenportefeuille van de institutionele beleggers³¹ gaat samen met een grotere bereidheid om in te grijpen in het beleid van de beursgenoteerde vennootschappen.

Tabel 1 : aandeelhouderstructuur in Groot-Brittannië (december 1994)³², Canada (december 1994)³³ en de Verenigde Staten (1995)³⁴

	Canada	V.S.	G.B.
particulieren*	15	51,2	20,3
banken	7	2,7	0,4
institutionele beleggers	38	33,2 ³⁵	59,8

²⁸ De ontwikkeling van de aandeelhouderstructuur wordt in het kader van deze bijdrage niet onderzocht. Voor een uitstekende analyse over de ontwikkeling van de aandeelhouderstructuur in de Verenigde Staten en in Duitsland, zie: ROE, M., "German "Populism" and the Large Public Corporation", in *European Economic and Business Law*, BUXBAUM, R.H., HERTIG, G., HIRSCH, A. en HOPT, K. (eds.), Berlijn, de Gruyter, 1996, 241-260 en ROE, M., "Political and legal restraints on ownership and control of public companies", *Journal of Financial Economics*, 1990, 7-41.

²⁹ Cf. noot 45.

³⁰ MALLIN, C., "The Voting Framework: A Comparative Study of Voting Behavior of Institutional Investors in the U.S. and the U.K.", *International Review of Corporate Governance*, 1996, 107.

³¹ Voor de evolutie de aandelenportefeuille van de Britse institutionele beleggers, zie: BRISTON, R. en DOBBINS, R., *The Growth and Impact of Institutional Investors*, London, The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 1978, 215 p. en DAVIES, P., "Institutional Investors as Corporate Monitors in the UK", in *Comparative Corporate Governance*, HOPT, K. en WYMEERSCH, E. (ed.), Berlijn, de Gruyter, 1997, 51.

³² CENTRAL STATISTICAL OFFICE, *Share Ownership*, London, HMSO, 1995, 8; zie ook DAVIES, P., "Institutional Investors as Corporate Monitors in the UK", in *Comparative Corporate Governance*, HOPT, K. en WYMEERSCH, E. (ed.), Berlijn, de Gruyter, 1997, 51.

³³ THE INTERNATIONAL TASK FORCE ON CORPORATE GOVERNANCE, *Who Holds the Reins?*, London, International Capital Markets Group, 1995, p. 77.

³⁴ COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, *Aanbevelingen inzake Corporate Governance in Nederland*, Amsterdam, 25 juni 1997, 42.

³⁵ De data weergegeven in tabel 1 onderschatten het belang van de institutionele beleggers in de V.S. in belangrijke mate doordat de non-profit sector opgenomen is bij de particulieren. Het Brancato-report vermeldt dat de institutionele beleggers eind 1992 46,8% van de totale beurskapitalisatie van de Amerikaanse beursgenoteerde vennootschappen in handen hebben. Zie MALLIN, C., "The Voting Framework: A Comparative Study of Voting Behavior of Institutional Investors in the U.S. and the U.K.", *International Review of Corporate Governance*, 1996, 109; zie ook HELIAS, S., *Le retour de l'actionnaire*, Paris, Gualino, 1996, 98. Mogelijks werd het aandelenkapitaal van de publieke pensioenfondsen ondergebracht bij de overheid. Zo schatte de New York Stock Exchange het aandelenkapitaal van de publieke pensioenfondsen in 1995 op 8,2% (COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, *Aanbevelingen Corporate Governance in Nederland*, Amsterdam, 25 juni 1997, 42).

overheid	1	8,2	0,8
vennootschappen	14	-	1,1
buitenland	25	4,3	16,3
andere	0	0,5	1,3
	100	100	100

*: voor de V.S.: inclusief non-profit organisaties

5. Wegens hun steeds groeiende buitenlandse aandelenportefeuille is de invloed van de Angelsaksische institutionele beleggers ook merkbaar in Continentaal Europa³⁶. Drie recente voorbeelden kunnen dit illustreren.

De Britse pensioenfondsen West Castle Nominees en Constables Nominees daagden het Nederlandse Center Parcs voor de rechtbank omdat zij van oordeel waren dat bij de overname van de vennootschap de minderheidsaandeelhouders werden benadeeld. De rechter verplichtte Center Parcs inzage te verlenen in de notulen van de vergaderingen van de raad van bestuur om na te gaan of de minderheidsaandeelhouders opzettelijk verkeerd werden ingelicht.³⁷

Enkele institutionele beleggers dwongen Olivetti een vergadering te beleggen om de communicatie tussen de aandeelhouders te verbeteren³⁸. Hun "stem" heeft aanleiding gegeven tot de aanstelling van één door de institutionele beleggers aangewezen onafhankelijke bestuurder.³⁹

CalPERS heeft voor de vennootschappen uit verschillende Europese landen richtlijnen uitgewerkt waaraan de vennootschappen zich moeten houden.⁴⁰

2. Continentaal-Europese landen

6. Uit tabel 2 leiden we af dat alleen in Zweden de institutionele beleggers een even belangrijk aandelenpakket bezitten als de institutionele beleggers in de Angelsaksische landen. Ongeveer 45% van het aandelenkapitaal van de Zweedse beursgenoteerde vennootschappen is in handen van institutionele beleggers⁴¹. Indien daarenboven ook een deel van de aandelen die zich in buitenlandse handen bevinden, in de aandelenportefeuille van buitenlandse institutionele beleggers zitten, houden de institutionele beleggers ook hier de meerderheid van het aandelenkapitaal in de Zweedse beursgenoteerde vennootschappen.

In vergelijking met de andere landen spelen de financiële instellingen een grote rol in de Duitse vennootschappen⁴². De cijfers onderschatten de impact van de banken aangezien de kredietinstellingen voornamelijk via de uitoefening van

³⁶ Zie bv. voor de aandelenportefeuille van CalPERS in Groot-Brittannië en Frankrijk, MORSE, L., "Shareholders sharpen claws", *The Financial Times: Accessing U.S. capital markets*, 2 mei 1997, IV.

³⁷ X, "Center Parcs moet inzage geven in notulen", *De Financieel-Economische Tijd*, 12 oktober 1996, 13.

³⁸ CANE, A., "Olivetti holds surprise meeting with investors", *The Financial Times*, 30 augustus 1996, 11.

³⁹ GRAHAM, R., "Olivetti names four to board", *The Financial Times*, 19-20 oktober 1996, 24; X., "The Lex Column: Olivetti", *The Financial Times*, 21 oktober 1996, 18.

⁴⁰ Voor een bespreking zie CalPERS, *Corporate Governance Market Principles, France*, 17 maart 1997, <http://www.calpers.ca.gov/invest/corpgov/cgfrance.htm> en CalPERS, *Corporate Governance Market Principles, The United Kingdom*, 17 maart 1997, <http://www.calpers.ca.gov/invest/corpgov/cguk.htm>.

⁴¹ Volgens bepaalde bronnen zou het totale aandelenbezit van institutionele beleggers in Zweden inmiddels ver boven de 50% uitstijgen (HALLVARSSON, M. MALMBERG, F. en THULIN, G., *Bolagsstämmer i svenska neterade bolag 1995 och 1996*, Stockholm, Hallvarsson & Halvarsson, 1997, 65 p.

⁴² Er bestaat nog geen informatie over de gevolgen van de recente wetswijziging (Kontrag) op uitbrengen van de stemrechten door banken.

"Vollmachtstimmrechten" invloed kunnen uitoefenen op de grootste⁴³ Duitse beursgenoteerde vennootschappen⁴⁴. Een onderzoek bij 24 grote Duitse beursgenoteerde vennootschappen met een dispers aandeelhoudersschap wijst uit dat op de algemene vergadering in 1992 de banken gemiddeld 84,09% van de stemrechten uitoefenden. Slechts op 4 algemene vergaderingen hadden de Duitse kredietinstellingen niet de meerderheid van de stemrechten.⁴⁵

Italië kent nog steeds een aantal beursgenoteerde overheidsondernemingen. Dit verklaart het aandelenpercentage in handen van de overheid. De privatisering van een aantal van deze vennootschappen zal aanleiding geven tot een daling van dit percentage⁴⁶. Het typische kenmerk van de familiale controlestructuren komt tot uiting in het cijfer van het aandelenbezit van de particulieren. Met 32%⁴⁷ van het aandelenkapitaal van de Italiaanse vennootschappen in hun handen - de grootste particuliere aandelenconcentratie in Europa - vormen de gezinnen de belangrijkste groep aandeelhouders.

Tabel 2 : aandeelhouderstructuur⁴⁸ in Duitsland (1995), Zweden (1992), Italië (1993), Noorwegen (1992), Frankrijk (1995) en Nederland (1995)

	Duitsland ⁴⁹	Zweden ⁵⁰	Italië ⁵¹
particulieren ⁵²	14,6	16	32,2 ⁵³

⁴³ Zoals Siemens, Bayer, BASF, Volkswagen, Hoechst,...

⁴⁴ Voor een analyse van de invloed van de "Vollmachtstimmrechten" van de kredietinstellingen, zie BAUMS, T., "Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?", *Die AktienGesellschaft*, 1996/1, 11-26 en HOPT, K., "Corporate Governance und deutsche Universalbanken", in *Corporate Governance: Optimierung der Unternehmensführung und der Unternehmenskontrolle im deutschen und amerikanischen Aktienrecht*, FEDDERSEN, D., HOMMELHOFF, P. en SCHNEIDER, O.H. (eds.), Köln, Verlag Dr. Otto Schmidt KG, 1996, 243-263.

⁴⁵ BAUMS, T. en FRAUNE, C., "Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine Empirische Untersuchung", *Die AktienGesellschaft*, 1995, 103.

⁴⁶ Zie o.m. de recente privatisering van Eni en Banco di Napoli, LANE, D., "Big demand for shares in Italy's Eni sell-off", *The Financial Times*, 28 oktober 1996, 1; X., "Success of ENI Sale Renews Italy's Drive to Sell STET", *International Herald Tribune*, 28 oktober 1996, 13 en AP, "Bidders for Banco di Napoli Are Give Nov. 18 Deadline", *Wall Street Journal*, 16 oktober 1996.

⁴⁷ Dit cijfer overschat het aandeel van de gezinnen aangezien niet-gedeclareerde participaties werden opgenomen bij deze categorie.

⁴⁸ Over een aantal landen bestaan meerdere cijfergegevens die onderling verschillen: zie bv. voor Nederland: MOERLAND schat het aandeel van de institutionele beleggers op ongeveer 10% (P.W., "Structuur aandeelhouderschap een van de dominante factoren", *Financieele Dagblad*, 19 maart 1996); een andere bron duidt 16,7 % aan voor de institutionele beleggers (STICHTING MAATSCHAPPIJ EN ONDERNEMING, 'Corporate Governance' in Nederland, april 1996, 28), terwijl de COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE het aandelenbezit van institutionele beleggers raamt op 20,4%. Voor de V.S. zie supra noot 34.

⁴⁹ DEUTSCHE BUNDESBANK, "Shares as financing and investment instruments", *Monthly Report*, januari 1997, 29.

⁵⁰ ISAKSSON, M. en SKOG, R., "Corporate Governance in Swedish Listed Companies", in *Institutional Investors and Corporate Governance*, BAUMS, T., BUXBAUM, R. en HOPT, K. (ed.), Berlijn, de Gruyter, 1994, p. 289. Voor Zweden zijn inmiddels mer recente cijfers ter beschikking. Evenwel wijkt de methodologische indeling van dit cijfermateriaal sterk af van deze in bovenstaande tabel. de belangrijkste verschuiving zou zich hebben voorgedaan bij de buitenlandse aandeelhouders die in 1995 ongeveer 30% van het totale aandelenbezit van Zweedse beursgenoteerde vennootschappen zouden in handen hebben (OECD, *Etudes Economiques de l'OCDE: Suède*, Parijs, 1997, 185.

⁵¹ BARCA, F., *On corporate governance in Italy: Issues, Facts and Agenda*, s.l., 1995, Table 1.

⁵² Duitsland : inclusief non-profit organisaties.

banken ⁵⁴	10,3	7	10,9
institutionele beleggers	20,0	45	3
overheid	4,3	0	28
vennootschappen	42,1	20	21,6
buitenland	8,7	12	4,3
andere	0	0	0
	100	100	100

	Nederland ⁵⁵	Frankrijk ⁵⁶	Noorwegen ⁵⁷
particulieren	22	21	11,1
banken	0,7	6,5	0,7
institutionele beleggers	20,4	22,5	15,6
overheid	0	5	21,7
vennootschappen	11,1	15	21
buitenland	39,3	30	28,9
andere ⁵⁸	6,5	0	1,0
	100	100	100

⁵³ Hierin zijn tevens de niet-geïdentificeerde aandeelhouders begrepen, waaronder waarschijnlijk een aantal institutionele beleggers.

⁵⁴ Zweden: andere instellingen.

⁵⁵ GELAUFF, G.M.M. en DEN BROEDER, C., *Governance of Stakeholder relationships*, Den Haag, Centraal Planbureau, 1996, 55 en COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, *Corporate Governance in Nederland*, Amsterdam, 28 oktober 1996, 37.

⁵⁶ Extrapolatie van de gegevens uit de enquêtes uitgevoerd in opdracht van de Banque de France: CHOCRON, M. en MARCHAND, L., "La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres", *Bulletin de la Banque de France, (supplément études)*, 1er Trimestre 1995, 123-147; CHOCRON, M. en MARCHAND, L., "La clientèle des principaux établissement dépositaires de titres aux troisième et quatrième trimestres de 1994 et sur l'ensemble de l'année 1994", *Bulletin de la Banque de France*, juin 1995, 107-148. Aangezien het een extrapolatie betreft dienen de gegevens met de nodige voorzichtigheid te worden geïnterpreteerd. Een andere berekening op basis de gegevens van het Rapport Salustro-Evolution de la place financière de Paris dans la perspective de l'instauration de la monnaie unique (*J.O.*, 23 januari 1996, 91 en geciteerd in HELIAS, S., *Le retour de l'actionnaire*, Paris, Gualino, 1996, 39) geeft volgende resultaten (de cijfers hebben echter betrekking op 1992):

particulieren	34,02%
banken	6,15%
institutionele beleggers	18,95%
overheid	0,20%
vennootschappen	21,24%
buitenland	19,44%

Gegevens opgenomen in een verslag van de Deutsche Bundesbank vermelden volgende aandeelhoudersstructuur (DEUTSCHE BUNDESBANK, *l.c.*, 29):

particulieren	19,4%
banken	4,0%
institutionele beleggers	4,0%
overheid	3,4%
vennootschappen	58,0%
buitenland	11,2%

⁵⁷ VAN HULLE, C., "Corporate Governance: een overzicht van disciplineringsmechanismen en empirische evidentie", *Tijdschrift voor Economie en Management*, 1996/1, 117.

⁵⁸ Voor Nederland bestaan onduidelijkheden over het aandelenbezit van de vennootschappen en de particulieren.

In Nederland is de buitenlandse invloed overheersend. Bijna 40% van de aandelen van de beursgenoteerde vennootschappen bevinden zich in handen van buitenlandse aandeelhouders. Het belang van de institutionele beleggers komt niet volledig tot uiting. Buitenlandse institutionele beleggers houden immers aanzienlijke portefeuilles in de grootste beursgenoteerde Nederlandse vennootschappen. Zo had BT Pension Scheme op 31 december 1995 ongeveer 15 mrd. BEF aandelen van Royal Dutch/Shell en 5,5 mrd. BEF aandelen van Unilever in portefeuille.⁵⁹

De structuur van het aandeelhouderschap van de Noorse vennootschappen kan niet in één van bovenstaande modellen gesitueerd worden. Verschillende aandeelhoudersgroepen houden elkaar in evenwicht. Zoals in Italië heeft de Noorse overheid een aanzienlijk belang in de beursgenoteerde vennootschappen.

7. Zoals in Nederland en Noorwegen is ook in België de invloed van de buitenlandse aandeelhouders aanzienlijk (tabel 3). De cijfers onderschatten de invloed van de natuurlijke personen. België kent immers een typische structuur van portefeuillemaatschappijen waarin vaak natuurlijke personen of families de beslissingsbevoegdheid bezitten⁶⁰. Door een cascadesysteem van tussenholdings kan onvoldoende rekening worden gehouden met deze controleuitoefening en geeft de tabel tevens een vertekend beeld over het belang van de vennootschappen als aandeelhouders.

Tabel 3: aandeelhouderstructuur in België (1997)⁶¹

	België
particulieren	8,05
banken	1,00
institutionele beleggers ⁶²	16,72
overheid	3,35
vennootschappen ⁶³	48,18
buitenland ⁶⁴	22,70
	100

3. Verschillen tussen de institutionele beleggers

⁵⁹ BT PENSION SCHEME, *Annual Report and Accounts 1995*, 24. Dit stemde overeen met ongeveer 0,74% van de beurskapitalisatie van Royal Dutch/Shell en 0,85% van de beurskapitalisatie van Unilever.

⁶⁰ Bv. Voor de overname van Sun International bezat Famfinance N.V. 11,2% en Faminvest N.V. 43,6% van de aandelen. Beide N.V.'s worden gecontroleerd door de familie Vanmoerkerke (*Jaarverslag Sun International*, 1994-95, 42).

⁶¹ VAN DER ELST, C., "Aandeelhouderschap en aandeelhoudersstructuren in de Belgische beursgenoteerde vennootschappen en in een Europees perspectief", in *Corporate Governance - Het Belgische Perspectief*, Instituut voor Bestuurders, Antwerpen, Intersentia, 1998, 124.

⁶² BERTRAND, L. (Ackermans en van Haaren) beweert dat meer dan 50% van de Belgische aandelen in handen is van institutionele beleggers. Zie PHu, "Belgische bedrijven gaan verloren, het een na het ander", *De Financieel-Economische Tijd*, 19 april 1996).

⁶³ Voornamelijk portefeuillemaatschappijen.

⁶⁴ De indirecte buitenlandse invloed is aanzienlijk hoger, zie VAN WATERSCHOOT, J., "Aandeelhouderschap transparanter dan je denkt", *Financiële Berichten BBL*, maart 1996, 4-7.

8. Zoals hoger reeds uiteengezet verschillen de portefeuilles van de institutionele beleggers aanzienlijk in de verschillende landen (tabel 4). De percentages vermeldt in tabel 4 dienen met de nodige voorzichtigheid gehanteerd te worden, aangezien geen cijfers ter beschikking zijn over de buitenlandse institutionele beleggers. Uit onderzoek is gebleken dat institutionele beleggers, met uitzondering van de Amerikaanse, bijna nooit hun stemrechten in het buitenland uitoefenen⁶⁵.

De belangrijkste institutionele beleggers zijn de verzekeringsondernemingen. In Groot-Brittannië, Duitsland, België en Noorwegen bezit deze categorie de grootste aandelenportefeuille in vergelijking met de andere categorieën institutionele beleggers. Zoals verder zal blijken, betekent dit niet automatisch dat in deze landen de verzekeringsondernemingen actief deelnemen in het debat over corporate governance.

Tabel 4: aandeel van de beurskapitalisatie in handen van de institutionele beleggers in de V.S.⁶⁶, Groot-Brittannië⁶⁷, Nederland⁶⁸, Noorwegen⁶⁹, België⁷⁰, Duitsland⁷¹, Frankrijk⁷² en Italië⁷³.

	V.S.	G.B.	Nederland	Noorwegen
Verzekeringsondernemingen ⁷⁴	6,1	21,9	} 20,4	9,4
private pensioenfondsen	14	} 27,8		
publieke pensioenfondsen	8,2			
icb's ⁷⁵	13,1	6,8	1,1	3,9
banken ⁷⁶	2,7	0,4	0,8	0,7
andere financiële instellingen ⁷⁷	0	3,3	-	0,2
TOTAAL	44,1	60,2	22,3	16,3
	België	Italië	Duitsland	Frankrijk ⁷⁸

⁶⁵ Cf. infra nr. 32.

⁶⁶ COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, *Corporate Governance in Nederland*, Amsterdam, 28 oktober 1996, 37.

⁶⁷ Zie noot 32.

⁶⁸ COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, *Aanbevelingen inzake Corporate Governance in Nederland*, Amsterdam, 25 juni 1997, 42.

⁶⁹ Zie noot 57.

⁷⁰ Eigen berekeningen.

⁷¹ Zie noot 49.

⁷² Zie noot 56.

⁷³ Zie noot 51.

⁷⁴ V.S.: life and other insurance companies; Noorwegen: life and other insurance companies.

⁷⁵ V.S.: Mutual funds and closed-end funds; G.B.: Unit trusts.

⁷⁶ V.S.: Bank personal trusts.

⁷⁷ Noorwegen: Bond issuing mortgage companies.

⁷⁸ Overeenkomstig de berekeningen zoals voorgesteld in noot 55, werden volgende resultaten bekomen (1992):

verzekeringsondernemingen	7,48%
icb's	9,64%
pensioenfondsen	1,82%

Verzekeringsondernemingen	8,20	0,8 ⁷⁹	12,4	} 9,7
private pensioenfondsen	} 1,16	-	-	
publieke pensioenfondsen		-	-	-
icb's ⁸⁰	7,36	2,2	7,6	12,7
banken	1,00	10,9	10,3	6,5
andere financiële instellingen	-	-	-	-
TOTAAL ⁸¹	17,72	13,9	30,3	28,9

In Frankrijk, België en Duitsland bezitten de icb's aanzienlijke portefeuilles. Naar de toekomst toe kunnen dan ook meer tussenkomsten van icb's aangaande governance worden verwacht.⁸²

De portefeuilles van de pensioenfondsen blijven vaak onduidelijk. De pensioenvoorzieningen worden in de betrokken landen op verschillende wijze beheerd. In Nederland zijn de vennootschappen op grond van de Wet Melding Zeggenschap⁸³ niet verplicht wijzigingen ten gevolge van de uitgifte van nieuwe aandelen aan te geven⁸⁴. Dit maakt de gegevens voor Nederland onbetrouwbaar.

Enkel in Italië, Duitsland en in mindere mate in Frankrijk hebben de kredietinstellingen een omvangrijke aandelenportefeuille.

C. CORPORATE GOVERNANCE CODES EN INSTITUTIONELE BELEGGERS

9. Sinds enkele jaren is de invloed van de institutionele beleggers niet alleen waar te nemen op het bestuur van de Angelsaksische vennootschappen, doch ook - zij het in mindere mate - op het bestuur van Continentaal-Europese vennootschappen. De ontwikkeling van allerhande codes, principes en guidelines is hier zeker niet vreemd aan.

In december 1991 beval de Institutional Shareholders' Committee de institutionele beleggers aan om op een positieve wijze gebruik te maken van hun stemrechten en zo nodig ook tegenstemmen uit te brengen⁸⁵. Deze aanbeveling werd

	banken	6,15%
	TOTAAL	25,10%
79	Dit cijfer onderschat het werkelijk percentage doordat de niet gemelde portefeuilles werden opgenomen bij de particulieren.	
80	Duitsland: Investmentfondsen; Italië: unit trust systeem; Frankrijk: O.P.C.V.M.'s.	
81	Dubbelstellingen kunnen voortvloeien uit de investeringen van de pensioenfondsen en de verzekeringsondernemingen in de icb's.	
82	Indien de wettelijke reglementering de icb's toelaat om actief aan het corporate governance debat deel te nemen. Voor en bespreking zie, VAN DER ELST, C., "Verbodsbepalingen: artikel 126 Wet 4 december 1990", <i>Comm. Fin. Recht</i> , Antwerpen, Kluwer, september 1998, losbladig.	
83	Wet van 29 november 1996, <i>Staatsblad</i> , 1996, nr. 629. Voor een bespreking dienaangaande zie, PERRICK, S., "De nieuwe Wet melding zeggenschap", <i>T.V.V.S.</i> , 1997, 97-100; X., "De belangrijkste wijzigingen", <i>Financieele Dagblad</i> , 31 mei 1997.	
84	X., "STE dringt aan op wijziging melding aandeelhouders", <i>Financieele Dagblad</i> , 12 juni 1996. Zie ook VESTERGAARD, R., "De WMZ en de prijs van transparantie", <i>Financieele Dagblad</i> , 17 oktober 1996; X., "Bestandsvervuiling blijft grootste manco WMZ", <i>Financieele Dagblad</i> , 31 mei 1997.	
85	INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS' COMMITTEE, <i>The Responsibilities of Institutional Shareholders in the UK</i> , London, december 1991, 2.	

overgenomen in het Cadbury Report⁸⁶. Ook het Greenbury Report en het Hampel Report dringen, zij het indirect, aan op de uitoefening van de stemrechten op de AVA⁸⁷. Feitenmateriaal over de invloed van deze codes op het gedrag van de institutionele beleggers is nog niet gepubliceerd⁸⁸. Er zijn wel aanwijzingen dat sinds het begin van dit decennium de institutionele beleggers vaker hun stemrechten uitbrengen aangaande de voorstellen van de raad van bestuur.⁸⁹ Eén unit trust wil zijn investeringsbeslissingen laten afhangen van de wijze waarop een beursgenoteerde vennootschap de aanbevelingen van het rapport *Tomorrow's Company* van de Royal Society of Arts opvolgt.⁹⁰

De ontwikkeling van deze gedragscodes hebben de Britse institutionele beleggers aangezet tot het creëren van eigen richtlijnen.

De Institute of Chartered Secretaries & Administrators, hierin gesteund door de National Association of Pension Funds, the Association of British Insurers en ProShare, heeft 24 aanbevelingen geformuleerd om de AVA opnieuw het belangrijkste communicatiekanaal van de vennootschap te maken⁹¹.

De National Association of Pension Funds heeft de 300 grootste beursgenoteerde vennootschappen aangeschreven met de eis alle bestuurders regelmatig te laten (her)kiezen⁹².

Railpen Investments, Shroder Investment Management, Phillips & Drew Fund Management, Standard Life, ... hanteren eigen corporate governance richtlijnen⁹³.

Het jaarverslag van BT Pension Fund bevat een aantal "voting principals" en geeft informatie over een aantal acties die tegen Britse vennootschappen werden ondernomen⁹⁴. Met 6 vennootschappen werd contact opgenomen en in 4 van deze vennootschappen had de tussenkomst van het pensioenfonds een wijziging van het beleid tot gevolg.

10. De ontwikkeling van richtlijnen voor en/of door institutionele beleggers is in Continentaal Europa nog niet (expliciet) vast te stellen. Het "Vienot rapport"⁹⁵ is stilzwijgend inzake het belang en de houding van de institutionele beleggers⁹⁶. Het

⁸⁶ COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE, *The Financial Aspects of Corporate Governance*, London, december 1992, 50 p.

⁸⁷ "3.4. The investor institutions should use their power and influence to ensure the implementation of best practice as set out in the Code" en "5.30. If Shareholders do have concerns about the directors' remuneration, they have the options of speaking at the AGM ...". STUDY GROUP CHAIRED BY SIR RICHARD GREENBURY, *o.c.*, 19 en 32. "Institutional shareholders have a responsibility to make considered use of their voting rights.... The wording does not make voting mandatory, i.e. abstention remains an option; but these shareholders should, as a matter of practice, make considered use of their votes." COMMITTEE ON CORPORATE GOVERNANCE, *Final Report*, London, January 1998, 2.14.

⁸⁸ Voor een studie over de wijze waarop de Britse beursgenoteerde vennootschappen de "Cadbury Code" volgen zie BELCHER, A., "Compliance with the Cadbury Code and the reporting of corporate governance", *The Company Lawyer*, 1996, 11-17.

⁸⁹ STAPLEDON, G.P., "Exercise of Voting Rights by Institutional Shareholders in the UK", *International Review of Corporate Governance*, 1995/3, 151.

⁹⁰ X., "The Lex Column: Corporate Governance", *The Financial Times*, 19 november 1996, 15.

⁹¹ LEWIS, W., "Investor group asks directors to face re-election", *The Financial Times*, 25 september 1996, 11.

⁹² LEWIS, W., "Investor group asks directors to face re-election", *The Financial Times*, 25 september 1996, 11.

⁹³ Zie o.a. het jaarverslag 1995 van BT Pension Fund en LEWIS, W., "Inspector with a public profile", *The Financial Times*, 6 mei 1996, 19.

⁹⁴ BT PENSION SCHEME, *Annual Report and Accounts 1995*, 30.

⁹⁵ AFEP-CNPF, *Le conseil d'administration des sociétés cotées*, Parijs, juli 1995, 24 p.

⁹⁶ Behoudens de noodzaak pensioenfondsen op te starten AFEP-CNPF, *o.c.*, 17.

tussentijds verslag van de Commissie "Santens"⁹⁷, de aanbevelingen van de C.B.F., het V.B.O. of de Commissie Corporate Governance⁹⁸ bevatten evenmin bepalingen m.b.t. de institutionele beleggers. Het recente Nederlandse rapport "Peters" roept de institutionele beleggers enkel op om op de AVA van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen van 1998 actief aan het debat over corporate governance deel te nemen.⁹⁹ Uit verschillende berichten is af te leiden dat pensioenfondsen zich actief hebben opgesteld op een aantal algemene vergaderingen.¹⁰⁰

Er zijn steeds nadrukkelijker aanwijzingen die wijzen op een meer actieve opstelling van de Continentaal-Europese institutionele beleggers. Het ondertussen naar de achtergrond verwezen rapport "Marini" dringt bij de wetgever aan de pensioenfondsen te verplichten hun stemrechten uit te brengen¹⁰¹. In Nederland bestaat een "code of conduct" opgesteld in samenspraak tussen de Vereniging Effectenbescherming en een twintigtal institutionele beleggers¹⁰². Het deontologisch reglement van de Association Française des Fonds et Sociétés d'Investissement et de Gestion d'Actifs Financiers (ASFFI) dringt bij zijn leden aan om hun stemrechten uit te brengen¹⁰³. In België hebben een aantal institutionele beleggers Déminor gemandateerd de stemrechten verbonden aan de effecten in portefeuille uit te oefenen op de algemene vergadering.¹⁰⁴

D. DE INSTITUTIONELE BELEGGERS EN DE ALGEMENE VERGADERING

1. Aanwezigheid op de AVA

a. België

11. De aanwezigheid van institutionele beleggers op de AVA heeft verschillende redenen waarvan de belangrijkste hierna meer uitgebreid worden behandeld. De AVA kan worden gebruikt als bron van informatie t.v.v. de institutionele beleggers. Zij hebben tevens de mogelijkheid ten aanzien van de kwestieuze themata een tegenstem uit te brengen en hun ongenoegen te vertolken. Tot slot schenkt de AVA

⁹⁷ CONSULTATIECOMMISSIE VAN HET CORPORATE GOVERNANCE PROJECT, *Tussentijds verslag*, Leuven, 6 november 1995, 20 p.

⁹⁸ Zie inzake de codes, WYMEERSCH, E., "Corporate Governance: Belgische aanbevelingen", *Bank Fin.*, 1998, 99 e.v.

⁹⁹ COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, *o.c.*, 21.

¹⁰⁰ BUIJS, D.C., "Corporate governance, een tussenbericht over aandelen en certificaten, pensioenfondsen en structuurregime", *T.V.V.S.*, 1998, 135.

¹⁰¹ JACK, A., "French company law report calls for radical reforms", *The Financial Times*, 11 september 1996, 1.

¹⁰² G., "De code of conduct voor Nederlandse institutionele beleggers", *De Naamloze Vennootschap*, maart 1993, 65; BRINK, M., "Een codecommissie voor de aandeelhoudersethiek", *Financieele Dagblad*, 16 oktober 1996.

¹⁰³ Association Française des Fonds et Sociétés d'Investissement et de Gestion d'Actifs Financiers, *Règlement de Déontologie des OPCVM*, Paris, avril 1996, 5.

¹⁰⁴ GHISLAIN, N., "Deminor et Petercam vont faire voter les SICAV aux assemblées générales", *L'Echo*, 12 september 1997; TOP, "Institutionele aandeelhouder laat eindelijk zijn stem horen", *De Financieel-Economische Tijd*, 12 september 1997 en X., "Deminor stemt voor VKG", *De Financieel-Economische Tijd*, 10 april 1998, 7.

de institutionele beleggers de mogelijkheid vragen te stellen over specifieke thema's. Dit laatste instrument kan als een bijkomende informatiebron worden gebruikt en als instrument om het ongenoegen te uiten.

12. De aanwezigheid van Belgische institutionele beleggers op de AVA kan niet worden ontkend (tabel 5). De gegevens uit de enquête over de AVA¹⁰⁵ tonen aan dat verzekeringsinstellingen aanwezig zijn op 2/3 van de AVA's van de grootste Belgische beursgenoteerde vennootschappen.

De pensioenfondsen nemen voornamelijk deel aan de AVA van de grootste beursgenoteerde vennootschappen terwijl de instellingen voor collectieve beleggingen aanwezig zijn zowel in grote als in kleine beursgenoteerde vennootschappen.

Ook kredietinstellingen nemen vaak deel aan de AVA, hoewel hun aandelenportefeuille eerder gering is en voornamelijk wordt bepaald door enkele meerderheidsbelangen.

De buitenlandse institutionele beleggers zijn slechts in beperkte mate aanwezig op de AVA, behoudens bij de categorie van de grootste beursgenoteerde vennootschappen. Op de AVA van deze laatste categorie waren de buitenlandse institutionele beleggers op iets minder dan de helft van de vergaderingen aanwezig of hadden zij een vertegenwoordiger afgevaardigd.

Tabel 5. Aanwezigheid van institutionele beleggers op de AVA¹⁰⁶

	aantal participanten enquête	Verzeke- ringsonder- nemingen	icb's	pensioen- fondsen
kapitalisatie				
<1 mrd.	12	1	3	1
1-2 mrd.	13	2	2	1
2-5 mrd	10	2	4	1
5-10 mrd.	7	4	1	
10-25 mrd.	4	1		1
25-50 mrd	4	2	3	3
>50 mrd.	15	10	3	5
aanwezig		21	13	11
totaal steekproef	65	65	65	65
% aantal AVA aanwezig		32,31%	20,00%	16,92%

	aantal participanten enquête	krediet- instell.	buitenl. instit. beleggers
kapitalisatie			
<1 mrd.	12	1	
1-2 mrd.	13	2	1
2-5 mrd	10	3	
5-10 mrd.	7	2	
10-25 mrd.	4	1	1
25-50 mrd	4	3	1

¹⁰⁵ WYMEERSCH, E. en VAN DER ELST, C., *l.c.*, 78.

¹⁰⁶ WYMEERSCH, E. en VAN DER ELST, C., *l.c.*, 78.

>50 mrd.	15	6	7
aanwezig		17	10
totaal steekproef	65	65	65
% aantal AVA aanwezig		26,15%	15,38%

13. De enquête bij de institutionele beleggers verduidelijkt dat een aanwezigheid op de AVA met als enig doel het inwinnen van informatie aangevoeld wordt als tijdverlies aangezien op een dergelijke bijeenkomst - volgens het oordeel van de institutionele beleggers - geen interessante inlichtingen worden verstrekt. Een enkele verzekeringsonderneming verbiedt uitdrukkelijk de deelname aan de AVA.

Een aantal beursgenoteerde vennootschappen formuleren analoge opmerkingen. De kwaliteit en de omvang van de informatie is dusdanig dat de aandeelhouders geen behoefte voelen de AVA bij te wonen.¹⁰⁷

Uit de enquête over de AVA volgt dat 80% van de vennootschappen van oordeel zijn dat zij de AVA zien als een uitgelezen communicatie-instrument met ofwel de aandeelhouders ofwel de buitenwereld. Een onderzoek in Frankrijk door de COB kwam tot dezelfde bevindingen¹⁰⁸: "Les assemblées générales constituent également un moment important dans la communication des sociétés cotées avec leurs actionnaires individuels, ce dont témoignent les efforts fournis par les sociétés cotées pour en réduire le formalisme et en faire un lieu de dialogue." Nader onderzoek moet derhalve uitwijzen of deze houding t.a.v. de AVA tot gevolg heeft dat de AVA wordt gebruikt om enkel algemene inlichtingen en resultaten te publiceren waardoor de interesse van de institutionele beleggers voor de AVA afneemt.

14. De geënquêteerde institutionele beleggers wendden bij voorkeur gegevens van financiële analisten en zelfs de financiële pers aan als informatiebron. De enquête over de AVA bevestigt deze vaststelling aangezien een aantal beursgenoteerde vennootschappen melding maken van de aanwezigheid van effectenmakelaars en beursvennootschappen op hun AVA. Die beursgenoteerde vennootschappen merken dan ook op dat de kwaliteit en de hoeveelheid van de door de pers en de jaarrekeningen verspreide informatie zo groot is, dat de aandeelhouders geen behoefte hebben om naar een de AVA te komen.

Eén van de geënquêteerde institutionele beleggers merkt op dat onvoldoende kennis over de beursgenoteerde vennootschappen waarin zij participeert, een deelname aan de AVA zinloos maakt!

15. In is duidelijk een evolutie in tegenovergestelde beweging gestart. Zoals hoger reeds vermeld¹⁰⁹ heeft het Institute of Chartered Secretaries 24 aanbevelingen overgemaakt aan het Department of Trade and Industry die momenteel de procedure van de AVA bestudeert¹¹⁰. Deze aanbevelingen zijn erop gericht om de AVA opnieuw het belangrijkste communicatie-instrument te maken tussen de vennootschap en de belegger.

b. Andere landen

¹⁰⁷ WYMEERSCH, E. en VAN DER ELST, C., *l.c.*, 85.

¹⁰⁸ C.O.B., "Les relations des sociétés cotées avec leurs actionnaires", *Bulletin COB*, nr. 313, mei 1997.

¹⁰⁹ Cf. supra nr. 9.

¹¹⁰ LEWIS, W., "Investor group asks directors to face re-election", *The Financial Times*, 25 september 1996, 11.

16. ANDERSON en HERTIG hebben een onderzoek uitgevoerd over de invloed van de institutionele beleggers op de Zwitserse financiële markten.¹¹¹

Uit dit onderzoek blijkt dat de Zwitserse verzekeringsondernemingen zelf aanwezig zijn op 94% van de AVA's, de private pensioenfondsen op 35% en de openbare pensioenfondsen op 41% (tabel 6).

De Zwitserse en de Belgische enquêtes hebben echter een uiteenlopende invalshoek. In de Zwitserse enquête waren meerdere antwoorden mogelijk zodat een aantal institutionele beleggers melding maakt dat zij op sommige AVA's wel, en op andere niet aanwezig waren. Hierdoor overstijgt de sommatie 100%. Bovendien hebben de Zwitserse enquêteurs de institutionele beleggers zelf gevraagd in welke mate zij deelnemen aan de AVA van Zwitserse vennootschappen terwijl de Belgische enquête over de AVA de vraag over de aanwezigheid van institutionele beleggers aan de vennootschappen zelf richtte.

Of de mogelijks grotere participatie van institutionele beleggers aan de AVA van de Zwitserse vennootschappen kan verklaard worden aan de hand van de aandeelhouderstructuur dient nader te worden onderzocht. Een rechtstreekse vergelijking met de Belgische aandeelhouderstructuur is niet mogelijk wegens de grote discrepantie tussen het aandelenkapitaal en de eraan verbonden stemrechten in de Zwitserse vennootschappen¹¹².

Tabel 6. Aanwezigheid Zwitserse institutionele beleggers op de AVA van Zwitserse vennootschappen (meerdere antwoorden mogelijk)¹¹³

	Totaal	private pensioenf.	openbare pensioenf.	verzekerings-ondernemingen
zelf aanwezig	45 %	35 %	41 %	94 %
vertegenwoordigd	60 %	60 %	74 %	33 %
geen deelname	39 %	43 %	41 %	22 %

17. In de Britse vennootschappen stelt STAPLEDON vast dat "UK institutions, on the whole, traditionally have not attended, and still do not attend, general meetings"¹¹⁴.

Andere vergelijkbare buitenlandse gegevens zijn tot op heden schaars. Een studie van de Investor Responsibility Research Center (IRRC), geeft aan dat de Amerikaanse institutionele beleggers in 1994 in 71% van alle buitenlandse

¹¹¹ ANDERSON, M. en HERTIG, T., *Role of Institutional Investors vis-à-vis Financial Intermediaries and Public Companies*, Zürich, Schulthess Polygraphischer Verlag AG, 1993, 128 p.

¹¹² Zo bezit Stug Pension Fund met 6,6% van het kapitaal 17,3% van de stemrechten van Stug en bezit de Hasler Foundation met 20,5% van het kapitaal 54% van de stemrechten van Ascom (BANK VONTOBEL, *Swiss Stock Market: Ratio Screening & Free Float*, Zürich, oktober 1995, 13). Voor een bespreking van de specificiteit van de Zwitserse beurs op het ogenblik dat de enquête werd uitgevoerd, zie ANDERSON, M. en HERTIG, T., "Institutional Investors in Switzerland", in *Institutional Investors and Corporate Governance*, BAUMS, T., BUXBAUM, R. en HOPT, K. (eds.), Berlijn, de Gruyter, 1994, p. 495 ev.

¹¹³ ANDERSON, M. en HERTIG, T., *o.c.*, 111.

¹¹⁴ STAPLEDON, G.P., "Exercise of Voting Rights by Institutional Shareholders in the UK", *International Review of Corporate Governance*, 1995, 148.

vennootschappen stemden. In 1991 bedroeg dit cijfer slechts 24%¹¹⁵.

Nader onderzoek moet uitwijzen in welke mate de procedurale verplichtingen het uitoefenen van de stemrechten beïnvloeden. Zo kunnen in Zweden steminstructies enkel worden uitgevoerd door aandeelhoudersverenigingen, niet door de banken. Deze laatste oefenen deze taak wel uit in Duitsland.¹¹⁶ In Groot-Brittannië hebben fund managers grote problemen om tijdig de nodige steminstructies te bekomen van de institutionele beleggers. Immers behouden vele institutionele beleggers in hun overeenkomsten met de fund managers het recht om te stemmen. In de gevallen waar de uitoefening van de stemrechten gedelegeerd wordt aan de fund managers, geschiedt dit meestal onder voorbehoud van voorafgaandelijke consultatie.¹¹⁷

Vaak blijken de kosten verbonden aan de uitoefening van stemrechten prohibitief hoog te zijn.¹¹⁸

18. In meerdere landen zijn aanwijzingen voorhanden die op een heropleving van de AVA wijzen. De financiële instellingen contacteerden voor de eerste maal schriftelijk de aandeelhouders van Daimler-Benz met de vraag hoe zij hun "Depotstimmrecht" dienden uit te oefenen op de AVA van 1996¹¹⁹. De aanbevelingen van de Institute of Chartered Secretaries & Administrators toont eveneens op een nieuwe belangstelling voor de AVA¹²⁰. Volgens een studie van Deloitte & Touche hechten Franse aandeelhouders opnieuw veel belang aan de AVA, waar zij veel vragen stelden over het aandelenbezit van de bestuurders, de wijze waarop externe bestuurders hun taak uitoefenden en de toekomstige strategie van de vennootschap¹²¹.

2. Uitoefening van het stemrecht

19. Zoals hoger reeds aangehaald, brengen de Amerikaanse pensioenfondsen massaal hun stemrechten uit¹²². Na een wijziging aan de Employee Retirement Income Security Act (ERISA) hebben de pensioenfondsen niet alleen een 'fiduciary duty' om hun stemrechten in eigen land uit te oefenen maar ook in andere landen. De

¹¹⁵ COHEN, N., International Company News: US investors use foreign voting rights", *The Financial Times*, 29 november 1994.

¹¹⁶ LANNOO, K. en DAVIS, S., *Shareholder voting in Europe*, preliminary paper voorgedragen op de studiedag "Shareholder Value: Quantité négligéable", Center for European Policy Studies, Brussel, 22 november 1996, 9.

¹¹⁷ STAPLEDON, G.P., *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, Oxford, Clarendon Press, 1996, 88-91.

¹¹⁸ Volgens een onderzoek van Mellon Trust kost een proxy vote in:
Zweden: 300 \$;
Griekenland: 214 \$;
Finland: 213 \$ en
Italië: 128 \$ (waar fysieke aanwezigheid is vereist).

Deze kosten bestaan o.a. uit vertalingskosten, verzendingskosten, inzamelen van stembiljetten, ...COHEN, N., "Survey of Global Custody: The cost of making your voice heard - Voting Rights. A look at the procedures for shareholders", *The Financial Times*, 29 november 1994.

¹¹⁹ LINDEMANN, M., "Daimler chief wins showdown with angry investors", *The Financial Times*, 23 mei 1996, 16.

¹²⁰ Cf. supra nr. 15.

¹²¹ JACK, A., "French shareholders more ready to flex their muscles", *The Financial Times*, 26 juni 1997; PH.L., J., "Les assemblées générales déçoivent les attentes des actionnaires", *La Tribune*, 27 juni 1997.

¹²² Cf. supra nr. 17.

Institutional Shareholders Services (ISS) heeft Franklin Global Investor Services gemandateerd om de belangen van 300 Amerikaanse pensioenfondsen waar te nemen in 160 Franse vennootschappen¹²³. Dit mandaat strekt zich uit van het verstrekken van informatie over de geviseerde vennootschappen, over het opbouwen van een dialoog met de raad van bestuur voorafgaand aan de AVA, het participeren aan de AVA tot het nemen van de nodige maatregelen om de belangen van de institutionele beleggers te beschermen. In België is Templeton, een Amerikaanse vermogensbeheerder bezig om naast het verwerven van aanzienlijke participaties in grote beursgenoteerde vennootschappen nauwe relaties met de institutionele beleggers op te bouwen wat het corporate governance debat enkel ten goede kan komen.¹²⁴

a. België

20. De betekenis van het stemrecht in de Belgische beursgenoteerde vennootschappen moet worden gesitueerd in het kader van de structuur van het aandeelhouderschap van deze vennootschappen. In twee derde van deze vennootschappen oefenen 1 of meer grootaandeelhouders de controle uit¹²⁵, terwijl in de andere zij minstens in staat zijn een wezenlijke invloed op het beleid uit te oefenen¹²⁶. Andere aandeelhouders, waaronder de institutionele beleggers kunnen slechts een beperkte invloed uitoefenen op het verloop van de AVA en nog minder op het door de vennootschap gevoerde beleid. Deze vaststelling kan een verklaring bieden voor de huidige geringe belangstelling van de institutionele beleggers voor corporate governance problemen in de Belgische beursgenoteerde vennootschappen.

Nochtans moet het bestaan van meerderheids- of referentieaandeelhouders geen hinderpaal betekenen voor het uitbrengen van tegenstemmen. Immers houden ook institutionele beleggers in de V.S. en UK relatief beperkte aandelenpakketten¹²⁷ en slechts zelden kan een voorstel van de raad van bestuur worden weggestemd. Dit neemt niet weg dat het uitbrengen van tegenstemmen - zelfs al blijven deze stemmen een minderheid van het totale aantal uitgebrachte stemmen - een signaalfunctie kan uitoefenen op het gevoerde beleid.¹²⁸

¹²³ VALUET, J.-P., "Fonds de Pension Américaines: Incidences de leur Politique d'Actionariat sur les Sociétés Françaises", *Joly Bourse*, 1996, 8, noot 19.

¹²⁴ DM, "Templeton strekt vleugels uit over Belgische beleggingsmarkt", *De Financieel-Economische Tijd*, 18 oktober 1996, 10.

¹²⁵ VAN DER ELST, C., "Aandeelhouderschap en aandeelhoudersstructuren in de Belgische beursgenoteerde vennootschappen en in een Europees perspectief", in *Corporate Governance - Het Belgische Perspectief*, Instituut voor Bestuurders, Antwerpen, Intersentia, 1998, 134.

¹²⁶ In een aantal van de beursgenoteerde vennootschappen oefenen kredietinstellingen of verzekeringsondernemingen alleen of met andere aandeelhouders de controle uit: Generale Bank in Belgolaise, Kredietbank in Crédit Général, Royal Belge in Bernheim-Comofi en Electrafina, Fortis AG in Immobel, ABB in Gevaert.

¹²⁷ In de vennootschappen opgenomen in de FT-SE 100 hadden in 1991-92 slechts 4 grote fund managers meer dan 8% van de aandelen. In geen enkele vennootschap houden deze fund managers een belang van meer dan 34%. Zie DAVIES, P., "Institutional Investors as Corporate Monitors in the UK", in *Comparative Corporate Governance*, HOPT, K. en WYMEERSCH, E. (ed.), Berlijn, de Gruyter, 1997, 60-61.

¹²⁸ Zie bv. POZEN, R., "Institutional Investors: The Reluctant Activists", *Harvard Business Review*, Januari-februari 1994, 145-146; TIEMAN, R., "GEC amends head's incentives", *The Financial Times*, 3 september 1996, 15; MARTINSON, J. en LEWIS, W., "Utd Utils to meet investors on scheme", *The*

21. Een andere invloedrijke factor is moeilijker te situeren: vele institutionele beleggers worden rechtstreeks of onrechtstreeks gedomineerd of minstens beïnvloed door financiële groepen.

Aldus behoren de meeste icb's tot een financiële groep waartoe ook een kredietinstelling kan worden gerekend. De kredietinstelling staat in voor de verspreiding van de certificaten van de icb. De cijfers van de Europese Federatie van Beleggingsfondsen tonen aan dat de kredietinstellingen in België 77,2% van de fondsen van de icb's beheren.¹²⁹ Verder onderzoek zal moeten uitwijzen of de in verhouding tot hun aandelenbezit grote deelname aan de AVA van de kredietinstellingen o.m. een oorzaak vindt in het beheer van de instellingen voor collectieve beleggingen.

Hoewel geen cijfers beschikbaar zijn voor de pensioenfondsen is het niet denkbeeldig dat analoge beïnvloedingsmechanismen bestaan tussen deze laatste en de beheerders.

De verzekeringsondernemingen behoren ten dele tot Belgische groepen, ten dele worden zij beheerst door buitenlandse moederondernemingen; andere worden op zelfstandige wijze geleid.

22. De enquête bij de Belgische institutionele beleggers uit 1993 bracht volgende resultaten aan het licht. Geen van de geënquêteerde institutionele beleggers oefenen consequent de stemrechten uit die verbonden zijn aan de in portefeuille gehouden aandelen.

De verzekeringsondernemingen maken het meest actief gebruik van hun stemrechten: 40% van deze ondernemingen brengen in specifieke situaties hun stem uit. Rendementseisen en het aanwenden van aandelen als dekkingswaarden van de technische reserves verklaren, luidens de enquête, de passieve houding van de overige verzekeringsondernemingen.

Bij de pensioenfondsen wordt consequent geen gebruik gemaakt van de stemrechten. Slechts één fonds zou soms gebruik maken van de mogelijkheid om te stemmen. De icb's oefenen evenmin op een consequente wijze hun stemrechten uit.

De verklaring voor deze passiviteit ligt waarschijnlijk in het verlengde van de volgende hypothese. De stemkracht van de geënquêteerde institutionele beleggers verliest aan belang, gezien de grootaandeelhouders de controle in vele vennootschappen bezitten. Zowel bij de (pensioen)fondsen als bij de (meeste) verzekeringsondernemingen worden de aandelen als een zuivere financiële belegging beschouwd en als dusdanig behandeld. Een enkele verzekeringsonderneming duidt wel aan dat ingeval een duurzame relatie wordt opgebouwd, hieraan ook effectief beleidsuitoefening wordt gekoppeld.

Deze verklaring wordt bevestigd door het feit dat enkel in de grootste beursgenoteerde vennootschappen effectief tegenstemmen van de institutionele beleggers werden vastgesteld. Juist in deze groep van de grootste beursgenoteerde vennootschappen zijn er een aantal die noch "de iure" noch "de facto" over een meerderheidsaandeelhouder beschikken.

23. De studie over de werking van de AVA geeft slechts een indicatie over de

Financial Times, 18 juli 1996, 17 en LEWIS, W., "Fat cats get more cream", *The Financial Times*, 6 juli 1996, 9.

¹²⁹ De verzekeringsondernemingen nemen 18,7% voor hun rekening, de beursmakelaars 2,6%, andere 4,5%. DM, "Grootbanken domineren markt van beleggingsfondsen", *De Financieel-Economische Tijd*, 21 augustus 1996, 6.

stemrechtuitoefening van de institutionele beleggers en verder onderzoek zal moeten uitwijzen of inzake de uitoefening van de stemrechten in de Belgische beursgenoteerde vennootschappen een aan de Angelsaksische landen gelijkaardige evolutie kan worden verwacht.

De enquête over de werking van de AVA brengt aan het licht dat in 7 van de grootste beursgenoteerde vennootschappen institutionele beleggers tegenstemmen hebben uitgebracht. Ongeveer de helft van de grootste beursgenoteerde vennootschappen maakt melding van tegenstemmen uitgebracht door institutionele beleggers. In de kleinere beursgenoteerde vennootschappen stemmen voornamelijk individuele beleggers tegen. In deze categorie van vennootschappen werden geen tegenstemmen uitgebracht door institutionele beleggers. Nader onderzoek moet uitwijzen waarom institutionele beleggers geen tegenstemmen uitbrengen op de AVA van de kleinere beursgenoteerde vennootschappen.

24. Aangezien 40% van de verzekeringsondernemingen sporadisch gebruik maken van hun stemrechten, werd in de enquête de vraag gesteld welke oorzaken ten grondslag lagen aan keuze voor de uitoefening ervan. Algemeen vallen deze oorzaken onder de noemer speciale gebeurtenissen: een overnamebod door derden, de wijziging van de statuten of een kapitaalverhoging geven aanleiding tot stemrechtuitoefening. Ook een afkeurende verklaring van de commissaris-revisor, of het benadelen van de minderheidsaandeelhouders en het laten primeren van een particulier belang boven het vennootschapsbelang behoren tot de geciteerde speciale gebeurtenissen.

Tabel 7. Tegenstemmen in Belgische beursgenoteerde vennootschappen¹³⁰

	aantal participanten enquête	Institutionele beleggers	belangrijke minderheids- aandeelhouder	natuurlijke personen
Kapitalisatie				
<1 mrd.	12		1	2
1-2 mrd.	13		1	2
2-5 mrd	10		1	5
5-10 mrd.	7			1
10-25 mrd.	4			2
25-50 mrd	4			
>50 mrd.	15	7	1	8
Totaal (a)		7	4	20
venn. waar tegenstemmen voorkomen (b)		24	24	24
(a/b)%		29,17%	16,67%	83,33%

Eén pensioenfonds antwoordt praktisch. Een negatieve evolutie van de dividenduitkeringen geeft aanleiding tot een tegenstem of onthouding. De andere pensioenfondsen halen geen enkel argument aan waarom gebruik zou worden gemaakt van een onthouding of tegenstem. Dit resultaat volgt uit het feit dat de meeste pensioenfondsen niet overwegen deel te nemen aan de stemming.¹³¹

¹³⁰ WYMEERSCH, E. en VAN DER ELST, C., *l.c.*, 84.

¹³¹ Cf. supra nr. 22.

Het stemgedrag van de instellingen voor collectieve beleggingen ligt in dezelfde lijn als dit van de verzekeringsondernemingen.

Indien deze icb's gebruik zouden maken van hun stemrechten zal dit in beginsel gebeuren zonder raadpleging of overleg met hun deelnemers. Als redenen worden hiervoor opgegeven dat de concrete organisatie van het overleg moeilijk haalbaar zou zijn en dat bovendien het belang van de certificaathouder te allen tijde het primordiale belang uitmaakt zodat geen raadpleging meer nodig is. Enkel voor individuele portefeuilles worden de stemrechten uitgeoefend. Analoge praktische problemen worden ook aangetroffen bij Britse pensioenfondsen.¹³²

25. Richtlijnen over de uitoefening van stemrechten worden in beginsel niet gegeven. Een paar verzekeringsondernemingen melden dat er aanbevelingen circuleren. Een aantal verzekeringsondernemingen volgen geen onafhankelijke koers inzake beleggingen maar zijn volledig afhankelijk van het gevoerde beleid van de (buitenlandse) moeder¹³³. De enquête geeft echter geen antwoord hoe op groepsbasis de uitoefening van de stemrechten geschiedt.

Deze vaststelling is slechts verenigbaar met de verklaring dat er geen richtlijnen bestaan omtrent de uit te brengen stemmen voor zover de institutionele beleggers in de enquête aanduiden dat zij zelf het financieel beleid niet bepalen dan wel geen of een positief antwoord geven op de vraag over het bestaan van richtlijnen.

De studie van het Centre for European Policy Studies (CEPS) geeft volgende resultaten: 4 van de 16 geënquêteerde institutionele beleggers maken bij de uitoefening van de stemrechten gebruik van eigen richtlijnen en 2 van de 16 volgen de "Best Practice" richtlijnen van een nationale code, zoals deze van de Cadbury Code. 8 van de geënquêteerden evalueren elke situatie afzonderlijk.¹³⁴

b. Andere landen

26. De cijfers over het stemgedrag van de Zwitserse institutionele beleggers geven een analoog beeld. De institutionele beleggers brengen niet frequent tegenstemmen uit. De categorie die het meeste tegenstemmen uitbrengt, zijn de publieke pensioenfondsen (tabel 8).

Tabel 8. Tegenstemmen in Zwitserse beursgenoteerde vennootschappen¹³⁵

	Totaal	private pensioenf.	openbare pensioenf.	verzekerings-ondernemingen
vaak	0 %	0 %	0 %	0 %
occasioneel	16 %	14 %	23 %	11 %

¹³² Cf. supra nr. 17.

¹³³ De ondernemingen verduidelijken deze stelling op volgende wijzen: de onderneming is een 100% dochtervennootschap en voert aldus geen eigen financieel beleid, de onderneming behoort tot een grotere groep die een eigen investeringspolitiek voert, het financieel beleid wordt gecentraliseerd in de groep, ...

¹³⁴ LANNOO, K. en DAVIS, S., *Shareholder voting in Europe*, preliminary paper voorgedragen op de studiedag "Shareholder Value: Quantité négligéable", Center for European Policy Studies, Brussel, 22 november 1996, 14.

¹³⁵ ANDERSON, M. en HERTIG, T., *o.c.*, 112.

nooit 84% 86% 77% 89%

27. Het stemgedrag van de UK Pension Schemes wordt weergegeven in tabel 9. Hieruit blijkt dat 28% van de pensioenfondsen steeds hun stem uitbrengen en iets meer dan 30% van de fondsen stemmen wanneer bijzondere agendapunten worden behandeld.

Waar in 1991 in totaal 55% (1990: 53%) van de pension schemes hun stemrechten uitoefenden, is dit cijfer in 1994 tot 60% toegenomen. De categorie 'andere houding' kent een beduidende procentuele vermindering. Deze categorie bevat de pension schemes die niet op de hoogte zijn of hun fund managers hun stemrechten uitoefenen of schemes die geen beleid hebben inzake stemrechtuitoefening. De relatieve afname wijst op een grotere betrokkenheid van de fondsen in het beleid van de vennootschap waarin ze participeren.

Een recente studie van Phillip & Drew Fund Management (PDFM) wijst op een hernieuwde belangstelling van Britse pensioenfondsen om zelf de stemrechten uit te oefenen op de AVA en deze rechten niet over te laten aan de beheerders. Ongeveer 19% van de trustees van hoofdzakelijk grote pensioenfondsen oefenden in 1995 zelf de stemrechten uit, in 1994 was dit nog slechts 15% (in 1993: 21%).¹³⁶

Tabel 9. Het beleid van de UK pension schemes inzake de uitoefening van stemrechten¹³⁷

	1991	1992	1993	1994
uitoefening indien mogelijk	21%	26%	26%	28%
uitoefening in geval van betwiste voorstellen	34%	34%	31%	32%
geen uitoefening	24%	22%	24%	21%
andere houding	21%	18%	19%	19%

28. Niet alle materies zijn voor de Britse institutionele beleggers even belangrijk. DAVIES deelt de belangrijkste interventie-onderwerpen in 3 categorieën in¹³⁸:

a) de aantasting van de rechten van de aandeelhouders: hierin zitten de problemen rond voorkeurrechten, aandelen zonder stemrechten, inkoop van eigen aandelen, ...¹³⁹;

b) de structuur en de samenstelling van de raad van bestuur;

c) de remuneratie van de bestuurders.

29. Een studie van de beheerders van de Franse instellingen voor collectieve beleggingen toont aan dat in 1994 nog maar 30% hun stemrechten hebben uitgeoefend. 95% van de institutionele beleggers die hun stemrechten hebben

¹³⁶ GAPPER, J., "More pension funds opt to switch managers", *The Financial Times*, 21 augustus 1996.

¹³⁷ STAPLEDON, G.P., *l.c.*, 150.

¹³⁸ DAVIES, P., "Institutional Investors as Corporate Monitors in the UK", in *Comparative Corporate Governance*, HOPT, K. en WYMEERSCH, E. (ed.), Berlijn, de Gruyter, 1997, 55-59.

¹³⁹ Zie voor een extensieve analyse, STAPLEDON, G.P., *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, o.c., 56 e.v. en MALLIN, C., "The Voting Framework: A Comparative Study of Voting Behavior of Institutional Investors in the U.S. and the U.K.", *International Review of Corporate Governance*, 1996, (107), 117-119.

uitgeoefend, gaven een blanco-volmacht aan de P.D.G.¹⁴⁰ Belangrijke voorstellen zoals fusies en inbrengen, aanduiding van bestuurders, goedkeuring van het toegestaan kapitaal, ... worden in de Franse vennootschappen door 98% tot 99% van de stemmen goedgekeurd zoals blijkt uit tabel 10. Enkel voorstellen ten gunste van het personeel krijgen een beduidend aantal tegenstemmen.

Tabel 10. Goedkeuringspercentages¹⁴¹ op de AVA van Franse vennootschappen.¹⁴²

	Totaal	1995	1994	1993 en vroeger
dividenduitkering	99,136	98,659	99,626	99,85
benoeming bestuurders en commissarissen	98,241	96,794	99,681	94,75
kapitaalverhoging	98,531	98,576	97,983	98,726
fusies en inbrengen	99,846	99,799		99,875
maatregelen ten gunste van het personeel	95,213	93,271	98,904	99,602
resultaten, rapporten en kwijting	99,165	98,759	99,503	99,95
totaal	98,733	98,176	99,353	99,497

Analoge goedkeuringspercentages zijn terug te vinden in de stemresultaten bij de grootste Duitse vennootschappen inzake kwijting van de Vorstand en de Aufsichtsrat, winstbestemming en de aanstelling van de leden van de Aufsichtsrat en de commissaris-revisor (tabel 11). Deze onderwerpen zijn zelden het voorwerp van grote discussie.

Tabel 11. Gemiddelde goedkeuringspercentages op de AVA van de 24 grootste Duitse vennootschappen in 1992.¹⁴³

	kwijting Vorstand	kwijting Aufsichtsrat	winst- bestemming	aanduiding Aufsichtsrat	aanduiding commissaris
24 grootste Duitse beursgen. vennootsch.	99,69	99,67	99,89	99,79	99,94

30. Deze gegevens zijn in overeenstemming met de bevindingen uit de enquête over de AVA. Ook in de Belgische vennootschappen worden de helft van de onderwerpen unaniem goedgekeurd terwijl het aantal tegenstemmen, gezien de bijzondere aandeelhouderstructuur van de Belgische vennootschappen, veelal een kleine minderheid vormen.

31. In Frankrijk werd in 1995 tevens een studie gepubliceerd over de wijze

¹⁴⁰ LEROY, P.-H., "Le vote des actionnaires, décision financière", *Option Finance*, 2 januari 1996.

¹⁴¹ Verhouding van het aantal ja-stemmen tot het totaal aantal aanwezige en vertegenwoordigde stemmen.

¹⁴² Studie uitgevoerd door Proxinvest. Zie X, "Assemblées générales: les méfaits des pouvoirs en blanc", *La Tribune*, 22 mei 1996 en KRASKOVETZ, M., "Proxinvest analyse l'impact des résolutions d'assemblée générale", *Agefi*, 27 juli 1995.

¹⁴³ BAUMS, T., *l.c.*, 15.

waarop Amerikaanse institutionele beleggers participeren in het beleid van de Franse beursgenoteerde vennootschappen¹⁴⁴. Deze studie bevestigt de hypothese dat de institutionele beleggers geen invloed wensen uit te oefenen op de beleidsvoering van de vennootschappen. Ook in geval van onenigheid met de beleidsbeslissingen zullen de institutionele beleggers niet ingrijpen maar hun participatie verkopen. Zuiver financiële motieven zet de fondsbeheerders ertoe aan om een belang te nemen in een vennootschap dat ze wegens dezelfde redenen van de hand doen. Slechts 12% van de institutionele beleggers brengen een tegenstem uit. 60% van de institutionele beleggers prefereren om hun aandelen te verkopen wanneer zij niet instemmen met het gevoerde beleid. De overige institutionele beleggers pogen op een andere wijze de relatie met de raad van bestuur te verbeteren (bv. via informele contacten). Een laatste onderzoek wijst wel uit dat in 1994 de Amerikaanse institutionele beleggers 65% van hun stemrechten in buitenlandse vennootschappen hebben uitgeoefend, terwijl dit in 1991 nog slechts 24% was.¹⁴⁵ Deze evolutie hangt samen met het ontstaan van een nieuwe wetgeving die de Amerikaanse pensioenfondsen verplicht ook in het buitenland hun stemrechten uit te oefenen.¹⁴⁶ De druk om de stemrechten uit te oefenen wordt versterkt door richtlijnen die vervat worden in codes en die in sommige gevallen uitgroeien tot para-legale normen¹⁴⁷.

32. Op Europees niveau heeft CEPS een onderzoek uitgevoerd bij 9 private pensioenfondsen, 2 verzekeringsondernemingen, 2 publieke pensioenfondsen en 3 investment managers¹⁴⁸. 11 van de 16 institutionele beleggers (69%) verklaren hun stemrechten op reguliere wijze uit te oefenen. Bij 8 van deze beleggers (50%) lag het aantal uitgeoefende stemrechten tussen de 75% en 80% van hun totaal aantal stemrechten. De institutionele beleggers stemden echter op geen enkele AVA van buitenlandse vennootschappen waarin zij participeren.

Een andere vaststelling, afkomstig uit de CEPS-studie, heeft betrekking op de soort AVA waar de institutionele beleggers hun stemrechten uitoefenen. 5 institutionele beleggers (32%) stemmen enkele op buitengewone AVA's. Deze bevinding stemt deels overeen met de vaststelling dat de Belgische institutionele beleggers hun stemrechten aanwenden in geval op de AVA van de beursgenoteerde vennootschap bijzondere agendapunten worden behandeld¹⁴⁹. Ook Davies komt tot een gelijkaardige bevinding: "Intervention to change policy, which may or may not involve changing management as well, is essentially crisis-driven, ie it occurs when the portfolio company is in trouble"¹⁵⁰.

¹⁴⁴ VALUET, J.-P., "Le gouvernement d'entreprise vu par les investisseurs anglo-saxons", *o.c.*, 11-12; X., "50% des institutionnels anglo-saxons critiquent les entreprises françaises", *Agefi*, 5 juli 1995.

¹⁴⁵ X, "Beleggers VS eisen stemrecht op", *Financieele Dagblad*, 6 mei 1996.

¹⁴⁶ Zie Section 404 e.v. ERISA en ELEWAUT, G., "Nieuwe wet dwingt VS-pensioenfondsen in België stem te laten horen", *De Financieel-Economische Tijd*, 11 maart 1995.

¹⁴⁷ Zie voor de Franse code gericht aan de OPCVM: M.J., "Gestion d'épargne collective: un nouveau code de déontologie", *La Tribune*, 17 april 1996; DULISCOUET, P., "OPCVM: le nouveau code de déontologie est entériné", *Les Echos*, 19 april 1996; JACK, A., "Vote call to French fund managers", *The Financial Times*, 29 april 1996; Hierdoor ontstaan andere problemen zoals het onderling afstemmen van de codes en de problematiek rond de niet in de codes geregelde materies. Zie LEWIS, W., "Company conduct comes under increased scrutiny", *The Financial Times*, 25 april 1996 en LEWIS, W., "Inspector with a public profile", *The Financial Times*, 6 mei 1996.

¹⁴⁸ LANNOO, K. en DAVIS, S., *Shareholder voting in Europe*, preliminary paper voorgedragen op de studiedag "Shareholder Value: Quantité négligéable", Center for European Policy Studies, Brussel, 22 november 1996, 19 p.

¹⁴⁹ Zie randnr. 24.

¹⁵⁰ DAVIES, P., "Institutional Investors as Corporate Monitors in the UK", in *Comparative Corporate Governance*, HOPT, K. en WYMEERSCH, E. (ed.), Berlijn, de Gruyter, 1997, 64.

c. Verschillen tussen de categorieën van institutionele beleggers.

33. Een verdere indeling van het participatiegedrag van de institutionele beleggers moet worden beoogd. Verzekeringsinstellingen beheren hun deelnemingen met andere perspectieven dan icb's, pensioenfondsen of zelfs banken¹⁵¹.

34. COFFEE en BLACK hebben de verschillen tussen de Britse en de Amerikaanse institutionele beleggers inzake corporate governance beleid vergeleken.

De Britse banken hebben slechts een kleine aandelenportefeuille en nemen geen initiatieven op het vlak van corporate governance.

Verzekeringsondernemingen treden actief op en worden beschouwd als lange-termijn beleggers¹⁵². De vennootschappen beschouwen hen dan ook als "more or less permanent monitors"¹⁵³.

De aandelenportefeuille van de pensioenfondsen is in de voorbije decennia het sterkst gestegen. Bijna 30% van de beurskapitalisatie van de Britse beursgenoteerde vennootschappen is in handen van de pensioenfondsen. Deze laatsten bleven veel langer dan de verzekeringsondernemingen passief¹⁵⁴, maar sinds het begin van de jaren negentig nemen zij actief deel aan het corporate governance debat. Een aantal overkoepelende organisaties spelen hierop in en bieden hun diensten aan¹⁵⁵.

De verklaring voor het geringe activisme van de pensioenfondsen moet worden gezocht in de organisatie van de pension schemes. Slechts de helft van de fondsen wordt zelf beheerd; de andere 50% wordt door externe fund managers beheerd. Op de lijst van de fund managers die meer dan 1% van de Britse beurskapitalisatie in handen hebben, staan op een totaal van 18 managers slechts 2 pensioenfondsen tegenover 6 verzekeringsondernemingen en 9 dochtervennootschappen van financiële conglomeraten.¹⁵⁶ Op de lijst van de 50 grootste fund managers staan 21 verzekeringsondernemingen en slechts 9 pensioenfondsen¹⁵⁷. Zoals hoger reeds aangegeven¹⁵⁸, creëert deze structuur bijkomende problemen inzake het efficiënt interveniëren in het beleid van de beursgenoteerde vennootschappen waarin de pensioenfondsen participeren.

De icb's treden actief op bij het verhandelen van effecten en wegens de grote onderlinge concurrentie, baseren ze zich bij het uitvoeren van transacties voornamelijk op de resultaten van de vennootschappen waarin ze participeren. In 1986 realiseerden de icb's met 11% van het aandelenkapitaal 40% van de beursomzet¹⁵⁹. Hieruit volgt dat de icb's veel meer dan de andere institutionele beleggers de 'Wall Street Rule' hanteren.

¹⁵¹ Voor een analytische benadering zie SHERMAN, H., BELDONA, S. en JOSHI, M., "Institutional investor heterogeneity: implications for strategic decisions", *An International Review of Corporate Governance*, 1998, 166-173.

¹⁵² COFFEE, J.C., BLACK, B.S., "Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation", *Michigan Law Review*, 1993-94, 2012.

¹⁵³ COFFEE, J.C., BLACK, B.S., *l.c.*, 2012.

¹⁵⁴ COFFEE, J.C., BLACK, B.S., *l.c.*, 2005.

¹⁵⁵ Zoals de NAPF en PIRC die *Voting Issues Service* en *Corporate Governance Service* aanbieden, STAPLEDON, G.P., *o.c.*, 150.

¹⁵⁶ DAVIES, P., "Institutional Investors as Corporate Monitors in the UK", in *Comparative Corporate Governance*, HOPT, K. en WYMEERSCH, E. (ed.), Berlijn, de Gruyter, 1997, 61.

¹⁵⁷ STAPLEDON, G.P., *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, *o.c.*, 44-48.

¹⁵⁸ Zie randnr. 17.

¹⁵⁹ COFFEE, J.C., BLACK, B.S., *l.c.*, 2016.

De Amerikaanse verzekeringsondernemingen van hun kant worden door de wetgeving verhinderd om grote participaties in de beursgenoteerde vennootschappen te nemen.¹⁶⁰ In 1992 hadden de verzekeringsondernemingen ongeveer 2,4% van de aandelen van de Amerikaanse vennootschappen in portefeuille. Ondanks deze geringe participatie, wordt - zoals ook in de andere landen - een groter activisme van deze ondernemingen verwacht. De schadeclaims gericht tegen beursgenoteerde vennootschappen zullen in een aantal landen sterk toenemen. Het indekken tegen deze risico's zal gepaard gaan met het nauwer opvolgen door de verzekeringsondernemingen van de door de verzekerde genomen beleidsmaatregelen. Zo vereist het Amerikaanse CNA Insurance Company van de verzekeringsnemer gegevens over de winstuitkering, het aandelenbezit van de raad van bestuur in de eigen vennootschap en de overnameplannen¹⁶¹. Het inrichten van een auditcomité kan als voorwaarde worden gesteld bij het sluiten van de verzekeringspolis.

De Amerikaanse icb's nemen deel aan het debat maar vaak nog niet op permanente basis¹⁶². Een crisissituatie¹⁶³ toont het activisme van deze instellingen duidelijk aan.

De publieke pensioenfondsen interveniëren het meest actief in het beleid van de beursgenoteerde vennootschappen waarin zij participeren¹⁶⁴. De aandelenportefeuille die 9% van de kapitalisatie van de beursgenoteerde vennootschappen bedraagt en de op wettelijke basis gestoelde verplichting tot stemrechtuitoefening zijn twee belangrijke verklaringen voor deze houding.

Anecdotisch materiaal wijst er op dat het activisme van de institutionele beleggers in de Angelsaksische landen verschuift¹⁶⁵.

35. Gegevens om de Belgische toestand te vergelijken met de vaststellingen in de Verenigde Staten en Groot-Brittannië zijn nog niet beschikbaar. Naast de enquête over de AVA liggen slechts min of meer toevallige gegevens voor, hoofdzakelijk geput uit persverslagen. Hieruit blijkt dat de Belgische verzekeringsondernemingen de meest actieve houding aannemen, zowel wat de omvang van de participaties, de deelname aan de AVA en de deelname aan de stemming betreft. Uit de antwoorden van de Belgische verzekeringsondernemingen valt de overeenstemming met de Amerikaanse icb's op. Beide categorieën van institutionele beleggers nemen de nodige initiatieven wanneer bijzondere agendapunten worden besproken. De studie van CEPS komt tot de bevinding dat de private pensioenfondsen in verhouding tot de andere institutionele beleggers weinig gebruik maken van de stemrechten. Dit resultaat stemt overeen met de hoger vermelde vaststelling dat de Belgische private pensioenfondsen nauwelijks stemmen¹⁶⁶.

3. Uitoefening van het vraagrecht

¹⁶⁰ COFFEE, J.C., BLACK, B.S., *l.c.*, 2011.

¹⁶¹ HOLDERNESS, C., "Liability Insurers as Corporate Monitors", *International Review of Law and Economics*, 1990, 118-119.

¹⁶² COFFEE, J.C., BLACK, B.S., *l.c.*, 2016.

¹⁶³ Zoals bij Chrysler bij de vervanging van de CEO. Voor andere voorbeelden, COFFEE, J.C., BLACK, B.S., *l.c.*, 2016, noot 49.

¹⁶⁴ COFFEE, J.C., BLACK, B.S., *l.c.*, 2014.

¹⁶⁵ Zie bv. KINGMAN, J., "City's reluctant activists", *The Financial Times Survey on Pension Fund Investment*, 2 mei 1996. De codes van de pensioenfondsen (cf. supra nr. 9) wijzen op een actief participatiegedrag.

¹⁶⁶ Cf. nr. 22.

36. Tabel 12 geeft aan dat institutionele beleggers wel regelmatig vragen stellen aan de raad van bestuur, maar toch in veel mindere mate als de individuele belegger. Het gebruik van het vraagrecht waarbij kritische en soms netelige vragen worden gesteld kan gelden als signaal voor zowel de raad van bestuur als voor de groot- of meerderheidsaandeelhouder, zodat een ingrijpen in het beleid noodzakelijk wordt. Over de inhoud van de vragen is tot op heden geen onderzoek verricht. Uit de enquête over de AVA kan worden vastgesteld dat vooral vragen over het bestuursverslag en algemene vragen worden gesteld, maar wie welke soort vragen stelt is niet duidelijk. Uit de verklaring van een aantal vennootschappen die de aanwezigheid van institutionele beleggers toejuichen, kan worden afgeleid dat de vertegenwoordigers van de institutionele beleggers meer relevante vragen stellen dan de individuele belegger.

Binnen de beperkte grenzen van hun belangstelling kan uit de enquête bij de institutionele beleggers een zekere gradatie worden vastgesteld.

Vooral verzekeringsondernemingen oefenen hun vraagrecht uit, maar dan alleen in geval de participatie voldoende omvangrijk wordt geacht. Er kon echter niet worden achterhaald vanaf welk participatieniveau de verzekeringsondernemingen daadwerkelijk hun vraag- en stemrecht uitoefenen.

Slechts één pensioenfonds verklaart de AVA aan te grijpen om de raad van bestuur te ondervragen.

De icb's bevestigen het nut van een interventie in geval van een slecht beheer, het opzetten van beschermingsconstructies en een onduidelijke strategie, maar oefenen in de praktijk hun vraagrecht slechts in geringe mate uit.

37. De institutionele beleggers en dan voornamelijk de pensioenfondsen zijn bereid hun standpunten over het in de vennootschap gevoerde beleid te uiten op een AVA. Deze stelling is veeleer van theoretische aard gezien de geringe aanwezigheid van pensioenfondsen op diezelfde AVA. Dit is de enige verklaring die kan worden gegeven voor een enigszins contradictorisch antwoord dat werd vastgesteld bij een pensioenfonds die wel op de AVA haar standpunt over een bepaald onderwerp wenst bekend te maken maar het niet gebruikelijk acht op een AVA aanwezig te zijn of vertegenwoordigd te worden. Het fonds vindt het bovendien ongebruikelijk dat op een AVA vragen worden gesteld door institutionele beleggers.

Tabel 12. Uitoefening vraagrecht¹⁶⁷

	meerderheid	institutionele beleggers	andere rechtspersonen	journalisten	andere natuurlijke personen
kapitalisatie					
<1 mrd.	3	4		8	6
1-2 mrd.	2	4	2	4	8
2-5 mrd.	1	2	1	5	9
5-10 mrd.			1	3	7
10-25 mrd.				1	3
25-50 mrd.	1	2		3	4
>50 mrd.	2	9	2	2	15
Totaal	9	21	6	26	52

¹⁶⁷ WYMEERSCH, E. en VAN DER ELST, C., *l.c.*, 83-84.

steekproef	65	65	65	65	65
%	13,85%	32,31%	9,23%	40,00%	80,00%

E. DE HOUDING VAN DE INSTITUTIONELE BELEGGERSEN TEN AANZIEN VAN HET BELEID VAN DE VENNOOTSCHAP: INFORMELE CONTACTEN

1. België

38. Het informele instrumentarium kan worden aangewend voor uiteenlopende doelstellingen. Deze kunnen trapsgewijs worden gesitueerd. In een eerste fase betreffen de contacten de informatie die de onderneming ter beschikking stelt: de relaties met de institutionele beleggers worden hierbij bijzonder verzorgd. Een sterkere vorm is de beleidsbeïnvloeding, waarbij bepaalde beleidsdaden door de institutionele beleggers worden beoordeeld en eventueel van de hand gewezen. Nog sterker zijn de invloeden op de samenstelling of positie van de bestuursorganen of het management. Hier wordt de vervanging van bestuurders, managers, ... doch ook hun statuut (duurtijd van hun contract, voorwaarden, remuneratie, ...) onderzocht en eventueel afgewezen¹⁶⁸. Op hetzelfde niveau kan men de kritiek op de toezichtsmechanismen situeren: zowel de interne controle, als het optreden van de auditors kunnen onder druk van de institutionele beleggers worden aangepast en bijgestuurd. In Groot-Brittannië zijn deze interventievormen goed bekend¹⁶⁹. Davies stelt hierover: "In most instances the institutions bring their influence to bear through private meetings with incumbent management... It therefore follows that measuring institutional influence is a difficult task for the researcher, and the concentration on published accounts of intervention means one is analysing only the tip of the iceberg"¹⁷⁰. Ook de studie van CEPS wijst op het belang van de informele contacten als instrument van beleidsbeïnvloeding. Zes institutionele beleggers stemden in met de stelling dat het meestal meer effectief is het standpunt langs informele weg aan de vennootschap bekend te maken dan door het uitoefenen van hun stemrechten.¹⁷¹ In België zijn geen gevallen aan te wijzen van vergaande beleidsbeïnvloeding door institutionele beleggers, enkel inzake informatie-inwinning. Weliswaar behoort het tot de kenmerken van deze contacten dat zij informeel en binnenskamers gebeuren. Dergelijke acties blijken in België uit te gaan van de portefeuillemaatschappijen veeleer dan van de institutionele beleggers. Dit laatste komt ook tot uiting in de enquête bij de institutionele beleggers.

39. Inzake informatie-inwinning reageren de verzekeringsondernemingen anders dan de andere institutionele beleggers. Hoewel de helft geen contact opneemt met het management of hoogstens gebruik maakt van het vraagrecht op de AVA wordt er door de andere helft wel degelijk informatie ingewonnen van of contact opgenomen met het management. Bij één verzekeringsonderneming ontstaat het contact met een bepaalde onderneming (of meerdere?) automatisch aangezien zij vertegenwoordigd is

¹⁶⁸ Dit aspect van corporate governance staat vooral in Groot-Brittannië in de belangstelling.

¹⁶⁹ Voor een analyse, zie STAPLEDON, G.P., *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, o.c., 106-132. Voor een recent voorbeeld zie SNODDY, R., "BSkyB chief to explain strategy", *The Financial Times*, 30 juni 1997, 20.

¹⁷⁰ DAVIES, P., "Institutional Investors as Corporate Monitors in the UK", in *Comparative Corporate Governance*, HOPT, K. en WYMEERSCH, E. (ed.), Berlijn, de Gruyter, 1997, 63.

¹⁷¹ LANNOO, K. en DAVIS, S., *Shareholder voting in Europe*, preliminary paper voorgedragen op de studiedag "Shareholder Value: Quantité négligéable", Center for European Policy Studies, Brussel, 22 november 1996, 14.

in de raad van bestuur van de onderneming(en) waarin zij participeert¹⁷². Een drietal verzekeringsondernemingen nemen pas het initiatief op het moment dat er sprake is van een belangrijke participatie of strategische belegging. De overige verzekeringsondernemingen vernemen de gewenste informatie indirect. Zij doen een beroep op “financiële raadgevers”, “tussenpersonen” of zelfs effectenmakelaars die informele vergaderingen organiseren of communiqués verspreiden met de voor de verzekeringsonderneming gewenste gegevens. Tot slot merkt één verzekeraar op, verstrekt een gelieerde bank de nodige gegevens.

Bij de pensioenfondsen bestaat op een enkele uitzondering na geen interesse om contact op te nemen met het management. De nodige informatie wordt zoals bij een deel van de verzekeringsondernemingen op andere wijze bekomen.

De icb's houden, althans voor de grotere vennootschappen wel af en toe contact met het management. De wijze waarop de contacten geschieden is niet eenduidig. Een aantal fondsen merken op dat niet de fondsbeheerders maar wel de financiële analisten hiervoor instaan.

Deze informatie is in overeenstemming met de hoger aangehaalde melding dat een deelname aan de AVA als tijdverlies wordt beschouwd en dat financiële analisten instaan voor de gevraagde informatie.

40. Wat exact wordt bedoeld met de begrippen “financiële raadgevers” of “tussenpersonen” kon in deze enquête niet worden achterhaald. M.a.w. of deze personen interne personeelsleden dan wel externe vermogensbeheerders zijn, moet verder worden onderzocht. Daarnaast verdient het aanbeveling om een verdere nuancering van het begrip management tot stand te brengen. Met uitzondering van één verzekeringsonderneming die in de raad van bestuur zetelt, is het onduidelijk of de contacten verlopen via de raad van bestuur, de gedelegeerd bestuurder, het directiecomité, de directeurs, de financiële of investelations dienst of P.R.-afdeling van de onderneming, de commissarissen-revisoren, of andere personen (bv. via de holding of moedermaatschappij).

Wat de overige vormen van informele contacten betreft zijn in België geen empirische gegevens bekend.

2. Andere landen

41. In Zwitserland geschieden de contacten tussen de institutionele beleggers en de vennootschappen evenmin gestructureerd. Dit blijkt uit de gegevens die voorhanden zijn over het contact tussen de raad van bestuur en de institutionele beleggers naar aanleiding van voorstellen van de raad van bestuur en vice versa, over het contact tussen de institutionele beleggers en het management bij het nemen van een investeringsbeslissing. Deze gegevens geven een beeld van de wijze waarop de contacten tussen de institutionele beleggers en de vennootschappen waarin deze eersten participeren verlopen.

De raad van bestuur van de Zwitserse vennootschappen neemt slechts zelden contact op met institutionele beleggers (tabel 13). Tussen de 80 en de 90% van de institutionele beleggers heeft nooit contact met de raad van bestuur naar aanleiding

¹⁷² Hoe de daadwerkelijke uitwisseling van gegevens geschiedt en of dit niet in strijd is met de wetgeving van misbruik van voorinformatie dan wel met de confidentialiteitsplicht wordt in dit artikel niet behandeld.

van voorstellen die op de AVA worden behandeld. Wanneer de raad van bestuur contact neemt met een institutionele belegger, zal dit het meest frequent geschieden met publieke pensioenfondsen, doch ook zij worden slechts in 12% van de gevallen occasioneel door de raad van bestuur gecontacteerd over een voorstel.¹⁷³ Verdere studie moet uitwijzen of de Zwitserse publieke pensioenfondsen de institutionele beleggers zijn met de grootste aandelenportefeuille. Dit zou een verklaring kunnen zijn voor het feit dat de publieke pensioenfondsen door de Zwitserse vennootschappen het meest worden gecontacteerd.

Tabel 13. Contact tussen de raad van bestuur van de Zwitserse beursgenoteerde vennootschappen en de institutionele beleggers voorafgaand aan de AVA¹⁷⁴

	Totaal	private pensioenfondsen	publieke pensioenfondsen	verzekeringen
dikwijls	2%	2%	4%	0%
soms	12%	11%	12%	11%
nooit	86%	87%	84%	89%

Institutionele beleggers nemen niet vaak contact op met de betrokken vennootschappen naar aanleiding van het nemen van een aandelenparticipatie¹⁷⁵. Drie vierden van de private pensioenfondsen en de verzekeringsondernemingen nemen nooit contact op met het management, bij de publieke pensioenfondsen is dit slechts de helft (tabel 14). Bovendien valt op dat de Zwitserse institutionele beleggers niet verwachten dat in de toekomst hun houding inzake contactname met het management van beursgenoteerde vennootschappen sterk zal wijzigen. Slechts 24% verwacht een toename van het belang van rechtstreeks contact met het management bij het verwerven van een participatie in de vennootschap.

Tabel 14. Belang dat Zwitserse institutionele beleggers hechten aan direct contact met management bij het nemen van een investeringsbeslissing¹⁷⁶

	Totaal	private pensioenfondsen	publieke pensioenfondsen	verzekeringen
fundamenteel	10%	8%	14%	12%
belangrijk	20%	17%	34%	12%
niet belangrijk	70%	75%	52%	76%
belang zou toenemen	24%	25%	25%	13%

F. DE TRANSPARANTIEWETGEVING

¹⁷³ Wanneer de indeling naar grootte van de institutionele beleggers wordt gehanteerd, neemt de raad van bestuur het meest contact op met de grootste verzekeringsondernemingen (occasioneel in 21% van de gevallen), ANDERSON, M. en HERTIG, T., *o.c.*, 111.

¹⁷⁴ ANDERSON, M. en HERTIG, T., *o.c.*, 111.

¹⁷⁵ Voor een voorbeeld m.b.t. een Belgische beursgenoteerde vennootschap, zie X., "Brederode wil uitgroeien tot Belgische top-holding", *De Financieel-Economische Tijd*, 24 mei 1996, 8.

¹⁷⁶ ANDERSON, M. en HERTIG, T., *o.c.*, 107.

42. De Transparantiewet van 2 maart 1989 legt aan belangrijke aandeelhouders van beursgenoteerde vennootschappen de verplichting op hun participatie kenbaar te maken wanneer zij de wettelijke drempel van 5% van alle aandelen of de statutaire drempel van 3% overschrijden¹⁷⁷. Op 30 april 1996 hadden 22 vennootschappen in hun statuten de declaratiedrempel van 3% opgenomen (15,7%)¹⁷⁸. Echter, niets belet de aandeelhouder om ook kleinere participaties kenbaar te maken.

43. De verzekeringsondernemingen maken niet enkel melding van participaties van meer dan 5% maar ook kleinere pakketten worden gedeclareerd. Vermoedelijk worden kleinere participaties gemeld in geval de maatschappij deel uitmaakt van een groep waarvan de totale participatie in de beursgenoteerde vennootschap de drempel van 5% of de statutaire drempel van 3% overschrijdt. Een onderneming stelt dat zij niet wenst dat de melding van deze kleinere participaties aanleiding zou geven tot een verlaging van de wettelijke norm.

Een aantal ondernemingen zien deze melding van kleinere participaties als een middel tot "verbetering van de markt". De declaraties laten toe contact op te nemen met andere aandeelhouders waardoor de waarde van de portefeuille kan worden gehandhaafd. Hiertoe is vereist dat de verschillende aandeelhouders gelijklopende belangen hebben.

Andere verzekeringsondernemingen zijn niet overtuigd dat de participatiemelding nut heeft, zeker wanneer het kleine belangen betreft.

Eén verzekeringsonderneming stelt dat zij de "Wall Street Rule" blijft hanteren tot het moment van opname van een bestuursmandaat. Samenwerking met andere aandeelhouders wordt niet nagestreefd. Tot slot maakt een andere verzekeringsonderneming melding van het feit dat zij prefereert een onafhankelijke belegger te blijven.

De meeste pensioenfondsen en icb's stellen dat zij geen ervaring hebben met de transparantiewetgeving, d.w.z. dat zij noch de wettelijke drempel van 5% noch de eventuele statutair opgelegde drempel van 3% overschrijden¹⁷⁹. Enkele instellingen declareren ook kleinere percentages: bv. G.B.L. Pensioenfonds bezat in 1996 1,59% van Befimmo, Pensioenfonds IBM Belgium had 3,08% van de aandelen van Cofinimmo.¹⁸⁰

G. DE MINDERHEISVORDERING

44. De wetgever heeft in de wetwijziging van 1991 van de Vennootschapswet¹⁸¹ de minderheidsvordering geïntroduceerd. In dat kader werd aan de institutionele

¹⁷⁷ Artikel 1 Wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnamebiedingen, *B.S.*, 24 mei 1989.

¹⁷⁸ BBL RESEARCH AND STRATEGY DEPARTMENT, *Aandeelhouderschap van Belgische beursgenoteerde vennootschappen*, juni 1996, 3.

¹⁷⁹ Een beperkt aantal beheersvennootschappen maakt melding van participaties tussen 3 en 5%: zo declareerde Corluy & C^o in maart en in mei 1998 een participatie van 3,05% in Brantano en 3,92% in Spector. SF Management meldde in april 1998 dat haar participatie in BMT afgenomen was van 5% tot 4,77%.

¹⁸⁰ BBL RESEARCH AND STRATEGY DEPARTMENT, *o.c.*, 12 en 24.

¹⁸¹ Wet van 18 juli 1991, *B.S.*, 26 juli 1991.

beleggers de vraag voorgelegd of dergelijke vordering als een nuttig instrument kan worden beschouwd bij de verdediging van de waarde van de beleggingsportefeuille.

45. De helft van de verzekeringsondernemingen beschouwen de regeling als niet nuttig. Zij motiveren hun standpunt door de geringe participaties te benadrukken. Verdere studie is nodig om na te gaan of de wetgeving economisch efficiënt is. Is m.a.w. de drempel van 1% te hoog of blijken de kosten verbonden aan een vordering bij een participatie van 1% of 50 miljoen frank een prohibitief karakter te vertonen? Uit de verklaringen van de verzekeringsondernemingen volgt dat de helft van hen de "Wall Street Rule" verkiest boven een risicovolle vordering waar bij afwijzing de eiser persoonlijk in de kosten kan worden veroordeeld¹⁸². Bovendien, merkt een verzekeraar op, creëert de markt voor "corporate control" voldoende bescherming tegen een slecht beheer van de vennootschap.

Een aantal verzekeringsondernemingen vinden de minderheidsvordering een nuttig instrument zonder er concreet gebruik van te maken. Men voegt er aan toe dat de kracht van de wetwijziging ligt in het preventief karakter. De bestuursorganen worden door het bestaan van de vordering tot een bijzondere zorgvuldigheid aangezet.

De meningen zijn eveneens verdeeld bij de pensioenfondsen. Ongeveer de helft vindt de invoering van de minderheidsvordering een nuttig instrument, bv. om de waarde van de activa te beschermen. Zo gaf een specifiek geval van omruiling van aandelen aanleiding tot discussie en kon een oplossing worden gevonden zonder dat naderhand een procedure werd ingesteld. Eén pensioenfonds merkt echter op dat het toevertrouwen van het beheer van de fondsen aan een financiële instelling tot gevolg heeft dat er geen rechtstreekse tussenkomst bij de beursgenoteerde vennootschap meer is. De financiële instellingen oefenen op discretionaire wijze de hun toevertrouwde bevoegdheden uit.

De icb's staan het meest positief tegenover de invoering van de minderheidsvordering. Met een aantal praktische toepassingsgevallen duiden zij het belang van de introductie van de minderheidsvordering aan: de Wagon-Lits zaak en de problemen rond Cofibel werden opgegeven als voorbeelden van procesvoering door een beleggingsinstelling. Eén instelling laat zich laatdunkend uit over de bestaande regeling: de schadevergoeding komt immers toe aan de vennootschap en niet aan de risicodragende minderheidsaandeelhouder(s).

H. NIEUWE WETGEVINGSINITIATIEVEN

46. De enquête bij de institutionele beleggers besteedde ook aandacht aan de voorstellen van de institutionele beleggers ter verbetering van de huidige reglementering. Slechts een beperkt aantal voorstellen werden geformuleerd.

47. Bij de verzekeringsondernemingen valt op dat indien een antwoord wordt gegeven dit in het verlengde ligt van de vraag naar meer rechtszekerheid. Eenvormige aanmeldingsdrempels is er één van. Het oplossen van inconsistenties tussen de vennootschapswet en de boekhoudwet en het precies aflijnen van de bevoegdheid van de Commissie voor het Bank- en Financieuzen zijn een paar

¹⁸² Art. 66quater, lid 1 Venn. W.

andere. Eén verzekeringsonderneming stelt de pertinente vraag of het niet mogelijk zou zijn een betere afbakening tot stand te brengen tussen de bevoegdheid van de raad van bestuur enerzijds en deze van het directiecomité anderzijds.

De meeste pensioenfondsen waren tevreden met de huidige situatie en wensen geen verdere verandering. Zij benadrukken de status quo vanuit het oogpunt van de rechtszekerheid. Eén fonds wenst een grotere beleggingsvrijheid, een thema dat regelmatig in de belangstelling staat.¹⁸³

Wat de icb's betreft kunnen we kort zijn. Slechts één instelling heeft de vraag beantwoord. De icb stelt dat de interpretatie van de wetten een grotere eenduidigheid behoeft, echter zonder verduidelijking wat de instelling met deze verklaring bedoelt.

48. Algemeen kunnen we besluiten dat de meeste institutionele beleggers geen grote wetswijzigingen willen. Naast het oplossen van inconsistenties wensen de institutionele beleggers binnen het huidig normatief kader verder te werken.

49. Ook in andere landen wordt deze oplossing voorgestaan. Zo stelt de Nederlandse COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE dat de bestaande regelgeving dient gehandhaafd en dat verantwoording en openheid tot de nodige verbeteringen zullen leiden.¹⁸⁴ Het "Vienot rapport" vermeldt uitdrukkelijk dat geen grote wetswijzigingen nodig zijn en de huidige structuur soepel genoeg is om de problemen van corporate governance op te lossen.¹⁸⁵

50. De studie van CEPS brengt andere bevinding aan het licht. Wijzigingen zijn wenselijk op het vlak van de publicatiedatum en -gegevens van de agenda van de AVA, het stemmen per brief, het verminderen van de kosten bij het oefenen van de stemmen, het blokkeren van aandelen om te kunnen deelnemen aan de stemming en het niet-naleven van het principe van "one share one vote"¹⁸⁶. Uit de enquête over de AVA volgt echter dat een aantal beursgenoteerde vennootschappen het stemmen per brief niet wenselijk achten, en wijzigingen aan de AVA niet mogen gepaard gaan met hogere kosten.¹⁸⁷

I. BESLUIT

51. Deze bijdrage toont aan dat het thema corporate governance de continentaal Europese institutionele beleggers niet evenveel bezighoudt als de institutionele beleggers in de Verenigde Staten en Groot-Brittannië. De participaties van de individuele institutionele beleggers zijn, zoals in de Angelsaksische landen, gering maar de continentaal Europese institutionele beleggers bezitten, in tegenstelling tot de Britse institutionele beleggers geen meerderheid van de aandelen van de beursgenoteerde vennootschappen.

De macht over de Belgische beursgenoteerde vennootschappen wordt hoofdzakelijk door de portefeuillemaatschappijen en grootaandeelhouder(s)

¹⁸³ D.L., "Les fonds de pension européens veulent plus de liberté d'investissement", *L'Echo*, 19 juni 1996.

¹⁸⁴ COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, *o.c.*, 10.

¹⁸⁵ AFEP-CNPF, *o.c.*, 5.

¹⁸⁶ LANNOO, K. en DAVIS, S., *Shareholder voting in Europe*, preliminary paper voorgedragen op de studiedag "Shareholder Value: Quantité négligéable", Center for European Policy Studies, Brussel, 22 november 1996, 16-17.

¹⁸⁷ WYMEERSCH, E. en VAN DER ELST, C., *l.c.*, 75 en 85.

uitgeoefend.

De geringere belangstelling van de institutionele beleggers voor de problemen van corporate governance blijkt ook uit de verschillende codes en guidelines. In de Angelsaksische landen worden bepalingen ingelast over het gedrag van de institutionele beleggers of worden corporate governance richtlijnen uitgewerkt door institutionele beleggers.

De Belgische institutionele beleggers zijn reeds frequent aanwezig op de AVA van de grootste beursgenoteerde vennootschappen maar zij brengen in mindere mate hun stem uit dan de Amerikaanse institutionele beleggers. Veel cijfermateriaal is nog niet beschikbaar maar uit de gegevens over het uitbrengen van tegenstemmen kunnen we afleiden dat de passieve houding van de Belgische institutionele beleggers ook voorkomt in andere West-Europese landen. Zo worden in Duitsland en Frankrijk en in mindere mate in slechts zelden grote percentages van tegenstemmen opgetekend.

Binnen de groep van de institutionele beleggers maken voornamelijk verzekeringsondernemingen van hun stemrechten gebruik. In de Angelsaksische landen treden pensioenfondsen meer actief op dan de verzekeringsondernemingen. De omvang van de aandelenportefeuille is hier zeker niet vreemd aan.

Informele contacten met de beursgenoteerde vennootschappen bestaan, zowel in België als in andere landen, maar bij onenigheid met het beleid wordt veelal gekozen voor de verkoop van de aandelen. Informatie wordt voornamelijk indirect bekomen.

Op basis van deze gegevens besluiten we dat het activisme van de Belgische institutionele beleggers op de AVA eerder gering is. Het principe van “voting with their feet” speelde bij de Belgische institutionele beleggers anno 1993-94. Bij ontstentenis van andere gegevens kan voor de Zwitserse en in minder mate voor Duitse en Franse institutionele beleggers een zelfde besluit worden getrokken.

De wettelijke regelingen rond de transparantieverklaringen en de minderheidsvorderingen hebben geen grote wijzigingen veroorzaakt in het gedrag van de institutionele beleggers. Transparantieverklaringen maken de samenwerking tussen aandeelhouders gemakkelijker. Enkel de icb's geven aan dat de wettelijke regeling van de minderheidsvordering nuttig kan aangewend worden in concrete gevallen.

Slechts één fonds wenst minder reglementering. De overige institutionele beleggers wensen vooral meer rechtszekerheid. Deze houding, die tot uiting komt in de wens geen wetswijzingen door te voeren, vindt ook aanhang in andere landen.

Christoph Van der Elst
Instituut Financieel Recht, U.G.

BIJLAGE

VRAGENLIJST VOORGELEGD AAN DE BELGISCHE INSTITUTIONELE BELEGGERS

1. HET STEMRECHT UITGEOEFEND DOOR INSTITUTIONELE BELEGGERS.

1.1. Oefent U als institutionele belegger het stemrecht uit dat verbonden is aan de aandelen in portefeuille?

- ja
- neen
- soms

1.2. Maakt U een onderscheid tussen de diverse bestanddelen van de portefeuille?

1.3. Zo U als institutionele belegger gewoonlijk niet aan de algemene vergadering deelneemt, wat is dan gebruikelijk Uw motivering voor deze niet-deelname?

1.4. Zo U we effectief deelneemt, stemt U in de regel voor de voorstellen van het management?

1.5. Welke gevallen kan U zich indenken dat een onthouding of een tegenstem noodzakelijk is?

1.6. Bestaan er terzake deze stemproblematiek interne algemene richtlijnen of algemene aanbevelingen?

2. HET VRAAGRECHT

2.1. Ziet U het als gebruikelijk dat institutionele beleggers vragen stellen ter algemene vergadering?

2.2. Indien U vragen hebt betreffende het gevoerde beleid, neemt U dan contact op met het management of vraagt U toelichting? Zijn er regelmatig contacten met het management?

2.3. Indien U ernstige kritiek hebt op het gevoerde beleid, zoudt U desgevallend uw invloed laten gelden op de bestuurders om het beleid bij te sturen? Hoe beoordeelt U deze problematiek?

2.4. Lijkt, met het oog op de verdediging van uw participatie, het uitoefenen van druk op het management U een alternatief voor de verkoop van uw aandelenpakket, of ziet U andere aktiemiddelen?

3. DE DECLARATIE VAN AANDELENBEZIT (TRANSPARANTIEWET VAN 2 MAART 1989)

Sommige aanmeldingen van institutionele beleggers (waaronder verzekeringsmaatschappijen) blijken, op grond van het feit dat er gezamenlijk overleg is met de controle-aandeelhouders, participaties te zijn die geen 5% bereiken.

Welke houding neemt U aan ten aanzien van deze vaststelling? Is het uitoefenen van controle, samen met andere aandeelhouders, een nuttig instrument ter verdediging van de waarde van uw portefeuille?

4. DE MINDERHEIDSVORDERING

4.1. Nu de wetgever in de wet van 18 juli 1991 de minderheidsvordering in aansprakelijkheid heeft toegelaten, ziet U hierin een nuttig instrument voor de verdediging van de door U beheerde portefeuilles? (Gelieve te motiveren)

4.2. Zijn er gevallen waarin U een procedure voor rekening van de portefeuille hebt gevoerd, of nuttig had kunnen overwegen? Zo ja, waren er daarbij bijzonder hinderpalen, bv. op het vlak van de procesvoering?

5. NIEUWE WETGEVINGSINITIATIEVEN

Zijn er materies ten aanzien waarvan U een verbetering van de huidige wetgeving op de voormelde punten wenselijk acht?