

## **Aandeelhoudersactivisme in goede en slechte economische tijden**

van der Elst, C.F.

*Published in:*  
Kwartaalschrift Economie

*Publication date:*  
2010

[Link to publication](#)

*Citation for published version (APA):*  
van der Elst, C. F. (2010). Aandeelhoudersactivisme in goede en slechte economische tijden. *Kwartaalschrift Economie*, 7(2), 43-79.

### **General rights**

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

### **Take down policy**

If you believe that this document breaches copyright, please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

# Aandeelhoudersactivisme in goede en slechte economische tijden Aanwezigheid van aandeelhouders op de algemene vergadering van Belgische beursgenoteerde vennootschappen

CHRISTOPH VAN DER ELST<sup>1</sup>

### Executive summary

Aan beide zijden van de Atlantische oceaan ontwikkelde zich de laatste decennia een hevig debat omtrent de positie en rol van aandeelhouders in (de werking van) vennootschappen. In veel landen was/is de autonomie van het bestuur en het management van de vennootschap heel omvangrijk en zijn de rechten van aandeelhouders de facto beperkt tot “stemmen met de voeten”. Hierin kwam de laatste jaren een kentering en de financiële pers haalt bijna dagelijks voorbeelden aan van onderscheiden vormen van “aandeelhoudersactivisme”. Ondertussen verstrekten tal van regelgevers aandeelhouders nieuwe rechten om in te grijpen in het vennootschapsleven. Zo verkreeg de algemene vergadering van aandeelhouders van beursgenoteerde vennootschappen met de wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur het recht over het remuneratieverslag en aldus indirect over de bezoldiging van het topmanagement te stemmen. De vraag rijst of en hoe aandeelhouders van Belgische vennootschappen actief zijn.

Dit onderzoek belicht de deelname van aandeelhouders aan de algemene vergadering van Belgische beursgenoteerde vennootschappen. De analyse verstrekt inzicht in het participatiegedrag van aandeelhouders over de periode 2007-2010 en meet aldus de invloed van de economische crisis op deze vorm van activisme. Ook komt de relatie tussen aandeel-

---

1. Hoogleraar Universiteit van Tilburg, Hoofddocent Universiteit Gent (Instituut Financieel Recht).

houdersparticipatie en aandeelhoudersstructuur aan bod. Hiermee toetst de studie of de verklarende kracht de aandeelhoudersconcentratie gelijkaardig blijft in de tijd. Tot slot biedt de koppeling van de aandeelhoudersstructuur en de participatie ook inzicht in het participatiegedrag van de kleinere aandeelhouders.

Gemiddeld is iets meer dan de meerderheid van de aandelen op de algemene vergadering vertegenwoordigd, maar er zijn aanzienlijke verschillen vast te stellen. In sommige vergaderingen is nauwelijks één aandeelhouder geïnteresseerd en ligt de opkomst onder de 5%, andere vergaderingen worden door bijna alle aandeelhouders bijgewoond met aanwezigheidspercentages boven 90%. De aanwezigheid van aandeelhouders verandert niet in de tijd, d.w.z. dat het economische klimaat geen invloed heeft op het gedrag van aandeelhouders om de algemene vergadering bij te wonen. Zowel de algemene vergaderingen na het succesjaar 2006 als deze na het gruweljaar 2008 worden door een zelfde relatief aantal aandeelhouders bijgewoond.

De zeggenschapsbelangen van de grootaandeelhouders vormen de enige significante verklarende variabele van de aanwezigheid van aandeelhouders op de algemene vergadering. Ongeveer 70% van de variantie in de aanwezigheid op de algemene vergadering wordt verklaard door de aandeelhoudersstructuur van de vennootschap. De omvang van de vennootschap noch haar winstgevendheid hebben een significante invloed op de deelneming van aandeelhouders aan de algemene vergadering.

De omvang van het belang van de in onderling overleg optredende aandeelhouders stuurt de deelname van de overige aandeelhouders. Indien het zeggenschapsbelang van de grootste aandeelhouders niet determinerend is, dagen relatief meer andere aandeelhouders op. Dit indiceert dat de grootste aandeelhouders een belang hebben om deel te nemen aan dit belangrijke orgaan van de vennootschap om het beleid te controleren en goed te keuren en dat de andere grotere en kleinere aandeelhouders meer geprikkeld worden om deel te nemen aan de vergadering indien het zeggenschapsbelang van de grootste aandeelhouders niet a priori de uitkomst van de beslissingen van de algemene vergadering bepaalt. Vele aandeelhouders handelen dus rationeel.

Deze resultaten roepen vragen op naar het huidige belang dat beleidsmatig wordt gehecht aan de rol van de algemene vergadering in het algemeen en aandeelhoudersactivisme in het bijzonder. Het blijkt immers dat vele aandeelhouders de instrumenten die hun reeds ter beschikking staan om zeggenschap uit te oefenen niet ten volle gebruiken: een groot aantal aandeelhouders “vergeet” te stemmen op algemene vergaderingen.

Ten tweede is het duidelijk dat de algemene vergadering een noodzakelijk, maar formeel en log orgaan is. Een meer genuanceerde aanwending van de orgaan “algemene vergadering” moet worden bepleit. Een eerste voorstel daartoe is de hervorming van de procedure tot benoeming van onafhankelijke bestuurders. De algemene vergadering wordt, gelet op het relatief grotere absentisme van kleinere aandeelhouders, de facto nog relatief sterker overheerst door haar grootste aandeelhouder dan uit de transparantiemeldingen van grootaandeelhouders naar voor komt. Eén van de belangrijkste taken van de gewone algemene vergadering van aandeelhouders is het benoemen van alle bestuurders, de laatste stap in het formele benoemingsproces. Ongeacht de categorie van bestuurders – de wetgever maakt sinds kort een onderscheid tussen uitvoerende bestuurders, niet-uitvoerende bestuurders en onafhankelijke bestuurders – is deze procedure (quasi) identiek. Vooral bij de onafhankelijke bestuurders doet dit vragen rijzen. Middels het selecteren en agenderen stuurt de raad van bestuur mede dit proces. Dit bestuursorgaan is in belangrijke mate een emanatie van de zeggenschapsstructuur. Vervolgens bevestigt de grootaandeelhouder, via de stemming ter algemene vergadering, de benoeming van de onafhankelijke bestuurders. Hiermee komt de schijn van deze onafhankelijkheid in het gedrang. Wanneer de bestuurders onafhankelijk zijn, valt te bepleiten dat zij benoemd worden door de meerderheid van de vertegenwoordigde aandelen die toebehoren aan de aandeelhouders die gelet op de zeggenschapsstructuur de algemene vergadering niet controleren.

Dit heeft twee belangrijke voordelen. Enerzijds biedt deze procedure een belangrijke prikkel aan alle aandeelhouders om hun stem uit te brengen. Het systeem kan getoetst worden op zijn deugdelijkheid. Wanneer aandeelhouders ondanks hun wezenlijke inspraak geen gebruik wensen te maken van hun stemrechten en de algemene vergadering (blijven) mijden, kan beargumenteerd worden dat een aandeel als een van de vele soorten financiële instrumenten wordt beschouwd en er geen andere zeggenschapsrechten aan verbonden moeten zijn. Indien – naar wat mag worden verhoopt – deze procedure het activisme doet toenemen, scherpt dit het deugdelijk ondernemingsbestuur verder aan zonder verschuivingen in de onderlinge verhoudingen van alle betrokken partijen. Deugdelijk vennootschapsbestuur is ermee geholpen.

## 1 ♦ Inleiding

Het is inmiddels genoegzaam bekend dat één van de kenmerken van beursgenoteerde vennootschappen de scheiding van eigendom en controle is. De raad van bestuur en het mana-

gement beschikken over de discretionaire bevoegdheid om de middelen van de vennootschap in te zetten. Hoewel de activa moeten worden aangewend om de doelstellingen van de vennootschap te bereiken, is er ook ruimte om te voorzien in de behoeften van dit bestuur en management. Deze noden kunnen eindeloos zijn en toezicht is vereist om misbruiken te vermijden. De controletaak behoort in belangrijke mate de verschaffers van kapitaal toe. Aandeelhouders beschikken daartoe over bepaalde rechten om het bestuur aan zich te binden. De optimale hoeveelheid rechten waarover aandeelhouders moeten beschikken om dit bestuur te disciplineren en in te grijpen is een moeilijk politiek, economisch en juridisch vraagstuk.

Eenzijds moet het bestuur en het management over voldoende vrijheid beschikken om strategieën te ontwikkelen en uit te voeren. Indien het bestuur alle beslissingen die het in naam en voor rekening van de vennootschap neemt, moet voorleggen aan de aandeelhouders en zij deze moeten goedkeuren leidt dit proces tot verstarring en ontnemt het de prikkels om nieuwe initiatieven op te starten. Anderzijds bestaat het risico dat onbeperkte rechten en macht van het bestuur om alle beslissingen te nemen tot misbruik leidt.

Sommigen zijn dan ook van oordeel dat de autonomie van het bestuur slechts marginaal en uitzonderlijk mag aangetast worden. Alleen het bestuur is immers voldoende gewapend om alle deelbelangen van de betrokken partijen van de vennootschap in overweging te nemen. Het (te vergaand) fnuiken van deze bewegingsvrijheid leidt tot suboptimale beslissingen en dient vermeden.

Anderen zijn de mening toegedaan dat aandeelhouders die het residuaire risico dragen het recht hebben om te allen tijde in te grijpen en te sturen. Belangrijke beslissingen en strategie belangen in de eerste plaats de aandeelhouders aan. Zij dienen in staat gesteld om hierover hun stem te laten horen en te sturen.

Aan beide zijden van de Atlantische oceaan ontwikkelde zich de laatste decennia een hevig debat omtrent de positie en rol van aandeelhouders in (de werking van) vennootschappen. In veel landen was/is de autonomie van het bestuur en management van de vennootschap heel omvangrijk en zijn de rechten van aandeelhouders de facto beperkt tot “stemmen met de voeten”. Institutionele beleggers waaronder verzekeringsondernemingen, pensioenfondsen en beleggingsinstellingen die steeds grotere belangen in vennootschappen verwierven en niet zonder aanzienlijk verlies in de mogelijkheid waren om hun belangen te verkopen – de zogenaamde Wall Street walk – mengden zich in dit bestuursdebat. Aandeelhoudersactivisme stak de kop op (Gordon, 2008). Dit onderzoek richt zich op de deelname van kleine en grote aandeelhouders aan de algemene vergadering van Bel-

gische beursgenoteerde vennootschappen als één van de vormen van dit aandeelhoudersactivisme. De analyse verstrekt inzicht in het participatiegedrag van aandeelhouders over de periode 2007-2010. Van (bepaalde) aandeelhouders, zoals pensioenfondsen en fondsbeheerders wordt immers niet alleen verwacht dat zij hun stem uitbrengen op algemene vergaderingen doch dit ook doen in het belang van hun belanghebbenden. Niet alleen “blue chip” vennootschappen maken deel uit van de steekproef waardoor de resultaten een beter en breder inzicht geven in dit participatiegedrag. De gekozen periode toont de invloed van de economische crisis op dit aspect van het aandeelhoudersgedrag. Ook komt de relatie tussen aandeelhoudersparticipatie en aandeelhoudersstructuur aan bod. Hiermee toetst de studie of de verklarende kracht de aandeelhoudersconcentratie gelijkaardig blijft in de tijd. De gegevens laten tevens toe na te gaan of kleinere aandeelhouders zich verschillend gedragen in vergelijking met grootaandeelhouders enerzijds alsook in vennootschappen met een controlerende aandeelhouder en andere vennootschappen.

Paragraaf 2 bespreekt kort het institutionele kader van dit formele aspect van aandeelhoudersactivisme. Paragraaf 3 gaat nader in op de aanwezigheid van aandeelhouders op de algemene vergaderingen van 2010 alsook over de periode 2007 tot 2010. Door middel van variantieanalyse wordt onderzocht of het aandeelhoudersgedrag de afgelopen jaren is gewijzigd. Paragraaf 4 legt de relatie tussen de aandeelhoudersstructuur en de aanwezigheid van aandeelhouders op algemene vergaderingen. Regressieanalyse toont aan de belangrijkste verklarende variabele voor de relatieve aanwezigheid op algemene vergadering de aandeelhoudersconcentratie is. Paragraaf 5 besluit en adviseert om de prikkel tot participatie te versterken middels de benoeming van de onafhankelijke bestuurders door de niet-controlerende aandeelhouders.

## 2 ♦ Institutioneel en reglementair kader

Sinds 1973 is in België de rol van de algemene vergadering ondergeschikt aan deze van de raad van bestuur. De omzetting van de eerste Europese vennootschapsrichtlijn zorgde ervoor dat de residuaire bevoegdheid van de algemene vergadering werd overgeheveld naar de raad van bestuur. Dit verhindert niet dat de algemene vergadering nog steeds belangrijke taken uitvoert.

Jaarlijks dient de raad van bestuur verslag uit te brengen over de bedrijvigheden van de vennootschap. Het bestuur dient ook de vragen te beantwoorden die de aandeelhouders

hierover stellen. Slechts een ernstig nadeel aan de vennootschap ontslaat de bestuurders van de beantwoordingsplicht.<sup>2</sup> De vergadering verleent de bestuurders kwijting. De algemene vergadering heeft tevens het recht de bestuurders onmiddellijk en zonder opgave van reden te ontslaan. Het Hof van Cassatie oordeelde dat dit recht van openbare orde is. Beslissingen die een belangrijke invloed hebben op het voortbestaan en de organisatie van de vennootschap dienen aan de algemene vergadering te worden voorgelegd. Het betreft hier onder meer kapitaalverhogingen, ontbinding en fusie.

Geens en Wyckaert (2009) sommen de bevoegdheden van de algemene vergadering exhaustief op:

- Benoeming en ontslag en van de commissaris;
- Goedkeuring van de jaarrekening met inbegrip van de bestemming van het resultaat;
- (weigering van) kwijting aan de bestuurders en de commissaris;
- Instelling van de actio mandati;
- Goedkeuring van statutenwijzigingen;
- Goedkeuring van fusies, splitsingen en inbrengen van algemeenheid;
- Machting tot inkoop, vervreemding of verpanding van eigen aandelen, machtiging van quasi-inbreng.

De laatste jaren is er meer aandacht voor de positie en de rol van de aandeelhouders in het sturen van de vennootschap. In België kan onder meer worden verwezen naar de Wet van 2 augustus 2002 houdende wijziging van het Wetboek van vennootschappen alsook van de wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen<sup>3</sup>. Die wet moderniseerde het verloop en de organisatie van de algemene vergadering van genoteerde vennootschappen door de invoering van een registratiedatum en de verlenging van de oproepingstermijn. Deze wijziging beoogde de deelname aan de algemene vergadering aan te zwengelen. Institutionele beleggers en buitenlandse aandeelhouders verkregen de noodzakelijke bijkomende termijn om zich voor te bereiden op de algemene vergadering. De registratiedatum maakte de “blokkering” van de aandelen voorafgaand aan de algemene vergadering overbodig. Bepaalde categorieën aandeelhouders mijden immers vergaderingen waarbij de deelname afhankelijk is van de deponering van de toonderaandelen. Zij kunnen of willen zich de tijdelijke onverhandelbaarheid niet veroorloven. Daarnaast

---

2. Zie artikel 540 W. Venn.

3. Belgisch Staatsblad 22 augustus 2002.

werden de zware formaliteiten inzake de oproeping enigszins versoepeld (Haverans en Van Driessche, 2003).

In december 2004 verscheen de Belgische corporate governance code of code Lippens, genoemd naar de toenmalige voorzitter. De Code die tot stand kwam als een gemeenschappelijk initiatief van de Belgische toezichthouder CBF, de werkgeversorganisatie VBO en Euronext waarvan afgevaardigden zich verenigden in de Commissie Corporate Governance, benadrukt in principe 8 de verplichting om de rechten van de aandeelhouders te respecteren. Het betreft onder meer de gelijke behandeling van aandeelhouders, het verstrekken van voldoende informatie over de aandeelhoudersrechten, de deelname aan de algemene vergadering en de naleving van de code, het recht om agendapunten aan te brengen en vragen beantwoord te zien en de identiteit van grote aandeelhouders te kennen. De algemene vergadering dient luidens bepaling 8.6 als communicatiekanaal en om de betrokkenheid van de vennootschap met haar aandeelhouders te vergroten. Onder meer een lagere drempel om agendapunten in te lassen kan hiertoe leiden.

In 2009 moderniseerde de Commissie Corporate Governance deze Code en herdoopte deze officieel in de Belgische Corporate Governance Code. Op de vennootschap rust de plicht om aandeelhouders aan te moedigen deel te nemen aan de algemene vergadering. Aan de bepaling omtrent de melding van de stemmingsresultaten en de notulen van de algemene vergadering op de website van de vennootschap werd niet geraakt.

Met de wet van 6 april 2010<sup>4</sup> en het koninklijk besluit van 6 juni 2010<sup>5</sup> kreeg de Belgische Corporate Governance Code een wettelijke verankering. De wetgever maakte van deze gelegenheid ook gebruik om de rol van de algemene vergadering verder uit te breiden. Het remuneratiecomité, een andere vernieuwing van deze wet, moet jaarlijks een remuneratieverslag voorbereiden waarover de algemene vergadering moet beslissen. Een negatieve beslissing doet het verslag niet teniet doch signaleert de wens van de aandeelhouders om het remuneratiebeleid aan te passen. Ook hoge vertrekvergoedingen vergen de goedkeuring van de algemene vergadering. Voortaan moeten beursgenoteerde vennootschappen in hun jaarverslag ook een verklaring van deugdelijk bestuur opnemen. Dit houdt in dat de vennootschap weliswaar niet verplicht is om alle corporate governance bepalingen van de code na te leven maar

---

4. Wet 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen en de autonome overheidsbedrijven en tot wijziging van de regeling inzake het beroepsverbod in de banken financiële sector, *Belgisch Staatsblad* 23 april 2010.

5. Koninklijk besluit 6 juni 2010 houdende aanduiding van de na te leven Code inzake deugdelijk bestuur door genoteerde vennootschappen, *Belgisch Staatsblad* 28 juni 2010.



in voorkomend geval gehouden is uit te leggen waarom deze of gene bepaling niet wordt nageleefd.

Een nieuwe hervorming kan worden verwacht middels een laattijdige omzetting van de Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen.<sup>6</sup> Europa wil met deze richtlijn een soepel en doeltreffend proces voor de uitoefening van zeggenschap door de aandeelhouders realiseren.

Ook in andere landen waren de wet- en regelgevers niet ongevoelig voor de feitelijke ontwikkelingen van dit aandeelhoudersactivisme en in verschillende landen kregen aandeelhouders meer rechten of faciliteerde de wetgever de participatiemogelijkheden voor aandeelhouders. Als illustratie mag worden verwezen naar de Amerikaanse ontwikkelingen. In juli 2010 stemde het Amerikaanse parlement in met de Dodd Frank Bill die – naar Amerikaanse normen – belangrijke hervormingen aanbrengt aan de aandeelhoudersrechten. Section 971 van deze wet verleent de Securities and Exchange Commission de bevoegdheid om te voorzien in het recht voor aandeelhouders van ter beurse genoteerde vennootschappen bestuurders te nomineren, een recht waarover aandeelhouders in Europa reeds lang beschikken. Het moet gezegd dat het Amerikaanse wetsontwerp aanzienlijk verder ging en de benoeming van bestuurders met pluraliteitstem, waarbij één ja-stem volstaat aan banden legde.<sup>7</sup>

Het belang en de technieken van het aandeelhoudersactivisme is, zeker in een Europese context, hoofdzakelijk anekdotisch en relatief weinig empirisch onderzocht. Een aantal studies onderzoeken het geheel van activiteiten dat aandeelhouderactivisten ontplooiën en de invloed van het activisme op de aandelenkoers en de ondernemingsorganisatie. In recent onderzoek tonen Becht, Franks en Grant (2010) aan de hand van meer dan 300 publieke interventies en ongeveer 100 informele interventies van hedge funds aan dat beide soorten leiden tot abnormale opbrengsten voor aandeelhouders.

Andere studies gaan in op bijzondere aandeelhoudersactiviteiten. Deze activiteiten situeren zich enerzijds rond het verloop van de algemene vergadering en gaan anderzijds over het voeren van rechtszaken. De eerste categorie van activisme kan worden opgesplitst in het onderzoek naar de deelname van aandeelhouders aan de algemene vergadering, het

---

6. Publicatieblad L 184/17, 14 juli 2007.

7. Zie section 971 van het wetsontwerp beschikbaar op: [http://banking.senate.gov/public/\\_files/ChairmansMark31510AYO10306\\_xmlFinancialReformLegislationBill.pdf](http://banking.senate.gov/public/_files/ChairmansMark31510AYO10306_xmlFinancialReformLegislationBill.pdf) (laatst geconsulteerd op 16 augustus 2010)

agenderen van besluiten op de algemene vergadering en de wijze van stemmen op algemene vergaderingen.

Manifest en Georgeson onderzoeken jaarlijks de aanwezigheid op algemene vergaderingen van vennootschappen in de nationale indexen van verschillende Europese landen. De gemiddelde aanwezigheid varieerde in 2007 van 43% in Zwitserland tot ruim 67% in Spanje. RiskMetrics (2008) vond gelijkaardige resultaten maar stelde een lager gemiddelde van 37% vast voor Finland. In een studie voor het Europees Parlement bevestigde Van der Elst (2009) deze aanwezigheidspercentages op algemene vergaderingen van ad random geselecteerde vennootschappen in 5 landen. Hieruit volgt dat grote aandeelhouders meestal de algemene vergaderingen bijwonen doch dat dit veel minder het geval is voor de kleinere aandeelhouders. Manifest en Georgeson volgen de resultaten jaarlijks op en stellen vast dat de aanwezigheidspercentages schommelen, doch vooral in Groot-Brittannië toenemen tot ongeveer 68% in 2010. Ook in Nederland volgt Eumedion (2010) en Rematch (2008) de evolutie van de aanwezigheid op algemene vergaderingen op. De laatste vijf jaar nam deze toe van 33% tot 50% bij de AEX-vennootschappen en van 36% tot 46% bij de AMX-vennootschappen. In België stelden Wymeersch en Van der Elst (1997) vast dat in 1994 gemiddeld 55% van de aandelen vertegenwoordigd waren. Van der Elst (2004) vond gelijkaardige aanwezigheidspercentages voor 2003 en een gemiddelde aanwezigheid van 38 aandeelhouders en toonde aan dat voor beide jaren de aandeelhoudersstructuur in belangrijke mate de aanwezigheid verklaart.

Ook over agendapunten die aandeelhouders aanbrengen bestaat slechts voornamelijk Amerikaans empirisch onderzoek. Uit dit onderzoek blijkt dat de steun voor deze voorstellen eerder gering is en niet bijdraagt tot een toename van de ondernemingsprestaties (Gillan and Starks (2007)). Sommige auteurs vonden evenwel een positieve invloed van deze voorstellen op het ondernemingsorganisatie en aandelenreturn (Renneboog en Szilagyi, 2010; Buchanan en Yang, 2007)).

Naast de aanwezigheid op de algemene vergadering, onderzoeken Manifest en Georgeson tevens de stemresultaten op de betrokken algemene vergaderingen. Agendapunten worden met overweldigende meerderheid goedgekeurd. Agendapunten kregen in 2007 gemiddeld tussen 92% en 98% instemming van de aandeelhouders. Ook hier geldt dat in uitzonderlijke gevallen voorstellen van het bestuur worden weggestemd. Het verzet van aandeelhouders tegen geagendeerde voorstellen concentreert zich rondom een beperkt aantal, strategisch georiënteerde, beleidsbepalingen. In continentaal Europa zijn dit hoofdzakelijk de bevoegdheid van het bestuur om aandelen te emitteren of in te kopen, de benoeming van bepaalde bestuurders en remuneratieprogramma's. Riskmetrics (2008)

bevestigde dat aandelen(optie)plannen significant hogere tegenstemmen krijgen. In Groot-Brittannië ligt ook de omvang van de bezoldiging regelmatig onder vuur. Eumedion (2010) analyseert de voorstellen voor Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. In 2010 werden slechts drie agendapunten verworpen op een totaal van meer dan 1250 agendapunten. Dit bevestigt de bevindingen in het onderzoek van Rematch (2008, 2007) over de daaraan voorafgaande jaren.

Ook de agendapunten van algemene vergaderingen van Belgische vennootschappen worden met overweldigende meerderheid van stemmen goedgekeurd. Stemmingresultaten van zeven onderwerpen – de goedkeuring van de jaarrekening, kwijting van het bestuur, kwijting van de commissaris, bezoldiging van het bestuur, bezoldiging van de commissaris, benoeming van bestuurders en benoeming van de commissaris – die op de algemene vergadering 2007 van 37 vennootschappen aan bod kwamen geven instemmingspercentages van meer dan 95%, en in vele gevallen meer dan 99% van de aanwezige stemmen. Tussen 40% en 60% van de algemene vergaderingen waarop een van bovenvermelde agendapunten aan bod kwam stemde unaniem in met de betrokken voorstellen. Slechts drie agendapunten kregen meer dan 10% tegenstemmen (Van der Elst, 2008).

Activisme kan ook blijken uit het voeren van rechtszaken tegen het bestuur of de vennootschap. Vermeulen en Zetzsche (2010) onderzochten Nederlandse en Duitse rechtszaken die aandeelhouders voerden, onder meer tegen beslissingen van de algemene vergaderingen. De rechtszaken richtten zich voornamelijk tegen het gebruik van beschermingsconstructies, tegen belangenconflicten van het bestuur, tegen reorganisaties en tegen interpretaties van statuten of het wettelijk kader.

### 3 ♦ Deelname van aandeelhouders aan de algemene vergadering

#### 3.1 Steekproefbeschrijving

Van 115 aan Euronext Brussel genoteerde Belgische vennootschappen<sup>8</sup> werden de websites op de openbaarmaking van de resultaten van de stemmingen van de algemene vergadering

---

8. Het betreft alle aan Euronext Brussel genoteerde Belgische vennootschappen die een notering hadden gedurende de periode 2007-2010.

van 2010<sup>9</sup> en van de notulen onderzocht. De vennootschap krijgt sinds de Code Lippens immers de taak opgelegd “*de resultaten van de stemmingen en de notulen van de algemene vergadering zo snel mogelijk na de vergadering op haar website*” te publiceren. 62 vennootschappen (56,5%) publiceren de notulen met, op één vennootschap na, inbegrip van de stemmingsresultaten.<sup>10</sup> Bij vier vennootschappen mag de publicatie van deze notulen worden verwacht. Eén vennootschap publiceert een uittreksel van de notulen met de stemmingsresultaten. Uit de notulen werd evenwel de vertegenwoordigde stemrechten verwijderd hetgeen de analyse van enig aandeelhoudersactivisme belemmert. Van 48 algemene vergaderingen zijn geen notulen beschikbaar (41,7%). De naleving van sommige bepalingen van de Belgische corporate governance code is derhalve geringer dan sommige studies doen uitschijnen.<sup>11</sup> Het grote aantal vennootschappen dat geen notulen publiceert resulteert in het gevaar op een selectiebias. Aangezien de volledige populatie werd onderzocht en de vennootschappen in de steekproef zowel naar omvang, naar activiteiten en naar aandeelhoudersstructuur gespreid zijn over de gehele populatie, menen wij dat deze selectiebias weinig invloed heeft op de resultaten.

### 3.2 Deelname aan de algemene vergadering

Op de 62 vergaderingen die tijdens de eerste helft van 2010 werden gehouden waren gemiddeld 52,2% van de aandelen vertegenwoordigd. Dit gemiddelde werd negatief beïnvloed door een beperkt aantal vergaderingen waar de opkomst heel laag lag. Immers is de mediaanwaarde van de opkomst 57,7%. De laagste opkomst werd genoteerd bij een vastgoedbevak. Bij Serviceflats Invest daagden slechts een handvol aandeelhouders op met in totaal 2,4% van het totaal aantal uitstaande aandelen. Bij een producent van mineraalwater ligt de opkomst boven de 90%. De aanwezigheid van een grootaandeelhouder met een analoog belang verklaart dit percentage. Tabel 1 geeft een overzicht van de vijf algemene vergaderingen met een hoge en de vijf algemene vergaderingen met een lage opkomst. Naast Serviceflats Invest ligt ook bij de Accentis de opkomst onder de 10%. Naast Spadel

9. Drie vennootschappen hebben een boekjaar dat afsluit tijdens de eerste jaarhelft en organiseren hun algemene vergadering in het najaar. Van deze vennootschappen werden de notulen van de algemene vergadering die werd gehouden in de tweede helft van 2009 in de analyse betrokken.

10. Stand op 15 juli 2010.

11. Een studie van het VBO en Guberna van 2006 maakt gewag van nalevingspercentages van meer dan 80% (Belgian Governance Institute & VBO, (2006a). *De naleving van de Code Lippens over 2005 bij de BEL20*. Gent, Belgium). Het moet gezegd dat de naleving van de bepaling 8.11 toeneemt. In 2007 verstrekten slechts 43% van de vennootschappen de notulen van de algemene vergadering (Van der Elst, 2008).

en Accentis ligt bij 10% van de vennootschappen de opkomst onder 25% van het totaal aantal uitstaande aandelen. De laagste opkomst binnen deze groep is terug te vinden bij Keyware, Nyrstar en Agfa Gevaert. Een hoge opkomst is er bij PCB, VPK, Picanol en Neufcour. Bij al deze vennootschappen ligt de opkomst boven de 80%. Hoewel onder nog aandacht wordt besteed aan de factoren die deze hoge opkomst helpen verklaren, kan reeds worden verwezen naar het grote belang die de referentieaandeelhouders houden in deze vennootschappen waar de opkomst groot is. Bij Spadel en VPK houdt de grootaandeelhouder meer dan 80% van de aandelen aan, en in overleg met andere aandeelhouders is dit bij PCB meer dan 80% en bij Picanol bijna 70%. Bij de vennootschappen waar tijdens de algemene vergadering slechts weinig aandelen vertegenwoordigd zijn, is het zeggenschapsbelang aanzienlijk lager doch de relatie lijkt minder duidelijk te trekken. Zo houden bij Keyware de transparantieplichtige aandeelhouders meer dan 70% van de stemrechten en bij Accentis ligt dit gecontroleerd zeggenschapsbelang op bijna 40%. Bij de andere drie vennootschappen met een lage opkomst is de spreiding van het aandelenbezit veel groter.

**TABEL 1:** Algemene vergaderingen (2010) met een hoge en lage opkomst

Hoogste opkomst	Vertegenw. aandelen	Laagste opkomst	Vertegenw. aandelen
Spadel	92,0%	Serviceflats Invest	2,4%
PCB	91,0%	Accentis	4,8%
VPK	89,6%	Keyware	11,1%
Picanol	86,8%	Nyrstar	15,8%
Neufcour	80,6%	Agfa Gevaert	16,8%

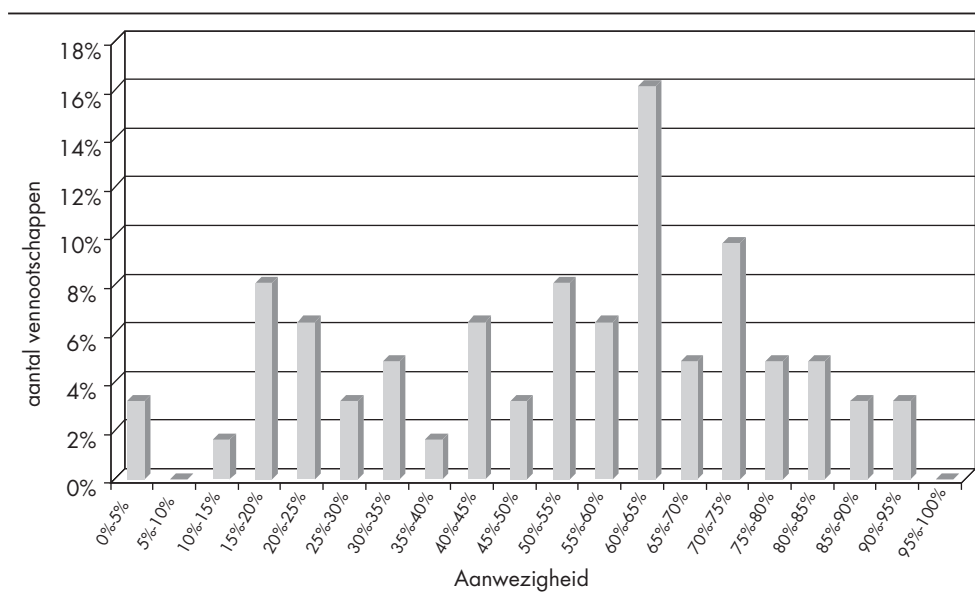
Bron: eigen onderzoek

De spreiding van de aanwezigheid op algemene vergaderingen 2010 is terug te vinden in figuur 1. Deze spreiding is aanzienlijk. Slechts een aanwezigheidspercentage van 60% tot 65% komt relatief vaak voor. Bijna 1 vennootschap op 6 ziet een dergelijk aantal aandelen op de algemene vergadering vertegenwoordigd. Ruim 60% van deS vennootschappen ontvangt op hun algemene vergadering aandeelhouders die ruim de helft van de stemrechten houden. 45% van de vergaderingen verzamelt tussen 50% en 75% van de aandelen.

Slechts 22 vennootschappen melden in hun notulen naast de relatieve aanwezigheid ook het aantal aandeelhouders dat aanwezig dan wel vertegenwoordigd is. Gemiddeld waren op deze vergadering 64 aandeelhouders aanwezig of vertegenwoordigd. Dit gemiddelde is positief beïnvloed door zes vergaderingen met meer dan 100 aandeelhouders. De mediaanwaarde bedraagt immers slechts 35 aandeelhouders. Op één algemene vergadering

daagden slechts 3 aandeelhouders op, niettemin goed voor meer dan 77% van het totale aantal uitstaande aandelen. De meerderheidsaandeelhouders met een belang van 77% is hier niet vreemd aan.

**FIGUUR 1:** Spreiding van de aanwezigheid op algemene vergaderingen 2010



### 3.3 Participatiegedrag van aandeelhouders in goede en slechte tijden

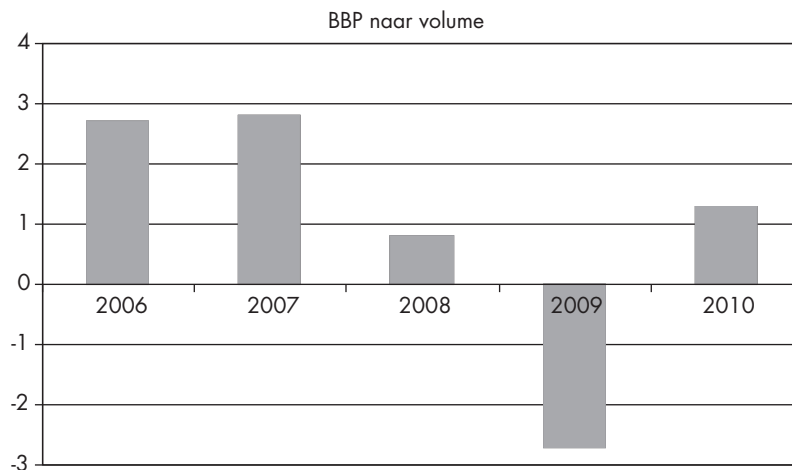
#### 3.3.1 Deelname aandeelhouders aan algemene vergaderingen 2007-2010

De afgelopen jaren kenmerkten zich door een sterke groei van de economie gevolgd door een bijzonder zware economische crisis. Het bruto binnenlands product nam in 2006 en 2007 nog fors toe doch de groei viel terug tot minder dan 1% in 2008 en daalde aanzienlijk in 2009 (Figuur 2). De Nationale Bank van België verwacht dat de economische groei herneemt in 2010 met 1,3%.

Over het algemeen behaalden vennootschappen ook goede resultaten over 2006 en 2007 (algemene vergadering 2007 en 2008) waarbij tijdens de algemene vergadering van 2008

de economische terugval reeds duidelijk werd. Tijdens de herfst van 2008 woedde de financiële crisis in alle hevigheid met een sterke terugval van de winstcijfers en zware financiële problemen voor financiële groepen. Op de algemene vergadering van 2009 (boekjaar 2008) dienden deze financiële groepen aanzienlijke verliezen bekend te maken en andere vennootschappen zagen een terugval in de winstcijfers. De aandeelhouders die de algemene vergaderingen van 2010 bijwoonden, kregen in bepaalde gevallen opnieuw slechte resultaten voorgeschoteld doch met de verwachting dat de resultaten over 2010 aanzienlijk beter zullen zijn. De evolutie van de winstcijfers van de tien grootste genoteerde vennootschappen is terug te vinden in bijlage 1.

**FIGUUR 2:** Recente evolutie van de procentuele groei van het BBP in België



Bron: NBB, Belgostat; 2010: prognose

Deze evolutie laat toe het gedrag van aandeelhouders in goede en slechte tijden te meten aan de hand van hun aanwezigheid op algemene vergaderingen tijdens de periode 2007-2010. Van alle 115 vennootschappen die tijdens deze periode aan Euronext Brussel noteerden werden de notulen en resultaten van de stemmingen op de gewone algemene vergaderingen opgespoord. De elektronische publicatie van het verloop van de algemene vergaderingen nam tussen 2007 en 2010 gestaag toe van 47,0% in 2007 over 51,4% in 2008 tot 55,7% in 2009 en 53,9% in 2010<sup>12</sup>.

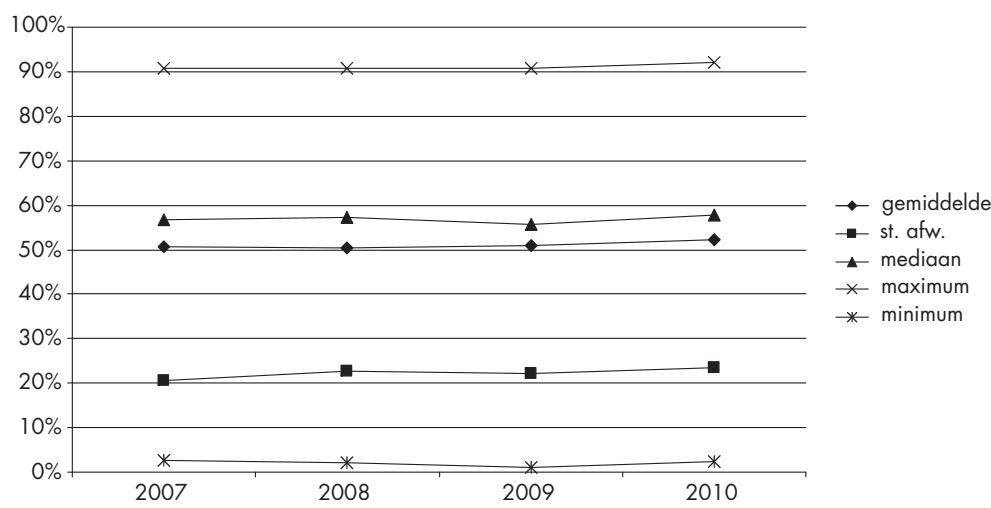
12. De lagere score voor 2010 is te wijten aan de late(re) publicatie van een aantal notulen.

De gemiddelde aanwezigheid van aandeelhouders bleef stabiel over de gehele periode 2007 tot 2010 en varieerde van 50,7% in 2007 tot 52,2% in 2010. Hetzelfde geldt voor de mediaanwaarde die lichtjes toenam van 56,8% tot 57,7%. Over de gehele periode is vast te stellen dat een beperkt aantal vergaderingen slechts een geringe opkomst kennen wat het verschil van 5% tot 7% tussen de mediaanwaarde en de gemiddelde waarde verklaart.

Sommige vergaderingen kennen een terugkerende hoge opkomst van ongeveer 90%. Zoals onder nog zal blijken valt de hoogste opkomst voor drie van de vier betrokken jaren te noteren bij dezelfde vennootschap. De relatief grootste wijzigingen zijn te noteren bij de laagste opkomstpercentages. Voor 2007 en 2010 schommelde de laagste opkomst rond 2,5%. In de tussenliggende jaren verschaalde de opkomst in 2008 tot 2,0% en bleef deze hangen net onder 1% in 2009. De evolutie van de onderscheiden maatstaven is terug te vinden in figuur 3.<sup>13</sup>

De geringe verschillen tonen aan dat de conjunctuur weinig invloed heeft op de betrokkenheid van de aandeelhouders, gemeten naar hun aanwezigheid op de algemene vergadering.

**FIGUUR 3:** Evolutie van de relatieve aanwezigheid op algemene vergaderingen 2007-2010



Bron: eigen onderzoek

13. De analyse werd ook uitgevoerd voor een constante staal van 46 vennootschappen. De resultaten zijn analoog. Het gemiddelde varieerde over de betrokken periode van 51,3% in 2007 over 51,1% in 2008 tot 52,3% in 2009 tot 50,7% in 2010. De mediaanwaarde bleef over de gehele periode ongeveer hetzelfde: 56%.



Bovenstaande gegevens laten nog niet toe verschuivingen in de aanwezigheid op algemene vergaderingen van individuele vennootschappen te meten. Daartoe verstrekken de bijlagen 2 en 3 een overzicht van de vijf algemene vergaderingen met de hoogste en de laagste opkomst over de periode 2007 en 2010. PCB kende ieder jaar, met uitzondering van 2010 de hoogste opkomst op haar algemene vergadering. Ook Neufcour en Texaf organiseren algemene vergaderingen waarop een grote meerderheid van de aandelen vertegenwoordigd zijn. Dit hoeft niet te verbazen gelet op het grote aantal aandelen dat in vaste handen zit.

Naast terugkerende vergaderingen met hoge aanwezigheidspercentages, zijn er ook terugkerende vergaderingen met (zeer) lage opkomst. Bij Service Flats Invest ligt de opkomst steeds onder de 3%. Het absoluut dieptepunt inzake aanwezigheid betreft de algemene vergadering 2009 van Accentis: 0,96%. Dit verbaast des te meer omdat in 2008 de opkomst bij Accentis nog bij de top 5 behoorde.<sup>14</sup> Ook bij sommige grote vennootschappen als Ageas en Agfa-Gevaert is de opkomst zeer bescheiden.

Deze vaststellingen tonen de grote stabiliteit in de aanwezigheidspercentages aan. Theoretisch kunnen over de vier jaren de hoogste en laagste aanwezigheidspercentages toebehoren aan vijf verschillende vennootschappen, of twintig vennootschappen in het totaal. In de praktijk zijn het er slechts 11 en 9.

De spreiding van aanwezigheidspercentages wijzigt niet veel over de betrokken jaren. Ongeveer één vennootschap op zes organiseert jaarlijks een vergadering waarop hoogstens 25% van de aandelen zijn vertegenwoordigd. Een gelijkaardig aantal ziet aandeelhouders die samen tussen 25% en 50% van de aandelen houden verschijnen op de jaarlijkse algemene vergadering. De grootste groep vennootschappen houdt algemene vergaderingen waarop 50% tot 75% van de aandeelhouders aanwezig zijn. Een klein aantal vergaderingen heeft een nog grotere opkomst. Tussen de laatste twee groepen is een evolutie merkbaar. Het relatief aantal vergaderingen met een opkomst van meer dan 75% verdubbelde tussen 2007 en 2010 terwijl de groep vergaderingen met een aanwezigheidspercentage van 50% tot 75% aanzienlijk daalde. Het lijkt er op het eerste gezicht op dat er een beperkte toename is van de opkomst van aandeelhouders op algemene vergaderingen. Dit wordt hieronder empirisch onderzocht.

---

14. De aandeelhoudersstructuur van deze vennootschap wijzigde volledig.

### 3.3.2 Evolutie van de participatie van aandeelhouders empirisch getoetst

Om de evolutie van de aanwezigheid op de algemene vergadering empirisch te testen werd middels een “repeated measures anova” getest of de variabiliteit over de jaren heen aanzienlijk groter is dan de variabiliteit van de aanwezigheidspercentages<sup>15</sup> op algemene vergaderingen van vennootschappen tijdens eenzelfde jaar. Indien dit het geval is, volgt hieruit dat externe factoren, zoals de financiële crisis een effect hebben gehad op het gedrag van de aandeelhouders. De resultaten van de analyse zijn terug te vinden in de tabellen 2 en 3. Gelet op de zeer geringe F-waarden bij de onderscheiden testen die in deze vorm van de anova toets corrigeren voor de schending van “sphericity” – Greenhouse-Geisser, Huynh-Feldt en Lower Bound – volgt uit deze analyse dat er zich geen significante wijzigingen in de aanwezigheidspercentages over de vier opeenvolgende jaren voordeden. Ook een verdere uitsplitsing en analyse van de onderscheiden jaren levert geen bijkomende significante resultaten op. Het valt derhalve te betwijfelen of het aandeelhoudersactivisme structureel gestuurd wordt door economische voor- of tegenspoed.

**TABEL 2:** Tests of Within-Subjects Effects

Source		Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
years	Sphericity Assumed	57.899	3	19.300	0.198	.897
	Greenhouse-Geisser	57.899	1.921	30.144	0.198	.812
	Huynh-Feldt	57.899	2.005	28.884	0.198	.821
	Lower-bound	57.899	1.000	57.899	0.198	.658
Error(years)	Sphericity Assumed	13128.017	135	97.245		
	Greenhouse-Geisser	13128.017	86.434	151.885		
	Huynh-Feldt	13128.017	90.205	145.536		
	Lower-bound	13128.017	45.000	291.734		

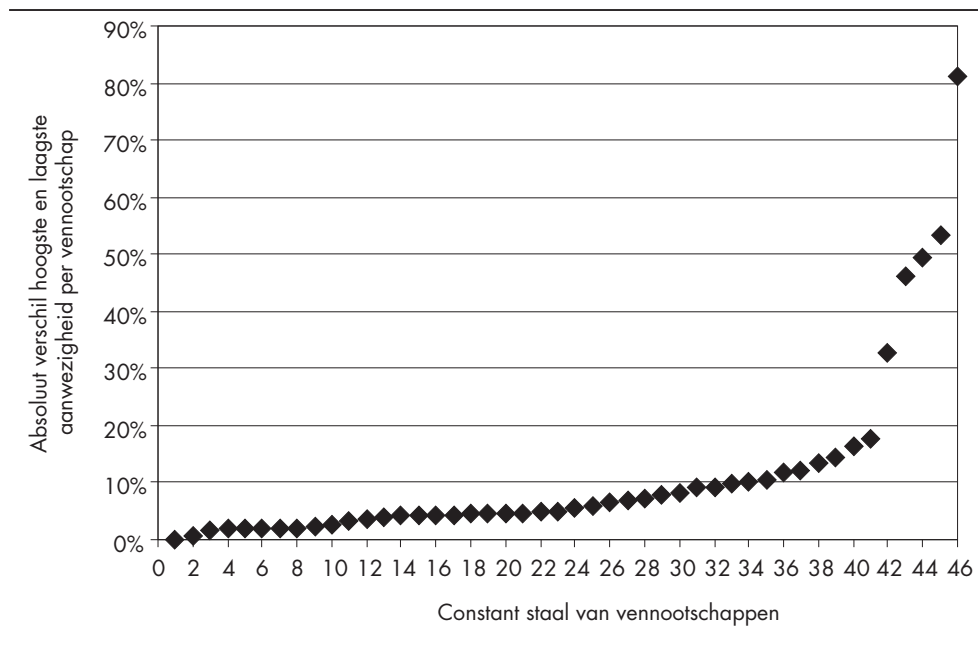
In een constant staal van 46 vennootschappen werd ook nog nader onderzocht hoe groot het effectieve verschil was tussen de hoogste en laagste aanwezigheidspercentage op algemene vergaderingen tussen 2007 en 2010. Figuur 4 toont aan dat in dit constante staal de verschillen tussen deze hoogste en laagste aanwezigheidspercentages in de helft van de gevallen minder dan 5% bedraagt, en in 71% minder dan 10% bedraagt. Bij vijf vennootschappen is dit evenwel meer dan 30%.

15. In deze analyse werden de percentages ingevoerd als absolute waarden.

**TABEL 3:** Paarsgewijze vergelijkingen

Bonferroni Year	Multiple Comparisons		95% conf. interval		
	Years	Mean Difference	Std. error/Sig.	Lower Bound	Upper Bound
2007	2008	-,214	1,570/1,000	-4,548	4,119
	2009	-1,006	2,524/1,000	-7,972	5,959
	2010	,557	2,497/1,000	-6,334	7,448
2008	2007	,214	1,570/1,000	-4,119	4,548
	2009	-,792	2,136/1,000	-6,688	5,105
	2010	,771	1,961/1,000	-4,640	6,183
2009	2007	1,006	2,524/1,000	-5,959	7,972
	2008	,792	2,136/1,000	-5,105	6,688
	2010	1,563	1,375/1,000	-2,232	5,358
2010	2007	-,557	2,497/1,000	-7,448	6,334
	2008	-,771	1,961/1,000	-6,183	4,640
	2009	-1,563	1,375/1,000	-5,358	2,232

a. Adjustment for multiple comparisons: Bonferroni. Based on estimated marginal means  
Verschil tussen hoogste en laagste aanwezigheidspercentage

**FIGUUR 4:** Verschil tussen hoogste en laagste aanwezigheid op een AVA tussen 2007 en 2010 van 46 vennootschappen

Bron: eigen onderzoek

**TABEL 4:** Aandeelhoudersstructuur van vennootschappen met wisselende aanwezigheden op AVA

	2007	2008	2009	2010
Accentis	De Speybeek	De Speybeek	Punch Graphix	Punch Graphix
	Aluclays Invest	Aluclays Invest	Creacorp	Creacorp
	De Meilboom	De Meilboom	Punch International	Punch International
Keyware	Pardel	Pardel	Fam. Dumarey	Parana Management
	Parana Management	Parana Management	Parana Management	Parana Management
	Jagermout	Jagermout	Federal Invest	Federal Invest
Neutour	Soter	Soter	Big Media	Big Media
	Ascott Inv	Ascott Inv	Big Media	Big Media
	N. Dessard	N. Dessard	Big Media	Big Media
	Gosson-Kessales	Gosson-Kessales	Big Media	Big Media
	Bios	Bios	Big Media	Big Media
Umicore		eigen aandelen	eigen aandelen	eigen aandelen
				Blackrock
				AXA groep
				FIL
				<5%
Picanol	STAK Picanol	STAK Picanol	STAK Picanol	Oostrolex
	Buraco	Buraco	Buraco	STAK Picanol
	nat pers.		Symphony Mills	Symphony Mills

Bron: jaarverslagen en transparantiemeldingen Euronext Brussel

Deze vijf vennootschappen zijn in dalende volgorde Accentis, Keyware, Neufcour, Umicore en Picanol. Drie van de vijf vennootschappen zagen hun aandeelhoudersstructuur aanzienlijk wijzigen tijdens de betrokken periode: Accentis, Picanol en Keyware kregen andere controlerende aandeelhouders. Bij Neufcour nam het aantal grootaandeelhouders toe. Bij Accentis was de oude controlerende aandeelhoudersgroep op de algemene vergadering met alle aandelen vertegenwoordigd. De nieuwe grootaandeelhouders nemen niet met al hun aandelen deel aan de vergadering. Bij Picanol nam de aandeelhoudersconcentratie aanzienlijk toe en dit resulteerde in een grotere relatieve aanwezigheid op de algemene vergadering. Voor Keyware is er geen eenduidig verband vast te stellen. Tijdens twee jaar namen de grootaandeelhouders deel met een groot deel van hun belangen, de overige twee jaren niet. Bij Neufcour namen een aantal grootaandeelhouders niet deel tijdens de algemene vergadering van 2007. Bij Umicore deed de omgekeerde situatie zich voor. Alleen op de algemene vergadering van 2007 was meer dan 80% van de aandelen vertegenwoordigd. De overige jaren lag het aanwezigheidspercentage rond 35%. Dit grote verschil is niet te verklaren op grond van de wijzigingen in de aandeelhoudersstructuur.

## 4 ♦ De aandeelhoudersstructuur en aandeelhoudersparticipatie

### 4.1 Aandeelhoudersstructuur

Aangezien uit bovenstaande analyse valt af te leiden dat de algemene economie geen invloed blijkt te hebben op het aandeelhoudersgedrag doch de aanwezigheid sterk varieert na een wijziging van de aandeelhoudersstructuur, onderzoekt het volgende deel van deze bijdrage de relatie tussen deze aandeelhoudersstructuur en de aanwezigheid op algemene vergaderingen.

Van alle 62 vennootschappen in de database werd de aandeelhoudersstructuur onderzocht op het ogenblik van de algemene vergadering van aandeelhouders.

Artikel 6 par1 van de wet van 2 mei 2007 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in emittenten waarvan aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gere-

glementeerde markt en houdende diverse bepalingen<sup>16</sup> verplicht natuurlijke en rechtspersonen tot melding wanneer deze een stemrechtbelang van 5% of meer houdt. Luidens artikel 18 van deze wet is het vennootschappen toegestaan deze drempel te verlagen tot 1%, 2%, 3% en 4%. Meer dan de helft van de genoteerde vennootschappen maakt van deze optie gebruik, meestal om een eerste drempel van 3% van de stemrechten in te voeren.<sup>17</sup> Aangezien niet alle vennootschappen hiervan gebruik maken, werd in onderstaande analyse gebruik gemaakt van de gemeenschappelijke drempel van 5% van de stemrechten. Enkel wanneer een aandeelhouder meer dan 5% van de stemrechten houdt, wordt hij als een grootaandeelhouder in de analyse betrokken.

Een summiere samenvatting van de aandeelhoudersstructuur van de vennootschappen waarvoor tevens de gegevens over de aanwezigheid op de algemene vergaderingen beschikbaar zijn, is terug te vinden in tabel 5. De grootste aandeelhouder houdt gemiddeld 37,2% van de stemrechten, iets meer dan de mediaanwaarde van 35,6%. De grootste aandeelhouder bezit in één geval zelfs meer dan 90% van de stemrechten. In een aantal andere gevallen kent de vennootschap geen grootaandeelhouders met een belang van meer dan 5% van de stemrechten. In een aanzienlijk aantal andere vennootschappen treden aandeelhouders in onderling overleg op. Wanneer aandeelhouders in onderling overleg optreden en hun stemrechtbelang groter is dan dit van de grootste aandeelhouder werd met dit belang ook rekening gehouden in de variabele “belang in overleg tredende aandeelhouders”. In de andere gevallen wordt het belang van de grootste aandeelhouder weerhouden. Het gemiddelde zeggenschapsbelang van de in onderling overleg optredende aandeelhouders bedraagt ongeveer 44% met een mediaanbelang van 45,9%. Een groot aantal vennootschappen wordt de jure gecontroleerd door de in onderling overleg optredende aandeelhouders. In 25% van de vennootschappen hebben deze aandeelhouders meer dan 64% van de stemrechten. Het grootste belang is tevens 90% van het totaal aantal stemrechten. Tot slot werd ook het gesommeerde belang van alle grootaandeelhouders berekend. Dit belang is gemiddeld 50,3% van het totaal aantal stemrechten, met een mediaanwaarde van ruim 55,4%.

---

16. Belgisch Staatsblad 12 juni 2007.

17. Voor een overzicht van de verlaagde drempels, zie [cbfa.be/nl/gv/ah/not/dBeginFFrmEmittenten.asp](http://cbfa.be/nl/gv/ah/not/dBeginFFrmEmittenten.asp).

**TABEL 5:** Descriptieve resultaten van de onafhankelijke variabelen

Variabele	N	Gemidd	St. afw.	Min.	Q1	Medi- aan	Q3	Max.
Belang grootste aandeelh.	62	37,17%	21,99%	<5%	17,86%	35,56%	53,32%	90,84%
Belang in overleg tredende aandeelh.	62	43,99%	24,14%	<5%	26,27%	45,93%	63,99%	90,84%
Totaal belang alle grootaandeelh.	62	50,43%	23,02%	<5%	31,45%	55,42%	69,44%	90,84%
Beurskap. in mln. euro	62	2316	7594	3,3	133	351	1418	58354
Log kapitalisatie	62	2,62	0,83	0,52	2,12	2,54	3,15	4,77
Winst per aandeel	61	-9,79%	63,13%	-390,6%	-1,22%	6,36%	10,81%	29,61%

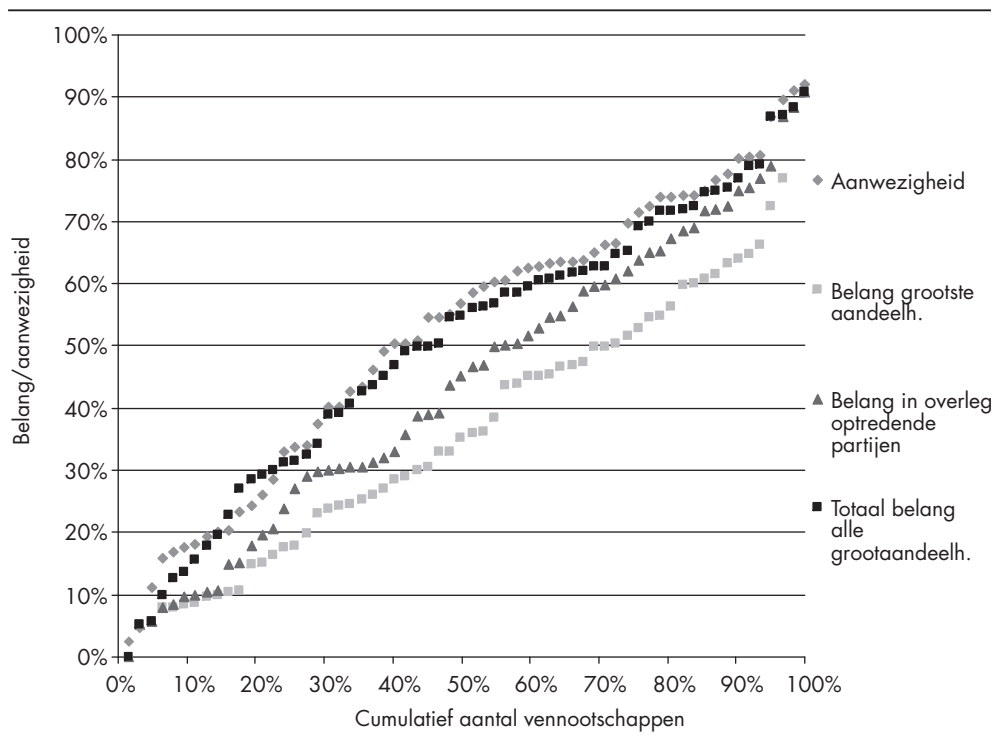
Bron: eigen onderzoek

Een vennootschap heeft een gemiddelde marktwaarde van 2,3 mrd. euro. De kleinste vennootschap is slechts 3,3 mln. euro waard, de grootste bijna 60 mrd. euro. De helft van de vennootschappen haalt een winst per aandeel van ruim 6% van de beurskoers op datum van afsluiting van de jaarrekening. Een beperkt aantal vennootschappen realiseerde in 2009 een zeer groot verlies waardoor het gemiddeld verlies per aandeel in de steekproef bijna 10% bedraagt. Eén vennootschap werd uit de steekproef verwijderd. De Nationale Bank van België heeft immers een statutaire regeling inzake de verdeling van de winst. Dit houdt in dat de algemene vergadering hierover zo goed als geen zeggenschap heeft.

#### 4.2 Grafische analyse van de relatie tussen de aandeelhoudersstructuur en het participatiegedrag op de algemene vergadering

Het relatieve belang van de aanwezige aandeelhouders is aanzienlijk gerelateerd aan de aandeelhoudersconcentratie. Figuur 5 toont deze relatie. Naarmate het belang van de grootaandeelhouders in omvang toeneemt, neemt de relatieve aanwezigheid van aandeelhouders op de algemene vergadering toe. Deze relatie is het sterkst met het gesommeerde zeggenschapsbelang van alle bekende aandeelhouders met een stemrechtbelang van meer dan 5%.

**FIGUUR 5:** De relatieve aanwezigheid van aandeelhouders en het zeggenschapsbelang van grootaandeelhouders



Bron: eigen onderzoek

**TABEL 10:** Correlatie tussen de variabelen

	Aanwezigheid	Belang grootste aandeelh.	Belang in overleg tredende aandeelh.	Totaal belang alle grootaandeelh.	Log kapitalisatie	Winst per aandeel
Aanwezigheid	1					
Belang grootste aandeelh.	0,656*	1				
Belang in overleg tredende aandeelh.	0,775*	0,871*	1			
Totaal belang alle grootaandeelh.	0,847*	0,774*	0,902*	1		
Log kapitalisatie	-0,076	-0,177	0,221	-0,264**	1	
Winst per aandeel	0,262**	0,222	0,184	0,113	0,236	1

\*: 1% significant, \*\*: 5% significant.



Dit verband tussen de aandeelhoudersstructuur en de aanwezigheid op de algemene vergadering komt ook tot uiting in de correlatietabel. Voor alle drie de variabelen die de aandeelhoudersstructuur weergeven is vast te stellen dat de correlatie significant is op het 1%-niveau zowel onderling als in relatie tot de aanwezigheid op de algemene vergadering. De correlatietabel duidt ook aan dat de twee andere variabelen – omvang en winstgevendheid – niet gecorreleerd zijn met de andere onafhankelijke variabelen, op één uitzondering na. Er blijkt een significant negatief verband te bestaan tussen de omvang van de vennootschap en het gezamenlijk zeggenschapsbelang van alle aandeelhouders. Dit verbaast niet aangezien kan verwacht worden dat grotere vennootschappen een grotere spreiding kennen van het aandelenbezit. Anderzijds vergt dit nazicht op multicollineariteit van de onafhankelijke variabelen in de regressieanalyse.

### **4.3 Empirische analyse van de relatie tussen de aandeelhoudersstructuur en participatiegedrag op de algemene vergadering**

Bovenstaande grafische vaststelling is nader onderzocht via OLS-regressieanalyse. De afhankelijke variabele is de absolute waarde van de procentuele vertegenwoordiging van aandelen op de algemene vergadering 2010. Naast de onderscheiden maatstaven van aandeelhoudersstructuur – zeggenschapsbelang van de grootste aandeelhouders, zeggenschapsbelang van de in onderling overleg optredende aandeelhouders en het gesommeerd belang van alle grootaandeelhouders met een zeggenschapsbelang van meer dan 5% – is tevens de omvang en de winst van de vennootschap als onafhankelijke variabelen gebruikt. De omvang werd gemeten aan de hand van de marktkapitalisatie van de vennootschap. De marktkapitalisatie werd herschaald middels een logaritme van de waarde in miljoenen euro om de normaliteit te benaderen. Het kan worden verwacht dat naarmate de vennootschap in omvang toeneemt, de relatieve aanwezigheid van aandeelhouders afneemt. Grotere vennootschappen hebben normaliter een grotere spreiding van het aandeelhouderschap waardoor de probabiliteit van free-riderschap van aandeelhouders toeneemt. Tot slot werd ook de relatieve winst per aandeel in de analyse betrokken om de financiële prikkel van aandeelhouders om deel te nemen aan de algemene vergadering te vatten. De winst per aandeel werd berekend als de absolute waarde van de procentuele verhouding tussen de winst per aandeel en de beurskoers op datum van afsluiten van de jaarrekening die ter goedkeuring werd voorgelegd aan de algemene vergadering. Het mag worden verwacht dat de relatieve aanwezigheid van aandeelhouders toeneemt naarmate de ondernemingsresultaten slechter zijn. Aandeelhouders zullen op de algemene

vergadering het bestuur ter verantwoording roepen voor de slechtere ondernemingsresultaten.

De resultaten van de regressieanalyse tonen aan dat de aandeelhoudersstructuur een significant positieve invloed uitoefent op de aanwezigheid van aandeelhouders op de algemene vergadering. Ongeveer 87% van de zeggenschapsbelangen van alle grootaandeelhouders is vertegenwoordigd op de vergadering (model 3). Ook de andere maatstaven van de aandeelhoudersstructuur beïnvloeden op significant positieve wijze de aanwezigheid. De hoogste coëfficiënt is terug te vinden bij het globaal bekend belang van alle aandeelhouders samen. Dit wijst er op dat grote aandeelhouders veel belang hechten aan hun deelname en actief de vergadering bijwonen, zelfs meer dan de grootste aandeelhouder. De gemiddelde vennootschap in de steekproef heeft 2,2 grootaandeelhouders. Bij vergaderingen van vennootschappen waarvan de relatieve aanwezigheid exclusief de grootste aandeelhouder meer dan 40% bedraagt, is dit ruim 3,5 terwijl bij vennootschappen waar deze relatieve aanwezigheid minder dan 10% is, het aantal grootaandeelhouders gemiddeld slechts 1,7 bedraagt.<sup>18</sup>

**TABEL 11:** OLS-regressie van omvang van vennootschappen, winstgevendheid en aandeelhoudersstructuur op aandeelhoudersaanwezigheid (t-waarden tussen haakjes)

	Verwacht	Model 1	Model 2	Model 3
Constance		17,670 (2,01)**	7,256 (0,93)	-4,125 (-0,54)
Log kap.	-	2,667 (1,00)	4,015 (1,75)***	4,919 (2,34)**
Winst per aandeel	-	0,031 (0,87)	0,012 (0,41)	0,021 (0,75)
Belang grootste aandeelh.	+	0,754 (7,42)*		
Belang in overleg tredende aandeelh.	+		0,788 (9,92)*	
Belang alle grootaandeelh.	+			0,866 (11,37)*
Adj. R2		0,479	0,624	0,686
F		19,39	34,24	44,79
N		61	61	61

\*: 1% significant, \*\*: 5% significant, \*\*\*: 10% significant.

De andere verklarende variabelen beïnvloeden het aanwezigheidsgedrag van de aandeelhouders nauwelijks. Zo blijkt de winstgevendheid van de vennootschap geen enkele invloed te hebben op deze vorm van aandeelhoudersactivisme. De omvang van de ven-

18. Deze gemiddelden zijn niet opgenomen in tabel 11 maar zijn beschikbaar bij de auteur.

nootschap heeft een andere invloed dan verwacht. De grootte van de vennootschap beïnvloedt in het derde model de relatieve aanwezigheid op de algemene vergadering op positieve wijze. Ditzelfde verband wordt op minder significante wijze bevestigd in model 2. Dit zou als volgt kunnen verklaard worden. Grotere vennootschappen hebben in hun aandeelhouderskring vaker institutionele beleggers. De grotere liquiditeit van de aandelen van deze vennootschappen vergroot immers de aantrekkingskracht bij institutionele investeerders. Deze categorie van beleggers is tevens gevoeliger voor de aanmoediging om te stemmen op de algemene vergadering.

Uit de analyse blijkt dat de variantie in de aandeelhoudersparticipatie in belangrijke mate wordt verklaard door het model. In model 3 wordt bijna 70% aldus verklaard. In geen van de modellen overstijgt de VIF de waarde 10 of daalt de Tolerance onder 0.1. Dit wijst op de ontstentenis van multicollineariteit, in het bijzonder tussen het gemeenschappelijke zeggenschapsbelang van alle bekende aandeelhouders en de omvang van de vennootschap die negatief gecorreleerd zijn.

#### **4.4 Aanwezigheidsgedrag van kleine aandeelhouders**

De hoge correlaties tussen de aandeelhoudersconcentratie en de aanwezigheid op de algemene vergadering laat tevens toe deels het participatiegedrag te onderzoeken van andere dan de grootaandeelhouders. Wanneer de grootaandeelhouders deelnemen aan de algemene vergadering duidt het verschil tussen de relatieve aanwezigheid en het belang van de grootaandeelhouders op de aanwezigheid van andere aandeelhouders. Deze correlatie is evenwel niet perfect. Het is mogelijk dat een grootaandeelhouder niet deelneemt aan de algemene vergadering dan wel niet met alle aandelen deelneemt. Het is mogelijk dat de grootaandeelhouders die meestal ook in het bestuur vertegenwoordigd zijn tot het einde van de deponeringstermijn wachten of op de record date vaststellen hoeveel aandelen op de algemene vergadering vertegenwoordigd zullen zijn en vervolgens een marginaal groter aantal aandelen deponeren. Ook kunnen aandeelhouders die in onderling overleg optreden voorafgaandelijk afspreken op welke wijze zij zullen stemmen en het vervolgens overlaten aan sommige concerterende partijen om daadwerkelijk op de algemene vergadering hun stem uit te brengen. Boven werd reeds gemeld dat op de laatste algemene vergadering van Accentis slechts 4,8% van de aandelen vertegenwoordigd waren en bij Keyware slechts 11,1%. Uit de transparantiemeldingen valt af te leiden dat einde april 2010 de grootste aandeelhouder van Accentis ruim 24,5% van alle aandelen bezat, en in totaal on-

geveer 39% van de aandelen in vaste handen zaten, terwijl dit bij Keyware respectievelijk ruim 45% en 71,6% was. Ook bij twee andere algemene vergaderingen waren minder aandelen vertegenwoordigd dan het stemrechtbelang van de grootste aandeelhouder. Bij deze laatste twee gevallen waren de verschillen evenwel gering waardoor de verklaring kan liggen in de verkoop van een klein, niet transparantieplichtig deel van het belang van de grootste aandeelhouder na de laatste declaratiemelding en voor de algemene vergadering. In totaliteit overtrof het totale gekende aandeelhouderschap van 1 vennootschap op 4 het relatief vertegenwoordigde belang op de algemene vergadering van aandeelhouders. Van de overige 46 vennootschappen werd de aanwezigheid van “kleinere” aandeelhouders relatief als volgt berekend:

$$\text{Aanwezigheid van kleine aandeelhouders} = \frac{\text{Totale Aanwezigheid op de algemene vergadering} - \text{belang grootste/gezamenlijk optredende/alle bekende aandeelhouders}}{100\% - \text{belang grootste/gezamenlijk optredende/alle bekende aandeelhouders}}$$

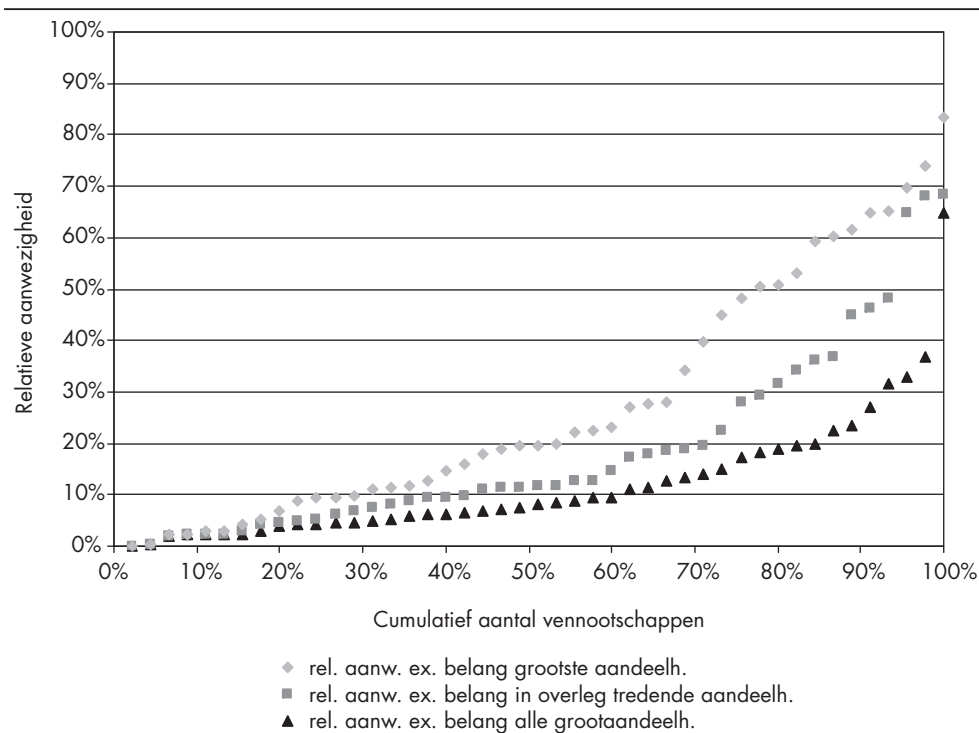
De resultaten van deze analyse zijn samengevat in figuur 7. Zoals kon worden verwacht, liggen de gemiddelde relatieve aanwezigheidspercentages van de andere aandeelhouders aanzienlijk lager dan dit van alle aandeelhouders. Gemiddeld is slechts 28% van de aandeelhouders met uitsluiting van de grootste aandeelhouder aanwezig op de algemene vergadering. Dit belang daalt tot minder dan 20% indien het belang van de in overleg optredende aandeelhouders buiten beschouwing wordt gelaten. De relatieve aanwezigheid daalt nog verder tot nauwelijks 12% wanneer alle belangen van de gekende aandeelhouders buiten beschouwing worden gelaten.

De mediaanbelangen liggen aanzienlijk lager dan de gemiddelde belangen: 28% zonder de grootste aandeelhouder mee te rekenen, 12% zonder de in overleg tredende partijen en slechts 8% zonder alle gekende aandeelhouders. Dit neemt niet weg dat op sommige algemene vergaderingen meer dan 60% van de kleine aandeelhouders aanwezig zijn en tot meer dan 80% van alle andere aandeelhouders met uitzondering van de grootste aandeelhouder. Op andere vergaderingen daagt buiten de grootste aandeelhouder nauwelijks iemand op. Dit bleek ook al uit het aantal aanwezige aandeelhouders: op één vergadering daagden slechts drie aandeelhouders op.

Het kan worden verwacht dat de kleinere aandeelhouders minder interesse tonen in de algemene vergadering naarmate het belang van de grootste aandeelhouder, dan wel van de aandeelhouders die in onderling overleg optreden groter is. Immers naarmate dit laatste belang toeneemt, daalt de invloed van de stemrechten van de andere aandeelhouders. De prikkel om deel te nemen neemt af omdat de probabiliteit daalt dat hun stemrechten de be-

slissing op de algemene vergadering zou beïnvloeden. Om dit te toetsen werd het relatieve aanwezigheidsbelang van de aandeelhouders zonder deze die in onderling overleg optreden gecorreleerd aan het zeggenschapsbelang van de in onderling overleg optredende aandeelhouders. Het resultaat is weergegeven in figuur 8.

**FIGUUR 6:** Aanwezigheid van andere dan de grootaandeelhouders

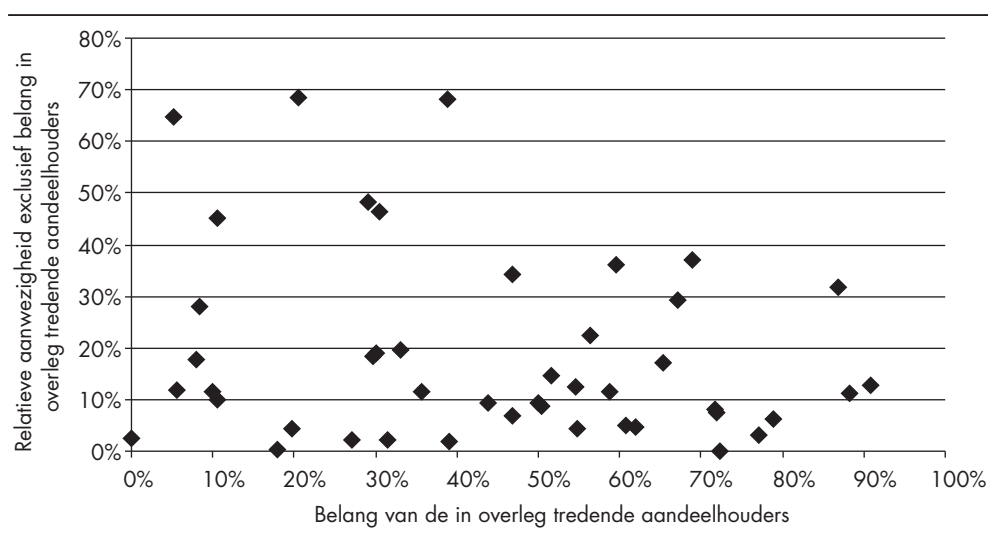


Bron: eigen onderzoek

Visueel blijkt dat er geen negatieve correlatie bestaat tussen het belang van de onderling overleg tredende aandeelhouders en de aanwezigheid van de andere aandeelhouders op de algemene vergadering. De spearman's rho correlatiecoëfficiënt bedraagt slechts -0,06 en is niet significant. Dit duidt erop dat de kleinere aandeelhouders hun aanwezigheid niet laten afhangen van het gedeclareerde belang van de grootaandeelhouders. Op het eerste zicht lijkt een kleinere aandeelhouder zich niet als homo economicus te gedragen. Het is immers weinig rationeel dat de kleinere aandeelhouders hun gedrag niet aanpassen aan de positie van de in onderling overleg optredende aandeelhouders. Wanneer deze aandeel-

houders de meerderheid van de stemrechten controleren dagen niet significant minder kleinere aandeelhouders op. Deze bevinding verdient de nodige nuancering. Immers laten aandeelhouders hun aanwezigheid niet uitsluitend afhangen van hun relatief zeggenschapsbelang dan wel van dat van anderen. Bovendien valt niet noodzakelijk een zuiver rechtlijnig verband te verwachten. Immers, eens de in overleg optredende aandeelhouders een controlerend belang houden, zou, in deze redenering, de aanwezigheid van de andere aandeelhouders volledig overbodig zijn. Zoals hierna zal blijken is een verdere verfijning van de resultaten vereist.

**FIGUUR 7:** Verhouding van de aanwezigheid van kleinere aandeelhouders (herschaald op 100%) en het zeggenschapsbelang van de in onderling overleg optredende aandeelhouders

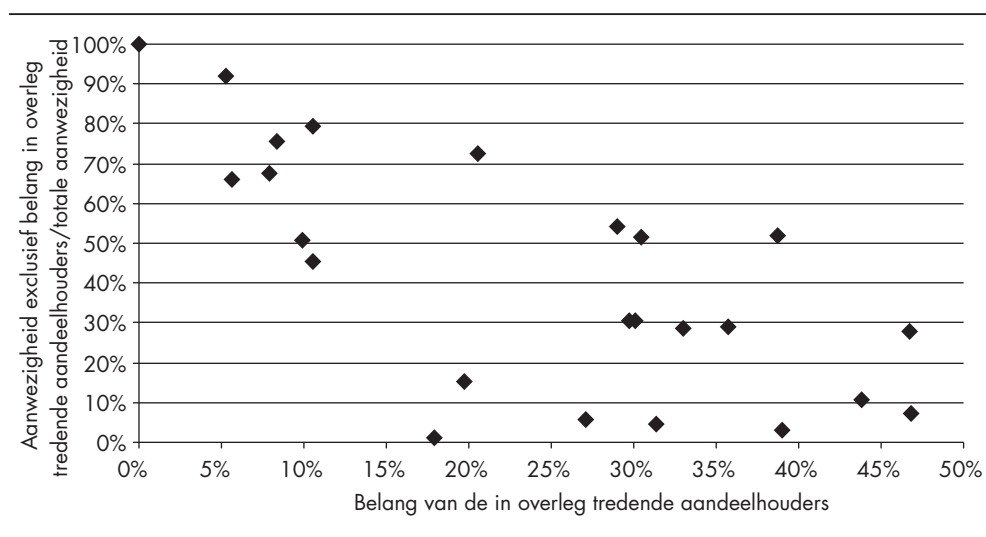


Bron: eigen onderzoek

De statistische insignificantie van alle waarnemingen neemt niet weg dat vast te stellen is dat slechts in deze gevallen waar de grootste aandeelhouder(s) geen meerderheidsbelang houden de aanwezigheid van de aandeelhouders gevoelig hoger is. Dit komt tot uiting in onderstaande figuur die de verhouding geeft tussen het belang van de in de onderling overleg tredende partijen en de aanwezigheid van de andere aandeelhouders bij vennootschappen die niet door de in onderling overleg optredende aandeelhouders worden gecontroleerd met een belang van meer dan 50% van de stemrechten. Op 14 algemene vergaderingen van vennootschappen waar het gezamenlijk belang van de in overleg optredende

aandeelhouders geringer is dan 30%, zijn deze aandeelhouders in 9 gevallen (64%) niet in de meerderheid op deze algemene vergadering. Op 10 algemene vergaderingen van vennootschappen met aandeelhouders die in overleg treden en meer dan 30% houden, doch minder dan 50%<sup>19</sup>, zijn deze aandeelhouders slechts in 2 gevallen (20%) niet in de meerderheid op de algemene vergadering. Het irrationeel handelen van de kleinere aandeelhouders dient derhalve genuanceerd.

**FIGUUR 8:** Verhouding van de aanwezigheid van kleinere aandeelhouders/totale aanwezigheid tot het belang van de in onderling overleg optredende aandeelhouders



Bron: eigen onderzoek

## 5 ♦ Besluit en aanbeveling

Dit onderzoek brengt één vorm van aandeelhoudersactivisme in kaart: de aanwezigheid op de algemene vergadering. Deze aanwezigheid is een conditio om het beleid van de vennootschap mee vorm te geven. Gemiddeld is de meerderheid van de aandelen op de algemene vergadering vertegenwoordigd, maar er zijn aanzienlijke verschillen vast te stellen.

19. Wanneer de in overleg optredende partijen de meerderheid van de zeggenschapsrechten houden en allen aanwezig zijn, kunnen de minderheidsaandeelhouders onmogelijk de beslissingen sturen.

In sommige vergaderingen is nauwelijks één aandeelhouder geïnteresseerd, andere vergaderingen worden door bijna alle aandeelhouders bijgewoond. De aanwezigheid van aandeelhouders verandert niet in de tijd, d.w.z. dat het economische klimaat geen invloed heeft op het gedrag van aandeelhouders om de algemene vergadering bij te wonen. Zowel de algemene vergaderingen na het succesjaar 2006 als deze na het gruweljaar 2008 worden door een zelfde relatief aantal aandeelhouders bijgewoond. De zeggenschapsbelangen van de grootaandeelhouders vormen de enige significante verklarende variabele van de aanwezigheid van aandeelhouders op de algemene vergadering. De omvang van het belang van de in onderling overleg optredende aandeelhouders stuurt de deelname van de overige aandeelhouders. Indien het zeggenschapsbelang van de grootste aandeelhouders niet determinerend is, dagen relatief meer andere aandeelhouders op. Dit indiceert dat de grootste aandeelhouders een belang hebben om deel te nemen aan dit belangrijke orgaan van de vennootschap om het beleid te controleren en goed te keuren en dat de andere grotere en kleinere aandeelhouders meer geprikkeld worden om deel te nemen aan de vergadering indien het zeggenschapsbelang van de grootste aandeelhouders niet a priori de uitkomst van de beslissingen van de algemene vergadering bepaalt. Vele aandeelhouders handelen dus rationeel.

Meer in het algemeen roepen deze resultaten vragen op naar het huidige belang dat beleidsmatig wordt gehecht aan de rol van de algemene vergadering in het algemeen en aandeelhoudersactivisme in het bijzonder. Een aantal bedenkingen is hier op zijn plaats. Ten eerste is een ongebreidelde uitbreiding van aandeelhoudersrechten via ruimere bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders niet gerechtvaardigd. Het blijkt immers dat vele aandeelhouders de instrumenten die hun reeds ter beschikking staan om zeggenschap uit te oefenen niet ten volle gebruiken: stemmen op algemene vergaderingen “vergeet” een groot aantal aandeelhouders.

Ten tweede is het duidelijk dat de algemene vergadering een noodzakelijk, maar formeel en log orgaan is en beslissingen die via dit orgaan lopen, lopen vaak zodanige vertraging op dat zelfs de wetgever in remediërende procedures voorziet<sup>20</sup>. De organisatie en de voorbereiding van de vergadering is, het weze duidelijk, ten gunste van de aandeelhouders, de laatste jaren aanzienlijk verzwaard en behoorlijk gecompliceerd. Iedere verdere uitbreiding van de rol van de algemene vergadering zou deze lasten nog verder laten toenemen. Wanneer daar tegenover staat dat aandeelhouders geen gebruik maken van de hun geboden rechten, verhogen de kosten doch niet de baten. Hiermee is niet gezegd dat aandeelhoudersrechten

---

20. Te denken valt aan het coöptatierecht van de raad van bestuur.



ingeperkt moeten worden. Immers de disciplinerende werking van hun bestaan mag niet onderschat worden, ook al worden zij niet actief angewend. Een meer genuanceerde aanwending van de orgaan “algemene vergadering” moet worden bepleit. Hierover handelt de volgende bedenking.

De algemene vergadering wordt, gelet op het relatief grotere absentisme van kleinere aandeelhouders, de facto nog relatief sterker overheerst door haar grootste aandeelhouder dan uit de transparantiemeldingen naar voor komt. Eén van de belangrijkste taken van de gewone algemene vergadering van aandeelhouders is het benoemen van alle bestuurders, de laatste stap in het formele benoemingsproces. Ongeacht de categorie van bestuurders – de wetgever maakt sinds kort een onderscheid tussen uitvoerende bestuurders, niet-uitvoerende bestuurders en onafhankelijke bestuurders – is deze procedure (quasi) identiek. Vooral bij de onafhankelijke bestuurders doet dit vragen rijzen. Middels het selecteren en agenderen stuurt de raad van bestuur mede dit proces. Dit bestuursorgaan is in belangrijke mate een emanatie van de zeggenschapsstructuur. Vervolgens bevestigt de grootaandeelhouder, via de stemming ter algemene vergadering, de benoeming van de onafhankelijke bestuurders. Hiermee komt de schijn van deze onafhankelijkheid in het gedrang.

Wanneer de bestuurders onafhankelijk zijn, valt te bepleiten dat zij benoemd worden door de meerderheid van de vertegenwoordigde aandelen die toebehoren aan de aandeelhouders die gelet op de zeggenschapsstructuur de algemene vergadering niet controleren.

Dit heeft twee belangrijke voordelen. Enerzijds biedt deze procedure een belangrijke prikkel aan alle aandeelhouders om hun stem uit te brengen. Het systeem kan getoetst worden op zijn deugdelijkheid. Wanneer aandeelhouders ondanks hun wezenlijke inspraak geen gebruik wensen te maken van hun stemrechten en de algemene vergadering (blijven) mijden, kan beargumenteerd worden dat een aandeel als een van de vele soorten financiële instrumenten wordt beschouwd en er geen andere zeggenschapsrechten aan verbonden moeten zijn. Indien – naar wat mag worden verhoopt – deze procedure het activisme doet toenemen, scherpt dit het deugdelijk ondernemingsbestuur verder aan zonder verschuivingen in de onderlinge verhoudingen van alle betrokken partijen.

Tevens versterkt deze werkwijze niet alleen de onafhankelijkheid van voorgedragen kandidaat-bestuurder maar ook de onafhankelijkheid van de procedure tot duiding van deze onafhankelijke bestuurder. De zeggenschapsverhoudingen wijzigen niet. Aandeelhouders die een vennootschap controleren zullen nog steeds, via de benoeming van de uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders, hun belangen geborgd zien. Hun rechten worden derhalve op generlei wijze geschaad. Ook de vennootschap lijdt geen nadeel. Bij aanvang

van de algemene vergadering – of op de “record date” – kan eenvoudig worden vastgesteld wie stemgerechtigd is.

## Engelse abstract

This study provides insights in shareholder activism and voting behaviour in listed Belgian companies between 2007 and 2010. Over the last number of years shareholders were provided with new rights to influence corporate behavior. Simultaneously the economy shifted from fast growth to a deep financial and economic crisis. Slowly companies are returning to growth rates in 2009-2010 after a sharp fall of profits in 2007-2009. It provides an excellent environment to assess trends in shareholder activism, how shareholders responded to the fall of profits and how they have used their voice in these turbulent times.

On average the attendance of shareholders is 50 percent and the median 55 percent. Neither the new stimulating provisions in the companies act and the corporate governance code nor the financial crisis influenced shareholder behavior to attend general meetings of Belgian companies. However, differences in attendance between companies are large. Some companies experience attendance of less than 5 percent while others have almost all shareholders attending the meetings.

Next, the study empirically analyses the relationship between the size of the corporation, the return, ownership structure and the attendance. The total stake of identified shareholders and the stake of the concert parties positively influence the attendance, while size and profitability have no influence on shareholder behaviour measured as their willingness to participate in general meetings.

Attendance of small shareholders is significantly lower than total attendance. In 80 percent of the companies the relative attendance is less than 50 percent when the position of the largest shareholder is excluded in both nominator and denominator. In the same number of companies the relative attendance of small shareholders which do not have to disclose their voting block is less than 20 percent. However, smaller shareholders more often attend meetings where the voting block of the concerting parties is smaller.

The results confirm the general perception that the general meeting is in the first place a formal instrument that only a limited of shareholders experience as a platform to express

their views on the way companies are and/or should be governed and controlled. We suggest amending the election procedure of independent directors to stimulate attendance of shareholders and to help the transformation of the general meeting in a strategic corporate body.

## Keywords

general meeting, attendance, voting behaviour, shareholder activism, corporate governance

## Bibliografie

- Becht, M., Franks, J. en Grant, J., 2010, *Hedge fund activism in Europe*, European Corporate Governance Institute, Working Paper nr. 283/2010, Brussels.
- Buchanan, B., Yang, T., 2009. *A comparative analysis of shareholder activism in the US and UK: Evidence from shareholder proposals*, University of Seattle working paper.
- Cziraki, P., L. Renneboog, en P. Szilagyi, 2009, *Shareholder activism through proxy proposals: The European perspective*, working paper, Tilburg.
- Eumedion, 2010, *Evaluatie AVA-Seizoen 2010*, Amsterdam.
- Gordon, J. 2008, *Proxy Contests in an Era of Increasing Shareholder Power: Forget Issuer Proxy Access and Focus on E-Proxy*, Vanderbilt Law Review Symposium.
- Haverans, C. en H. Van Driessche, 2003 De wet corporate governance en de algemene vergadering van aandeelhouders, *Tijdschrift voor Rechtspersoon en Vennootschap*, 2003, 207-236.
- Gillan, S. L. Starks, 2007, The evolution of shareholder activism in the United States, *Journal of Applied Corporate Finance* 19, 55-73.
- Manifest en Georgeson, 2008, *Proxy Voting Season Review 2007 UK & Europe*, Londen.
- Rematch, 2007, *Algemene vergadering van aandeelhouders 2007*, Amsterdam.
- Rematch, 2008, *Algemene vergadering van aandeelhouders 2007*, Amsterdam.

- Renneboog, L. en P. Szilagy, 2010, Shareholder activism through the proxy process, European Corporate Governance Institute, Working Paper nr. 275/2010, Brussels.
- Riskmetrics, 2008, *Voting Results in Europe*, New York.
- Van der Elst, C. 2009, *Economic Consequences of Large Shareholder Activism*, European Parliament, DG Internal Policies of the Union, Economic and Scientific Policy (IP/A/ECON/IC/2009-003), Brussel.
- Van der Elst, C., 2008, Algemene vergadering van aandeelhouders: revitaliseerbaar?, in: Instituut Financieel Recht (H. De Wulf, R. Steennot, M. Tison and C. Van der Elst (red.), *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 977-996.
- Van der Elst, C., 2004, Attendance of Shareholders and the Impact of Regulatory Corporate Governance Reforms – An Empirical Assessment of the Situation in Belgium, *European Business Organization Law Review*, 471-510.
- Vermeulen, E. en Zetzsche, D., 2010, The use and abuse of investor suits: An inquiry into the dark side of shareholder activism, *European Company and Financial Law Review*, 7, 1-62.
- Wyckaert, M. en K. Geens, 2009, 200 jaar ervaring met het Belgische monistische model: wat te nemen, wat te laten?, in: Instituut voor Ondernemingsrecht (red.), *Bestuur en Toezicht*, Kluwer, Deventer, 65-91.
- E. Wymeersch and C. Van der Elst, 1997, De werking van de algemene vergadering in de Belgische beursgenoteerde vennootschappen: een empirisch onderzoek, *Tijdschrift voor Belgisch Handelsrecht*, 72-92.

## Bijlagen

### Bijlage 1: Evolutie van de winst- of verliescijfers (netto van de groep)

	2006	2007	2008	2009
AB Inbev	1411	2221	1288	4613
Belgacom	973	958	800	904
Colruyt	230	263	290	308
Delhaize	352	410	467	514
Dexia	2750	2533	-3326	1010
Fortis	4352	3994	-28022	1192
GBL	5044	2273	-5103	1809
KBC	3430	3281	-2484	-2466
Solvay	817	828	449	553
UCB	391	160	42	513
Totaal	19520	16658	-35889	10921

In mln. euro.

Bron: jaarverslagen vennootschappen

### Bijlage 2: Algemene vergaderingen met de hoogste aanwezigheidspercentages

Hoogste opkomst	Vertegenw. aandelen			
	2007	2008	2009	2010
Spadel				92,0%
PCB	90,7%	90,8%	90,8%	91,0%
Neufcour		84,6%	78,8%	80,5%
Accentis	82,3%	82,3%		
Umicore	80,2%			
Texaf	75,4%	78,0%	78,1%	
Banimmo		77,7%	79,7%	
Duvel	73,7%			
Ascencio			76,9%	
VPK				89,6%
Picanol				86,8%

Bron: eigen onderzoek

### Bijlage 3: Algemene vergaderingen met de laagste aanwezigheidspercentages

Laagste opkomst	Vertegenw. aandelen			
	2007	2008	2009	2010
Accentis			0,96%	4,8%
Service Flats Invest	2,6%	2,0%	2,2%	2,4%
Henex		3,9%		
Nyrstar		9,3%		15,8%
ORetail Estates	11,7%	9,7%	12,1%	
Keyware		10,3%		11,1%
Ageas	14,5%			
Option	15,1%	14,7%	13,5%	
Agfa Gevaert	16,2%		13,6%	16,8%

Bron: eigen onderzoek