

Monitoring Commissie Corporate Governance Code

Drs. W. Poesiat

Postbus 20201

2500 EE DEN HAAG

Betreft: Evaluatie jaarverslagen- en aandeelhoudersvergaderingseizoen 2006
Ons kenmerk: 2006.86
Schiphol, 29 juni 2006

Geachte Monitoring Commissie,

Het jaarverslagen- en aandeelhoudersvergaderingseizoen 2006 ligt alweer achter ons. Door middel van deze brief informeert Eumedion, het corporate governance platform voor institutionele beleggers¹, u over haar bevindingen van het afgelopen seizoen. De hierna aangegeven bevindingen reflecteren de ervaringen en waarnemingen van de deelnemers van Eumedion die in de fysieke algemene vergaderingen van aandeelhouders hebben geparticipeerd dan wel hun stem "op afstand" hebben uitgebracht en van eigen deskresearch. De informatie kunt wellicht betrekken bij het opstellen van uw tweede monitoring rapport dat u voornemens bent in december te publiceren, alsmede bij het formuleren van uw visie op de ontwikkelingen ten aanzien van de Nederlandse corporate governance code (hierna: Code Tabaksblat) en bij het formuleren van eventuele aanbevelingen.

Zoals wellicht bekend heeft Eumedion voorafgaand aan het jaarverslagen- en aandeelhoudersvergaderingseizoen 2006 een zogenoemde speerpuntenbrief naar de 75 grootste Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen gestuurd². Deze speerpuntenbrief bevat onderwerpen waaraan de aangeschreven vennootschappen naar de mening van Eumedion speciale aandacht zouden moeten schenken in het jaarverslag of bij de organisatie van de aandeelhoudersvergadering. Deze evaluatie gaat specifiek in op de naleving van de speerpuntenbrief. Daarnaast zal de evaluatie ingaan op de naleving van de aanbevelingen die uw commissie in het monitoring rapport 2005 heeft gedaan richting beursgenoteerde vennootschappen.

¹ Eumedion is sinds 1 januari 2006 de opvolger van de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen (SCGOP). Eumedion telt momenteel 48 deelnemers (pensioenfondsen, vermogensbeheerders, beleggingsinstellingen en verzekeringsmaatschappijen). De deelnemers hebben in totaal ruim 800 miljard euro belegd vermogen onder beheer. Zij beleggen voor Nederlandse begunstigen en in Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen.

² Te downloaden via www.eumedion.nl

1. Algemeen

De Code Tabaksblat is ingeburgerd in het Nederlandse beursgenoteerde bedrijfsleven en zijn aandeelhouders. Vrijwel alle beursgenoteerde vennootschappen rapporteren in hun jaarverslag over hun corporate governance structuur en over de mate van naleving van de Code Tabaksblat. Aandeelhouders, zowel binnenlandse als buitenlandse, zien de Code Tabaksblat als corporate governance anker voor de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen en spreken de vennootschappen aan op de mate van naleving³. Beursgenoteerde vennootschappen zijn, zeker met een aantal jaren gelden, veel transparanter geworden⁴. De naleving van de Code Tabaksblat is over het algemeen hoog. Op die punten waar wordt afgeweken is de motivering echter nog altijd summier en schiet de kwaliteit van de motivering tekort (zie paragraaf 2). De raad van commissarissen is onafhankelijker geworden en het *old boys network* is – in ieder geval bij het beursgenoteerde bedrijfsleven – opengebroken. Vrijwel geen enkele persoon heeft nog meer dan vijf commissariaten bij andere Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. De raad van commissarissen is dichter op het bestuur komen te staan. Aandeelhouders hebben de laatste jaren meer invloed gekregen. Niet alleen door een aantal nieuwe, wettelijke rechten, maar ook door de afbraak van beschermingsconstructies door het bedrijfsleven. Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen zijn door deze verbeteringen voor buitenlandse partijen aantrekkelijker geworden om in te beleggen. In 2005 was gemiddeld 75 procent van de aandelen van de 25 grootste beursgenoteerde vennootschappen in handen van buitenlandse partijen (2003: 69 procent). Vooral Britse en Ierse beleggers hebben in 2005 hun belangen in Nederlandse vennootschappen fors uitgebouwd (gemiddeld 21 procent in 2005 tegenover 8 procent in 2003). Er zijn aanwijzingen dat de zogenoemde *Dutch Discount* uit de Nederlandse aandelenmarkt is verdwenen. De toegenomen invloed van aandeelhouders en het toegenomen belang van buitenlandse partijen hebben in het afgelopen aandeelhoudersvergaderingseizoen discussie doen ontstaan over de mate van prudentie waarmee sommige aandeelhouders met de nieuwe rechten omgaan, het functioneren van de algemene vergadering als het forum waarin de besluitvorming plaats vindt en de dialoog buiten de algemene vergadering als substituut voor de discussie op de vergadering. Deze punten komen aan het slot van deze brief aan de orde.

2. Naleving Eumedion speerpuntenbrief

Op 11 januari 2006 stuurde Eumedion haar speerpuntenbrief 2006 naar de 75 grootste beursgenoteerde vennootschappen. Eumedion formuleerde in deze brief een viertal speerpunten: i) verbetering van het proces rond de algemene vergadering van aandeelhouders, ii) een duidelijker motivering van de afwijkingen van de Code Tabaksblat en het ter stemming voorleggen van majeure afwijkingen van de Code Tabaksblat, iii) een uitgebreidere rapportage van de raad van commissarissen over zijn werkzaamheden en iv)

³ Illustratief is de openbare brief d.d. 13 april 2006 van de Amerikaanse aandeelhouder Mellon HBV Alternative Strategies aan het bestuur van ASM International waarin wordt aangedrongen op een betere naleving van de Code Tabaksblat door deze vennootschap (www.asm.com).

⁴ Dit neemt niet weg dat er nog wel grote verschillen bestaan tussen enerzijds de AEX-vennootschappen (hoge mate van transparantie) en de kleinere vennootschappen (over het algemeen een lagere mate van transparantie).

meer verantwoording over de werkwijze van administratiekantoren van gecertificeerde beursgenoteerde vennootschappen. Per punt wordt hierna over de bevindingen gerapporteerd.

2.1. Het proces rond de algemene vergadering van aandeelhouders

Een randvoorwaarde voor weloverwogen en representatieve besluitvorming op de algemene vergadering is een gestroomlijnd informatieproces voorafgaande aan en na deze besluitvorming. Dat betekent: het tijdig publiceren van een (duidelijke) agenda en van de te behandelen stukken, het faciliteren van stemmen op afstand en het tijdig publiceren van de stemresultaten van de algemene vergadering. Hapering in een van deze schakels betekent dat de kans groter is dat aandeelhouders hun stem niet uitbrengen, de besluitvorming minder representatief is en de vennootschap kwetsbaarder is voor besluitvorming door een toevallige stemmeerderheid op de algemene vergadering.

Het beeld op deze punten is divers, waarbij grote verschillen zichtbaar zijn tussen de AEX-vennootschappen⁵ en de rest van de beursgenoteerde vennootschappen. 64 Procent van de AEX-vennootschappen publiceert de agenda en de achterliggende stukken minimaal 28 dagen voor die der vergadering, zoals voorgesteld door Eumedion. Bij de AScX- en lokale ondernemingen ligt dit percentage echter onder de 10 (AMX-vennootschappen: 42 procent). Veel beursgenoteerde vennootschappen hebben dus nog een lange weg te gaan om hun aandeelhouders tijdig te informeren over de vergaderstukken⁶. Eumedion zal zich daarom ook in het komende aandeelhoudersvergaderingenseizoen blijven inzetten voor een tijdige publicatie van de vergaderstukken. De "race" van een aantal vennootschappen om als eerste in het seizoen de aandeelhoudersvergadering te houden gaat ten koste van een grondige voorbereiding van de algemene vergadering door de institutionele beleggers. Wij hebben een voorkeur voor een tijdige informatievoorziening boven het zo vroeg mogelijk plaatsvinden van een algemene vergadering en het zo vroeg mogelijk uitkeren van dividend.

De agenda's van de aandeelhoudersvergaderingen zijn dit seizoen over het algemeen duidelijker geworden. 76 Procent van de AEX-vennootschappen en 63 procent van de AMX-vennootschappen hebben aangegeven welke punten ter stemming worden gebracht en welke punten slechts ter bespreking zijn. Het is echter nog wel voorgekomen dat er onduidelijkheid bestond of de voordrachten voor de benoemingen van nieuwe commissarissen "en bloc" in stemming werden gebracht, of per persoon. Hierdoor komen met name de "stemmers op afstand" (het grootste deel van de totaal uitgebrachte stemmen) in de problemen. Daarnaast kwam het voor dat onduidelijk was wat precies de wijzigingen waren in het bezoldigingsbeleid

⁵ In de brief wordt gesproken over AEX-, AMX-, AScX- en lokale vennootschappen. AEX-vennootschappen zijn de 25 vennootschappen die zijn opgenomen in de AEX-index (ook wel hoofdfondsen genoemd), AMX-vennootschappen zijn de 25 vennootschappen die zijn opgenomen in de AMX- of Midcap-index, AScX-vennootschappen zijn de 25 vennootschappen die zijn opgenomen in de AScX-index of Smallcap-index. De lokale vennootschappen zijn de overige beursgenoteerde vennootschappen.

⁶ Wij willen er op wijzen dat het richtlijnvoorstel betreffende aandeelhoudersrechten, dat de Europese Commissie op 5 januari 2006 heeft gepubliceerd, een minimum convocatietermijn van 30 dagen bevat (artikel 5).

waarover gestemd moest worden. Bij een onduidelijke agenda lopen vennootschappen de kans dat aandeelhouders, zeker degenen die op afstand stemmen, zich van stem onthouden of tegen stemmen als gevolg van een gebrek aan eenduidige informatie. Wij herhalen derhalve onze oproep om een duidelijker agenda te publiceren. Dit is zowel in het belang van de aandeelhouder als van de vennootschap zelf.

Een meerderheid van AEX-vennootschappen (68 procent) heeft in het afgelopen seizoen veel in het werk gesteld om de stemuitoefening door aandeelhouders te faciliteren. De meeste vennootschappen werken al met een zogenoemde registratiedatum: diegenen die op deze dag aandeelhouder zijn behouden het stemrecht, ongeacht of ze op de datum van de algemene vergadering nog steeds aandeelhouder zijn. De uiterste dag van registratie mag volgens het huidige vennootschapsrecht niet vroeger worden gesteld dan op de zevende dag voor de dag waarop de algemene vergadering van aandeelhouders plaats vindt. Een groot aantal AEX-vennootschappen heeft expliciet in de oproepingsadvertentie gemeld dat institutionele beleggers hun aandelen niet meer hoeven te blokkeren om te kunnen stemmen. De Nederlandse banken werken hier (eindelijk) aan mee, zij het dat de vennootschappen hier zelf op moeten aandringen. De banken nemen zelf niet het initiatief om de stemuitoefening door institutionele beleggers te faciliteren. Gelet op het feit dat de aandelen van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen voor het overgrote deel in handen zijn van buitenlandse partijen, is het voor dit punt in het bijzonder van belang de werkwijze van internationaal opererende tussenpersonen die stemmen op afstand te faciliteren. Die tussenpersonen zijn thans niet goed in staat om hun processen af te ronden binnen (ten hoogste) zeven dagen voor de algemene vergadering van aandeelhouders. Het gevolg daarvan is dat geen gebruik wordt gemaakt van de registratiedatum en partijen vasthouden aan het "traditionele" blokkeren. Nederland wordt daardoor door institutionele beleggers nog steeds aangemerkt als een *blocking market*. Dit is een belangrijke oorzaak van het feit dat het aantal uitgebrachte stemmen op de aandeelhoudersvergaderingen van de AEX-vennootschappen in 2006 slechts licht is gestegen (van gemiddeld 33 procent in 2005 naar gemiddeld 36 procent in 2006). Het wetsvoorstel dat het mogelijk maakt om de registratiedatum te vervroegen van zeven naar dertig dagen voor de dag der vergadering zou hier verandering in kunnen brengen⁷. Het is de verwachting dat dit wetsvoorstel op 1 januari 2007 in werking kan treden. Eumedion hoopt en verwacht dat de beursgenoteerde vennootschappen gebruik zullen maken van deze ruimere registratiedatum. Corporate governance *service providers* hebben aangegeven dat bij een tijdsperiode van dertig dagen tussen registratiedatum en datum van de algemene vergadering Nederland het predikaat van *blocking market* kan verliezen⁸. Voorwaarde hiervoor is dat alle beursgenoteerde vennootschappen overgaan op een registratiedatum van dertig dagen voor

⁷ Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek ter bevordering van het gebruik van elektronische communicatiemiddelen bij de besluitvorming in rechtspersonen (Kamerstukken 30 019).

⁸ Illustratief is dat bij de drie AEX- en AMX-vennootschappen (Royal Dutch Shell, Corus en LogicaCMG) met statutaire zetel in een land dat niet het predikaat *blocking market* draagt – het Verenigd Koninkrijk – het aantal uitgebrachte stemmen in 2006 op maar liefst 50,5 procent ligt. Tekenend is de stijging van het aantal uitgebrachte stemmen op de algemene vergadering van Shell: van 24,6 procent in 2005 als "Nederlandse" Koninklijke Olie naar 48,0 procent in 2006 als Britse Royal Dutch Shell.

de dag van de algemene vergadering van aandeelhouders en alle schakels tussen de beursgenoteerde vennootschap en de uiteindelijke stemgerechtigde (zoals *custodians* en *service providers*) hun systemen inrichten op het niet-blokken van aandelen⁹.

De grotere beursgenoteerde vennootschappen publiceren over het algemeen kort na de algemene vergadering de resultaten van de algemene vergadering (92 procent van de AEX-vennootschappen en 75 procent van de AMX-vennootschappen). Beursgenoteerde vennootschappen verschillen in de wijze waarop zij dit doen. De meerderheid (60 procent) van de AEX- en AMX-vennootschappen die de besluiten publiceren, doet dit via een persbericht waarin staat aangegeven welke agendapunten zijn aangenomen en welke zijn verworpen. De rest (40 procent) geeft per agendapunt aan hoeveel voorstemmen en hoeveel tegenstemmen zijn uitgebracht. Wij adviseren de Monitoring Commissie *guidance* mee te geven hoe gedetailleerd een dergelijk persbericht zou moeten zijn. Wij hebben een voorkeur voor vermelding van het percentage voor- en tegenstemmers en het percentage onthoudingen¹⁰.

2.2. Afwijkingen van de Code Tabaksblad

De bepalingen en de principes van de Code Tabaksblad worden over het algemeen in een hoge mate nageleefd (bij zowel de AEX- als de AMX-vennootschappen gemiddeld 96 procent¹¹)¹². De Code is hét referentiekader voor omgangsvormen in het beursgenoteerde bedrijfsleven geworden. Dat stemt ons tot tevredenheid. Heel wat minder tevreden zijn we met de kwaliteit van de uitleg van de afwijkingen van de principes en best practice bepalingen. In ons overzicht van de bevindingen over boekjaar 2004 kwalificeerden wij de redengeving van de afwijkingen als “zeer uiteenlopend” en “summier”. Hierin is in het boekjaar 2005 tot ons ongenoegen nauwelijks verbetering gekomen. De kwaliteit van de afwijkingen verschilt vooral tussen vennootschappen en minder “daarbinnen”. Daarmee wordt bedoeld dat vennootschappen die doorgaans transparant zijn in hun algemene verslaggeving (bijvoorbeeld over strategie, dividendbeleid, beloningsbeleid, etc.), dikwijls hun motieven om af te wijken van bepaalde best practice bepalingen helder en goed uiteenzetten. Dat neemt niet weg dat wij nog te vaak alleen het noemen van de afwijking sec aantreffen, zonder dat een specifieke reden wordt genoemd. Ook wordt vaak een “legalistische” uitleg gedaan, in de zin dat de vennootschap niet verder wil gaan dan de wet, terwijl de betreffende codebepaling wel een stap verder gaat. Dit komt vooral voor bij het niet-toepassen van de codebepaling dat

⁹ Duitsland heeft op 1 november 2005 een registratiedatum die 21 dagen voor de datum van de algemene vergadering ligt, ingevoerd. Deze registratiedatum geldt voor alle Duitse beursgenoteerde vennootschappen. Desondanks merken sommige aandeelhouders de Duitse markt nog steeds aan als *blocking market*, aangezien sommige *custodians* en *service providers* nog steeds de voorwaarde stellen om aandelen te blokkeren om te stemmen op de algemene vergadering van een aantal Duitse beursgenoteerde vennootschappen.

¹⁰ In dezelfde zin het eerder aangehaalde richtlijnvoorstel betreffende aandeelhoudersrechten (artikel 15 lid 2).

¹¹ Dit cijfer is gebaseerd op de door de beursgenoteerde vennootschappen zelf verstrekte informatie in het jaarverslag.

¹² De best practice bepalingen waarvan AEX- en AMX-vennootschappen het meest afwijken zijn: II.2.7 (maximering ontslagvergoeding: 71 procent), II.1.1 (maximale benoemingstermijn bestuurders: 61 procent), II.2.6 (reglement effectentransacties bestuurders: 28 procent), IV.1.1 (drempels voor aandeelhouders om een benoemingsvoordracht voor nieuwe bestuurder/commissaris te doorbreken en bestuur en raad van commissarissen te ontslaan: 28 procent), III.7.3 (reglement effectentransacties commissarissen: 26 procent) en III.5.11 (voorzitter van de raad van commissarissen mag niet de voorzitter van de remuneratiecommissie zijn: 22 procent).

certificering niet meer als beschermingsconstructie mag worden gebruikt. Bij de codebepalingen betreffende de onafhankelijkheid van commissarissen (III.2.1 tot en met III.2.3) komt het nogal eens voor dat vennootschappen aangeven dat de raad van commissarissen in voorkomend geval kan besluiten dat, niettegenstaande het feit dat een of meer van de in de Code Tabaksblad genoemde afhankelijkheidscriteria van toepassing zijn, een commissaris als onafhankelijk kan worden beschouwd. Eumedion acht het verre van wenselijk dat vennootschappen hun eigen interpretatie aan het begrip “onafhankelijkheid” geven. In de Code Tabaksblad is klip en klaar aangegeven wanneer een commissaris als onafhankelijk kan worden beschouwd (best practice bepaling III.2.2).

Eumedion onderschrijft de passage in paragraaf 5 van de preambule van de Code dat afwijkingen op zich niet verwerpelijk zijn. Deze afwijkingen dienen echter, zoals in dezelfde paragraaf is beschreven, zijn gestoeld op *concrete omstandigheden waarin de vennootschap en haar aandeelhouders zich bevinden*. Een afwijking dient dus een specifieke en geen generieke grond te hebben. Juist het veelal ontbreken van deugdelijke motivering heeft Eumedion er toe aangezet te pleiten voor het in stemming brengen van de majeure afwijkingen van de Code Tabaksblad¹³. Op die manier zou er bij de vennootschap een prikkel kunnen zijn om een betere uitleg van de afwijkingen te verschaffen.

In dit seizoen hebben slechts vier beursgenoteerde vennootschappen het corporate governance beleid (inclusief de afwijkingen van de Code) ter stemming aan de aandeelhoudersvergadering voorgelegd (2005: 15)¹⁴. In onze reactie d.d. 1 juni 2006 op uw questionnaire betreffende de rol van aandeelhouders hebben wij aangegeven dat sprake lijkt te zijn van een afgesproken collectieve weigering door het beursgenoteerde bedrijfsleven. Op het moment dat institutionele beleggers deze weigering aan de kaak stelden, kwam ofwel het antwoord dat de afwijkingen volgens de Code niet ter stemming hoeven te worden voorgelegd, de institutionele beleggers aan “box ticking”/“letterknechterij” zouden doen ofwel – in een enkel geval – dat aandeelhouders bij ontevredenheid over het corporate governance beleid altijd nog de ondernemingsleiding naar huis kunnen sturen. Op deze wijze komt geen constructieve dialoog tot stand en kan de discussie over de toepassing c.q. naleving van de Code onnodig polariserend werken. Wij herhalen daarom onze oproep uit onze reactie op uw questionnaire over de rol van aandeelhouders, om met klem te adviseren over deze uiteenlopende interpretatie van de preambule en op dit punt met *guidance* te komen. Een scenario zou zijn dat beursgenoteerde vennootschappen het complete corporate governance beleid ter stemming voorleggen, zoals het Europees Corporate Governance Forum, een belangrijk adviesorgaan van de Europese Commissie over corporate governance

¹³ Niet voor niets staat in paragraaf 7 van de preambule van de Code Tabaksblad: “De inhoud van het hoofdstuk in het jaarverslag over de verklaring over de naleving van de best practice bepalingen kunnen elk jaar, op initiatief van aandeelhouders dan wel van (een groep van) aandeelhouders, in de algemene vergadering aan de orde worden gesteld. Desgewenst kan het hoofdstuk over de corporate governance structuur, het corporate governance beleid en de redengeving van een afwijking van één of meer best practice bepalingen ter stemming worden gebracht”.

¹⁴ Dat waren: Stork, ABN AMRO, Ballast Nedam en Beter Bed Holding.

ontwikkelingen, voorstaat¹⁵. Dit is de meer constructieve weg die de dialoog tussen vennootschap en aandeelhouder bevordert. Het alternatieve scenario is dat aandeelhouders gebruik maken van het agenderingsrecht en zelf majeure afwijkingen van de Code Tabaksblat op de agenda van de algemene vergadering zetten. Dit is meer de weg van de confrontatie en de polarisatie. Onze voorkeur gaat uit naar het eerste scenario.

In dit verband willen wij verder opmerken dat de algemene vergadering in een aantal gevallen werd geconfronteerd met afwijkingen van een eerder afgesproken corporate governance beleid, zonder dat dit eerst was besproken met de algemene vergadering. Daarnaast komt het voor dat in de corporate governance paragraaf een *disclaimer* is opgenomen, in de zin dat het bestuur zich het recht voorbehoudt om tussentijds af te wijken van het in het jaarverslag weergegeven corporate governance beleid. Naar de mening van Eumedion wordt de corporate governance verklaring op deze manier wel erg vrijblijvend. De vennootschap dient zich naar de opvatting van Eumedion met de corporate governance verklaring ten opzichte van alle bij de vennootschap betrokkenen vast te leggen¹⁶. Aandeelhouders moeten de vennootschap hierop kunnen aanspreken. Indien een vennootschap zou willen afwijken van het staande, met de algemene vergadering besproken dan wel door de algemene vergadering goedgekeurde, corporate governance beleid, dan zou dit eerst moeten worden besproken met de algemene vergadering. Wij zouden de Monitoring Commissie willen uitnodigen om deze lezing te bevestigen.

Tot slot valt op dat de informatie over de corporate governance structuur van de vennootschap soms verspreid te vinden is in verschillende documenten: jaarverslag, website en verwijzingen naar een vorig jaarverslag. Dit komt de leesbaarheid van de corporate governance paragraaf niet ten goede. Wij bevelen aan de beschrijving van de corporate governance structuur elk jaar op een vaste plek in het jaarverslag op te nemen en dat dit een "zelfstandig" leesbaar stuk is, waarin in ieder geval de motiveringen van de afwijkingen van de Code Tabaksblat zijn opgesomd. Op de website kan dan meer achtergrondinformatie worden geplaatst, zoals de reglementen van de commissies van de raad van commissarissen en de statuten.

2.3. Functioneren van de raad van commissarissen

In onze speerpuntenbrief hebben wij aangegeven dat de raad van commissarissen in de laatste jaren steeds meer bevoegdheden heeft gekregen. Tegenover een grotere verantwoordelijkheid past naar onze mening ook een uitgebreidere verantwoording. Wij kunnen constateren dat de verslagen van de raad van commissarissen in het afgelopen boekjaar over het algemeen in lengte zijn toegenomen, maar dat dit niet parallel loopt met de

¹⁵ Paragraaf 4 van het statement van het Forum betreffende de "comply or explain"-regel: "Evaluation by shareholders of the corporate governance statement should be an element of their voting decision at the shareholders meetings". Zie http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-comply-explain_en.pdf

¹⁶ Zie ook pagina 8 van het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag (Stb. 2004, 747).

informatieve waarde hiervan. Veelal worden letterlijke passages uit de Code Tabaksblat overgenomen welke taken de raad van commissarissen en zijn commissies hebben, maar het verslag blijft vrij summier over hoe deze taken zijn uitgevoerd. Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen kunnen wat dat betreft een voorbeeld nemen aan de vennootschappen die (ook) een beursnotering in Londen hebben of aan de vennootschappen met een zetel in het Verenigd Koninkrijk, maar (ook) genoteerd in Amsterdam. Deze verslagen zijn over het algemeen zeer informatief.

2.4. Certificering

Tot ons genoegen is het aantal vennootschappen dat certificaten van aandelen aan de beurs heeft genoteerd in het afgelopen jaar verder gedaald. In het afgelopen seizoen hieven Wolters Kluwer en Wessanen de certificering op. Ook het aantal vennootschappen dat certificering nog als beschermingsconstructie hanteert, is afgenomen (in het afgelopen seizoen: Heijmans, Van Lanschot en KAS Bank). Van de vijftig grootste beursgenoteerde vennootschappen hanteren alleen Fugro en CSM certificering nog als beschermingsconstructie. Laatstgenoemde vennootschap heeft haar corporate governance structuur volgens een persbericht van 7 april jl. in beraad. Bij de kleinere beursgenoteerde ondernemingen komt certificering vaker voor, zodat wij nog steeds voorstander zijn van de voorgenomen wettelijke regeling om administratiekantoren te verplichten certificaathouders die daarom vragen zonder enige beperkingen en onder alle omstandigheden stemvolmachten te verlenen¹⁷.

Volgens uw monitoring rapport 2005 heeft de governance van administratiekantoren in 2006 uw speciale aandacht. Wij hebben in onze speerpuntenbrief 2006 de administratiekantoren opgeroepen transparanter te zijn over hun activiteiten. Aan deze oproep werd in wisselende mate gehoor gegeven. De administratiekantoren die de aandelen van de grotere beursgenoteerde vennootschappen in beheer hebben, verschaffen over het algemeen veel informatie over hun werkwijze. De administratiekantoren die certificaten van aandelen van kleinere beursgenoteerde vennootschappen en van financieringspreferente aandelen hebben uitgegeven blijven achter. Daarnaast geven lang niet alle "gecertificeerde" vennootschappen en hun administratiekantoren aan onder welke omstandigheden de certificering kan worden beëindigd. Hierdoor lijkt het er op dat een aantal beursgenoteerde vennootschappen certificering in feite nog steeds ziet als beschermingsmaatregel, terwijl certificering – volgens de Code Tabaksblat – een middel is om te voorkomen dat door absenteïsme ter algemene vergadering een toevallige meerderheid van aandeelhouders de besluitvorming naar haar hand zet. In het geval het aantal uitgebrachte stemmen stijgt, dient certificering te worden opgeheven. De vennootschappen die wel aangeven onder welke omstandigheden certificering kan worden opgeheven, zoals ING en Vedior, noemen een opkomstpercentage van 35 in een aantal achtereenvolgende jaren. Een dergelijk percentage vinden wij

¹⁷ Wetsvoorstel ter implementatie van de overnamerichtlijn, ontwerpartikel 2:118a BW (kamerstukken 30 419).

acceptabel. Indien het aantal uitgebrachte stemmen boven 35 procent ligt, zien wij geen reden om de gewone aandelen nog langer te certificeren.

3. Naleving aanbevelingen Monitoring Commissie

3.1. Verklaring over de interne risicobeheersings- en controlesystemen

De Monitoring Commissie heeft in december 2005 *guidance* (of: *good practice*) gegeven ten aanzien van best practice bepaling II.1.4 van de Code Tabaksblat over de verklaring van adequaatheid en effectiviteit van de interne risicobeheersings- en controlesystemen. Een splitsing is aangebracht tussen financiële verslaggevingsrisico's (er moet onder meer worden verklaard dat de systemen een redelijke mate van zekerheid geven dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden van materieel belang bevat) en operationele, strategische en compliance risico's (beschrijving van de systemen).

Vooropgesteld zij dat de informatie over risicobeheer sinds de invoering van de Code Tabaksblat aanmerkelijk is toegenomen. Alle vennootschappen besteden in een apart hoofdstuk of onderdeel van het jaarverslag aandacht aan dit onderwerp. Dit gebeurt veelal aan de hand van het volgende stramien. In de eerste plaats wordt ingegaan op het belang van een adequaat risicobeheersingssysteem. Vervolgens wordt aandacht besteed aan de interne risicobeheersingmechanismen en –maatregelen die de vennootschap heeft genomen gedurende het afgelopen jaar en de mogelijke aandachtspunten en verbeteringen die zijn/zullen worden doorgevoerd. Dit mondt doorgaans uit (89 procent; van groot tot klein) in een positieve verklaring over de werking van de interne risicobeheersing- en controlesystemen ten aanzien van de financiële verslaggevingsrisico's. De aanbeveling van de Monitoring Commissie wordt derhalve goed nageleefd.

De interne risicobeheersing- en controlesystemen ten aanzien van de overige risico's worden over het algemeen echter slechts mondjesmaat beschreven dan wel ontbreekt een beschrijving in haar geheel. Dit laatste is een (onbedoeld?) bijeffect van de gegeven *guidance* van de Monitoring Commissie. De ervaring leert dat juist de strategische en operationele risico's "verantwoordelijk" zijn voor de meeste deconfitures¹⁸. Aandeelhouders zijn dan ook over het algemeen vooral geïnteresseerd in een beschrijving van die risico's, evenals in de beheerssystemen die de vennootschap heeft ontworpen om deze te mitigeren.

De door de beursgenoteerde vennootschappen – aan de hand van de *guidance* van de Monitoring Commissie – afgegeven verklaring ten aanzien van verslaggevingsrisico's vertoont veel gelijkenis met die zoals verlangd op basis van paragraaf 404 van de Sarbanes-Oxley Act ("SOX"). Dit kan – vooral bij buitenlandse aandeelhouders – aanleiding geven tot onjuiste verwachtingen over de aard en strekking van de bestuursverklaring. Het is dan ook niet

¹⁸ P. Kocourek en J. Newfrock, "Are Boards Worrying About The Wrong Risks?", *The Corporate Board*, maart-april 2006 (2), pp. 1-7, te downloaden via www.boozallen.com. Uit dit onderzoek blijkt dat vernietiging van aandeelhouderswaarde voor gemiddeld 87 procent wordt veroorzaakt door een slechte strategie van de vennootschap en een inadequate operationele uitvoering.

verwonderlijk dat veel Nederlandse vennootschappen met (ook) een notering in de Verenigde Staten zich genoodzaakt voelen in het jaarverslag expliciet aan te geven dat de “Frijs-verklaring” niet hetzelfde is als een “SOx 404-verklaring”. Dit leidt al snel tot vragen: “wat is het dan wel c.q. wat is het nog meer niet?”

Het ontbreken van een eenduidig *principle based* normenkader voor de *guidance* ten aanzien van de bestuursverklaring van adequaatheid en effectiviteit bergt het risico in zich dat steeds meer vennootschappen het daartoe door de SEC/PCAOB ontwikkelde normenkader zullen adopteren. Dit onder verwijzing naar het adagium in de Verenigde Staten “*better safe than sorry*”. Dit lijkt ons in strijd met de intenties van de Commissie Tabaksblat en is niet in het belang van de beursgenoteerde vennootschappen en hun aandeelhouders. Het zou beter zijn wanneer de Monitoring Commissie de in 2004 door de Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO) ontwikkelde definitie van effectiviteit van risicomanagement en interne beheersing zou overnemen¹⁹. Door dat te doen kan het hiervoor genoemde gevaar van “grijze SOx-import” worden vermeden en wordt bovendien aansluiting verkregen bij een internationaal bekend en erkend normenkader.

Het hoofdstuk in het jaarverslag over risicobeheer wordt veelal afgesloten met een overzicht van de belangrijkste risico's die de vennootschappen onderscheiden. Doorgaans worden daarbij diverse categorieën van risico's onderscheiden en worden deze achtereenvolgens besproken. De meeste vennootschappen (ongeveer tweederde) geeft alleen een kwalitatieve uiteenzetting van de risico's. De rest kwantificeert de risico's nader. Eumedion is van opvatting dat de risico's veel beter kwantitatief onderbouwd moeten worden om het inzicht van de aandeelhouders in de risico's te verbeteren. Het opsommen van een aantal risico's heeft weinig toegevoegde waarde als niet ook de gevolgen hiervan in kaart worden gebracht. Eumedion pleit voor het opnemen van een zogenoemde gevoeligheidsanalyse in het hoofdstuk over risicobeheer. Hierbij wordt het effect van de risico's op de (vermogens)positie van de vennootschap gekwantificeerd en wordt tevens inzicht geboden in de kans dat een dergelijk risico zich zal voordoen.

Tot slot valt op dat de informatie over het risicobeheer vaak verspreid over het jaarverslag en in de jaarrekening is opgenomen. Vaak is de informatie over de kwalitatieve en (voor zover verstrekte) kwantitatieve risico's verspreid over het risicohoofdstuk en de (toelichting op de) jaarrekening. Dit maakt het in de eerste plaats lastig om de informatie te vergaren en bemoeilijkt in de tweede plaats een vergelijking van de kwalitatieve en kwantitatieve aspecten van de onderscheiden risico's. Eumedion is daarom voorstander van een integraal risicohoofdstuk waarin de in deze paragraaf onderscheiden aspecten achtereenvolgens aan bod komen.

¹⁹ COSO, *Enterprise Risk Management – Integrated Framework*, september 2004.

3.2. Beloningsbeleid

De Monitoring Commissie heeft in december 2005 ten aanzien van het beloningsbeleid de volgende aanbevelingen gedaan: i) grotere eenvoud en meer uniformiteit in de rapportage over de feitelijke beloningen, ii) expliciete verantwoording door de raad van commissarissen over de effectiviteit van het gevoerde remuneratiebeleid: de relatie tussen beloning en prestaties dient niet alleen ex-ante, maar ook ex-post zichtbaar te worden gemaakt, iii) t.a.v. de variabele beloning meer transparantie over a) het maximum van de variabele beloning (bijvoorbeeld als percentage van het vaste inkomen), b) welk deel van de variabele beloning is gekoppeld aan kwantitatief meetbare prestatiecriteria en targets en welk deel discretionair door de raad van commissarissen wordt bepaald en c) een aanduiding van de kwantitatief meetbare prestatiecriteria voorzover overwegingen van concurrentiegevoeligheid zich daar niet tegen verzetten. Onze bevindingen betreffende de naleving van de aanbevelingen worden hieronder weergegeven²⁰.

De opvolging van deze aanbevelingen laat een sterk wisselend beeld zien. Hoewel een aantal vennootschappen de beloningssystemen heeft versimpeld, is nog steeds geen sprake van eenvoud in de systemen. Of complexe beloningssystemen leiden tot betere prestaties is niet aangetoond. Eumedion wil er in ieder geval voor pleiten om de beloningssystemen te versimpelen en begrijpelijk uit te leggen. Voor aandeelhouders is het van groot belang (begrijpelijke) informatie te hebben over vooral de structuur van de beloning en op welke wijze de bestuurder via de beloning wordt geprikkeld. Daarbij is het van belang te weten of een bestuurder via de beloning vooral door een hogere omzetgroei dan wel winstgroei wordt geprikkeld en de beloningsstructuur vooral op de korte dan wel op de lange termijn is gericht. Uniformiteit in de rapportage over beloningen is er bij lange na nog niet. Beloningsgegevens staan nog verspreid weergegeven in het jaarverslag en in de toelichting op de jaarrekening. De kosten (of waarden) van de prestatieaandelen, aandelenopties en andere *benefits* en *perks* worden slechts in enkele gevallen weergegeven. Eumedion pleit ervoor om in het remuneratierapport een apart *format* voor de (waarden van de) elementen van de bestuurdersbeloning op te nemen. Net als in het voorstel van de Amerikaanse beurstoezichthouder SEC zou daarin melding moeten worden gemaakt van het totale bedrag aan beloning (*Total Compensation*)²¹.

Vrijwel alle beursgenoteerde vennootschappen lappen de aanbeveling van de Monitoring Commissie om achteraf de relatie tussen beloning en prestaties te laten zien, aan hun laars. Vaak is alleen te zien dat korte termijnbonussen en *long term incentive plans* zijn toegekend, maar is niet aangegeven of en hoe is bepaald dat de vooraf vastgestelde targets zijn behaald.

²⁰ Daarbij wordt er van uitgegaan dat het beloningspakket van bestuurders bestaat uit: i) vaste basissalaris, ii) jaarlijkse (ofwel korte termijn)bonus, iii) *long term incentive plans*, zoals optie- en aandelenplannen, iv) pensioen en overige *benefits*, zoals ziektekostenverzekering en andere verzekeringen, v) overige emolumenten (ofwel: *perks*), zoals een bedrijfsauto, onkostenvergoeding en huisvesting en vi) afvloeiingsregeling. Dit is het meest gangbare pakket van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen. Zie ook Hewitt Associates, *Topmanagement Remuneratie: 'het belang van belonen'*, februari 2006.

²¹ "Executive Compensation and Related Party Disclosure; Proposed Rule", 27 januari 2006. Zie www.sec.gov.

Soms wordt alleen opgemerkt dat sommige of alle doelstellingen zijn gehaald, maar is er geen uitsplitsing gemaakt per gerealiseerde doelstelling en is er geen verband gelegd met de posten in de jaarrekening. Toetsing van de uitkomsten is daardoor voor de aandeelhouder onmogelijk. De verslagen van de remuneratiecommissies of van de raad van commissarissen over de invulling van het beloningsbeleid komen vaak niet verder dan clichés. Ze geven over het algemeen geen inzicht in de beweegredenen om te komen tot een voorstel voor de aanpassing van een beloningsbeleid.

Vennootschappen gaan er wel steeds meer toe over om aan te geven hoe hoog de korte en lange termijn bonus kunnen zijn als percentage van het vaste inkomen. Ook wordt steeds vaker – zij het nog steeds in vage bewoordingen – de (kwantitatieve of financiële) prestatie maatstaven voor de korte termijnbonus genoemd, maar nog te vaak wordt niet aangegeven wat de precieze aandelen van de maatstaven binnen het pakket van variabele beloningselementen zijn. Bovendien zijn deze maatstaven nogal eens complex en worden verschillende definities gehanteerd (bijvoorbeeld van winst²² of winst per aandeel). Kwalitatieve prestatie maatstaven worden vaak helemaal niet genoemd. Voor aandeelhouders is het juist van groot belang goed en eenduidig inzicht te hebben in – in ieder geval – de prestatie maatstaven, zoals winst- of omzetgroei of een combinatie daarvan, waardoor een bestuurder wordt of moet worden gedreven. In het geval van een combinatie van prestatie maatstaven dient transparant te zijn wat de verhoudingen tussen de verschillende maatstaven zijn. Deze informatie kan voor aandeelhouders van groot belang zijn om bepaalde bestuursbesluiten te doorgronden c.q. te beoordelen, zoals overnames, het dividendbeleid en inkoop van eigen aandelen.

De meeste vennootschappen doen opgaaf van de samenstelling van de *peer group*, een goede onderbouwing van de keuze van de *peer group* vennootschappen (zowel die voor het totale beloningsbeleid als die voor de lange termijnbonussen) ontbreekt veelal, evenals de zogenoemde staffel om tot onvoorwaardelijke uitkering van opties en aandelen over te gaan. Geen enkele vennootschap publiceert nauwkeurig de *targets* voor de korte termijnbonus. Er wordt altijd een beroep gedaan op de concurrentiegevoeligheid van deze *targets*. Het is daarom voor aandeelhouders lastig te beoordelen in hoeverre de *targets* uitdagend genoeg zijn.

Verdere opvallende zaken rond bestuurdersbeloningen:

- Een duidelijke trend naar meer variabel belonen; ook worden hogere maximumpercentages voor de korte termijn bonussen en *long term incentive plans* als percentage van het vaste inkomen vastgesteld. Een goede motivering hiervoor ontbreekt veelal.
- Binnen de *long term incentive plans* worden aandelenoptieplannen meer en meer

²² Zo worden de begrippen *gross profit*, *operating profit*, *profit before tax* en *net profit* vaak in de winst- en verliesrekening gehanteerd, terwijl vennootschappen vaak slechts melden dat de korte termijnbonus gebaseerd is op *profit*.

ingeruild voor aandelenplannen. Ook komt het voor dat een deel van de korte termijn bonussen in aandelen moet worden omgezet. Voor zover de codebepaling over de aandelenregeling (II.2.3) hierbij wordt nageleefd, vinden wij dit een goede ontwikkeling. Op deze manier is er een grotere mate van belangenparalellie tussen bestuurders en aandeelhouders. In tegenstelling tot opties voelen bestuurders bij een aandelenregeling ook de *downside risks*.

- Nog te vaak wordt een lange termijnbonus uitgekeerd voor een score onder de mediaan van de prestaties van de *peer group* voor de lange termijnbonus. Eumedion vindt dat de voorwaardelijke toekenning van opties en aandelen (de meest gehanteerde lange termijn bonusbestanddelen) niet onvoorwaardelijk kan worden gemaakt, wanneer de vennootschap beneden de mediaan presteert.
- Wisselende transparantie over *change of control* clauses. Een aantal vennootschappen geeft expliciet de regelingen weer. Anderen zwijgen hierover, terwijl deze clauses wel degelijk onderdeel zijn van de afvloeiingsregelingen.
- Bonus-, optie- en aandelenregelingen bevatten over het algemeen niet de standaardbepaling dat toegekeerde bonussen, opties en aandelen worden teruggevorderd als naderhand blijkt dat zij op basis van onjuist (financiële) informatie zijn toegekend (een zogeheten *clawback* bepaling). Eumedion is van mening dat een *clawback* bepaling verankerd wordt in het beloningsbeleid van de vennootschap.
- Steeds meer meldingen dat in het geval de uitkering van variabele bezoldigingselementen is gebaseerd op financiële doelstellingen, de externe accountant deze cijfers heeft getoetst. Eumedion juicht deze ontwikkeling toe.
- Het remuneratieverslag en –beleid van AMX- en AScX-fondsen blijven qua kwaliteit en informatiewaarde achter bij die van de AEX-fondsen. Informatie van AMX- en AScX-fondsen is over het algemeen summier. Soms worden niet eens de gehanteerde maatstaven voor de bonussen weergegeven.
- Onduidelijkheid over interpretatie codebepaling II.2.3²³. Sommige vennootschappen interpreteren deze bepaling zo dat na een voorwaardelijke toekenning van de aandelen, waarbij de opschortende voorwaarde bij de toekenning is dat de bestuurders na een periode van ten minste drie jaar na de toekenning vooraf vastgestelde prestatiecriteria hebben gerealiseerd, de aandelen voor een periode van twee jaar moeten aangehouden. Andere vennootschappen verplichten bestuurders de aandelen nog voor een periode van vijf jaar (na het onvoorwaardelijk worden van de aandelen) aan te houden. Bij beide interpretaties wordt een beroep gedaan op de codebepaling. Wij zouden de Monitoring Commissie willen oproepen aan te geven welke interpretatie de juiste is.

Tot slot valt op dat de bezoldiging van commissarissen stijgt. Dit is niet verwonderlijk, gelet op de uitbreiding van het takenpakket als gevolg van (onder meer) de Code Tabaksblat en (voor

²³ Deze codebepaling luidt: "Aandelen die zonder financiële tegenprestaties aan bestuurders worden toegekend, worden aangehouden voor telkens een periode van ten minste vijf jaar of tot ten minste het einde van het dienstverband indien deze periode korter is."

de Nederlandse vennootschappen met (ook) een notering in de Verenigde Staten) de Amerikaanse Sarbanes-Oxley wetgeving. De aansprakelijkheid en verantwoordelijkheid van commissarissen zijn toegenomen. Van de commissarissen wordt ook steeds meer financiële of juridische expertise geëist.

Eumedion is, mede als gevolg van deze bevindingen, momenteel bezig met een aanpassing van de uitgave "Aanbevelingen Bestuurdersbeloning", in 2003 uitgegeven door de voorganger van Eumedion, de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen (SCGOP). Wij hopen deze geactualiseerde aanbevelingen aan het eind van dit jaar te kunnen publiceren. Wij zullen de Monitoring Commissie een kopie doen toekomen.

4. Overige onderwerpen

4.1. Functioneren van de algemene vergadering

Volgens het monitoring rapport 2005 zal de Monitoring Commissie dit jaar extra aandacht besteden aan de voorbereiding en de effectiviteit van de aandeelhoudersvergadering. Door middel van uw questionnaire d.d. 12 april 2006 betreffende de rol van aandeelhouders, heeft u inmiddels opvattingen van zowel beursgenoteerde vennootschappen als institutionele beleggers ontvangen. Eumedion heeft u haar reactie op 1 juni jl. doen toekomen. In deze reactie is Eumedion al ingegaan op het functioneren van de algemene vergadering. Eumedion ziet de algemene vergadering van aandeelhouders als een jaarlijks sluitstuk van een continue dialoog tussen beursgenoteerde vennootschap en haar aandeelhouders. Wij hebben dit in de brief van 1 juni jl. benadrukt. Wij richten ons hier specifiek op het *functioneren* van de *fysieke* aandeelhoudersvergadering. Wij willen aan de opmerkingen die wij in de brief van 1 juni jl. hebben opgenomen een aantal noties toevoegen, die betrekking hebben op de voertaal in de algemene vergadering, de omvang van het jaarverslag en de jaarrekening en het optreden van de externe accountant in de algemene vergadering.

4.1.1. Voertaal algemene vergadering van aandeelhouders

Ook bij dit onderwerp dient in ogenschouw te worden genomen dat ongeveer driekwart van de aandelen van de AEX-vennootschappen in handen is van buitenlandse partijen. Ongeveer de helft van deze aandelen is in handen van Amerikaanse en Britse beleggers. Eumedion heeft zich, gelet op deze geografische verdeling van de Nederlandse aandelen en naar aanleiding van vragen van beursgenoteerde vennootschappen, gebogen over de vraag of er overwegende bezwaren bestaan om Engels als voertaal te gebruiken in de algemene vergadering van aandeelhouders. Hieronder wordt de lijn van Eumedion uiteengezet.

Als buitenlandse aandeelhouders al stemmen, dan doen zij dat veelal op afstand, waardoor zij niet meedoen aan de discussie en de fysieke besluitvorming op de algemene vergadering zelf. Het wetsvoorstel ter facilitering van het gebruik van elektronische middelen voor de

besluitvorming in de algemene vergadering²⁴ stelt beursgenoteerde vennootschappen in de gelegenheid om aandeelhouders via elektronische communicatiemiddelen rechtstreeks op afstand te laten deelnemen aan de discussie en aan de stemming in de algemene vergadering. Om te stimuleren dat vennootschappen dergelijke faciliteiten aanbieden en buitenlandse aandeelhouders hiervan gebruik gaan maken, zou de Engelse taal gediensig kunnen zijn. Via de webcast kijkt en luistert nu reeds een aantal grote buitenlandse institutionele beleggers mee naar de algemene vergadering. Simultaanvertaling via internet werkt niet goed en levert vertraging op. Aan de andere kant bezitten de meeste bestuurders en commissarissen van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen nog steeds de Nederlandse nationaliteit²⁵. Een volledig Engelstalige vergadering kan dan gekunsteld aandoen. Daarnaast legt de mogelijkheid om rechtstreeks via webcast en andere communicatiemiddelen op afstand mee te discussiëren een druk op de voorzitter van de algemene vergadering om de orde te handhaven.

Eumedion huldigt alles overziende het standpunt dat Engels als voertaal acceptabel is voor die vennootschappen die puur om fiscale of andere redenen hun zetel in Nederland hebben, maar feitelijk buitenlands zijn (hoofdkantoor in het buitenland, de meerderheid van bestuurders en commissarissen is van buitenlandse afkomst en slechts een gering aantal Nederlandse aandeelhouders). Bij de grotere Nederlandse (AEX-)vennootschappen is Eumedion ook niet tegenstander van het Engels als voertaal, onder de voorwaarde dat een aandeelhouder de algemene vergadering door middel van webcasting of andere communicatiemiddelen rechtstreeks kan volgen en de aandeelhouder door de vennootschap in staat wordt gesteld door middel van een elektronisch communicatiemiddel aan de algemene vergadering kan deelnemen, daarin het woord te voeren en het stemrecht uit te oefenen. De statuten van de vennootschap dienen derhalve eerst in lijn te zijn gebracht met de ontwerp artikelen 2:117a en 2:117b BW van het hiervoor genoemde wetsvoorstel²⁶. Dit vergt tevens dat de voorzitter van de algemene vergadering de orde in de vergadering scherper in de gaten houdt, door bij aanvang van de vergadering duidelijk de spelregels uit te leggen, zoals regulering van het aantal vragen dat een aandeelhouder mag stellen en van de spreektijd. In dit kader kan het ook helpen dat de vennootschap de aandeelhouders de mogelijkheid biedt voorafgaand aan de algemene vergadering aandeelhouders schriftelijk vragen te stellen. Deze vragen kunnen dan eventueel gebundeld op de algemene vergadering worden door de raad van commissarissen en het bestuur worden beantwoord. Tot slot dienen Nederlandse aandeelhouders de mogelijkheid te behouden hun vragen nog gewoon in de Nederlandse taal te stellen.

²⁴ Kamerstukken 30 019. Dit wetsvoorstel ligt momenteel ter behandeling in de Eerste Kamer.

²⁵ Van de bestuurders van de Nederlandse AEX-vennootschappen bezit in 2006 53 procent de Nederlandse nationaliteit (2005: 62 procent) en is 3,5 procent van het vrouwelijke geslacht (2005: 3 procent). Van de commissarissen van de AEX-vennootschappen bezit 54 procent de Nederlandse nationaliteit (2005: 63 procent) en is 9,5 procent van het vrouwelijke geslacht (2005: 8 procent). Van de bestuurders van de Nederlandse AMX-vennootschappen bezit in 2006 89 procent de Nederlandse nationaliteit (2005: 92,5 procent) en is 0 procent van het vrouwelijke geslacht (2005: 0 procent). Van de commissarissen van de AMX-vennootschappen bezit 84,5 procent de Nederlandse nationaliteit (2005: 85 procent) en is 3,6 procent van het vrouwelijke geslacht (2005: 1 procent).

²⁶ Kamerstukken 30 019.

4.1.2. *Omvang jaarverslag en jaarrekening*

Het valt op dat het jaarverslag en de jaarrekening steeds omvangrijker worden, zeker met de omschakeling van *Dutch GAAP* naar de internationale verslaggevingstandaarden IFRS/IAS. De omvang van het jaarverslag en jaarrekening houdt geen gelijke tred met de inzichtelijkheid, zoals eerder reeds is opgemerkt over de beschrijving van het beloningsbeleid en van de werkzaamheden van de raad van commissarissen. Gelet op de maatschappelijke kosten (kosten voor de vennootschap en papier- (bomen)verspilling) die zijn gemoeid met het drukken van deze omvangrijke pakketten, kan Eumedion zich voorstellen dat nog slechts een verkort jaarverslag wordt gedrukt, terwijl de uitgebreide versie van het jaarverslag en van de jaarrekening, met daarin alle details, op de website wordt geplaatst. De uitgebreide versie van het jaarverslag en van de jaarrekening dient echter juridisch bindend te zijn en dient te worden behandeld op de algemene vergadering.

4.1.3. *Optreden externe accountant in de algemene vergadering*

Sinds 27 juli 2005 heeft de externe accountant de wettelijke bevoegdheid de algemene vergadering die besluit over de vaststelling van de jaarrekening bij te wonen en daarin het woord te voeren (artikel 2:117 lid 5 BW). De externe accountant was bij vrijwel alle jaarvergaderingen in het afgelopen aandeelhoudersvergaderingenseizoen present. De discussie tussen aandeelhouder en bestuur en raad van commissarissen wordt tijdens de algemene vergadering beperkt door de beperkte reikwijdte van het vraagrecht van de aandeelhouder. De externe accountant kan namelijk alleen worden bevraagd over zijn controlewerkzaamheden en over zijn verklaring bij de jaarrekening²⁷. Aangezien de accountantsverklaring vaak een standaardverklaring is, komt een echte discussie niet of nauwelijks op gang. Het gevaar van een verwachtingskloof tussen hetgeen een aandeelhouder van de externe accountant in de algemene vergadering verwacht en hetgeen een externe accountant kan zeggen, ligt op de loer. Om de discussie meer inhoud te geven, denkt Eumedion aan het openbaren van het verslag van de externe accountant betreffende zijn controle van de jaarrekening en de daaraan gerelateerde controles, dat hij op grond van artikel 2:393 lid 4 BW nu reeds onder de aandacht van de raad van commissarissen dient te brengen. Naar de mening van Eumedion past een dergelijke openbaarmaking in het huidige tijdsgewricht van toenemende transparantie. Meer transparantie dient ook te gelden voor de werkzaamheden van de externe accountant. Bovendien past dit in de rol van de externe accountant als hoeder van het maatschappelijk verkeer. Openbaarmaking van de "commissarissenbrief" van de externe accountant kan ook een bijdrage leveren aan het herstel van het maatschappelijke vertrouwen in de werkzaamheden van de externe accountant.

²⁷ Zie ook de toelichting op best practice bepaling V.2.1 van de Code Tabaksblat en de uitwerking hiervan in Controlerichtlijn 780N van het Koninklijk Nederlands Instituut van Registeraccountants (NIVRA) inzake het optreden van de accountant in de algemene vergadering van aandeelhouders.

4.2. Verantwoordelijkheid aandeelhouders

De toegenomen rechten van aandeelhouders en de toegenomen activiteiten van aandeelhouders binnen en buiten de algemene vergadering hebben tot discussie geleid over de mate van prudentie waarmee sommige aandeelhouders met de nieuwe rechten omgaan en de mate van verantwoording door deze aandeelhouders. Om met dat eerste punt te beginnen. Het verbeteren van de *checks and balances* binnen de beursgenoteerde vennootschappen is het doel van de Code Tabaksblad. Om de machtsbalans binnen beursgenoteerde vennootschappen te herstellen, moest de dominante positie van het bestuur worden ingeperkt, ten gunste van de positie van de raad van commissarissen en de algemene vergadering van aandeelhouders. Volgens de Commissie Tabaksblad zouden aandeelhouders, en dan vooral institutionele beleggers, veel meer gebruik moeten maken van de hun ter beschikking staande rechten om corrigerend op te treden. Dat zij dat nu doen, zeker in *event driven* situaties, mag dus geen verrassing zijn. Desalniettemin valt niet uit te sluiten dat door toedoen van activiteiten van sommige beleggers vanuit bedrijfseconomisch perspectief nuttige transacties worden geblokkeerd²⁸. Het lijkt Eumedion weinig zinvol om als reflex dan maar weer de rechten van aandeelhouders in te perken of terug te vallen in protectionistisch gedrag. Het lijkt ons verstandiger om het bestaande kader te verfijnen, zodat de risico's op het misbruiken van het systeem worden verkleind. Wij denken aan:

- het inzichtelijker maken voor beursgenoteerde vennootschappen en aandeelhouders wie hun (mede)aandeelhouders zijn. Een snelle parlementaire afronding van het wetsvoorstel betreffende de melding van zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende instellingen is in dit kader zeer urgent²⁹.
- een verbetering van de steminfrastructuur, zodat zoveel mogelijk aandeelhouders worden betrokken bij de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders (zie ook paragraaf 2.1) en de vennootschap minder kwetsbaar is voor een of twee activistische beleggers;
- ontmoediging van het uitlenen van aandelen door institutionele beleggers in *event driven* situaties voor de beursgenoteerde vennootschap.

Wat betreft de mate van verantwoording door institutionele beleggers heeft de voorganger van Eumedion, SCGOP, de Minister van Financiën bij brief van 5 december 2005 aangegeven op welke wijze de codebepalingen die zien op institutionele beleggers (paragraaf IV.4 van de Code Tabaksblad) in de Wet op het financieel toezicht (Wft) zouden kunnen worden geïmplementeerd. Tijdens de plenaire behandeling van het wetsvoorstel betreffende de introductie van toezicht op de financiële verslaggeving³⁰ d.d. 21 juni 2006 heeft de Minister van Financiën aangekondigd een voorstel voor de wettelijke verankering van de codebepalingen spoedig bij de Tweede Kamer in te dienen. Het is de bedoeling de

²⁸ R.H. Maatman en G.T.M.J. Raaijmakers, "Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?", *Ondernemingsrecht*, 2006 (7), pp. 256-262 en W.J. Slagter, "Een bedreiging voor de continuïteit van de vennootschap", *Nederlands Juristenblad*, 2006 (18), pp. 999-1002.


²⁹ Kamerstukken 28 985. Dit wetsvoorstel ligt momenteel ter behandeling in de Eerste Kamer.

³⁰ Kamerstukken 30 336.

codebepalingen reeds per 1 januari 2007 wettelijke kracht te geven. Los hiervan is de naleving van de best practice bepalingen IV.4.1 tot en met IV.4.3 door institutionele beleggers die deelnemer zijn van Eumedion in het afgelopen seizoen verbeterd, maar is naar onze mening nog steeds te laag. 69 Procent van de Eumedion-deelnemers heeft op zijn website of in zijn jaarverslag het stembeleid weergegeven. In 2005 bedroeg dit percentage nog 44, waarbij zij aangetekend dat dit de deelnemerskring van SCGOP betrof. De "kwaliteit" van de rapportages loopt echter nog steeds uiteen. Zoals aangekondigd in onze reactie op het eerste monitoring rapport, formuleert Eumedion momenteel een nadere uitwerking van de codebepalingen betreffende de rapportage van institutionele beleggers over hun stembeleid en de uitvoering daarvan. Eumedion hoopt u later dit jaar daarover te kunnen rapporteren.

Mocht u behoefte hebben aan een nadere toelichting op de reactie, dan zijn wij daarvoor uiteraard beschikbaar.

Met vriendelijke groet,



Drs. Rients Abma
Directeur