

Monitoring Commissie Corporate Governance Code
T.a.v. mr. W.B. Kuijpers (secretaris)
Postbus 20201
2500 EE DEN HAAG

Betreft: Evaluatie aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2007.
Ons kenmerk: 2007.58
Schiphol, 21 juni 2007

Geachte Monitoring Commissie,

Traditiegetrouw berichten wij u na afloop van een jaarverslagen- en aandeelhoudersvergaderingseizoen over de bevindingen in en conclusies van dat seizoen. Zo ook dit jaar. 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, aangevuld met analyses van Shareholder Support en met eigen deskresearch. De informatie zou u wellicht kunnen betrekken bij het opstellen van uw komende 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 2007 een zogenoemde speerpuntenbrief naar de 75 grootste Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen gestuurd¹. Deze speerpuntenbrief bevat onderwerpen waaraan de Eumedion-deelnemers tijdens de algemene vergaderingen van aandeelhouders speciale aandacht aan zouden schenken. Dit jaar waren dat: i) de organisatie van de algemene vergadering van aandeelhouders en ii) de bezoldiging van bestuurders. Deze evaluatie gaat specifiek in op de naleving van de speerpuntenbrief. Daarnaast passeert nog een aantal andere opvallende zaken de revue. De hoofdpunten van onze rapportage zijn:

¹ Te downloaden via www.eumedion.nl

- Stijging van het aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen; vervroeging registratiedatum en eerdere publicatie van vergaderstukken hebben waarschijnlijk een positieve invloed hierop gehad;
- Bezoldigingsbeleid nog weinig inzichtelijk en structuur sluit (nog) niet aan op lange termijn doelstellingen en –waardecreatie; van de remuneratiecommissie wordt een krachtadiger optreden verwacht;
- Standaardisering van de tekst van het zogenoemde *in control statement*; institutionele beleggers zouden meer gebaat zijn bij inzichtelijke risicoparagraaf met daarin ook goede beschrijving van strategische, operationele en compliance risico's;
- Vraagtekens rond regiefunctie en vasthoudendheid van de raad van commissarissen in voor de vennootschap "kritieke" situaties.

1. Algemeen

In het afgelopen seizoen was de Code Tabaksblad aan kritiek onderhevig. Sommige politici, de vakbonden en het georganiseerde bedrijfsleven plaatsten vraagtekens bij de uitwerking van de code. Volgens hen heeft, kort gezegd, de code gezorgd voor meer aandeelhoudersrechten. Dit droeg bij aan toenemend aandeelhoudersactivisme en de daaruit volgende druk op beursgenoteerde vennootschappen om zich op te splitsen dan wel "in de etalage" te zetten. Bij deze opvatting valt een aantal kanttekeningen te plaatsen. Ten eerste heeft niet zozeer de Code Tabaksblad gezorgd voor nieuwe aandeelhoudersrechten, maar de wetgever. De wetgever heeft in 2004 op basis van een unaniem vastgesteld advies van de Sociaal-Economische Raad (SER; reeds daterend uit januari 2001) de bevoegdheden van de aandeelhouders(vergadering) uitgebreid. Op basis van dit advies hebben aandeelhouders die een bepaald kapitaalbelang vertegenwoordigen het recht om onderwerpen voor de agenda van de algemene vergadering aan te dragen en dienen belangrijke bestuursbesluiten, zoals belangrijke overnames en afsplitsingen, ter goedkeuring aan de algemene vergadering te worden voorgelegd. De Commissie Tabaksblad heeft de aandeelhouders, en dan met name de institutionele beleggers, opgeroepen gebruik te maken van de nieuw gecreëerde rechten. Ten tweede heeft slechts een beperkt aantal beursgenoteerde vennootschappen te maken met het zogenoemde aandeelhoudersactivisme. Het betreft in wezen alleen die vennootschappen waarvan de ondernemingsleiding de aansluiting met de aandeelhouders heeft verloren. Hoe moeten we deze situatie in corporate governance termen duiden en welke (voorlopige) lessen zijn er te trekken?

In de eerste plaats kan de vraag gesteld worden of de raad van commissarissen op "kritieke" momenten niet eerder, krachtadiger en/of vasthoudender had moeten optreden. Dit was vooral zichtbaar bij conflicten tussen aandeelhouders en het bestuur over de strategie van de

vennootschap en bij het opstellen van het bezoldigingsbeleid voor het bestuur. Zo stelde de Ondernemingskamer in de “Stork-zaak” vraagtekens bij de bemiddelende rol van de raad van commissarissen in het geschil tussen het bestuur en de twee grootaandeelhouders van Stork. Deelnemers van Eumedion hebben in een aantal gevallen kritische vraagtekens geplaatst bij het voorstel voor (de structuur van) het bezoldigingsbeleid voor het bestuur, zoals opgesteld door de raad van commissarissen. Eén van de doelstellingen van de Code Tabaksblad was om de positie van de raad van commissarissen te versterken en hem ertoe te bewegen op kritieke momenten eerder in te grijpen. Het lijkt er vooralsnog op dat de raad van commissarissen deze versterkte rol nog niet in alle gevallen heeft kunnen waarmaken. Dit roept de vraag op wat de oorzaken hiervan zijn. Eumedion zou de Monitoring Commissie willen suggereren om het aangekondigde onderzoek naar de samenstelling van de raad van commissarissen uit te breiden met een onderzoek naar het huidige functioneren van de raad van commissarissen. In dat onderzoek zouden de volgende vragen aan de orde kunnen komen. Hoe is de informatieverstrekking vanuit het bestuur richting de raad van commissarissen geregeld? Stelt de raad van commissarissen zich voldoende kritisch op tegenover het bestuur? Zijn de commissarissen deskundig genoeg?

De tweede conclusie die uit de gebeurtenissen van de afgelopen tijd kan worden getrokken is dat het aantal beschermingsconstructies van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen in de afgelopen jaren is afgenomen. Er is vooral een reductie waar te nemen in de categorieën “permanente” beschermingsconstructies certificaten van aandelen, prioriteitsaandelen en stemrechtbeperking (zie tabel 1). Uit tabel 1 kan echter niet geconcludeerd worden dat Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen “onbeschermd” zijn, zoals her en der wordt beweerd. De meeste vennootschappen kunnen in vijandige overnamesituaties leunen op de mogelijkheid om beschermingspreferente aandelen uit te geven of kennen hoge drempels voor de algemene vergadering van aandeelhouders om bestuurders en commissarissen te ontslaan en om een voordracht voor de benoeming van een nieuwe bestuurder of commissaris te doorbreken.

Tabel 1: beschermingsconstructies van de AEX- en AMX-vennootschappen

	% , 2001	% , 2007
Beschermingspreferente aandelen	63	57
Prioriteitsaandelen	34	15
Certificaten van aandelen	20	8 (2) ²
Versterkte meerderheden om bestuur/RvC te ontslaan/benoemingsvoordracht te doorbreken	20	17
Stemrechtbeperking	3	0
Gouden aandelen	4	0

Bron: Databank Eumedion.

Ook in 2007 brak een aantal beursgenoteerde vennootschappen op eigen initiatief de beschermingsconstructies af. Vedior en CSM schaften de certificering van hun aandelen af, Neways en Groot Handelsgebouw trokken hun prioriteitsaandelen in en DOCdata ontmantelde haar beschermingsstichting. Daarnaast onthield de algemene vergadering van aandeelhouders van TNT het bestuur de mogelijkheid om op eigen initiatief beschermingspreferente aandelen bij de beschermingsstichting van TNT te plaatsen. Daarnaast speelde ook de Ondernemingskamer op dit terrein een rol. De rechter verbodt namelijk de inzet van een aantal juridische en economische beschermingsconstructies. De plaatsing van beschermingspreferente aandelen bij de beschermingsstichting van Stork werd verboden, aangezien de ondernemingsleiding van Stork al voldoende tijd had gehad om met de twee activistische hedge funds van Stork tot een vergelijk te komen over de strategie. Het initiatief van DSM om lange termijn-aandeelhouders te prikkelen zich te binden aan de vennootschap door de invoering van een loyaliteitsdividend werd door de rechter voortijdig de pas afgesneden. En ook de zogenoemde "crown jewel"-constructie die ABN AMRO had bedacht om zich onaantrekkelijker te maken voor een aantal "belagers" kon geen doorgang vinden zonder voorafgaande toestemming van de algemene vergadering van aandeelhouders.

Door toedoen van zowel de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen zelf (zij hebben per slot van rekening vaak zelf het initiatief genomen om beschermingsconstructies af te schaffen) als van de Ondernemingskamer, zijn Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen (in beginsel) kwetsbaarder geworden voor (vijandige) overnames. Dit hoeft macro-economisch gezien niet negatief uit te werken, onder de voorwaarde dat het bestuur en de raad van commissarissen tijdens het overnameproces het roer stevig in handen hebben, hetgeen wil zeggen: een goede overnameprijs voor de aandeelhouders weten uit te

² Aandelen gecertificeerd en niet "Tabaksblat proof": het administratiekantoor kan in "oorlogstijd" besluiten certificaathouders geen stemvolmacht te verschaffen. In 2007 kent van de AEX- en AMX-vennootschappen alleen het administratiekantoor van Fugro nog deze mogelijkheid.

onderhandelen en ook een regeling weten te treffen voor de gevolgen van de overname voor andere stakeholders, zoals de werknemers, de toeleveranciers en de klanten. Enige rust om dit proces – ook in het belang van de aandeelhouder – goed te begeleiden blijkt in de praktijk wenselijk te zijn. Deze (relatieve) rust kan nog steeds worden gecreëerd door de inzet van tijdelijke beschermingsconstructies, zoals de tijdelijke plaatsing van beschermingspreferente aandelen bij een beschermingsstichting. Vennootschappen die niet over deze mogelijkheid beschikken, blijven echter kwetsbaar voor niet afgewogen en goed doordachte besluitvorming. Het (opnieuw) opbouwen van een beschermingsstichting zal moeilijk gaan, aangezien met name buitenlandse aandeelhouders de invoering van een dergelijke beschermingsconstructie zullen blokkeren. De aanbeveling van uw commissie om een “responstijd” van 180 dagen in te voeren in het geval aandeelhouders “majeure” onderwerpen willen agenderen, kan daarom op de steun van Eumedion rekenen. In de praktijk wordt het agenderingsrecht door aandeelhouders namelijk gebruikt om majeure wijzigingen in de strategie of statuten voor te stellen. Ook al volgt daarover in de daaropvolgende algemene vergadering een niet-bindende stemming, de onrust is dan al ontstaan, zeker wanneer het agendavoorstel wordt ingediend door een aandeelhouder met een bepaalde reputatie. In dit kader past het niet om dan ook nog eens de drempel voor aandeelhouders om van het agenderingsrecht gebruik te maken te verhogen (van de huidige 1 procent van het geplaatste kapitaal of het houden van aandelen met een totale marktwaarde van 50 miljoen euro naar de door de Monitoring Commissie voorgestelde 3 procent van het geplaatste kapitaal). Eumedion verwerpt dit voorstel dan ook.

De derde conclusie (gerelateerd aan de tweede conclusie) die kan worden getrokken is dat Nederland niet gewend is aan vijandige en concurrerende biedingen. Niet alleen dienen het bestuur en de raad van commissarissen van vennootschappen zich hierop in te stellen, maar ook de wetgever en de toezichthouder op openbare biedingen. De huidige regels rond openbare biedingen zijn nog onvoldoende toegesneden op de nieuwe, verhardende praktijken. Vooral het ontbreken van regels en procedures rond concurrerende biedingen en de zogenoemde “certain fund”-rule laat zich momenteel gelden. Eumedion heeft bij de consultatie over het nieuwe Besluit openbare biedingen, begin 2006, reeds voorstellen gedaan om concurrerende biedingen te reguleren (regulering aanmeldingstermijnen, informatievoorziening, etc.). Eumedion hoopt dat deze voorstellen worden overgenomen, zeker nu recente gebeurtenissen laten zien dat er een leemte zit in de regulering van concurrerende biedingen. Aanvullende regels in de Code Tabaksblad zijn hiervoor niet de oplossing. Eumedion is het nog steeds eens met de opvatting van de Commissie Tabaksblad dat regels rond overnamebiedingen in de wet verankerd dienen te worden en niet in de code. In een situatie waarin de onafhankelijkheid van de vennootschap op het spel staat en er grote

belangen op het spel staan is een code een te zwak instrument om het proces goed te laten verlopen.

Een laatste constatering is dat het, zeker voor de buitenlandse aandeelhouders, niet altijd duidelijk is welke gedragsregels er in Nederland voor de aandeelhouder gelden. Ten tijde van het opstellen van de Code Tabaksblat was de doelstelling om de *checks and balances* binnen beursgenoteerde vennootschappen te versterken. Een middel daarvoor was de versterking van de positie van de algemene vergadering van aandeelhouders. Nu aandeelhouders daadwerkelijk gebruik maken van de nieuwe rechten, zou het voor de “kenbaarheid” van de Nederlandse markt wellicht aanbeveling verdienen om bepaalde gedragsregels voor de aandeelhouder en voor de omgang van het bestuur en de raad van commissarissen met aandeelhouders, welke o.a. in de jurisprudentie langzamerhand zijn uitgekristalliseerd, op te nemen in een volgende versie van de code. Inspiratie voor het opstellen van deze gedragsregels kan onder meer worden geput uit de uitspraken van de Ondernemingskamer inzake Gucci, Uni-Invest, HBG, Rodamco North America, Stork en ABN AMRO. De Monitoring Commissie heeft hiertoe met de introductie van de “responstijd” in het geval ingrijpende agendavoorstellen worden gepresenteerd reeds een aanzet gegeven. Eumedion denkt voorts aan de incorporatie van de volgende gedragsregels:

- a) een aandeelhouder die een omvangrijk pakket aandelen houdt, dient op grond van de redelijkheid en billijkheid o.a. opening van zaken te geven en redelijk overleg te plegen met de betreffende vennootschap.
- b) de betreffende vennootschap heeft de verplichting om kennis te nemen van de intenties van de aandeelhouder en deze intenties te onderzoeken.
- c) aandeelhouder en doelvennootschap hebben vervolgens de plicht om met elkaar overleg te voeren.
- d) de algemene vergadering van aandeelhouders kan over de strategie haar opvattingen tot uitdrukking brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten. De algemene vergadering van aandeelhouders dient bij de uitoefening van deze rechten de redelijkheid en billijkheid in acht te nemen.
- e) is een grootaandeelhouder het niet eens met de strategie of het beleid van de vennootschap, dan moet hij geloofwaardige alternatieven presenteren en hierover overleg plegen met het bestuur. Als dat niet gebeurt dan is een beleidwijziging die een grootaandeelhouder wil doorvoeren te riskant voor andere belanghebbenden, zoals werknemers en minderheidsaandeelhouders.
- f) de raad van commissarissen dient een bemiddelende rol te spelen in het geval van conflicten tussen aandeelhouders en het bestuur. Hij dient zich voldoende onafhankelijk van het bestuur op te stellen.

2. Naleving Eumedion speerpuntenbrief

Eumedion heeft in oktober 2006 een tweetal speerpunten geformuleerd voor het aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2007: i) de organisatie van de algemene vergadering van aandeelhouders en ii) de vormgeving van het bezoldigingsbeleid. Op beide speerpunten wordt hieronder ingegaan.

2.1 Organisatie van de algemene vergadering van aandeelhouders

Eumedion had de beursgenoteerde vennootschappen een aantal aanbevelingen gedaan om het aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen te laten toenemen en om de fysieke vergadering beter te laten functioneren. Eumedion constateert tot haar tevredenheid dat deze maatregelen hun vruchten beginnen af te werpen. Het aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen is bij de AEX-vennootschappen met bijna 17 procent gestegen en bij de AMX-vennootschappen met bijna 4 procent (zie tabel 2).

Tabel 2: Aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen (percentage van het totaal; administratiekantoren uitgezonderd)

	2007	2006	2005
AEX-vennootschappen	42,5	36,4	33,3
AMX-vennootschappen	40,0	38,6	35,9

Noot: percentages op basis van de vennootschappen die in alle weergegeven jaren in de betreffende index waren opgenomen.

Bron: Databank Eumedion.

Met een hoger aantal uitgebrachte stemmen komt er een meer representatieve besluitvorming tot stand en worden beursgenoteerde vennootschappen minder kwetsbaar voor besluitvorming door toevallige meerderheden van aandeelhouders en zogenoemde activistische aandeelhouders. Daarnaast kan de algemene vergadering van aandeelhouders meer legitimiteit verdienen als correctiemechanisme voor slecht functionerend bestuur en toezicht. De hogere opkomst is waarschijnlijk mede veroorzaakt door: i) eerdere publicatie van de agenda, het jaarverslag en de overige stukken die ter vergadering worden behandeld, ii) de vervroeging van de registratiedatum naar 20 tot 30 dagen voorafgaand aan de datum van de algemene vergadering bij de AEX-vennootschappen en iii) het creëren van de mogelijkheid om via elektronische communicatiemiddelen deel te nemen aan de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders. Op deze factoren wordt hierna verder ingegaan.

Eerdere publicatie van agenda en ter vergadering te behandelen voorstellen

Eumedion had in de speerpuntenbrief de aanbeveling gedaan om de agenda en de ter vergadering te behandelen voorstellen en documenten (waaronder het jaarverslag en de

jaarrekening) minimaal vier weken voorafgaand aan de algemene vergadering van aandeelhouders te publiceren. In deze periode hebben aandeelhouders dan de gelegenheid om met de vennootschap desgewenst in overleg te treden over de voorstellen en om verduidelijking te vragen. Zij kunnen deze periode tevens benutten om met collega-aandeelhouders in overleg te treden om te vernemen hoe zij tegenover de voorstellen staan en om intern de discussie over het stemgedrag te voeren en af te ronden. Zeker gelet op de concentratie van vergaderingen in de periode april-mei is een periode van vier weken van analyse, reflectie en dialoog wenselijk.

Eumedion constateert dat vennootschappen steeds eerder de AVA-stukken publiceren, hoewel er nog wel een groot onderscheid is tussen de grootste vennootschappen en de kleinere vennootschappen (zie tabel 3).

Tabel 3: Percentage vennootschappen dat agenda en overige vergaderstukken minimaal vier weken voorafgaand aan de algemene vergadering publiceert

	2007	2006
AEX-vennootschappen	80	64
AMX-vennootschappen	44	42
Kleinere vennootschappen	14	10

Bron: Databank Eumedion

Bij de AEX-vennootschappen waren in het afgelopen aandeelhoudersvergaderingseizoen de agenda voor de algemene vergadering en het jaarverslag gemiddeld 30 dagen voorafgaand aan de datum van de algemene vergadering beschikbaar. Bij de AMX-vennootschappen was dat gemiddeld 26 dagen en bij de kleinere beursgenoteerde vennootschappen gemiddeld 20 dagen.

Op de agenda wordt ook vaak helderder aangegeven welke punten ter stemming zijn en welke punten puur ter discussie. Dat was het geval bij 96 procent van de AEX-vennootschappen (2006: 76 procent) en bij de AMX-vennootschappen 75 procent (2006: 63 procent).

Vervroeging van de registratiedatum

Een tweede participatieverhogende maatregel was de vervroeging van de registratiedatum en het daarmee vervallen van de eis (gesteld door beursgenoteerde vennootschappen dan wel bewaar- en depotbanken) om de aandelen te blokkeren om te mogen stemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders. Een vervroeging van de registratiedatum naar 20 tot 30 dagen voorafgaand aan de algemene vergadering van aandeelhouders verkleint het risico dat bewaar- en depotbanken overgaan tot blokkering van aandelen en vergroot de kans

dat institutionele beleggers ook nog juridisch eigenaar zijn van de aandelen (dat zij met andere woorden de aandelen niet hebben uitgeleend).

Op één na alle AEX-vennootschappen maakten in 2007 gebruik van een registratiedatum. De vennootschap die dit nog niet deed (Fortis), heeft dit jaar de statuten gewijzigd om bij een volgende algemene vergadering een registratiedatum te hanteren. Een groot aantal vennootschappen maakte in 2007 gebruik van de wettelijke mogelijkheid om de registratiedatum te vervroegen van 7 dagen voorafgaand aan de dag van de vergadering naar 30 dagen (zie tabel 4).

Tabel 4: Percentage vennootschappen dat gebruik maakt van een registratiedatum in het aandeelhoudersvergaderingseizoen 2007

	Geen (dus blokkering)	2-7 dagen	8-19 dagen	20-30 dagen
AEX-vennootschappen	4	48	0	48
AMX-vennootschappen	12	67	13	8
Kleinere vennootschappen	53	40	2	5

Bron: Databank Eumedion.

Twaalf AEX-vennootschappen hebben de registratiedatum inmiddels gelegd op een tijdstip 20 tot 30 dagen voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering. De overige vennootschappen met statutaire zetel in Nederland hanteert een registratiedatum van vier tot zeven dagen voorafgaand aan de datum van de algemene vergadering. Een aantal daarvan heeft de statuten in het afgelopen seizoen gewijzigd teneinde vanaf een volgende aandeelhoudersvergadering met een eerdere registratiedatum te kunnen werken. Bij de AMX-vennootschappen is het beeld anders. Daar hebben slechts vijf vennootschappen van de gelegenheid gebruik gemaakt om de registratiedatum te vervroegen. Daarbij varieerde de registratiedatum van 14 tot 22 dagen voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering. De overige vennootschappen hielden vast aan een registratiedatum van 7 dagen voor de algemene vergadering tot een kortere periode. Bij de kleinere vennootschappen is gebruikmaking van een registratiedatum nog geen ingeburgerd fenomeen. De meerderheid van de kleinere beursgenoteerde vennootschappen hanteert nog steeds de eis van blokkering van aandelen voordat een aandeelhouder van zijn stemrecht gebruik kan maken. De blokkeringstermijnen lopen uiteen van 2 tot 7 dagen (gemiddeld 6 dagen).

Gebruikmaking van elektronische communicatiemiddelen om te stemmen

Sinds 1 januari 2007 kunnen vennootschappen gebruikmaken van de wettelijke mogelijkheid om het aandeelhouders gemakkelijker te maken via elektronische communicatiemiddelen deel te nemen aan de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders. Veel vennootschappen hebben in het afgelopen seizoen de statuten gewijzigd om aandeelhouders op termijn de mogelijkheid te bieden via "e-voting" hun stem (rechtstreeks) uit te brengen in en deel te nemen aan de beraadslagingen in de algemene vergadering van aandeelhouders. 82 procent van de AEX-vennootschappen hebben een dergelijke statutenwijziging dit jaar doorgevoerd en 52 procent van de AMX-vennootschappen. Dit betekent overigens niet dat reeds vanaf een volgende algemene vergadering aandeelhouders gebruik kunnen maken van deze mogelijkheden. Er is slechts een machtiging aan het bestuur gegeven om dit mogelijk te maken.

Efficiënte vergaderorde

In de speerpuntenbrief 2007 maakte Eumedion kenbaar voorstander te zijn van een strakkere regieorde tijdens de "fysieke" algemene vergadering van aandeelhouders. Om meer institutionele beleggers te bewegen in de fysieke algemene vergadering te participeren, is een efficiënt debat ter plekke nodig. Eumedion deed daartoe de aanbeveling om de voorzitter van de algemene vergadering bij aanvang van de vergadering een aantal spelregels betreffende de vragen van aandeelhouders te laten vaststellen, zoals een eventuele regulering van het aantal vragen dat een aandeelhouder mag stellen en van de maximale spreektijd van een aandeelhouder. Daarbij merkte Eumedion op dat de spelregels een goede dialoog tussen aandeelhouders en bestuur en raad van commissarissen niet in de weg mag staan.

De ervaringen in het afgelopen seizoen zijn wisselend. Een aantal vergaderingen verliep inderdaad efficiënter in de zin van korter, levendiger en evenwichtiger, waarbij de voorzitter voorafgaand aan de algemene vergadering veelal een maximum stelde aan het aantal vragen (meestal drie) in de "eerste ronde". Afhankelijk van de beschikbare tijd volgde dan nog een tweede ronde van vragen. Echter, in een enkel geval onttaarde de algemene vergadering in een spreekorgaan van "one issue"-organisaties. Op deze wijze komt in de algemene vergadering geen efficiënte dialoog tot stand. Wij zullen in de komende periode nogmaals benadrukken dat het stellen van spelregels aan het begin van de algemene vergadering van aandeelhouders van groot belang is voor een efficiënt en evenwichtig verloop van de vergadering. Wij hopen op een verdere verspreiding van de dit seizoen ontstane "best practice" van drie vragen in de eerste spreektermijn en gaan graag mee in de opmerking van de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO) in haar reactie op uw consultatiedocument betreffende de rol van aandeelhouders dat "in voorkomende gevallen

eventueel rekening [zou] kunnen worden gehouden met de omvang van het vertegenwoordigde aandelenbelang, opdat bestuur, raad van commissarissen en mede-aandeelhouders in ieder geval de mening van de grotere aandeelhouders kunnen vernemen". Verder overwegen deelnemers van Eumedion in een vroegtijdig stadium hun vragen naar de ondernemingsleiding te sturen, zoals ook door uw commissie in het advies aan het kabinet gesuggereerd, of om voorafgaand aan de algemene vergadering een conference call te beleggen.

2.2 Bezoldigingsbeleid

Naar aanleiding van de evaluatie van het aandeelhoudersvergaderingen- en jaarverslagenseizoen 2006 heeft Eumedion eind 2006 een set aanbevelingen voor de vormgeving en structuur van het bezoldigingsbeleid voor het bestuur opgesteld. De aanbevelingen hebben, in aanvulling op de huidige wetgeving en op de Code Tabaksblat, tot doel de bezoldiging van een bestuurder meer te laten aansluiten op de lange termijn doelstelling van de vennootschap en om – in het verlengde hiervan – de lange termijn bonus in normale omstandigheden een belangrijker bestanddeel van de totale bezoldiging te laten zijn dan de korte termijn bonus. Daarnaast zijn de aanbevelingen gericht op het vergroten van de inzichtelijkheid van de bezoldiging van bestuurders, hetgeen kan bijdragen aan de kwaliteit van de verantwoording van het bestuur en raad van commissarissen hierover richting algemene vergadering van aandeelhouders. De implementatie van deze aanbevelingen vormde voor Eumedion het tweede speerpunt voor het aandeelhoudersvergaderingen- en jaarverslagenseizoen 2007.

Eumedion moet helaas constateren dat de Eumedion aanbevelingen grotendeels (nog) niet worden nageleefd. Een reden hiervoor zou kunnen zijn dat het voor boekjaar 2006 niet mogelijk was om de Eumedion aanbevelingen bij de formulering van de bezoldigingsparagraaf mee te nemen. Voorts kan worden geconcludeerd dat van een verbetering van de structuur dan wel versimpeling nog geen sprake is. Wel wordt er ten aanzien van de variabele bezoldiging gepoogd om meer transparantie te bieden over het maximum van de variabele bezoldiging en de koppeling aan prestatiecriteria. Vennootschappen vermelden steeds meer hoe hoog de korte en lange termijn bonus kunnen zijn als percentage van het vaste inkomen. Dit leidt er echter niet toe dat aandeelhouders kunnen nagaan welke doelstellingen zijn bereikt en welke bezoldiging daarbij behoort. Korte termijn bonussen worden toegekend, maar daarbij wordt vaak niet aangegeven hoe is bepaald dat de vooraf vastgestelde targets zijn behaald. Ook worden de prestatie maatstaven genoemd, maar nog te vaak wordt niet aangegeven wat de precieze aandelen van de prestatie maatstaven binnen het pakket van variabele bezoldigingselementen zijn. Ook is nog geen sprake van een uniforme rapportage, hetgeen de

leesbaarheid van de rapportages bemoeilijkt en de verantwoording van de raad van commissarissen tekort schiet.

De overige bevindingen zijn:

- Een minderheid van de vennootschappen vermeldt de naam van het beloningsadviesbureau waarmee wordt gewerkt.
- Slechts een kleine minderheid voldoet aan de Eumedion-aanbeveling om minimaal 12 vennootschappen in de zogenoemde arbeidsmarktreferentiegroep op te nemen, en de namen van deze vennootschappen te vermelden. Echter, de meeste vennootschappen vermelden wel de selectiecriteria voor de arbeidsmarktreferentiegroep. Deze criteria echter zijn helaas veelal onduidelijk of summier toegelicht.
- Er is een duidelijke trend waarneembaar naar meer variabel belonen. De variabele bezoldiging wordt een groter bestanddeel van de totale bezoldiging. Er wordt ook steeds meer aangegeven wat de verhouding is van de verschillende bestanddelen van de bezoldiging. Ook wordt meer gemeld dat de variabele bezoldiging is gebaseerd op financiële doelstellingen. Helaas is het veelal nog niet zo dat de lange termijn bonus onder normale omstandigheden een groter bestanddeel in de totale bezoldiging is dan korte termijn bonus. Vaak is het zo dat korte termijn bonus groter is dan de lange termijn bonus dan wel daaraan gelijk is.
- De meeste vennootschappen beschrijven de systematiek van de korte termijn bonus en geven ook inzicht in de prestatie maatstaven en de daarbij behorende weging. Helaas is het in de meeste gevallen niet duidelijk of de doelstellingen per prestatie maatstaf zijn bereikt en is geen koppeling met een post in de jaarrekening te vinden. Verder wordt meestal ook niet vermeld of de externe accountant is betrokken bij de controle of de doelstellingen zijn behaald.
- De meerderheid van vennootschappen gebruikt Total Shareholder Return (TSR) als prestatie maatstaf voor de long term incentive plan; een aantal vennootschappen hanteert daarnaast ook nog een andere maatstaf. Voorts kan worden geconstateerd dat bij een meerderheid van de vennootschappen aandelen en opties aan bestuurders worden toegekend, terwijl de vennootschap beneden de mediaan van de referentiegroep presteert. Er wordt meestal inzicht geboden in de samenstelling van de gehanteerde peer group voor de long term incentive plan.
- De meeste vennootschappen kennen een aandelenregeling voor de long term incentive plan. Er zijn echter ook nog aanzienlijk aantal vennootschappen die daarnaast ook een optieregeling of een cash regeling kent.
- Er wordt over het algemeen geen melding gemaakt van zogenoemde *clawback* clauses (bonussen inleveren wanneer financiële cijfers om wat voor reden dan ook naar beneden

moeten worden bijgesteld). Dit hoeft echter niet te betekenen dat deze clause er niet is; men is er alleen niet transparant over.

- Nog een significant aantal bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen houdt een relatief beperkt tot geen aandelen van de eigen vennootschap aan.
- Tot slot wordt veelal in het geval van een substantiële stijging van het basissalaris geen toelichting daarop gegeven en is in een aantal gevallen een ad hoc bonus betaald, zonder dat daarbij een adequate toelichting is vermeld.
- In de zomer van vorig jaar ontbrandde er een discussie over de wenselijkheid dan wel onwenselijkheid van het (deels) belonen van commissarissen in aandelen. Vennootschappen zijn er dit seizoen echter niet toe overgegaan.

De bij Eumedion aangesloten institutionele beleggers hebben de aanbevelingen als handvatten gehanteerd bij de beoordeling van zowel het bestaande bezoldigingsbeleid als bij een nieuw voorstel voor een bezoldigingsbeleid van het bestuur. Aangezien de meeste vennootschappen nogal fors afwijken van de aanbevelingen, hebben de Eumedion-deelnemers veel kritische vragen gesteld over de vormgeving van het bezoldigingsbeleid. Bij zes AEX-vennootschappen en bij één AMX-vennootschap resulteerde dit in een tegenstem tegen het voorstel voor de aanpassing van het bestaande bezoldigingsbeleid. Eumedion en haar deelnemers zal het komende jaar in dialoog treden met die vennootschappen wier bezoldigingsbeleid in grote mate afwijkt van de aanbevelingen van Eumedion.

3. Andere zaken

3.1 Risicobeheer en het “in control statement”

De Monitoring Commissie heeft in december 2005 (en herhaald in december 2006) *guidance* (of: *good practice*) gegeven ten aanzien van best practice bepaling II.1.4 van de Code Tabaksblad 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).

De aanbeveling van de Monitoring Commissie blijkt bij de grootste beursgenoteerde vennootschappen goed te worden nageleefd³. De “top 50 vennootschappen” geven allemaal

³ Kleinere beursgenoteerde vennootschappen geven vagere, en veelal nietszeggende, in control statements af. Men leze bijvoorbeeld de verklaring van Grolsch: “De raad van bestuur vertrouwt erop dat de onderneming een adequaat systeem van risicobeheersing en interne controle heeft ingesteld, dat geëigend is voor de onderneming en in overeenstemming met de vereisten op grond van aanbeveling II.1.4 van de Nederlandse corporate governance code.

een positieve verklaring af over de werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen ten aanzien van de financiële verslaggevingsrisico's. Uitgezonderd de financiële verslaggevingsrisico's worden echter, net als vorig jaar, de interne risicobeheersings- en controlesystemen ten aanzien van de belangrijkste risico's weinig informatief beschreven of ontbreekt een beschrijving in haar geheel. De ervaring leert dat juist de strategische en operationele risico's debet waren aan deconfitures of bijna deconfitures⁴ in de afgelopen decennia. Daarnaast constateert Eumedion dat de risico's, ook de financiële, slechts in een beperkt aantal gevallen worden gekwantificeerd en dat de rapportages over de risico's en het risicobeheer verspreid zijn opgenomen in het jaarverslag en in de jaarrekening.

Vooropgesteld zij dat aandeelhouders ondernemers zullen stimuleren risico's te (blijven) nemen. Risico's horen bij het ondernemersvak. Risico's leveren voor aandeelhouders hogere rendementen op. Een belangrijke voorwaarde voor aandeelhouders hierbij is wel dat inzichtelijk is wat de risico's zijn waarvoor de vennootschap zich gesteld ziet en op welke wijze risico's worden beheerst. Aandeelhouders willen kortom graag antwoord op de vragen: i) wat is de strategie?, ii) welke operationele procedures gelden er?, iii) wat zijn de risico's?, iv) wat is de omvang van de risico's?, v) wat is de kans dat de risico's zich voordoen?, vi) wat zal daarvan dan de impact zijn op het eigen vermogen en het resultaat? en vii) hoe pakt de vennootschap de risico's aan (welke risicobeheersings- en controlemechanismen zijn er)?

Institutionele beleggers hebben vanuit dit oogpunt meer behoefte aan een "brede risicoparagraaf" dan een van relatief weinig toegevoegde waarde zijnde standaardverklaring over de beheersing van de financiële verslaggevingsrisico's, waarvan de strekking beperkt is. Eumedion ziet weinig toegevoegde waarde in een dergelijke eng geïnterpreteerd *'in control statement'* (wat ook niet de bedoeling was van de Commissie Tabaksblat) boven de reeds bestaande verplichting van bestuurders en commissarissen hun handtekening onder de jaarrekening te zetten en daarmee tot uitdrukking te brengen dat de jaarrekening de financiële toestand van de vennootschap adequaat weergeeft.

Eumedion zou ervoor willen pleiten op termijn de huidige, enge interpretatie van het in control statement (op basis van best practice bepaling II.1.4 van de Code Tabaksblat en de guidance van de Monitoring Commissie), te vervangen door een best practice bepaling om een informatieve en inzichtelijke risicoparagraaf in het jaarverslag op te nemen, waarin alle

Echter, absolute zekerheid kan niet geboden worden. En Schuitema: "Gedurende 2006 hebben deze risicobeheersings- en controlesystemen [met betrekking tot financiële verslaggevingsrisico's] naar behoren gewerkt en er zijn geen indicaties dat deze in 2007 niet naar behoren zullen werken. De risicobeheersings- en controlesystemen met betrekking tot andere risico's, zoals operationele/strategische risico's en wet- en regelgevingsrisico's voldoen naar het oordeel van de directie aan de inspanningen die, in alle redelijkheid en billijkheid, van haar verlangd mogen worden op dit gebied".

⁴ Zie bijvoorbeeld Laurus, Numico en Ahold.

gegevens ten aanzien van risico's en risicobeheer zijn opgenomen. Het zou wenselijk zijn dat deze risicoparagraaf in ieder geval de volgende informatie bevat:

- een kwalitatieve en voor de AEX- en AMX-vennootschappen ook een kwantitatieve beschrijving van de risico's. Voor in ieder geval de financiële risico's zou het wenselijk zijn gevoeligheids- en scenarioanalyses op te nemen.
- een "breed" bestuursverslag over risicomanagement en interne controle, waarbij aan bod komen:
 - informatie over de risicobeheersings- en controlesystemen (met name ook die t.a.v. de strategische, operationele en compliance risico's) en de uitgangspunten/kenmerken daarvan;
 - welke aanpassingen en verbeteringen zijn in het afgelopen boekjaar doorgevoerd en zullen nog in het lopende boekjaar worden doorgevoerd?;
 - waar zitten nog tekortkomingen?
 - wat heeft prioriteit in aanpak?
 - melding van de hoofdlijnen van de bespreking(en) van het bovenstaande met de auditcommissie en met de raad van commissarissen.

3.2 Benoeming van de externe accountant

In een aantal gevallen werd bij het agendapunt "benoeming van de externe accountant" een groot aantal tegenstemmen uitgebracht, in een enkel geval zelfs zo groot dat de benoeming slechts met de minst mogelijke meerderheid werd aanvaard. De achtergrond van dit grote aantal tegenstemmen is veelal gelegen in het feit dat in de jaarrekening van de betreffende vennootschappen geen uitsplitsing van de accountantskosten was opgenomen. Vooruitlopend op een wettelijke verplichting hieromtrent (implementatie van de Europese auditrichtlijn) wensen aandeelhouders nu reeds een specificatie van de vergoedingen (met onderscheid naar controlewerkzaamheden, activiteiten gerelateerd aan de controlewerkzaamheden, belastingadviezen en overige vergoedingen). Aandeelhouders kunnen op deze wijze nagaan of zich (grote) risico's voordoen op het terrein van belangenconflicten binnen hetzelfde accountantskantoor die de integriteit van de controlewerkzaamheden en daarmee de kwaliteit van de accountantsverklaring bij de jaarrekening van de cliënt zouden kunnen aantasten. Eumedion adviseert alle beursgenoteerde vennootschappen een specificatie van de accountantskosten in de jaarrekening op te nemen.

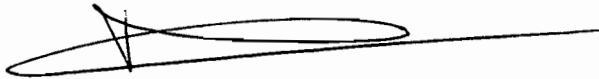
Voorts acht Eumedion het aanbevelenswaardig om de kwaliteit van de motivering van een (her)benoemingsvoorstel ten aanzien van de externe accountant te verhogen. In de toelichting op het (her)benoemingsvoorstel zou in ieder geval moeten worden ingegaan op de vraag of ook andere accountantskantoren zijn gevraagd een offerte uit te brengen en zo ja, waarom juist gekozen is voor het voorgedragen accountantskantoor.

3.3 Opvolging codebepalingen door institutionele beleggers

Op 1 januari 2007 is de zogenoemde 'pas toe of leg uit'-regel voor institutionele beleggers verankerd in de Wet op het financieel toezicht (Wft). Eumedion heeft de indruk dat die Nederlandse institutionele beleggers die nog geen stembeleid hadden of nog niet rapporteerden over de uitvoering van het stembeleid, momenteel bezig zijn met het opstellen van een stembeleid en daarover uiterlijk eind dit jaar zullen rapporteren. Eumedion heeft derhalve de verwachting dat het toepassingspercentage van de best practice bepalingen die gericht zijn tot de Nederlandse institutionele beleggers eind dit jaar hoger zal liggen dan eind 2006. Het is niet de verwachting dat het toepassingspercentage van de bepalingen door de buitenlandse institutionele beleggers, die het grootste deel van de Nederlandse aandelen houden, significant hoger zal liggen.

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

Met vriendelijke groet,



Drs. Rients Abma
Directeur