

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

Betreft: Evaluatie AVA-seizoen 2008
Ons kenmerk: 2008.062
Schiphol, 25 juni 2008

Geachte Monitoring Commissie,

Zoals elk jaar berichten wij u ook dit jaar over de bevindingen en conclusies van het afgelopen jaarverslagen- en aandeelhoudersvergaderingseizoen over de bevindingen. De hierna aangegeven bevindingen reflecteren de ervaringen en waarnemingen van de deelnemers van Eumedion die fysiek in de algemene vergaderingen van aandeelhouders hebben geparticipeerd dan wel hun stem "op afstand" hebben uitgebracht. Deze bevindingen zijn aangevuld met analyses en bevindingen van Shareholder Support en met eigen deskresearch. De informatie zou u wellicht kunnen betrekken bij uw werkzaamheden.

Zoals wellicht bekend heeft Eumedion voorafgaand aan het jaarverslagen- en aandeelhoudersvergaderingseizoen 2008 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 zullen schenken. De speerpuntenbrief is daarmee niet een zelfstandige code, maar een nadere uitwerking van een bepaalde bepaling uit de Code Tabaksblad of een handvat voor institutionele beleggers om een bepaald agendapunt te kunnen beoordelen. Dit jaar had Eumedion één speerpunt: bedrijfsstrategie en risicomanagement en één aandachtspunt: de structuur van het bezoldigingsbeleid. Deze evaluatie gaat specifiek in op de

¹ Te downloaden via www.eumedion.nl

naleving van het speerpunt en het aandachtspunt. Daarnaast passeert nog een aantal andere opvallende zaken de revue. De hoofdpunten van onze rapportage zijn:

- Voor het eerst is een aantal voorstellen tot aanpassing van het bezoldigingsbeleid van het bestuur door de algemene vergadering van aandeelhouders verworpen. Aandeelhouders hebben daarmee laten zien dat zij hun zeggenschapsrechten met succes kunnen aanwenden om een niet gewenst bezoldigingsbeleid tegen te houden.
- Een aantal vennootschappen wilde de statuten wijzigen om 'voor te sorteren' op nieuwe wetgeving, dus nog voordat een wetsvoorstel in werking is getreden (wetsvoorstel implementatie van de gewijzigde Tweede EU-richtlijn vennootschapsrecht) en nog voordat er überhaupt een wetsvoorstel door de ministerraad was ingediend (verhoging drempel agenderingsrecht).
- Een beschermingsconstructie van ASM International is niet ingezet ter afwering van een vijandige overname, maar is ingezet om een fundamenteel recht van aandeelhouders illusoir te maken.
- Stijging van het aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen naar net onder de vijftig procent bij de AEX-vennootschappen;
- Beursgenoteerde vennootschappen schenken steeds meer aandacht aan het onderwerp risicomanagement. Dit heeft echter nog niet geleid tot meer inzichtelijkheid in de risico's die aan de onderneming zijn verbonden en in de systemen om deze risico's te beheersen.

Vooruitlopend op de Eumedion-reactie op de voorstellen van de Monitoring Commissie voor een actualisering van de Nederlandse corporate governance code, leidt de evaluatie van het afgelopen aandeelhoudersvergaderingenseizoen bij Eumedion tot de volgende beleidsconclusies die wij u graag onder de aandacht willen brengen. In onze reactie zullen wij nader op deze voorstellen ingaan:

- Het corporate governance beleid van de vennootschap (mate van naleving van de Code Tabaksblat, alsmede de motivering van eventuele afwijkingen) dient ter stemming aan de algemene vergadering te worden voorgelegd. Elke majeure wijziging in het corporate governance beleid zou eveneens ter stemming dienen te worden voorgelegd.
- Certificering moet niet langer als beschermingsconstructie worden gebruikt en het administratiekantoor stemt daarom primair in het belang van de certificaathouders.
- Guidance bij principe II.2 van de Code Tabaksblat wat onder een "materiële wijziging" van het bezoldigingsbeleid wordt verstaan.
- De Eumedion-aanbevelingen over de machtiging tot de uitgifte van nieuwe aandelen en van de inkoop van eigen aandelen opnemen in de aangepaste Code Tabaksblat.

- Incorporatie van de aanbevelingen van de Monitoring Commissie op het terrein van risicomanagement in de aangepaste Code Tabaksblad.
- Geen opname van streefcijfers in de aangepaste Code over het aantal vrouwen in raden van bestuur en raden van commissarissen van beursgenoteerde vennootschappen. Eumedion is het eens met de stelling van de Monitoring Commissie in haar evaluatierapport van 4 juni jl. dat een moderne vennootschap een diversiteitsbeleid ontwikkelt, toepast en zich daarover verantwoordt en dat dientengevolge de selectie- en benoemingscommissie in haar werkzaamheden expliciet rekening houdt met het geformuleerde diversiteitsbeleid van de vennootschap. Naar de mening van Eumedion kan hieraan worden toegevoegd dat bij elke benoemingsvoordracht duidelijk wordt aangegeven waarom de betreffende persoon naar de mening van de raad van commissarissen de beste persoon is en waarom deze persoon in het door de vennootschap geformuleerde diversiteitsbeleid past.

1. Toepassing Code Tabaksblad

De toepassing van de principes en best practice bepalingen uit de Code Tabaksblad door de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen blijft onveranderd hoog. Eumedion vindt dit een teken dat de Code Tabaksblad nog steeds brede steun heeft en de inhoud nog steeds wordt gedragen door de beursgenoteerde vennootschap. Daarbij wil Eumedion wel opmerken dat wanneer van bepalingen wordt afgeweken, de motivering over het algemeen nog erg mager is. De motivering wordt vaak in een regel afgedaan en meerdere vennootschappen gebruiken dezelfde tekst. De Monitoring Commissie heeft hierover in haar monitoring rapport van december 2007 kritische opmerkingen bij geplaatst en de beursgenoteerde vennootschappen opgeroepen om meer werk te maken van de uitleg bij afwijkingen. Het beeld in 2008 is helaas niet verbeterd. Naar onze mening worden vennootschappen meer 'geprikkeld' om betere uitleg te verschaffen wanneer het corporate governance beleid (onderbouwing van de toepassing van de Code Tabaksblad en de motivering van de afwijkingen van de best practice bepalingen) ter stemming aan de algemene vergadering wordt voorgelegd. Wij willen u daarom aanbevelen om in de aangepaste Code een bepaling op te nemen dat de algemene vergadering stemt over het corporate governance beleid van de vennootschap. Bij een materiële wijziging van het corporate governance beleid, bijvoorbeeld bij een voorgenomen afwijking van een belangrijke codebepaling, zou een hernieuwde stemming moeten plaatsvinden.

2. Bezoldigingsbeleid

Meest opvallend dit seizoen was de verwerping van een aantal beloningsvoorstellen door de algemene vergadering van aandeelhouders (Philips, VastNed Retail; bij Corporate Express onder druk van aandeelhouders ingetrokken). Dat is het voor het eerst sinds de algemene vergadering op 1 oktober 2004 het wettelijke vaststellingsrecht ten aanzien van het bezoldigingsbeleid voor het bestuur kreeg. Bij enkele andere grote vennootschappen was de wijziging van het bezoldigingsbeleid zeer controversieel (zie bijlage I). Hier zien we dat aandeelhouders hun zeggenschapsrechten met succes kunnen aanwenden om een niet gewenst bezoldigingsbeleid tegen te houden. Bij de hiervoor genoemde vennootschappen ging het om het ontbreken van goede prestatiecriteria bij de toekenning van variabele beloningselementen, één van de hoofdaanbevelingen van de Eumedion-aanbevelingen betreffende de beloning van bestuurders. Daar waar Eumedion-deelnemers in het recente verleden nogal eens alleen stonden in hun kritiek op de structuur van het voorgestelde beloningsbeleid, kregen zij in het afgelopen seizoen nu ook steun van buitenlandse aandeelhouders en van de belangrijkste stemadviesbureaus. De Eumedion-aanbevelingen worden door institutionele beleggers en hun stemadviseurs steeds meer als handvat gezien voor het beoordelen van voorstellen voor aanpassing van het bezoldigingsbeleid. Eumedion hoopt dat raden van commissarissen en hun adviseurs hetzelfde doen en komt er nog voordat het definitieve voorstel voor aanpassing van het bezoldigingsbeleid aan de algemene vergadering van aandeelhouders wordt gepresenteerd er een dialoog tussen de remuneratiecommissie en de belangrijkste aandeelhouders op gang, teneinde verrassingen tijdens de algemene vergadering te voorkomen. In het Verenigd Koninkrijk is dit al min of meer de normale gang van zaken.

Eumedion heeft in het afgelopen seizoen evenwel ook twee knelpunten voor de effectiviteit van zelfregulering gesignaleerd. Ten eerste daar waar het administratiekantoor van een 'gecertificeerde' beursgenoteerde vennootschap de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders domineert, de certificering nog een beschermingsoogmerk heeft en het administratiekantoor zich bij de uitoefening van het stemrecht niet richt op (uitsluitend) de belangen van de certificaathouders, maar in de eerste plaats op het belang van de vennootschap. In het afgelopen seizoen legde een (middelgrote) vennootschap (Fugro) die een dergelijke vorm van certificering kent een voorstel voor aanpassing van haar bezoldigingsbeleid ter vaststelling aan haar aandeelhouders voor. De voorgestelde optieregeling kende niet de bepaling dat de opties eerst onvoorwaardelijk worden op het moment dat – gerekend over een bepaalde periode – aan uitdagende prestatiecriteria is voldaan. Dat gaat in tegen een van de kernaanbevelingen van Eumedion en tegen de hoofdregel van de Code Tabaksblad (best practice

bepaling II.2.1). Eumedion-deelnemers hebben zich tegen dit voorstel gekeerd, evenals een invloedrijk stemadviesbureau. Het betreffende administratiekantoor stemde evenwel voor, zodat het voorstel toch met een ruime meerderheid werd aangenomen. Eumedion vindt niet dat de stem van het bestuur van het administratiekantoor bepalend mag zijn voor de uitkomst van de besluitvorming over een voorstel tot aanpassing van het bezoldigingsbeleid. Eumedion meent derhalve dat zolang certificering nog een beschermingskarakter mag hebben, zelfregulering niet effectief kan werken. Wij hebben bij de wetgever inmiddels aangedrongen op het wettelijk wegnemen van de mogelijkheid om certificering nog als beschermingsconstructie te gebruiken en zullen dit na afloop van dit seizoen nogmaals onder de aandacht van de wetgever brengen. Wij constateren met tevredenheid dat de Monitoring Commissie in het rapport over de actualisering van de Code Tabaksblad paragraaf IV.2 betreffende certificering handhaaft. Eumedion zou zich kunnen voorstellen dat de Monitoring Commissie nog een stapje verder gaat en in de geactualiseerde code een best practice bepaling opneemt voor de beursgenoteerde vennootschappen die nog certificaten van aandelen kennen. In navolging van een aantal vennootschappen die dat al hebben gedaan (best practice), zouden alle 'gecertificeerde' beursgenoteerde vennootschappen kunnen worden gevraagd onder welke voorwaarden en volgens welk tijdpad de certificering kan worden opgeheven. Gelet op de stijging van het aantal uitgebrachte stemmen tussen 2003 en 2008 (zie paragraaf 6, tabel 3) wordt het voor de 'gecertificeerde' vennootschappen steeds minder geloofwaardig om de certificering nog te verdedigen als middel om te voorkomen dat door absenteïsme ter algemene vergadering een toevallige meerderheid van aandeelhouders de besluitvorming naar haar hand zet. Totdat de certificering is afgeschaft, zou u er bij de besturen van administratiekantoren erop kunnen aandringen om terughoudendheid te betrachten bij het participeren in de besluitvorming op de aandeelhoudersvergadering.

Ten tweede: op grond van de Code Tabaksblad dient "elke materiële wijziging" van het bezoldigingsbeleid door de algemene vergadering te worden vastgesteld. In de praktijk blijkt dat vennootschappen een "materiële" wijziging van het bezoldigingsbeleid steeds verschillend interpreteren. Zo werd in het afgelopen seizoen bij de Midcap-vennootschap Vopak de algemene vergadering gevraagd de nieuwe samenstelling van de referentiegroep en van de maximale bonuspercentages vast te stellen. Bij de Midcap-vennootschap Nutreco kon de raad van commissarissen zelfstandig de samenstelling van de referentiegroep en van de maximale bonuspercentages gewijzigd. Wij willen u aanbevelen om in de aangepaste code dan wel in de aangepaste toelichting op de code duidelijk aan te geven wat onder "materiële wijziging" van het bezoldigingsbeleid wordt verstaan.

3. Voorsorteren op nieuwe wetgeving

Ander opvallend punt is dat enkele vennootschappen hun statuten wilden wijzigen om 'voor te sorteren' op nieuwe wetgeving, namelijk het conceptwetsvoorstel ter implementatie van het advies van de Monitoring Commissie (aanpassing drempel agenderingsrecht) en het wetsvoorstel ter implementatie van de gewijzigde Tweede EU-richtlijn vennootschapsrecht (o.a. verruiming van de mogelijkheid om eigen aandelen in te kopen). In de meeste gevallen worden deze voorstellen gebundeld, in de zin dat de algemene vergadering van aandeelhouders over het gehele pakket haar stem moet uitbrengen; dit gaat in tegen de Eumedion-aanbeveling gedaan in de speerpuntenbrief 2006 en 2007. Mede hierdoor werd het voorstel voor statutenwijziging van Ahold door de algemene vergadering afgestemd. Na aandringen vanuit Eumedion heeft een enkele vennootschap (Arcadis) besloten tot een 'ontbundelde' stemming.

Een verzwaring van de drempels voor het agenderingsrecht stuit sowieso op bezwaren van institutionele beleggers, Eumedion en de stemadviesbureaus. De wijziging van de statutaire inkoopmogelijkheid stuit op problemen wanneer de inkoopmachtiging zelf niet wordt gemaximeerd. Hierdoor zagen Van der Moolen, Philips, Ahold, Océ en Fortis zich genoodzaakt om voor aanvang dan wel tijdens de vergadering met aanvullende verklaringen te komen, waarin de inkoopmachtiging werd gemaximeerd op 10 procent (Ahold: 20 procent). SNS Reaal besloot om de controversiële voorstellen tot statutenwijziging helemaal van de agenda te halen. De controversiële voorstellen voor de statutenwijziging werden door de algemene vergadering van aandeelhouders van Van der Moolen en van Arcadis met een uiterst krappe benodigde meerderheid van stemmen aangenomen. Eumedion was verrast door deze voorsortering op de komende wetgeving. Waarschijnlijk hebben vennootschappen het effect op aandeelhouders ook onderschat, gelet op de addendums die zijn uitgestuurd. Eumedion zal er bij de beursgenoteerde vennootschappen en hun belangenorganisaties op aandringen om in de toekomst niet meer voor te sorteren op voor aandeelhouders controversiële wetgeving, dus nog voordat deze in werking is getreden. Daarnaast is Eumedion momenteel bezig met het opstellen van aanbevelingen over de inkoop van eigen aandelen tegen de achtergrond van het eerder genoemde wetsvoorstel (dat inmiddels in werking is getreden). Eumedion zal deze aanbevelingen op korte termijn publiceren en u daarvan ook in kennis stellen.

4. Risicomanagement

Voor het aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2008 had Eumedion één speerpunt gedefinieerd: bedrijfsstrategie en risicomanagement. Eumedion heeft in november 2007 de beursgenoteerde vennootschappen opgeroepen in hun jaarverslag over het boekjaar 2007 een informatieve en

inzichtelijke brede risicoparagraaf op te nemen. In opdracht van Eumedion en accountantsberoepsorganisatie Koninklijk NIVRA heeft Shareholder Support een onderzoek gedaan naar de naleving van dit speerpunt. Het onderzoek treft als bijlage bij deze brief aan. In deze brief wordt volstaan met een korte samenvatting van dit onderzoek.

Shareholder Support constateert dat risicomanagement een onderwerp is dat volop in de belangstelling staat. De aandacht voor dit onderwerp is in de verslaggeving van de beursgenoteerde vennootschappen toegenomen. Wel is er een grote variëteit tussen vennootschappen te constateren in diversiteit, diepgang, beschrijving van de beheersingsystemen, risico's en de kwaliteit van de 'in control verklaringen'.

De risico's worden door de vennootschappen veelvuldig gekwantificeerd, maar het betreft hier voornamelijk "harde", financiële gegevens waarop een gevoeligheid is gegeven. De beursgenoteerde vennootschappen zwijgen echter over: i) de kans op het voordoen van bepaalde risico's, ii) de correlatie of samenhang tussen het optreden van verschillende risico's en iii) scenarioanalyses, zoals bijvoorbeeld een kredietcrisis of het uitbreken van vogelgriep of andere pandemieën die tegelijkertijd een effect hebben op meerdere risicoparameters van een vennootschap.

De Monitoring Commissie had in december 2007 de vennootschappen opgeroepen in het jaarverslag een beschrijving op te nemen van de houding van vennootschap ten opzichte van de risico's ('risk appetite'). Uit het onderzoek van Shareholder Support blijkt dat deze beschrijving nog van de grond moet komen. Slechts 15 procent van de onderzochte vennootschappen geeft momenteel een indicatie van de 'risk appetite' in de risicoparagraaf. Daarbij is sprake van aanzienlijke verschillen tussen de verschillende typen vennootschappen: waar een derde van de AEX-vennootschappen haar 'risk appetite' aangeeft, beperkt zich dat tot slechts vijf procent van de AScX-vennootschappen.

Eumedion zal in het aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2009 aandacht blijven vragen voor de opname van een inzichtelijke risicoparagraaf in het jaarverslag. Incorporatie van de aanbevelingen van de Monitoring Commissie op het terrein van risicomanagement in de aangepaste Code Tabaksblad kan daarbij dienstig zijn. Eumedion wil hierbij herhalen dat zij een goede beschrijving en kwantificering van de risico's, aangevuld met scenarioanalyses en een beschrijving van de uitgangspunten, verbeteringen en tekortkomingen van het beheersingsstelsel van groter belang vindt dan de opname van een bestuursverklaring dat het

beheersingsstelsel ten aanzien van de financiële verslaggevingsrisico's naar behoren heeft gewerkt. Het spreekt vanzelf dat een dergelijke inrichting van de risicoparagraaf alleen kan wanneer zij niet in strijd komt met de Nederlandse wet- en regelgeving en, indien de vennootschap ook een beursnotering heeft in het buitenland, met de aldaar geldende regels.

5. Beschermingsconstructies

Uitgifte van beschermingspreferente aandelen en optreden beschermingsstichting

Nadat in 2007 de beschermingsstichting van Stork haar optie tot het nemen van beschermingspreferente aandelen uitoefende, deed de beschermingsstichting van ASM International (ASMI) dat in dit seizoen. Net als bij Stork ging de beschermingsstichting van ASMI daartoe over zonder dat er een (vijandelijk) openbaar bod op de aandelen was aangekondigd dan wel uitgebracht. Het agenderen van het ontslag van de raad van commissarissen (bij zowel Stork als ASMI) en van de bestuursvoorzitter (ASMI) door (een groep van) aandeelhouder(s) was de reden om de beschermingsmaatregel in werking te stellen. Bij zowel Stork als bij ASMI werden de houders van de gewone aandelen daarmee *de facto* buitenspel gezet bij de aan hen toekomende wettelijke en statutaire bevoegdheid om te besluiten de raad van commissarissen (en in de bestuursvoorzitter) te ontslaan. Op voorhand was immers duidelijk dat het bestuur van de beschermingsstichting tegen het voorstel tot het ontslag zou stemmen en daarmee – door de omvang van haar aandelenpakket – het voorstel zou blokkeren. Het kan naar onze mening niet de bedoeling zijn dat een maatregel die oorspronkelijk was opgezet om het bestuur tijd te gunnen om te onderhandelen met de vijandige bidder of om alternatieven te zoeken, nu wordt gebruikt om een van de belangrijkste rechten van aandeelhouders (het ontslaan van commissarissen en bestuurders) in wezen permanent illusoir te maken. Daarenboven dient in de ASMI-zaak in ogenschouw te worden genomen dat de “spelregels” van de stichting gedurende “het spel” werden gewijzigd, in die zin dat de doelomschrijving van de stichting werd uitgebreid, terwijl het bestuur van ASMI en daarmee in ieder geval ook een deel van het stichtingsbestuur op de hoogte was van de bezwaren van een groep van aandeelhouders. De statuten van de stichting werden zodanig gewijzigd dat zij niet alleen bescherming zou moeten bieden in het geval van een vijandige overname, maar ook bij een bedreiging van de “identiteit” van de vennootschap. Voor alle duidelijkheid: Eumedion is geen tegenstander van het tijdelijk in stelling brengen van een beschermingsmaatregel tegen een (vijandig) openbaar bod of tegen het “rauwelijks” agenderen van het ontslag van de raad van commissarissen en van het bestuur teneinde de door de aandeelhouder gewenste personen te benoemen. In de ASMI-zaak is echter duidelijk dat er al bijna 2,5 jaar overleg plaats vindt tussen de aandeelhouder die gebruik heeft gemaakt van het agenderingsrecht en het bestuur over de strategie en het beleid, heeft het bestuur ruimschoots

de tijd gehad om alternatieven te onderzoeken en is er voldoende tijd geweest om te overleggen met andere aandeelhouders. In die omstandigheid gaat het Eumedion te ver om het op voorhand voor aandeelhouders onmogelijk te maken om een belangrijk "corrigerend" recht uit te oefenen.

In wezen komt na Stork nu ook bij ASMI de inherente spanning in ons 'stakeholdersmodel' naar voren. Het bestuur en de raad van commissarissen van een beursgenoteerde vennootschap hebben zich in het Nederlandse model bij de vervulling van hun taken te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en zij dienen daartoe de in aanmerking komende belangen van bij de vennootschap betrokkenen af te wegen. De strategie is daarom in beginsel een aangelegenheid voor het bestuur en voor de raad van commissarissen. De algemene vergadering van aandeelhouders kan haar opvattingen over de strategie tot uitdrukking brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten, waaronder ook het recht het vertrouwen in het bestuur en de raad van commissarissen op te zeggen. In dit model zit een inherente spanning, aangezien de algemene vergadering van aandeelhouders dit recht in beginsel naar eigen inzicht uitoefenen. Bij de uitoefening van dit recht is de algemene vergadering wel gebonden aan de redelijkheids- en billijkheidstoets van artikel 2:8 BW. Zolang de grenzen van de redelijkheid en billijkheid voor aandeelhouders niet nader zijn ingevuld, is het (logische) gevolg van ons stakeholdermodel dat in het geval van conflict tussen een (groep van) aandeelhouder(s) en de ondernemingsleiding over de strategie dat een beroep wordt gedaan op de rechter om het geschil te beslechten. Of dat 'intrinsiek' wenselijk is, is een tweede, maar het is wel de consequentie van het door alle maatschappelijke groeperingen onderschreven stakeholdersmodel. Het verdient aanbeveling dat de Monitoring Commissie zich over de spanning in het stakeholdersmodel buigt en met mogelijke oplossingsrichtingen komt.

Overige zaken rond beschermingsconstructies

Tot teleurstelling van Eumedion grepen de beursgenoteerde vennootschappen het eerste vergaderseizoen na de inwerkingtreding van het wetsvoorstel ter implementatie van de overnamerichtlijn niet aan om met de algemene vergadering van aandeelhouders in discussie te gaan over de bestaande beschermingsconstructies. Hiermee gingen de beursgenoteerde vennootschappen in tegen de 'geest' van overnamerichtlijn. Er waren slechts drie uitzonderingen. Ten eerste de Midcap-vennootschap Océ. Nadat aandeelhouders hierop al verschillende jaren hadden aangedrongen, schafte deze vennootschap haar prioriteitsaandelen af. Bovendien maakte zij het haar algemene vergadering gemakkelijker om bestuurders en commissarissen te ontslaan en laat zij de houders van de certificaten van financieringspreferente aandelen voortaan onder alle omstandigheden laat stemmen. Bovendien heeft deze vennootschap medegedeeld dat

in het geval de optie op de uitgifte van beschermingspreferente aandelen wordt uitgeoefend, deze aandelen in principe niet langer dan 9 maanden zullen uitstaan. Deze periode is een stap richting de maximale periode van zes maanden die Eumedion voorstaat. De tweede en derde uitzondering betroffen Fornix Biosciences en DOCdata, die de mogelijkheid tot de uitgifte van beschermingspreferente aandelen afschaften. Een aantal vennootschappen (Corporate Express en HITT) heeft de putoptie voor het plaatsen van beschermingspreferente aandelen opgeheven.

6. Logistiek

De grote en middelgrote beursgenoteerde vennootschappen publiceren de agenda voor hun algemene vergaderingen en hun jaarverslag steeds eerder. Steeds meer vennootschappen voldoen aan de Eumedion-aanbeveling om de vergaderstukken minimaal 28 dagen voorafgaand aan de algemene vergadering te publiceren (zie tabel 1). Er is nog wel een groot gat tussen de grotere en de kleinere vennootschappen. In de nabije toekomst zullen ook de kleinere beursgenoteerde vennootschappen wettelijk verplicht zijn om de vergaderstukken eerder te publiceren. De richtlijn aandeelhoudersrechten verplicht beursgenoteerde vennootschappen hun vergaderstukken ten minste 8 dagen vóór de registratiedatum te publiceren. Naar verwachting zal in Nederland de wettelijke registratiedatum 21 of 28 dagen vóór de datum van de algemene vergadering komen te liggen. De richtlijn dient in de zomer van 2009 in de Nederlandse wetgeving te zijn geïmplementeerd. De kleinere fondsen zullen nog veel werk moeten verrichten om de vergaderstukken 30 tot 37 dagen voor de datum van de algemene vergadering te kunnen publiceren. Ze kunnen er natuurlijk ook voor kiezen om de datum van de algemene vergadering later in het seizoen te plannen.

Tabel 1: Percentage vennootschappen dat agenda en overige vergaderstukken minimaal vier weken voorafgaand aan de algemene vergadering publiceert

	2008	2007	2006
AEX-vennootschappen	86	80	64
AMX-vennootschappen	52	44	42
Kleinere vennootschappen	18	14	10

Bron: Databank Eumedion

Steeds meer grote en middelgrote beursgenoteerde vennootschappen stellen hun registratiedatum vroeger voor de datum van de algemene vergadering. Een vroege registratiedatum verkleint de kans dat depotbanken de aandelen van beleggers blokkeren om te stemmen in de algemene vergadering en draagt zodoende bij aan een hogere participatiegraad van aandeelhouders aan de besluitvorming op de algemene vergadering. Van de AEX-vennootschappen maakt alleen Fortis geen gebruik van een registratiedatum en blokkeert derhalve de aandelen om te stemmen op de AVA. Ook bij het gebruik en het bepalen van de registratiedatum is er een groot verschil tussen de grote en middelgrote vennootschappen aan de ene kant en de kleinere vennootschappen aan de andere kant. Vanaf de zomer van 2009 zullen kleine beursgenoteerde ondernemingen wettelijk verplicht zijn om gebruik te maken van een registratiedatum.

Tabel 2: Percentage Nederlandse vennootschappen dat gebruik maakt van een registratiedatum in het aandeelhoudersvergaderingseizoen 2008 (tussen haken de percentages in 2007)

	Geen (dus blokkering)	2-7 dagen	8-19 dagen	20-30 dagen
AEX-vennootschappen	5 (4)	19 (48)	5 (0)	71 (48)
AMX-vennootschappen	5 (12)	39 (67)	39 (13)	17 (8)
Kleinere vennootschappen	49 (53)	34 (40)	10 (2)	7 (5)

Bron: Databank Eumedion.

Het vroeger publiceren van de vergaderbescheiden en de bepaling van een vroege registratiedatum, gevoegd bij het verantwoordelijkheidsbesef van institutionele beleggers om te stemmen op algemene vergaderingen hebben er voor gezorgd dat het aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen in 2008 zijn stijgende trend heeft weten te behouden (zie tabel 3). Het gemiddeld aantal uitgebrachte stemmen op algemene vergaderingen van AEX-vennootschappen nadert nu de 50 procent, waarbij de spreiding in het aantal uitgebrachte stemmen overigens nog steeds groot is (zie bijlage II). Tussen 2005 en 2008 is het gemiddelde aantal uitgebrachte stemmen op de algemene vergadering van AEX-vennootschappen met maar liefst 40 procent toegenomen.

Tabel 3: Aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen (percentage van het totaal; administratiekantoren uitgezonderd)

	2008	2007	2006	2005
AEX-vennootschappen	47,5	42,5	36,4	33,3
AMX-vennootschappen	45,0	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 steeds meer 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. Institutionele beleggers hebben al met al goed gehoor gegeven aan de oproep van de Commissie Tabaksblat aan institutionele beleggers in 2003 om veel meer gebruik te maken van het stemrecht².

Het blijkt in de praktijk voor niet-Nederlandse institutionele beleggers erg moeilijk om een toegangsbewijs te krijgen voor een Nederlandse algemene vergadering. Dat heeft deels te maken met de "keten" tussen de beursgenoteerde vennootschap en de uiteindelijk stemgerechtigde. Het komt nogal eens voor dat een bewaarbank moeilijk doet om te regelen dat zijn cliënt een toegangsbewijs krijgt voor een algemene vergadering of de cliënt doorverwijst naar een subcustodian, die dan weer doorverwijst naar een andere subcustodian. Voor een ander deel heeft dat te maken met de eisen die sommige vennootschappen nog stellen aan het verlenen van volmachten aan andere aandeelhouders. Een simpele, onderlinge volmachtverlening tussen aandeelhouders volstaat soms niet, soms wil de betreffende vennootschap nog een aanmeldingsbewijs hebben van de volmachtgever. Al deze onduidelijkheden en formaliteiten dragen er niet toe bij dat institutionele beleggers ook daadwerkelijk op de algemene vergadering "fysiek" present zijn en tijdens de vergadering nog in discussie gaan met andere aandeelhouders en het bestuur en de raad van commissarissen.

² De "AEX-aandelen" worden voor gemiddeld 90 procent gehouden door de categorie "institutionele beleggers"; de overige 10 procent is in handen van particuliere beleggers.

7. Diversiteit in het bestuur en in de raad van commissarissen

In haar derde monitoring rapport (december 2007) schrijft de Monitoring Commissie dat “van een moderne onderneming mag worden verwacht dat zij een diversiteitsbeleid ontwikkelt, toepast en zich daarover verantwoordt”. De Monitoring Commissie beveelt de beursgenoteerde vennootschappen o.a. aan dat de raad van commissarissen streeft naar een gemengde samenstelling. De Monitoring Commissie heeft daarbij vijf dimensies van diversiteit in de samenstelling van de raad van commissarissen onderscheiden: geslacht, nationaliteit, leeftijd, expertise en maatschappelijke achtergrond. De Monitoring Commissie concludeert dat in het bijzonder de diversiteit in de samenstelling met betrekking tot het geslacht kan worden vergroot. Eumedion heeft de afgelopen jaren de eerste twee door de Monitoring Commissie benoemde dimensies van diversiteit (geslacht en nationaliteit) onderzocht. In bijlage III zijn de resultaten weergegeven.

Uit bijlage III blijkt dat het aantal vrouwen in besturen en raden van commissarissen van AEX-vennootschappen langzaam omhoog kruipt, maar dat het aantal, absoluut gezien, bij vooral de raden van bestuur nog op een laag niveau ligt. Er zijn welgeteld vier vrouwelijke bestuurders bij de Nederlandse AEX-vennootschappen. Bij de raden van commissarissen zijn vrouwen in grotere getale binnengedrongen. In het afgelopen vergaderseizoen is er bijvoorbeeld voor het eerst een vrouw benoemd in de raad van commissarissen van DSM en een tweede in die van Heineken. De raden van bestuur van de middelgrote, de AMX-vennootschappen, kennen geen enkele vrouwelijke bestuurder; het aantal vrouwelijke commissarissen neemt wel toe, maar ligt nog onder het gemiddelde van de AEX-vennootschap.

Het aantal bestuurders en commissarissen met een niet-Nederlandse nationaliteit vooral bij de AEX-vennootschappen onverminderd hoog blijft. Meer dan de helft van het aantal bestuurders van de AEX-vennootschappen met zetel in Nederland is uit het buitenland afkomstig. Het beeld bij de Nederlandse AMX-vennootschappen verschilt nogal van die bij Nederlandse AEX-vennootschappen. Het aantal buitenlandse bestuurders en commissarissen ligt bij deze categorie vennootschappen een stuk lager, maar stijgt wel.

Concluderend: in de woorden van de heer Tabaksblat tijdens het Eumedion-seminar van 8 mei jl. heeft het Nederlandse “old boys network plaats gemaakt voor – helaas nog overwegend – new old boys uit met name het buitenland”. Eumedion is met de Monitoring Commissie van mening dat gestimuleerd moet worden dat het aantal vrouwen in topposities van de Nederlandse

beursgenoteerde vennootschappen toeneemt. Eumedion voelt daarbij niet voor het opnemen van streefcijfers in een aangepaste code. De algemene vergadering van aandeelhouders dient bij de benoeming van nieuwe bestuurders en commissarissen niet te worden "bekneld" door een dergelijke bepaling; de kwaliteit van de voorgedragen persoon dient daarbij voorop te staan, niet welk geslacht deze persoon heeft. Beter zou het zijn wanneer de selectie- en benoemingscommissie van de raad van commissarissen de aanbeveling van de Monitoring Commissie uit december 2007 in acht neemt, namelijk dat zij bij haar werkzaamheden expliciet rekening houdt met het geformuleerde diversiteitsbeleid van de vennootschap. Naar de mening van Eumedion kan hieraan worden toegevoegd dat bij elke benoemingsvoordracht duidelijk wordt aangegeven waarom de betreffende persoon naar de mening van de raad van commissarissen de beste persoon is en waarom deze persoon het beste in het door de vennootschap geformuleerde diversiteitsbeleid past.

8. Aandeelhoudersinvloed

Hoewel de perceptie mogelijk anders is, hebben aandeelhouders nog steeds groot vertrouwen in het bestuur en in de raad van commissarissen van de betreffende beursgenoteerde vennootschap. Van de in totaal circa 1650 agendapunten werden slechts vier voorstellen (voorstel tot wijziging van het beloningsbeleid bij Philips en bij VastNed Retail, voorstel tot wijziging van de statuten bij Ahold en voorstel tot het verlenen van decharge aan het bestuur van ASM International) verworpen. Vijf voorstellen werden, mede door kritische opmerkingen door aandeelhouders voorafgaand aan de vergadering, door het bestuur en de raad van commissarissen zelf van de agenda gehaald (voorstel benoeming van commissarissen bij BE Semiconductor Industries, voorstel tot wijziging van het bezoldigingsbeleid bij Corporate Express, wijziging van de strategie bij Groothandelsgebouwen, onderdelen van het voorstel tot wijziging van de statuten bij SNS Reaal en voorstel tot kapitaalvermindering bij Beter Bed Holding). In totaal werd dus slechts 0,5 procent van alle agendapunten door toedoen van aandeelhouders verworpen dan wel ingetrokken.

Aandeelhouders hebben een aantal malen actief gebruik gemaakt van het agenderingsrecht. In totaal werden 6 voorstellen door aandeelhouders bij twee beursgenoteerde ondernemingen geagendeerd. Voor de algemene vergadering van ASMI had Hermes vier voorstellen geagendeerd (ontslag raad van commissarissen, ontslag bestuursvoorzitter, benoeming drie commissarissen en benoeming bestuurslid). Op grond van een beschikking van de Ondernemingskamer zijn deze voorstellen (nog) niet in stemming gebracht. Voor de algemene

vergadering van Van der Moolen Holding hadden de Vereniging van Effectenbezitters (VEB), Pensioenfonds Zorg en Welzijn en ABP twee voorstellen geagendeerd (gebruikmaking registratiedatum 20 tot 30 dagen voor de datum van de algemene vergadering en oproep tot terugdraaiing statutenwijziging als besloten in de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders van 18 maart 2008). Na een dialoog tussen de ondernemingsleiding en de betreffende aandeelhouders, werd besloten om de agendering van de voorstellen uit te stellen naar de algemene vergadering in 2009 of 2010. Tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders van BESI werd staande de vergadering een motie door een aantal grootaandeelhouders ingediend (voorstel tot onderzoek naar de strategie van deze onderneming), welke door de aanwezige aandeelhouders unaniem werd aangenomen.

- o Let wel: dit zijn agendavoorstellen van aandeelhouders die in de openbaarheid zijn gekomen. Het kan zeer wel zijn dat aandeelhouders meer voorstellen hebben aangedragen, welke door het bestuur en raad van commissarissen zijn overgenomen en uiteindelijk als "eigen voorstellen" op de agenda zijn geplaatst.
- o Ter vergelijking: sinds de wettelijke invoering van het agenderingsrecht voor aandeelhouders op 1 oktober 2004 werd in 2006 voor het eerst gebruik gemaakt van het agenderingsrecht (7 voorstellen bij 3 verschillende vennootschappen). In 2007 werden 5 aandeelhoudersvoorstellen geagendeerd (door 1 aandeelhouder bij 1 onderneming).

Mede gelet op het feit dat het agenderingsrecht door aandeelhouders zeer wordt gewaardeerd en er ook daadwerkelijk gebruik van wordt gemaakt, blijft Eumedion het onjuist vinden dat de Monitoring Commissie heeft aanbevolen om de drempel voor het agenderingsrecht te verhogen naar 3 procent van het geplaatste kapitaal. Deze drempel blijft Eumedion afwijzen.

9. Overige opvallende zaken

Vermeende invloed stemadviesbureaus

Tijdens het Eumedion-symposium van 8 mei jl. zijn door sommige sprekers kritische opmerkingen geplaatst bij de handelwijze van stemadviesbureaus. Eumedion zou het toejuichen wanneer de stemadviesbureaus een aantal 'best practices' op het terrein van stemadvisering zouden formuleren, maar is geen voorstander van het van 'bovenaf' opleggen van regels voor stemadviesbureaus of voor het opnemen van best practice bepalingen in de aangepaste code. Niet moet worden vergeten dat stemadviesbureaus 'slechts' institutionele beleggers adviseren op welke wijze te stemmen. Hoe uiteindelijk wordt gestemd, is de verantwoordelijkheid van de uiteindelijke aandeelhouder. Eumedion zal haar deelnemers blijvend aansporen om de

stemadviezen van stemadviesbureaus niet ongezien 'door te voeren', maar aan een kritische analyse te onderwerpen. Daarnaast verdient het opmerking dat de invloed van de stemadviesbureaus niet moet worden overschat. De stemadviesbureaus hebben veel meer negatieve stemadviezen bij enkele tientallen agendapunten gegeven dan degene die in de publiciteit zijn gekomen. Deze hebben uiteindelijk niet geleid tot een verwerping van de betreffende agendapunten. Er is duidelijk geen een-op-een relatie tussen negatieve stemadviezen en het verwerpen van agendapunten. Of een agendapunt wordt verworpen hangt af van het oordeel van de uiteindelijke aandeelhouder over het agendapunt, de aandeelhoudersstructuur en de "market practice" in Nederland. Daarbij komt dat de stemadviesbureaus soms vier of vijf verschillende soorten stemrichtlijnen aanbieden en hanteren en veel klanten weer hun eigen 'customized' stembeleid hebben.

Verkleining omvang bestuur

Een aantal vennootschappen heeft het aantal bestuursleden teruggebracht naar twee (Aegon en Corporate Express van drie naar twee en Unilever van vier naar twee). Het aantal AEX-ondernemingen met een tweehoofdig bestuur komt daarmee op zes (Heineken, Tele Atlas en Fortis zijn de overige ondernemingen)³. Het gemiddeld aantal bestuurders van een AEX-vennootschap is daarmee tot onder de vier gezakt (zie tabel 4).

Tabel 4: Gemiddeld aantal bestuurders van een AEX-vennootschap

	2008	2006	1996	1986
AEX-vennootschappen	3,8	4,5	5	6

Noot: betreft het aantal statutair bestuurders bij vennootschappen met een two-tier bestuursstructuur en het aantal uitvoerende bestuurders bij vennootschappen met een one-tier bestuursstructuur.

Bron: Databank Eumedion en X. van Uffelen, *Het grote graaien*, Amsterdam: De Volkskrant Meulenhoff, 2008.

Eumedion zou de Monitoring Commissie willen aanbevelen onderzoek te doen naar de motieven voor de verlaging van het aantal bestuurders bij de AEX-vennootschappen en naar de corporate governance gevolgen van deze krimp (verhouding two-tier versus one-tier model, discussie over de bezoldiging, etc.).

³ Bij Unilever en Fortis is gekeken naar het aantal uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur.

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

Met vriendelijke groet,



Drs. Rients Abma

Directeur

Bijlage I: Top-10 van meest controversiële agendavoorstellen van AEX-vennootschappen

Vennootschap	Voorstel	Tegen	Onthouding	Totaal niet ingestemd	Uitslag
Philips	Wijziging long term incentive plan	57,8%	5,2%	63%	Verworpen
Ahold	Statutenwijziging	50,5%	10,6%	61,1%	Verworpen
Royal Dutch Shell	Voorstel tot toekenning retentiebonussen	23,5%	25,9%	49,4%	Aangenomen
SBM Offshore	Wijziging beloningsbeleid	41,1%	4,5%	45,6%	Aangenomen
Philips	Herbenoeming E. Kist als commissaris	31,7%	0,6%	32,3%	Aangenomen
Wolters Kluwer	Mogelijkheid tot beperking/uitsluiting voorkeursrecht aandeelhouders	22,4%	5,4%	27,8%	Aangenomen
Wolters Kluwer	Mogelijkheid tot uitgifte aandelen en/of verlenen van rechten op aandelen	22,0%	5,4%	27,4%	Aangenomen
AkzoNobel	Mogelijkheid tot beperking/uitsluiting voorkeursrecht aandeelhouders	19,1%	1,5%	20,6%	Aangenomen
Ahold	Mogelijkheid tot beperking/uitsluiting voorkeursrecht	15,5%	1,8%	17,3%	Aangenomen
TomTom	Mogelijkheid tot uitgifte beschermingspreferente aandelen of verlenen recht tot uitgifte beschermingsprefs	16,2%	0,2%	16,4%	Aangenomen

Noot 1: percentage van het ter vergadering totaal aantal uitgebrachte stemmen, exclusief de stemrechten uitgeoefend door een administratiekantoor.

Noot 2: bij een aantal vennootschappen telt het aantal stemonthoudingen niet mee in de officiële uitslag. Hierdoor kunnen de officiële percentages en voor- en tegenstemmen anders komen te liggen dan in de bovenstaande tabel weergegeven.

Bijlage II: Top-3 algemene vergaderingen met hoogste en laagste aantallen uitgebrachte stemmen

AEX-vennootschappen: aandeelhoudersvergaderingen met hoogste opkomst

Vennootschap	Aantal uitgebrachte stemmen (% totaal)
Heineken NV	79,8
Randstad Holding	72
TomTom	65,5

AEX-vennootschappen: aandeelhoudersvergaderingen met laagste opkomst

Vennootschap	Aantal uitgebrachte stemmen (% totaal)
Fortis NV	18,4
Corporate Express	24,9
SBM Offshore	26,8

AMX-vennootschappen: aandeelhoudersvergaderingen met hoogste opkomst

Vennootschap	Aantal uitgebrachte stemmen (% totaal)
ASM International	75,4
SNS Reaal	74,2
Vopak	72,1

AMX-vennootschappen: aandeelhoudersvergaderingen met laagste opkomst

Vennootschap	Aantal uitgebrachte stemmen (% totaal)
Wessanen	13
Ordina	16
BinckBank	26,6

Noot: percentage van het ter vergadering totaal aantal uitgebrachte stemmen, exclusief de stemrechten uitgeoefend door een administratiekantoor of beschermingsstichting

Bijlage III: Enkele maatstaven voor mate van diversiteit binnen besturen en raden van commissarissen

Nederlandse AEX-vennootschappen

Aantal personen met buitenlandse nationaliteit in bestuur en raad van commissarissen (percentage van het totaal)

	1999	2007	2008
Bestuur	33%	52%	53%
Raad van commissarissen	25%	52%	46%

Aantal vrouwen in bestuur en raad van commissarissen (percentage van het totaal)

	2005	2006	2008
Bestuur	3%	3,5%	4,5%
Raad van commissarissen	8%	9,5%	14,5%

Nederlandse AMX-vennootschappen

Aantal personen met buitenlandse nationaliteit in bestuur en raad van commissarissen (percentage van het totaal)

	2005	2006	2008
Bestuur	7,5%	11%	20%
Raad van commissarissen	15%	15,5%	22,5%

Aantal vrouwen in bestuur en raad van commissarissen (percentage van het totaal)

	2005	2006	2008
Bestuur	0%	0%	0%
Raad van commissarissen	1%	3,5%	6%