

Het aandeelhouders- vergaderingenseizoen 2006: feiten en trends

1. Inleiding

Nu alle jaarverslagen over boekjaar 2005 zijn gepubliceerd en de jaarlijkse algemene vergaderingen van aandeelhouders 2006 zijn gehouden, kan de balans van dit 'jaarverslagen- en aandeelhoudersvergaderingenseizoen' worden opgemaakt. In dit artikel komen de belangrijkste corporategovernanceontwikkelingen van het voorbije seizoen aan de orde.

Hiervoor zijn de jaarverslagen van de vijftig grootste Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen (de zogenoemde AEX- en AMX-vennootschappen) geanalyseerd, alsmede de gang van zaken tijdens de algemene vergaderingen van deze vennootschappen. Uit de analyse blijkt dat vooral de AEX-vennootschappen verder internationaliseren en dat de voorschriften uit de Nederlandse corporategovernancecode (hierna: code-Tabaksblat) in hoge mate worden toegepast. Voorts valt op dat de aanbeveling van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (hierna: commissie-Frijns) betreffende de versoepeling van het 'in control statement' door de beursgenoteerde vennootschappen wordt omarmd, terwijl haar aanbevelingen over het beloningsbeleid wisselend worden nageleefd. Op deze onderwerpen wordt in dit artikel dieper ingegaan en ze worden voorzien van commentaar. Het artikel sluit af met een aantal conclusies.

2. Verdergaande internationalisering van het Nederlandse beursgenoteerde bedrijfsleven

In 2005 is de internationalisering, wat betreft aandeelhoudersstructuur en nationaliteit van bestuurders en commissarissen, van het Nederlandse beursgenoteerde bedrijfsleven verder toegenomen. Uit tabel 1 blijkt dat het aantal aandelen van de AEX-vennootschappen in bezit van niet-Nederlandse partijen in de afgelopen tien jaar meer dan verdubbeld is. Tegelijkertijd is het bezit aan aandelen van de 25 grootste Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen in de portefeuille van Nederlandse institutionele beleggers (pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen, banken en beleggingsinstellingen) in dezelfde periode meer dan gehalveerd.

In 2005 hebben vooral Britse en Ierse beleggers hun belangen in de AEX-vennootschappen fors uitgebreid: van gemiddeld 8 procent in 2003 naar gemiddeld 21 procent in 2005. Aangezien gemiddeld 26 procent van de aandelen van de AEX-vennootschappen wordt gehouden door Amerikaanse partijen, kan geconcludeerd worden dat inmiddels bijna de helft van de aandelen van de grootste Nederlandse vennootschappen door Angelsaksische beleggers wordt gehouden.

Ook de personen aan tafel van de bestuurskamers zijn de afgelopen tijd verder geïnterna-



* Drs. R. Abma is directeur van Eumedion, het corporategovernanceforum voor institutionele beleggers. Voor dit artikel is gebruikgemaakt van de bevindingen van Eumedion inzake de jaarverslagen 2005 en de algemene vergaderingen van aandeelhouders 2006 (zie <www.eumedion.nl>).

Tabel 1: Bezit aan aandelen van AEX-vennootschappen (percentages)

	1995	2003	2005
Buitenlandse beleggers	37	69	75
Nederlandse institutionele beleggers	24	12	10
Nederlandse niet-financiële ondernemingen	19	–	2
Nederlandse particulieren	19	11	5
Nederlandse overheid	–	2	1
Onbekend	1	6	7

Bron: commissie-Peters (1997)¹, FESE (2004)², DNB (2006)³, jaarverslagen AEX-vennootschappen en databank Eumedion

1. Commissie-Peters, *Corporate Governance in Nederland; De Veertig Aanbevelingen*, Amsterdam, 25 juni 1997.

2. Federation of European Securities Exchanges, *Share Ownership Structure in Europe 2004*, Brussel, november 2004.

3. De Nederlandsche Bank, 'De beleggingsportefeuille van de Nederlandse particulier', *Statistisch Bulletin*, juni 2006, p. 21-26.



tionaliseerd. Uit tabel 2 valt op te maken dat momenteel ongeveer de helft van de bestuurders en commissarissen van de AEX-vennootschappen niet de Nederlandse nationaliteit bezit.

Tabel 2: Percentage bestuurders en commissarissen van AEX-vennootschappen met niet-Nederlandse nationaliteit

	2005	2006
Bestuurders	38	47
Commissarissen	37	46

Bron: databank Eumedion

Hier bestaat overigens wel een groot verschil met de 25 middelgrote Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen (AMX-vennootschappen). De bestuurders en commissarissen van deze groep vennootschappen bezitten nog hoofdzakelijk de Nederlandse nationaliteit: 89 procent respectievelijk 85 procent. Deze percentages blijven de laatste jaren vrij constant.

3. Consequenties voortgaande internationalisering op de organisatie van de algemene vergadering van aandeelhouders

De voortschrijdende internationalisering van met name de AEX-vennootschappen heeft een aantal consequenties op het terrein van corporate governance en dan met name op de organisatie van de algemene vergadering van aandeelhouders. Met een toenemend percentage buitenlandse aandeelhouders is in de eerste plaats de noodzaak van een efficiënt proces voor het stemmen op afstand onontkoombaar geworden. Voor een efficiënt proces is het belangrijk dat aandeelhouders voldoende ruimte wordt geboden de relevante agendastukken te beoordelen en daarover hun mening te geven. Aan die ruimte ontbreekt het in de praktijk nog vaak. Tussen het moment dat aandeelhouders via *serviceproviders* een melding van de algemene vergadering van aandeelhouders krijgen en het moment dat zij hun stem moeten uitbrengen, zit vaak weinig tijd. De tijd die de schakels tussen beursgenoteerde vennootschap en uiteindelijk stemgerechtigde⁴ nemen, bedraagt in veel gevallen niet minder dan tien tot twaalf dagen. De organisatie van institutionele beleggers Eumedion had het afgelopen jaar de beursgenoteerde vennootschappen

mede daarom opgeroepen om de agenda en de achterliggende stukken minimaal vier weken, in plaats van het wettelijke minimum van vijftien dagen⁵, voor de dag van de algemene vergadering te publiceren. Een dergelijke termijn is nodig om de informatie te analyseren, eventueel aanvullende informatie te vergaren, het uiteindelijke stemgedrag te bepalen, en de stem daadwerkelijk (elektronisch) uit te brengen. 64 Procent van de AEX-vennootschappen gaf gehoor aan deze oproep, tegen 42 procent van de AMX-vennootschappen en minder dan 10 procent van de overige, lokale vennootschappen. Veel beursgenoteerde vennootschappen hebben dus nog een lange weg te gaan om hun aandeelhouders tijdig te informeren over de vergaderstukken.⁶

Een efficiënt proces voor stemmen op afstand veronderstelt tevens dat aandelen niet meer enige dagen voor de algemene vergadering in bewaring moeten worden gegeven bij een depot om te kunnen stemmen op de algemene vergadering. Institutionele beleggers, die inmiddels gemiddeld 80 procent van de aandelen van de AEX-vennootschappen houden, verliezen daarmee de vrijheid om te handelen, hetgeen zij niet wenselijk vinden. De meeste vennootschappen werken reeds 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.⁷ De uiterste dag van registratie mag volgens artikel 2:119 BW niet vroeger worden gesteld dan op de zevende dag voor de dag waarop de algemene vergadering van aandeelhouders plaatsvindt. Een ruime meerderheid van de AEX-vennootschappen (68 procent) heeft dit jaar expliciet in de oproepingsadvertentie gemeld dat institutionele beleggers hun aandelen niet meer hoeven te blokkeren om het stemrecht uit te oefenen. 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 (zie tabel 1) en deze buitenlandse partijen de aandelen in bewaring hebben gegeven bij buitenlandse *custodians*, is het voor dit onderwerp in het bijzonder van belang wat de werk-

4. Dit is de tijd die de 'coördinerende' bank neemt om de op afstand uitgebrachte stemmen te verzamelen en te tellen, de *custodian* om alle aandelen aan te melden en *serviceproviders* om de uitgebrachte stemmen van hun klanten te verwerken.

5. Artikel 2:115 BW.

6. Het richtlijnvoorstel betreffende de uitoefening van het stemrecht door aandeelhouders van ondernemingen die hun statutaire zetel in een lidstaat hebben en waarvan aandelen tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van richtlijn 2004/109/EC (hierna: richtlijnvoorstel aandeelhoudersrechten), dat de Europese Commissie op 5 januari 2006 heeft gepubliceerd, bevat een minimumconvocatietermijn van 30 dagen (artikel 5).

7. Binnen de AEX- en AMX-vennootschappen hanteren Fortis, Getronics en Van der Moolen (nog) geen registratiedatum.

wijze is van deze internationaal opererende tussenpersonen die het stemmen op afstand 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 hoogstwaarschijnlijk een belangrijke oorzaak van het feit dat het gemiddeld aantal uitgebrachte stemmen op de algemene vergaderingen van de AEX- en AMX-vennootschappen in 2006, in vergelijking met 2005, maar mondjesmaat is gestegen (zie tabel 3).⁸ Het opkomstpercentage ligt ook nog steeds onder het gemiddelde van vennootschappen die gezeteld zijn in andere landen (tabel 4).

Tabel 3: Gemiddeld aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen (percentages; administratiekantoren van 'gecertificeerde' vennootschappen niet meegerekend)

	2005	2006
AEX-vennootschappen	33,3	36,4
AMX-vennootschappen	35,9	38,6

Bron: databank Eumedion

Tabel 4: Gemiddeld aantal uitgebrachte stemmen op de algemene vergadering van aandeelhouders 2005 (vennootschappen opgenomen in de belangrijkste beursindex van het betreffende land)

Land	Percentage
Nederland	33
Duitsland	46
Australië	50
Frankrijk	58
Verenigd Koninkrijk	58
Spanje	59
Zwitserland	61
Verenigde Staten	85

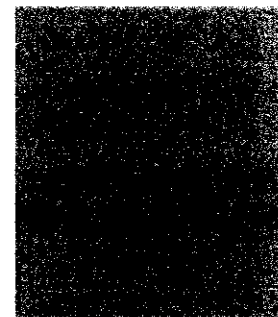
Bron: databank Eumedion en Manifest (2006)⁹

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 brengen.¹⁰

Het is de verwachting dat dit wetsvoorstel op 1 januari 2007 in werking kan treden. Corporategovernance-*serviceproviders* hebben aangegeven dat bij een tijdsperiode van dertig dagen tussen registratiedatum en datum van de algemene vergadering Nederland het predikaat van *blocking market* kan verliezen.¹¹ Voorwaarde hiervoor is dat *alle* beursgenoteerde vennootschappen overgaan op een registratiedatum van dertig dagen voor de dag van de algemene vergadering van aandeelhouders en alle schakels tussen de beursgenoteerde vennootschap en de uiteindelijk stemgerechtigde (zoals *custodians* en *serviceproviders*) hun systemen inrichten op het niet-blokkeren van aandelen.¹²

Een derde consequentie is dat het voor een representatieve en inhoudelijke discussie op de algemene vergadering van belang is dat aandeelhouders op afstand kunnen participeren in het debat op de vergadering. Het wetsvoorstel ter facilitering van het gebruik van elektronische middelen voor de besluitvorming in de algemene vergadering¹³ 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 het dienstig kunnen zijn om Engels als voertaal in de algemene vergadering te gebruiken.¹⁴ Medegelet op het feit dat bijna de helft van de bestuurders en commissarissen van de AEX-vennootschappen van niet-Nederlandse afkomst is (zie tabel 2), ligt het in de rede dat vooral AEX-vennootschappen in de komende jaren Engels als voertaal van de algemene vergadering zullen invoeren. De mogelijkheid om rechtstreeks via webcast en andere communicatiemiddelen op afstand mee te discussiëren legt wel een druk op de voorzitter van de algemene vergadering om de orde te handhaven. In dit kader zou de voorzitter van de vergadering de 'spelregels' voor de vergadering moeten vaststellen. Daarbij kan worden gedacht aan het reguleren van het aantal vragen dat een aandeelhouder mag stellen en van de spreektijd van een aandeelhouder. Het kan daarbij ook helpen dat de vennootschap de aandeel-



8. Bij die vennootschappen waar dusdanige kwesties op de agenda stonden die de toekomst van de vennootschap bepalen, zoals bij Stork, ASMI en Euro-next, lag de opkomst op de algemene vergadering 2006 op een veel hoger niveau dan in 2005.

9. Manifest, *The Manifest Voting Review 2005*, Witham.

10. Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek ter bevordering van het gebruik van elektronische communicatiemiddelen bij de besluitvorming in rechtspersonen (*Kamerstukken* 30 019). Dit wetsvoorstel ligt momenteel ter behandeling in de Eerste Kamer.
11. 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.

12. 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 *serviceproviders* nog steeds de voorwaarde stellen om aandelen te blokkeren om te stemmen op de algemene vergadering van een aantal Duitse beursgenoteerde vennootschappen.

13. *Kamerstukken* 30 019.

14. TomTom en Euronext hanteerden het Engels reeds als voertaal in de algemene vergadering. ING Groep was voornemens dit jaar een dergelijk besluit te nemen, maar heeft dit uitgesteld.

houders de mogelijkheid biedt voorafgaand aan de algemene vergadering schriftelijk vragen te stellen. Deze vragen kunnen dan eventueel gebundeld op de algemene vergadering door de raad van commissarissen en het bestuur worden beantwoord.¹⁵

4. Beschermingsconstructies

De internationalisering van de aandeelhouderspopulatie van de AEX-vennootschappen zorgt voor een verdere druk op de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen om het aantal juridische beschermingsconstructies af te bouwen. Nederland is één van de weinige Europese landen die toestaat dat vennootschappen nadat een vijandig bod is uitgebracht, zonder directe voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders, beschermingspreferente aandelen mogen plaatsen bij een bevriende stichting.¹⁶ Zoals uit tabel 5 duidelijk wordt, is de mogelijkheid tot uitgifte van beschermingspreferente aandelen de populairste beschermingsconstructie van AEX- en AMX-vennootschappen.

Het belangrijkste stemadviesbureau van internationale institutionele beleggers, het Amerikaanse bureau Institutional Shareholder Services (ISS), geeft standaard een negatief stemadvies bij het agendapunt om het bestuur te machtigen een dusdanig aantal beschermingspreferente aandelen uit te geven dat deze aandelen het aantal gewone aandelen neutraliseert na uitgifte. Het resultaat is dat door het bestuur gevraagde machtigingen om beschermingspreferente aandelen bij een stichting te plaatsen soms worden tegengehouden, zoals KPN, Stork en OPG in de algemene vergaderingen van aandeelhouders 2006 overkwam.

De stichtingen continuïteit behouden echter ook in deze laatste gevallen een calloptie om beschermingspreferente aandelen te nemen op het moment dat de vennootschap onderwerp is van een vijandige overname. Het is echter zeer de vraag of de bestuurders van de stichtingen continuïteit het, in dit tijdsgewricht van toenemende aansprakelijkheid, aandurven om de calloptie uit te oefenen, wanneer het vijandige bod zeer aantrekkelijk is voor de aandeelhouders van de doelvennootschap. De mogelijkheid om beschermingspreferente aandelen uit te geven is meer en meer een mechanisme geworden voor bieders om direct met een goed openbaar bod te komen en voor de doelvennootschap om eventueel wat tijd te winnen om op zoek te gaan naar een concurrerende bidder dan een constructie om de doelvennootschap koste wat kost 'onafhankelijk' te houden. Op deze wijze kan de mogelijkheid tot uitgifte van beschermingspreferente aandelen, anders dan de gedachtelijn van ISS, gunstig uitpakken voor de aandeelhouders van de doelvennootschap.

Het instrument van certificering als beschermingsconstructie wordt al helemaal niet begrepen en geaccepteerd door buitenlandse aandeelhouders. Veel 'gecertificeerde' vennootschappen hebben de laatste jaren uit eigen beweging de certificering van aandelen opgeheven (zoals recentelijk Wolters Kluwer, Wessanen en Numico hebben gedaan), dan wel hebben certificaathouders de mogelijkheid gegeven onder alle omstandigheden een stemvolmacht te vragen van het administratiekantoor, dus ook in vijandige overnamesituaties (Heijmans, KAS Bank en Van Lanschot zijn in 2006 hiertoe overgegaan, terwijl ING Groep, Vedior en Unilever dat al eerder de-

15. Vergelijk in dit verband ontwerp-artikel 9 van het eerder aangehaalde richtlijnvoorstel aandeelhoudersrechten.

16. Zie het Europese overzicht op pagina 12 van de nota n.a.v. het verslag bij het wetsvoorstel ter implementatie van de overnamerichtlijn (*Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 8). Hier staat overigens tegenover dat andere Europese landen weer andere vormen van bescherming kennen, zoals zogenaemde piramideconstructies, kruislingse participaties en belemmeringen die door de staat of publieke toezichthouder worden opgeworpen.

Tabel 5: overzicht beschermingsconstructies van AEX- en AMX-vennootschappen (percentages vennootschappen, situatie bij publicatie jaarverslag over boekjaar 2005)

	Beschermingspreferente aandelen	Prioriteitsaandelen	Bindende voordracht bestuurders/commissarissen
AEX-vennootschappen	60	8	24
AMX-vennootschappen	57	26	13

Bron: databank Eumedion

den). Van de AEX- en AMX-vennootschappen hanteren alleen Fugro en CSM certificering nog als beschermingsconstructie.¹⁷ Vedior en ING Groep hebben aangekondigd dat de certificering zal worden opgeheven wanneer het aantal door certificaathouders zelf uitgebrachte stemmen een aantal jaren boven de 35 procent ligt.

Zeker nu de wetgever kort geleden verplicht heeft gesteld jaarlijks in het jaarverslag een toelichtend verslag over de bestaande en potentieel inzetbare beschermingsconstructies op te nemen¹⁸, zullen ook in de komende tijd naar verwachting de juridische beschermingsconstructies ter discussie blijven staan.

5. Naleving code-Tabaksblat

De code-Tabaksblat is ingeburgerd in het Nederlandse beursgenoteerde bedrijfsleven en zijn aandeelhouders. Vrijwel alle beursgenoteerde vennootschappen rapporteren in hun jaarverslag over hun corporategovernance-structuur en over de mate van naleving van de code-Tabaksblat. Aandeelhouders, zowel binnenlandse als buitenlandse, zien de code-Tabaksblat als corporategovernance-anker voor de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen en spreken de vennootschappen aan op de mate van naleving.¹⁹ Aandeel-

houders maken derhalve de oproep van de commissie-Tabaksblat waar om het bestuur en de raad van commissarissen omtrent de toepassing van de principes van de code en de verklaring over de naleving van de best practice bepalingen ter verantwoording te roepen.²⁰

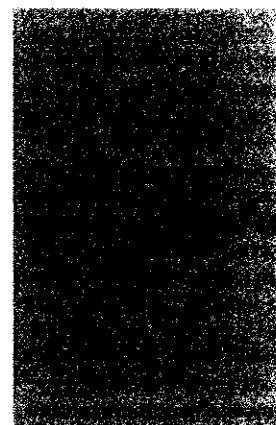
De AEX- en AMX-vennootschappen passen in hoge mate de bepalingen en de principes van de code-Tabaksblat toe: gemiddeld 96 procent.²¹ Bij die principes en bestpracticebepalingen die niet worden toegepast (zie tabel 6), laat de kwaliteit van de uitleg nogal eens te wensen over.

Het komt relatief vaak voor dat vennootschappen alleen melding maken van de afwijking, zonder dat een specifieke reden wordt genoemd. Ook wordt nogal eens een 'legalistische' uitleg gebezigd, in de zin dat de vennootschap niet verder wil gaan dan de wet, terwijl de betreffende codebepaling wel een stap verder gaat.²² 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 bestpracticebepalingen helder en goed uiteenzetten.

Tabel 6: Top-6 van codebepalingen die AEX- en AMX-vennootschappen niet toepassen

Bestpracticebepaling	Percentage vennootschappen dat bepaling niet toepast
II.2.7: maximering ontslagvergoeding	71
II.1.1: maximering benoemingstermijn bestuurders	61
II.2.6: reglement transacties in effecten anders dan effecten van de 'eigen' vennootschap door bestuurders	28
IV.1.1: drempels voor aandeelhouders om een benoemingsvoordracht voor nieuw bestuurder/commissaris te doorbreken en om bestuur en raad van commissarissen te ontslaan	28
III.7.3: reglement transacties in effecten anders dan effecten van de 'eigen' vennootschap door commissarissen	26
III.5.11: voorzitter raad van commissarissen mag niet de voorzitter van de remuneratiecommissie zijn	22

Bron: databank Eumedion



17. CSM heeft haar corporategovernancestructuur volgens een persbericht van 7 april 2006 momenteel in beraad.

18. Besluit van 5 april 2006 tot uitvoering van artikel 10 van richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (Stb. 2006, 191).

19. 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>. Zie in dit verband ook de verslagen van diverse algemene vergaderingen op de websites van ABP <www.abp.nl>, PGGM <www.pggm.nl> en Spoorweg Pensioenfondsen <www.spoorwegpensioenfondsen.nl>.

20. Paragraaf 7 van de preambule van de code-Tabaksblat.

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

22. Dit komt vooral voor bij het niet-toepassen van de codebepaling dat certificering niet meer als beschermingsconstructie wordt gebruikt.

23. Niet voor niets staat in paragraaf 7 van de preambule van de code-Tabaksblat: '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 corporategovernancestructuur, het corporategovernancebeleid en de redengeving van een afwijking van één of meer best practice bepalingen ter stemming worden gebracht'. Zie ook D. Willems, 'Stemmen over goed bestuur goed beleid', *Het Financieele Dagblad* 25 januari 2006.

24. 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>.

25. Dat waren: Stork, ABN AMRO, Ballast Nedam en Beter Bed Holding. Het kan evenwel ook zijn dat veel vennootschappen de eigen afwijkingen van de code-Tabaksblat niet als 'majeur' bestempelen.

26. Onder andere SBM Offshore, Unilever en Kendrion hebben een dergelijke disclaimer in hun jaarverslag opgenomen.

27. 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).

28. *JOR* 2006/7, m.nt. F.J.P. van den Ingh. Zie ook R.M. Hermans, 'De Ondernemingskamer geeft richtlijnen voor de behandeling van minderheidsaandeelhouders die niet op een openbaar bod ingaan', *Ondernemingsrecht* 2006-3, p. 110-115.

29. C.J. Groffen, 'Naleving Nederlandse corporate governance code afdwingbaar?', *Vennootschap & Onderneming* 2006-2, p. 33-35. Raaijmakers is zelfs van mening dat de Ondernemingskamer in zijn beslissing de code-Tabaksblat kracht van wet heeft gegeven (M.J.G.C. Raaijmakers, 'Versatel: werkt Code Tabaksblat nog na gestanddoening openbaar bod?', *Ars Aequi*, (55) 2006-3, p. 198-207).

In paragraaf 5 van de preambule van de code valt te lezen dat afwijkingen op zich niet verwerpelijk zijn. Deze afwijkingen dienen echter, zoals in dezelfde paragraaf is beschreven, te zijn gestoeld op *concrete omstandigheden waarin de vennootschap en haar aandeelhouders zich bevinden*. Een afwijking dient, volgens de systematiek van de code, dus een specifieke en geen generieke grond te hebben. Juist het veelal ontbreken van deugdelijke motivering heeft beleggersorganisatie Eumedion ertoe aangezet te pleiten voor het in stemming brengen van de majeure afwijkingen van de code-Tabaksblat.²³ Op die manier zou er bij de vennootschap een prikkel kunnen zijn om een betere uitleg van de afwijkingen te verschaffen. Ook het Europees Corporate Governance Forum, een belangrijk adviesorgaan van de Europese Commissie op het terrein van corporate governance, hanteert een dergelijke lijn.²⁴ Het pleidooi van Eumedion vond in 2006 nauwelijks gehoor. Slechts vier beursgenoteerde vennootschappen legden het corporategovernancebeleid (inclusief de afwijkingen van de code) ter stemming aan de algemene vergadering voor.²⁵ In 2005 werd het corporategovernancebeleid van 15 beursgenoteerde vennootschappen door de algemene vergadering expliciet dan wel impliciet goedgekeurd.

In dit verband zij verder opgemerkt dat het een aantal malen is voorgekomen dat in de corporategovernanceparagraaf van de beursgenoteerde vennootschappen een soort *disclaimer* is opgenomen, in de zin dat het bestuur zich het recht voorbehoudt om gedurende het volgende boekjaar tussentijds af te wijken van het in het jaarverslag weergegeven corporategovernancebeleid.²⁶ Op deze manier wordt de corporategovernanceverklaring wel erg vrijblijvend gemaakt. De *disclaimer* staat ook enigszins op gespannen voet met de bedoelingen van de wetgever bij het aanwijzen van de code-Tabaksblat als de na te leven gedragscode voor het beursgenoteerd bedrijfsleven. De wetgever merkte destijds op dat een vennootschap zich met de corporategovernanceverklaring ten opzichte van alle bij de vennootschap betrokkenen vastlegt.²⁷ De filosofie van de wetgever was – in lijn met de opvattingen van de commissie-Tabaksblat – blijkbaar dat aandeelhouders de mogelijkheid moeten hebben de vennootschap aan te spreken op het corporategovernancebeleid. Het is

voor (potentiële) aandeelhouders lastig om een vennootschap op haar corporategovernancestructuur te beoordelen, wanneer zij er niet zeker van kunnen zijn dat het staande, met de algemene vergadering besproken dan wel door de algemene vergadering goedgekeurde, corporategovernancebeleid gedurende het verslagjaar nog steeds geldt. Dit creëert extra onzekerheid in de markt en holt de disciplinerende rol van de algemene vergadering ten aanzien van de naleving van de code-Tabaksblat uit. Mijns inziens is de filosofie van de code dat wijzigingen in het corporategovernancebeleid op zijn minst eerst dienen te worden besproken met de algemene vergadering van aandeelhouders. Wellicht heeft de uitspraak van de Ondernemingskamer van 14 december 2005²⁸ in de zogenoemde Versatelzaak een rol gespeeld bij de terughoudendheid van sommige besturen om een 'ongeclassuleerde' corporategovernanceverklaring in het jaarverslag op te nemen. De Ondernemingskamer oordeelde in deze zaak dat een vennootschap niet in strijd mag handelen met haar eerdere verklaring over de naleving van de code.²⁹

6. Verklaring over de interne risico-beheersings- en controlesystemen

De commissie-Frijns heeft in haar eerste monitoring rapport van december 2005 *guidance* (of: *good practice*) gegeven ten aanzien van bestpracticebepaling II.1.4 van de code-Tabaksblat betreffende de bestuursverklaring over de adequaatheid en effectiviteit van de interne risicobeheersings- en controlesystemen. De commissie-Frijns bracht een splitsing aan tussen de 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 de operationele, strategische en compliance risico's (deze risico's dienen te worden beschreven).

In zijn algemeenheid kan worden opgemerkt dat de informatie over het 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. In de jaarverslagen over boekjaar 2005 gebeurde dit veelal aan de hand van het volgende stramien. In de eerste plaats wordt inge-

gaan op het belang van een adequaat risicobeheersingssysteem. Vervolgens wordt aandacht besteed aan de interne risicobeheersingsmechanismen en -maatregelen die de vennootschap heeft genomen gedurende het voorgaande jaar en de mogelijke aandachtspunten en verbeteringen die zijn of zullen worden doorgevoerd. Dit mondt doorgaans uit (89 procent van de AEX- en AMX-vennootschappen) in een positieve verklaring over de werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen ten aanzien van de financiële verslaggevingsrisico's. De aanbeveling van de commissie-Frijns wordt derhalve goed nageleefd.

De interne risicobeheersings- en controlesystemen ten aanzien van de overige risico's worden daarentegen over het algemeen slechts mondjesmaat beschreven dan wel ontbreekt een beschrijving in haar geheel. Dit laatste is een – wellicht onbedoeld – bijeffect van de gegeven *guidance* van de commissie-Frijns. Aandeelhouders zijn echter met name geïnteresseerd in een beschrijving van de strategische en operationele risico's, alsmede van de beheerssystemen die de vennootschap heeft ontworpen om deze te mitigeren. De ervaring leert namelijk dat juist de strategische en operationele risico's 'verantwoordelijk' zijn voor de meeste deconfitures.³⁰

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

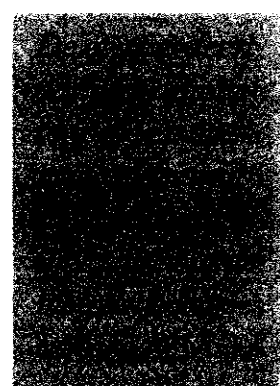
Het ontbreken van een eenduidig *principle based* normenkader voor de *guidance* ten aanzien van de bestuursverklaring van adequaatheden en effectiviteit bergt het risico in zich dat

steeds meer vennootschappen het daartoe door de Securities and Exchange Commission (SEC) en Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), de Amerikaanse toezichthouders op het effectenverkeer en op de accountantsorganisaties, ontwikkelde normenkader zullen adopteren. Dit onder verwijzing naar het adagium in de Verenigde Staten 'better safe than sorry'. Dit lijkt 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 het Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO) ontwikkelde definitie van effectiviteit van risicomanagement en interne beheersing zou overnemen.³¹ 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.³²

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. Het opsommen van het aantal risico's heeft echter weinig toegevoegde waarde als niet ook de gevolgen hiervan in kaart worden gebracht. Voor aandeelhouders is het vooral belangrijk inzicht te verkrijgen in de gevolgen van de geïdentificeerde risicofactoren op de financiële positie van de vennootschap. Het opnemen van een dergelijke gevoeligheidsanalyse in het hoofdstuk over het risicobeheer zou het voor aandeelhouders en andere belanghebbenden inzichtelijk maken welke risico's de vennootschap loopt, de mogelijke effecten hiervan op de vermogenspositie van de vennootschap en de kans dat dergelijke risico's zich voordoen.

7. Beloningsbeleid

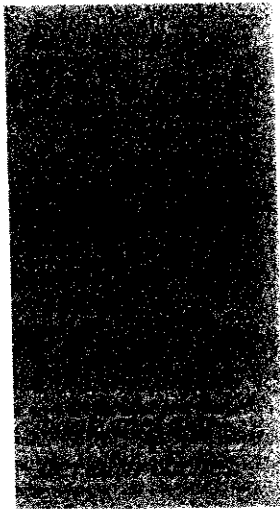
De commissie-Frijns heeft in december 2005 ten aanzien van het beloningsbeleid de volgende aanbevelingen gedaan: i) grotere eenvoud en meer uniformiteit in de rapportage over de



30. P. Kocourek & J. Newfrock, 'Are Boards Worrying About The Wrong Risks?', *The Corporate Board* 2006-2, p. 1-7, te downloaden via <www.boozallen.com>. Uit dit onderzoek blijkt dat vernietiging van aandeelhouderstwaarde voor gemiddeld 87 procent wordt veroorzaakt door een slechte strategie van de vennootschap en een inadequate operationele uitvoering. In dezelfde zin: H. Strikwerda, 'De "in control"-verklaring is misleidend', *Het Financieele Dagblad* 9 augustus 2006.

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

32. In dezelfde zin M.F.C. van der Sanden, B.C.J.M. van Beurden & A. de Bos, 'Ondememingen omarmen de "in control"-verklaring', *Het Financieele Dagblad* 3 augustus 2006.



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 wordt discretionair door de raad van commissarissen bepaald en c) een aanduiding van de kwantitatief meetbare prestatiecriteria voorzover overwegingen van concurrentiegevoeligheid zich daar niet tegen verzetten.

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. 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. Het verdient mijns inziens aanbeveling om, in navolging van de nieuwe regels in de Verenigde Staten³³, in het remuneratierapport een apart *format* voor de (waarden van de) elementen van de bestuurdersbeloning op te nemen. Daarin zou ook melding moeten worden gemaakt van het totale bedrag aan beloning (*Total Compensation*).

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 kortetermijnbonus-

sen en *long term incentive plans* zijn toegekend, maar is niet aangegeven of en hoe is bepaald dat de vooraf vastgestelde targets zijn behaald. 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 langetermijnbonus kunnen zijn als percentage van het vaste inkomen. Ook worden steeds vaker – zij het nog steeds in vage bewoordingen – de (kwantitatieve of financiële) prestatieaantstaven voor de kortetermijnbonus 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 er verschillende definities gehanteerd (bijvoorbeeld van winst³⁴ of winst per aandeel). Kwalitatieve prestatieaantstaven worden vaak helemaal niet genoemd. Voor aandeelhouders is het juist van groot belang goed en eenduidig inzicht te hebben in – in ieder geval – de prestatieaantstaven, zoals winst- of omzetgroei of een combinatie daarvan, waardoor een bestuurder wordt of moet worden gedreven. In het geval van een combinatie van prestatieaantstaven 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 langetermijnbonus) ontbreekt veelal, evenals de zogenoemde staffel om tot onvoorwaardelijke

33. SEC, 'Executive Compensation and Related Person Disclosure', Release No. 33-8732, 11 augustus 2006.

34. 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 kortetermijnbonus gebaseerd is op *profit*.

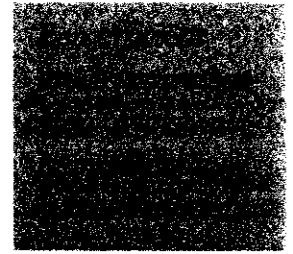
uitkering van opties en aandelen over te gaan. Geen enkele vennootschap publiceert nauwkeurig de *targets* voor de kortetermijnbonus. Er wordt altijd een beroep gedaan op de concurrentiegevoeligheid van deze *targets*. Het is derhalve voor aandeelhouders lastig te beoordelen in hoeverre de *targets* uitdagend genoeg zijn.

Niettegenstaande deze kritiekpunten werden voorstellen voor een nieuw bezoldigingsbeleid in het afgelopen vergaderseizoen telkens met een overweldigende meerderheid van stemmen door de algemene vergadering van aandeelhouders vastgesteld.³⁵ Dit kan enerzijds duiden op voorstellen die in de pas lopen met buitenlandse ontwikkelingen, die niet als excessief worden ervaren en die dusdanig zijn geconstrueerd dat de belangen tussen bestuurders en aandeelhouders parallel lopen. Anderzijds kan het ook zo zijn dat de voorstellen dermate complex en ondoorgrondelijk zijn geworden dat aandeelhouders er onverschillig tegenover staan. Verder onderzoek op dit punt is noodzakelijk.

8. Conclusies

De algemene vergaderingen van aandeelhouders in het seizoen 2006 hebben een aantal interessante ontwikkelingen laten zien. In de eerste plaats kan de sterke internationalisatie van de aandeelhouders en de bestuurders en commissarissen van de grootste Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen worden genoemd. De aandelen van deze vennootschappen zijn voor het overgrote deel in handen van buitenlandse partijen die grotendeels afkomstig zijn uit de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Bijna de helft van de bestuurders en commissarissen heeft niet de Nederlandse nationaliteit. Ten tweede kan worden geconstateerd dat de principes en bestpracticebepalingen van de code-Tabaksblad in hoge mate worden toegepast. Uit deze observaties kan een aantal conclusies worden getrokken. De eerste conclusie is dat goede naleving van de code-Tabaksblad impliceert dat de code daadwerkelijk breed gedragen algemene opvattingen over goede corporate governance bevat. De constatering dat zowel binnenlandse als buitenlandse aandeelhouders vennootschappen aanspreken op de mate van toepassing van de code-Tabaksblad betekent dat de code in internationaal verband zeker

geen buitenbeentje is. De tweede conclusie is dat door de voortschrijdende internationalisering van met name de grootste beursgenoteerde vennootschappen er minder plaats is voor typisch Nederlandse elementen als juridische beschermingsconstructies. Corporategovernancepraktijken zullen via aandeelhoudersinvloed steeds meer convergeren naar wat met name in de Angelsaksische wereld gangbaar is. Een volgende conclusie die uit deze ontwikkeling kan worden getrokken, is dat de algemene vergadering van aandeelhouders anders zal moeten worden georganiseerd. Een efficiënt proces van stemmen op afstand is onontkoombaar geworden. De algemene vergadering zal meer en meer het eindstation van de discussie en overleg tussen aandeelhouders en met de ondernemingsleiding worden in plaats van het forum waar de discussie zich afspeelt.



35. Sinds 1 oktober 2004 dient een beursgenoteerde vennootschap een voorstel voor het beleid op het terrein van bezoldiging van het bestuur ter vaststelling voor te leggen aan de algemene vergadering van aandeelhouders (artikel 2:135 BW).