

# **Monitoring Commissie Corporate Governance Code**

tweede rapport over de naleving van de  
Nederlandse corporate governance code

december 2006

secretariaat: postbus 20201, NL 2500 EE Den Haag

[www.commissiecorporategovernance.nl](http://www.commissiecorporategovernance.nl)



# Inhoud

Samenvatting	5
Inleiding	11
Hoofdstuk 1 - Bevindingen	13
1. Naleving van de corporate governance code door beursgenoteerde vennootschappen	15
2. Activiteiten van aandeelhouders	45
3. Internationale ontwikkelingen	57
Hoofdstuk 2 - Beoordeling en analyse	63
1. Interne risicobeheersings- en controlesystemen	65
2. Beloningsbeleid	69
Hoofdstuk 3 – Conclusies	75
Samenstelling Monitoring Commissie Corporate Governance Code	81



## Samenvatting

Goed bestuurde ondernemingen zijn van groot belang voor een goed functionerende en concurrerende economie. De Nederlandse corporate governance code (hierna: Code), die in 2003 door de Corporate Governance Commissie (Commissie Tabaksblat) is ontwikkeld, bevat principes en best practice bepalingen ter invulling van de voorwaarden voor goede corporate governance: goed ondernemerschap, waaronder inbegrepen integer en transparant handelen van het bestuur, alsmede goed toezicht hierop, waaronder inbegrepen het afleggen van verantwoording over het uitgeoefende toezicht.

Het naleven van de Code is (bij wet) verplicht voor beursgenoteerde vennootschappen. Het naleven gaat volgens het "pas toe of leg uit"-principe. Codebepalingen dienen ofwel onvoorwaardelijk te worden toegepast ofwel dienen te worden uitgelegd voor zover er van de codebepalingen wordt afgeweken. Het bestuur en de raad van commissarissen van een vennootschap leggen over de gekozen corporate governance structuur en de naleving van de Code verantwoording af aan hun aandeelhouders.

De effectiviteit en het succes van de Code hangt af van het gebruik ervan in de praktijk. Om de actualiteit en bruikbaarheid van de Code te bevorderen en om de toepassing en naleving ervan te monitoren, is op 6 december 2004 de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (Commissie) door het kabinet ingesteld. Het is aan de Commissie om op het terrein van de naleving en toepassing van de Code te komen met een algemeen beeld van de praktijk, mede in het licht van internationale ontwikkelingen. De Commissie heeft in december 2005 haar eerste rapport uitgebracht.

Onderdelen die dit jaar in het rapport centraal staan, zijn:

- a) de vaststelling van de naleving van de Code door de beursgenoteerde ondernemingen;
- b) activiteiten van aandeelhouders, inclusief de naleving door administratiekantoren en institutionele beleggers;
- c) internationale ontwikkelingen;
- d) interne risicobeheersing- en controlesystemen;
- e) beloningsbeleid.

Dit jaar gaat de aandacht mede uit naar de kwaliteit van de gegeven uitleg door ondernemingen indien wordt afgeweken van de Code.

Ten behoeve van het geven van invulling aan de bovengenoemde onderdelen heeft de Commissie onderzoeken uitgezet bij verschillende instellingen en gesprekken gevoerd met betrokken partijen.

### Naleving van de Code door vennootschappen

De naleving van de Code is toegenomen ten opzichte van vorig jaar. Gemiddeld 96% van de codebepalingen wordt door de vennootschappen nageleefd.<sup>1</sup>

Ondanks de hoge naleving van de Code wijst de Commissie erop dat de naleving van de Code 100% hoort te zijn. Dit betekent niet dat alle codebepalingen onvoorwaardelijk dienen te worden toegepast. Afwijking van de Code is mogelijk mits deze wordt uitgelegd.

Lokale fondsen blijven voor wat betreft de naleving van de Code achter bij de AEX-, AMX-, en AMS-fondsen. De Commissie meent dat de omvang van deze ondernemingen geen excuus mag zijn voor een minder goede naleving van de Code. Het geven van uitleg bij afwijking van een codebepaling is immers (ongeacht de omvang van de onderneming) altijd mogelijk.

Onderzocht is hoe de gegeven uitleg kan worden gekwalificeerd. Bij dit onderzoek is enige mate van subjectiviteit onvermijdelijk, vandaar dat de Commissie enig voorbehoud aantekent bij de resultaten. Voor wat betreft de gegeven uitleg bij afwijkingen van de Code kan worden gesteld dat 85% van de gegeven uitleg als *begrijpelijk* kan worden gekwalificeerd. De controleerbaarheid van de gegeven uitleg (met behulp van publiek toegankelijke informatie) wordt in 47% van de gevallen als positief of neutraal bestempeld. In 12% van de gevallen is het oordeel hierover negatief. In de overige gevallen is geen eenduidig oordeel te geven over de controleerbaarheid van de gegeven uitleg. De Commissie roept ondernemingen op om in het volgende boekjaar expliciet aandacht te besteden aan de begrijpelijkheid en controleerbaarheid van de gegeven uitleg. Een gedegen uitleg impliceert dat deze begrijpelijk en controleerbaar is. Dit alles laat onverlet dat het aan de aandeelhouders is om zich een oordeel te vormen over de gegeven afwijking van de Code.

De Commissie merkt op dat het haar taak is een algemeen beeld te geven van de naleving van de Code door beursgenoteerde ondernemingen. De achterliggende cijfers zijn generiek. De Commissie doet geen uitspraken over de wijze waarop individuele ondernemingen de Code naleven. Per 1 januari 2007 zal de AFM toezicht uitoefenen op de jaarverslaggeving van ondernemingen. De acceptatie van de uitleg van de afwijkingen blijft onverkort aan de aandeelhouders.

### De Code en de aandeelhouders(vergaderingen)

Het gemiddelde opkomstpercentage van de aandeelhoudersvergadering is 56% (44% indien gecertificeerde vennootschappen buiten beschouwing worden gelaten). Dit is (net als vorig jaar) aan de lage kant. Hierdoor kunnen de aandeelhouders die wel komen een onevenredig zware stempel drukken op het verloop van de aandeelhoudersvergadering.

De Commissie heeft zich beraden over de plaats die de behandeling van corporate governance in de regel krijgt toebedeeld op de agenda van de aandeelhoudersvergadering. De Commissie is van

---

<sup>1</sup> Hierbij dient aangetekend te worden dat dit jaar de buitenlandse fondsen niet in de berekening zijn verwerkt.

mening dat uit de Code volgt dat, voor zover corporate governance onderwerpen op de agenda staan, deze onderwerpen dienen te worden geagendeerd voorafgaand aan het agendapunt 'décharge van het bestuur over het gevoerde beleid'.

Positief kan worden geoordeeld over de veranderingen die zich hebben voorgedaan op het terrein van certificering en beschermingsconstructies. De Commissie constateert met instemming dat de meeste administratiekantoren zonder enige beperkingen stemvolmachten verlenen aan certificaathouders.

De nalevingcijfers van de Code door institutionele beleggers zijn gemiddeld bijna 30 %. Dit is (net als vorig jaar) laag. De Commissie betreurt dit, zeker gezien het feit dat de effectiviteit van de Code voor een belangrijk deel steunt op een actieve houding van aandeelhouders.

#### Bruikbaarheid van de Code

De toepassing van de codebepalingen ligt op 92%. Hieruit kan worden afgeleid dat de Code in de praktijk goed bruikbaar is. Uit onderzoek van de Commissie blijkt dat de Code op twee terreinen minder dan gemiddeld wordt toegepast, ondanks duidelijke verbeteringen op dit terrein ten opzichte van vorig jaar. Het betreft bepalingen van de Code op het terrein van:

- het beloningsbeleid; en
- de verklaring inzake interne risicobeheersings- en controlesystemen.

De Commissie heeft deze twee terreinen nader onderzocht.

#### Beloningsbeleid

De Commissie is bezorgd over de geringe transparantie van de beloning van bestuurders en (de gegeven uitvoering aan) het beloningsbeleid. Het beloningsbeleid en de uitkomsten ervan dienen in inzichtelijke en begrijpelijke termen aan de aandeelhoudersvergadering te worden voorgelegd. Het is de taak van de raad van commissarissen daarvoor te zorgen; dit houdt in dat de raad van commissarissen moet toezien op de complexiteit van de beloningscontracten.

De Commissie staat een leesbare en uniforme behandeling van het beloningsbeleid en de uitkomsten daarvan voor in een separaat onderdeel van het jaarverslag.

De Commissie hecht voorts aan expliciete verantwoording door de raad van commissarissen over de effectiviteit van het gevoerde remuneratiebeleid. In het bijzonder dient de relatie tussen "beloning en prestaties" niet alleen ex-ante maar ook ex-post zichtbaar te worden gemaakt. Prestatie dient in dit verband te worden geïnterpreteerd als de bijdrage aan de lange termijn waardecreatie door de onderneming.

### Interne risicobeheersings- en controlesystemen

Ten opzichte van vorig jaar is de toepassing van best practice bepaling II.1.4, inzake de bestuursverklaring over het functioneren van het interne risicobeheersings- en controlesysteem, aanzienlijk verbeterd. De Commissie neemt daarbij in aanmerking dat nog niet alle vennootschappen het afgelopen jaar in staat zijn geweest hun systemen in te richten op basis van de *good practice* aanbevelingen uit het eerste rapport van de Commissie uit december 2005. Eerst in de rapportage over het boekjaar 2007 zal ten volle blijken in hoeverre vennootschappen de aanbevelingen van de Commissie uit 2005 hebben geïncorporeerd. Tegen deze achtergrond acht de Commissie het niet gewenst om reeds dit jaar met nadere richtlijnen te komen. Ten overvloede bevestigt de Commissie dat van vennootschappen wordt verwacht dat zij de in 2005 gedane aanbevelingen ter harte nemen in hun verslaglegging over 2006.

De Commissie meent dat het huidige systeem, zoals neergelegd in de Code en in het eerste Monitoring Rapport, een principle based systeem moet zijn en blijven. In overleg tussen de verschillende betrokken partijen kan in de markt een algemeen aanvaarde praktijk tot stand komen. De Commissie acht het op dit moment ongewenst om met nadere, Nederlandse regels te komen. Een 'verharding' van de principes in gedetailleerde uitvoeringsregels acht de Commissie niet wenselijk.

De Commissie merkt op dat in de huidige opzet de externe accountant een signalerende functie heeft en geen controlerende functie ten aanzien van interne risicobeheersings- en controlesystemen: indien in het verslag van de externe accountant aan de raad van commissarissen wordt gewezen op ernstige tekortkomingen, dient de externe accountant na te gaan of die tekortkomingen ook zijn beschreven in het jaarverslag. Indien dit niet het geval is, heeft de accountant de plicht hierop in zijn verklaring te attenderen. Het bestuur en de raad van commissarissen zijn verantwoordelijk voor het jaarverslag; de externe accountant heeft hiervoor, via zijn verklaring, een indirecte signalerende verantwoordelijkheid. De Commissie is er geen voorstander van om het verslag van de externe accountant aan de raad van commissarissen en het bestuur openbaar te maken.

### Consultatiedocument

In het eerste rapport heeft de Commissie aangekondigd in 2006 onder meer aandacht te besteden aan de voorbereiding en effectiviteit van de algemene vergadering van aandeelhouders en de dialoog tussen onderneming en aandeelhouders en aan de naleving van de Code door lokale en de primair in het buitenland genoteerde "Nederlandse" fondsen.

Het tweede rapport geeft inzicht in de naleving van de Code bepalingen op deze terreinen. De Commissie acht het nuttig om, naast de voortgangsrapportage over de naleving van de Code bepalingen, een toegesneden consultatiedocument voor te leggen waarin aandacht uitgaat naar de aandeelhouders en het toepassingsbereik van de Code.



### Toekomstige werkzaamheden

In 2007 zal de Commissie haar werkzaamheden voortzetten. In het komende jaar wordt het monitoren van de naleving van de Code en de best practice bepalingen voortgezet. Afhankelijk van de feitelijke toepassing van de Code zal de Commissie in het volgende jaar komen met verdergaande aanbevelingen.

De Commissie zal in 2007 extra aandacht besteden aan de rol van de aandeelhouders en aan het toepassingsbereik van de Code. De Commissie zal in de eerste helft van 2007 tezamen met de uitkomsten van bovengenoemde consultatie aanbevelingen ter zake aanbieden aan het kabinet.

Het thema beloningen en beloningenbeleid zal in 2007 nader in kaart worden gebracht. Naast reguliere monitoring van de hierop betrekking hebbende onderdelen van de Code, zal in 2007 gerapporteerd worden over de resultaten van nader onderzoek naar de relatie tussen de prestaties van bestuurders en hun (variabele) beloning. Dit empirische onderzoek onder Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen is inmiddels door de Commissie in gang gezet.



## Inleiding

Op 9 december 2003 heeft de commissie corporate governance (ook wel bekend als de “commissie Tabaksblat”) de Nederlandse corporate governance code (Code) opgesteld. Het opstellen van deze code is gedaan op verzoek van Euronext Amsterdam NV, het Nederlands Centrum van Directeuren en Commissarissen, de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen, de Vereniging van Effectenbezitters, de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen en de Vereniging VNO-NCW en op uitnodiging van de Ministers van Financiën en Economische Zaken. De Code is in werking getreden vanaf het boekjaar beginnend op 1 januari 2004.

De minister van Financiën heeft, mede namens de minister van Justitie en de staatssecretaris van Economische Zaken, op 6 december 2004 de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (Commissie) ingesteld. De Commissie heeft tot officiële taak de actualiteit en bruikbaarheid van de Code te bevorderen en de naleving ervan door de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen en institutionele beleggers te monitoren. Met het oog hierop is afgesproken dat de Commissie jaarlijks een rapport uitbrengt. Voor u ligt het tweede rapport van de Commissie.

De voor u liggende rapportage heeft betrekking op het boekjaar 2005; dit is het tweede jaar waarin de naleving van de Code voor Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen verplicht is. In 2006 hebben deze vennootschappen over boekjaar 2005 aan de aandeelhouders gerapporteerd. De aandeelhouders hebben zich in de aandeelhoudersvergaderingen kunnen uitspreken over de feitelijke toepassing van de Code alsmede over de gegeven uitleg indien van codebepalingen is afgeweken.

De opbouw van het rapport is gelijk aan het rapport van vorig jaar. In hoofdstuk 1 treft u de bevindingen aan betreffende de naleving van de Code. De in opdracht van de Commissie uitgevoerde onderzoeken van de Rijksuniversiteit Groningen (inzake de naleving van de Code door beursgenoteerde ondernemingen) en van Rematch BV (inzake de activiteiten van aandeelhouders) bieden, naast door de Commissie gehouden consultaties, de basis voor belangrijke delen van dit hoofdstuk.<sup>2</sup> Hoofdstuk 2 bevat verdiepingen en analyses waarbij nader wordt ingegaan op achtergronden van de werking van bepaalde codebepalingen in de praktijk. Dit jaar gaat de aandacht uit naar interne risicobeheersing en remuneratie. Hoofdstuk 3 sluit af met conclusies.

Het afgelopen jaar is een wijziging in de samenstelling van de Commissie opgetreden. Prof. mr. drs. H.P.J. Ophof is teruggetreden, hij is opgevolgd door Prof. mr. R.H. Maatman. De Commissie dankt de heer Ophof voor zijn inzet.

---

<sup>2</sup> Het onderzoek van de Rijksuniversiteit Groningen en het onderzoek van Rematch BV zijn beschikbaar op de website van de Commissie ([www.commissiecorporategovernance.nl](http://www.commissiecorporategovernance.nl)). Voor de goede orde wordt opgemerkt dat de Commissie zich in de rapportage baseert op het door haar uitgezet onderzoek. De Commissie is echter niet verantwoordelijk voor de inhoud van deze onderzoeken.

De Commissie wil iedereen hartelijk danken die de Commissie heeft voorzien van informatie en heeft willen meewerken aan in onze opdracht uitgevoerde onderzoeken. Zonder deze inzet zou het niet mogelijk zijn geweest een goed beeld te krijgen van de naleving van de Code en van de ontwikkelingen op het terrein van corporate governance.

Tot slot wil de Commissie stilstaan bij een zeer verdrietige gebeurtenis. Op 14 oktober jl. is Marco Knubben, een van onze secretarissen, op 32-jarige leeftijd overleden. Marco Knubben heeft tot aan zijn ziekbed met veel inzet voor ons gewerkt. Onze gedachten gaan uit naar zijn vrouw, kinderen, ouders, broer, grootmoeder en verdere familie en vrienden. De Commissie zal Marco's aanwezigheid missen.

Prof. dr. J.M.G. Frijns,  
voorzitter van de Monitoring Commissie  
Corporate Governance Code

## Hoofdstuk 1 – Bevindingen



## 1. Naleving van de corporate governance code door beursgenoteerde vennootschappen

### 1.1 Inleiding

In dit onderdeel van de rapportage wordt stilgestaan bij de naleving van de Code door Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen in 2005. Deze vennootschappen zijn sinds boekjaar 2004 verplicht om codebepalingen na te leven die zijn gericht tot het bestuur of de raad van commissarissen. Naleven betekent het onvoorwaardelijk toepassen van een codebepaling of het geven van uitleg in het jaarverslag van de vennootschap waarom een bepaling niet wordt toegepast.<sup>3</sup>

Ten behoeve van de vergelijkbaarheid van de onderstaande rapportagecijfers met de gegevens van vorig jaar is ervoor gekozen om de tekstindeling aan te laten sluiten bij de indeling van de rapportage over boekjaar 2004. In paragraaf 1.2 wordt de door de Commissie gevolgde aanpak inzake de monitoring van de naleving van de Code verantwoord. Paragraaf 1.3 bevat het algemene beeld omtrent de naleving van de Code in 2005. In paragraaf 1.4 wordt ingegaan op het niet-toepassen van codebepalingen; daarin is een kwantitatieve analyse opgenomen. In paragraaf 1.5 volgt een kwalitatieve analyse van het niet-toepassen van codebepalingen. Paragraaf 1.6 staat stil bij het niet-naleven van codebepalingen. In paragraaf 1.7 wordt dieper ingegaan op een aantal codebepalingen dat minder dan gemiddeld wordt toegepast en/of nageleefd. Paragraaf 1.8 geeft aandacht aan de codebepalingen betreffende de interne risicobeheersing- en controlesystemen. In paragraaf 1.9 gaat de aandacht uit naar codebepalingen op het terrein van de beloning van bestuurders. Paragraaf 1.10 staat stil bij de naleving van de Code door *buitenlandse* fondsen. Paragraaf 1.11 sluit af met enkele aandachtspunten.

---

<sup>3</sup> De betekenis die in dit rapport wordt toegekend aan de termen 'toepassen' en 'naleven' sluit aan bij de daaraan gegeven betekenis in de Code. In dit verband kan worden opgemerkt dat deze betekenis anders is dan die gevolgd wordt in de Nota van toelichting op artikel 3 behorende bij het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag (Staatsblad 2004, nr. 747). In het Besluit wordt onder 'toepassen' verstaan het naleven van een bepaalde best practice code dan wel het geven van uitleg in geval van afwijking. In het onderzoeksrapport van de Rijksuniversiteit Groningen dat ten grondslag ligt aan dit hoofdstuk wordt de betekenis van het Besluit van 23 december 2004 gevolgd.

## 1.2 Aanpak

Ten behoeve van een objectieve beeldvorming over de naleving van de Code heeft de Commissie (net als vorig jaar) onderzoek laten uitvoeren door de Rijksuniversiteit Groningen (RuG). Dit onderzoek behelst de wijze waarop en de mate waarin beursgenoteerde vennootschappen de Code naleven. In het onderzoek zijn alle Nederlandse AEX, AMX, AMS en lokale fondsen meegenomen, voor zover de voor het onderzoek benodigde informatie bij het sluiten van het onderzoek (september 2006) publiek voorhanden was.<sup>4</sup> In het onderzoek van de RuG wordt dus niet gewerkt met een vooraf vastgestelde steekproefgroep van ondernemingen.

Evenals vorig jaar is in het RuG-onderzoek de naleving van de Code onderzocht op het niveau van (onderdelen van) individuele bepalingen. De reden hiervoor is dat op deze wijze een zo objectief mogelijk beeld kan worden gevormd over knelpunten in de naleving van de Code.

De onderzoeksmethode laat echter geen ruimte voor nuances. In kaart wordt gebracht of iets wordt toegepast of uitgelegd. Er wordt geen rekening gehouden met de kwaliteit van de gegeven uitleg. De Commissie is zich bewust van deze beperking en heeft daarom de RuG gevraagd om dit jaar naast een kwantitatieve ook een kwalitatieve analyse te maken van gegeven uitleg bij afwijking van de Code.

Als gevolg van de wettelijke verankering van de Code dienen alle in het buitenland aan de beurs genoteerde maar in Nederland statutair gevestigde fondsen de Code na te leven. In het onderzoek over de naleving van de Code over het boekjaar 2004 is gebleken dat deze groep fondsen (in vergelijking met andere groepen fondsen) de Code relatief slecht had nageleefd. Dit heeft er toe geleid dat de Rijksuniversiteit Groningen is gevraagd om in het huidige onderzoek apart aandacht te besteden aan deze categorie (die in het vervolg worden aangeduid als 'buitenlandse fondsen'). In het onderzoek wordt voor deze categorie fondsen gewerkt met een steekproefselectie van buitenlandse fondsen.

Het onderzoek behelst in totaal: 24 AEX-fondsen, 22 AMX-fondsen, 23 AMS fondsen, 50 lokale fondsen en 27 overige (buitenlandse) fondsen.<sup>5</sup>

Naast het onderzoek van de RuG heeft de Commissie ook geput uit het onderzoek betreffende de activiteiten van aandeelhouders in 2006 in het kader van de algemene vergadering van aandeelhouders. Dit onderzoek is in opdracht van de Commissie uitgevoerd door Rematch.

Tot slot heeft de Commissie, net als vorig jaar, veel profijt gehad van verschenen rapporten omtrent de naleving van de Code welke niet in opdracht van de Commissie zijn uitgevoerd. De daarin

---

<sup>4</sup> AEX: Amsterdam Exchanges-Index aandelen  
AMX: Amsterdam Midkap-Index aandelen  
AMS: Amsterdam Smallcap-Index aandelen

<sup>5</sup> In tegenstelling tot het onderzoek van vorig jaar wordt dit jaar niet gewerkt met een subgroep, bestaande uit de 14 AEX-fondsen met de grootste marktkapitalisatie. De monitoringsresultaten van deze groep liepen in het onderzoek van vorig jaar grotendeels gelijk met de resultaten van de gehele AEX.



neergelegde bevindingen van verschillende belangenorganisaties en deskundigen hebben het inzicht van de Commissie vergroot.

### 1.3 Algemeen beeld

De naleving van de Code is toegenomen ten opzichte van vorig jaar. Gemiddeld 96% van de codebepalingen wordt door de aan een Nederlandse beurs genoteerde vennootschappen nageleefd. Zoals in de inleiding reeds vermeld, leven vennootschappen de code ook na indien zij uitleggen waarom een best practice bepaling niet wordt toegepast. De wettelijke verankering van de Code betekent dat de vennootschappen gehouden zijn tot naleving. De Commissie doet overigens geen uitspraken over de wijze waarop individuele ondernemingen de Code naleven. Per 1 januari 2007 zal de AFM toezicht uitoefenen op de jaarverslaggeving van ondernemingen. De acceptatie van de uitleg van de afwijkingen blijft onverkort aan de aandeelhouders.

Het gemiddelde uitlegpercentage per codebepaling bedraagt circa 4%. Het gemiddelde toepassingspercentage per codebepaling komt uit op circa 92%.

Een serieuze naleving van de Code betekent ook dat er gedegen uitleg wordt gegeven waarom best practice bepalingen niet worden toegepast. De Commissie heeft daarom, naast het monitoren van de gemiddelde nalevings- en toepassingspercentages, dit jaar nader onderzoek laten uitvoeren naar de gegeven uitleg bij afwijking van de Code. Op de uitkomsten van dit onderzoek wordt in paragraaf 1.5 nader ingegaan. De hoofdbevindingen van dit onderzoek zijn:

- 85% van de gegeven uitleg kan als "begrijpelijk" worden gekwalificeerd. Onder de term "begrijpelijk" wordt verstaan of een gegeven uitleg inzicht verschaft in de reden waarom een vennootschap een bepaalde best practice bepaling niet naleeft.
- De controleerbaarheid van de gegeven uitleg (met behulp van publiek toegankelijke informatie) wordt in 47% van de gevallen als positief of neutraal bestempeld. In 12% van de gevallen is het oordeel hierover negatief. In de overige gevallen is geen eenduidig oordeel te geven over de controleerbaarheid van de gegeven uitleg.

#### Onderzochte fondscategorieën

Per onderzochte fondscategorie hebben zich ten opzichte van vorig jaar verschillende veranderingen voorgedaan voor wat betreft de toepassing en naleving.

- AEX-fondsen hebben in boekjaar 2005 meer codebepalingen toegepast dan in 2004. Het totale nalevingspercentage is in 2005 (97%) echter even hoog als in 2004. Dit betekent dat er minder is uitgelegd.
- De nalevingspercentages bij de AMX en AMS zijn het hoogst (97,5%) van alle onderzochte categorieën.
- Lokale fondsen laten de laagste naleving (92%) en toepassing (86%) zien. Desalniettemin zijn de toepassing en naleving aanzienlijk gestegen in vergelijking met boekjaar 2004.

Uitsplitsing naar fondscategorie inzake naleving en toepassing van de Code:

	Boekjaar 2005			Boekjaar 2004		
	<i>Naleven</i>	<i>Toepassen</i>	<i>Uitleg</i>	<i>Naleven</i>	<i>Toepassen</i>	<i>Uitleg</i>
<b>Alle binnenlandse fondsen</b>	<b>96%</b>	92%	4%	92	87%	5%
<b>AEX</b>	<b>97%</b>	94%	3%	97%	91%	5,5%
<b>AMX</b>	<b>97,5%</b>	94%	3,5%	94,5%	91%	3,5%
<b>AMS</b>	<b>97,5%</b>	93%	4,5%	95%	88%	7%
<b>Lokale fondsen</b>	<b>92%</b>	86%	6%	83%	77%	6%

#### *Buitenlandse fondsen*

De Code is van toepassing op alle vennootschappen met een statutaire zetel in Nederland waarvan aandelen of certificaten zijn toegelaten tot de officiële notering van een van overheidswege erkende effectenbeurs. Dat betekent dat de Code ook van toepassing is op vennootschappen die enkel op buitenlandse beurzen genoteerd zijn.

Uit het onderzoek van vorig jaar bleek dat de categorie *buitenlandse* fondsen een duidelijk afwijkend nalevings- en rapportagepatroon had dan de andere fondscategorieën. Daarnaast kon worden gesteld dat de bestuursstructuur van deze fondsen veelal gebaseerd was op niet-Nederlandse regelgeving (van toepassing in het land van notering). De bestuursstructuur bleek mede van invloed op de mogelijkheden om de Nederlandse corporate governance code toe te passen dan wel na te leven. Vanwege dit afwijkende beeld is dit jaar besloten de naleving door de *buitenlandse* fondsen van de Code separaat te laten onderzoeken. Op de uitkomsten van dit onderzoek wordt in paragraaf 1.9 nader ingegaan.

## Naleving van onderdelen van de Code

De onderstaande tabel bevat een overzicht van de naleving in boekjaar 2005 van de verschillende onderdelen van de Code. Uit de tabel blijkt dat de naleving van hoofdstuk II.2 (betreffende de bezoldiging van bestuurders) achter blijft bij het gemiddelde. Dit geldt ook voor hoofdstuk IV.

Overzicht inzake de naleving van de Code, uitgesplitst naar hoofdstuk:

Hoofdstuk uit de Code	Naleven	Toepassen	Uitleg
<b>I. Naleving en handhaving van de Code</b>	<b>97%</b>	97%	0%
<b>II. Het bestuur</b>			
II.1 Taak en werkwijze	94%	90%	4%
II.2 Bezoldiging	79%	73%	6%
II.3 Tegenstrijdige belangen	99%	99%	0%
<b>III. Raad van commissarissen</b>			
III.1 Taak en werkwijze	95%	95%	0%
III.2. Onafhankelijkheid	95%	86%	9%
III.3 Deskundigheid en samenstelling	97%	92%	5%
III.4 Rol van de vrz. van de RvC en de secretaris van de vennootschap	98%	91%	7%
III.5 Samenstelling en rol van drie kerncommissies van RvC	98%	96%	2%
III.6 Tegenstrijdige belangen	95%	95%	0%
III.7 Bezoldiging	97%	92%	5%
III.8 One-tier bestuursstructuur	100%	94%	6%
<b>IV. De (algemene vergadering van) aandeelhouders</b>			
IV.1 Bevoegdheden	89%	86%	3%
IV.3 Informatieversch./ logistiek AVA	91%	84%	7%
<b>V. De audit van de fin. verslaggeving en positie interne audit functie en positie externe accountant</b>			
V.1 Financiële verslaggeving	100%	100%	0%
V.2 Rol, benoeming, beloning, beoordeling functioneren externe accountant	100%	100%	0%
V.3 Interne audit functie	100%	83%	17%
V.4 Relatie en communicatie van de externe accountant met de organen van de vennootschap	100%	100%	0%

### *Hoofdstuk I: naleving en handhaving van de Code*

In hoofdstuk I van de Code staat de wijze van naleving en handhaving centraal. In het principe behorend bij dit hoofdstuk wordt gesteld dat de verantwoordelijkheid voor corporate governance en de naleving van de Code bij het bestuur en de raad van commissarissen ligt. Door hen wordt verantwoording afgelegd aan de algemene vergadering van aandeelhouders. Het hoofdstuk bestaat uit twee best practice bepalingen die betrekking hebben op de presentatie van de corporate

governance structuur en veranderingen daarin. Het is in dit kader van belang dat ondernemingen duidelijk in het jaarverslag aangeven hoe de code wordt nageleefd.

*Naleving en toepassing van de best practice bepalingen van dit hoofdstuk zijn hoog. Van alle fondsen samen leven slechts drie lokale fondsen de bepalingen niet volledig na.*

Uit het onderzoek van de RuG blijkt dat bij meer dan 60% van de onderzochte vennootschappen direct en eenduidig uit het jaarverslag kan worden opgemaakt welke bepalingen niet worden nageleefd. In circa 5% van de gevallen wordt in het jaarverslag in dit kader gewezen op een document dat op de website beschikbaar is. Een andere 5% van de vennootschappen verwijst naar het jaarverslag van 2004. De verwijzing naar dit jaarverslag impliceert dat er ten opzichte van 2004 geen veranderingen hebben plaatsgehad.

In bijna 25% van de gevallen is de informatie over het al dan niet naleven van de code minder inzichtelijk. Bijna al deze vennootschappen presenteren verhalenderwijs op welke punten van de code wordt afgeweken. Drie lokale vennootschappen leven best practice bepaling I.1 niet na.

#### *Hoofdstuk II: het bestuur*

Dit hoofdstuk kent drie onderdelen, namelijk:

- i. taak en werkwijze van het bestuur;
- ii. hoogte en samenstelling van de bezoldiging van bestuurders;
- iii. tegenstrijdige belangen.

Het eerste deel kent 7 best practice bepalingen, het tweede deel 14 en het derde deel 4.

*Het gemiddelde nalevingspercentage is voor wat betreft het derde deel van dit hoofdstuk met 99% het hoogst. Het tweede deel kent een gemiddeld nalevingspercentage van circa 80%, het eerste deel 94%.*

*Alle nalevingspercentages zijn ten opzichte van boekjaar 2004 gestegen. De naleving van het tweede deel, betreffende de hoogte en samenstelling van de bezoldiging van bestuurders, is met 10%-punt toegenomen. Het derde deel kent een iets hogere stijging van 11%-punt.*

*Ondanks de verbeteringen ten opzichte van vorig jaar bevinden zich in dit hoofdstuk van de Code twee belangrijke onderdelen die benedengemiddeld worden nageleefd. Het gaat om de bepalingen betreffende de interne risicobeheersings- en controlesystemen (II.1.3 en II.1.4) en om de bepalingen betreffende de bezoldiging van bestuurders (met name bepalingen II.2.9 en II.2.10).*

Best practice bepalingen II.1.2 (goedkeuring door RvC van operationele, financiële doelstellingen en de strategie) en II.3.2 (melding van – potentieel - tegenstrijdige belangen van bestuurders met de belangen van de vennootschap) worden door alle onderzochte fondsen onvoorwaardelijk toegepast. Dit deel van de Code bevat overigens wel het grootste aantal uitgelegde bepalingen. Van de in totaal 666 keer aangetroffen uitleg komt bijna de helft (313) voor rekening van dit deel van de Code. In vergelijking met vorig jaar is het aantal keren dat uitleg wordt gegeven gedaald met circa 20% (in 2004 is in totaal 378 keer uitleg aangetroffen). De daling in het aantal keren uitleg heeft geresulteerd in het meer onvoorwaardelijk toepassen van de Code.

### *Hoofdstuk III, raad van commissarissen*

Dit hoofdstuk kent acht onderdelen, namelijk:

- III.1, taak en werkwijze;
- III.2, onafhankelijkheid;
- III.3, deskundigheid en samenstelling;
- III.4, rol van de voorzitter van de raad van commissarissen en de secretaris van de vennootschap;
- III.5, samenstelling en rol van drie kerncommissies van de raad van commissarissen;
- III.6, tegenstrijdige belangen
- III.7, bezoldiging
- III.8 one-tier bestuursstructuur.

*De nalevingspercentages van alle onderdelen zijn hoog en liggen tussen de 95% (III.1 en III.2) en 100% (III.8). De toepassingspercentages liggen gemiddeld 4% lager.*

### *Hoofdstuk IV, de (algemene vergadering van) aandeelhouders*

Het grootste deel van dit hoofdstuk heeft geen betrekking op het bestuur of de raad van commissarissen. In onderdeel 2 van dit hoofdstuk wordt nader uiteengezet hoe aandeelhouders in de praktijk omgaan met de Code. De onderdelen waaraan hier aandacht wordt geschonken betreffen onderdeel IV.1 (de (algemene vergadering van) aandeelhouders) en onderdeel IV.3 (informatieverschaffing aan de algemene vergadering van aandeelhouders).

*De gemiddelde nalevingspercentages komen met 89% respectievelijk 91% lager uit dan het totale gemiddelde nalevingspercentage van 96%. Dit lagere gemiddelde cijfer wordt met name veroorzaakt door de lokale fondsen die nalevingspercentages laten zien van 84% voor onderdeel IV.1 en 75% voor onderdeel IV.3.*

*Hoofdstuk V, De audit van de financiële verslaggeving en de positie van de interne audit functie en van de externe accountant*

Dit hoofdstuk bestaat uit vier onderdelen:

V.1 Financiële verslaggeving.

V.2 Rol, benoeming, beloning en beoordeling van het functioneren van de externe accountant.

V.3 Interne audit functie.

V.4 Relatie en communicatie van de externe accountant met de organen van de vennootschap.

*De gemiddelde nalevingspercentages van de bepalingen uit dit hoofdstuk zijn maximaal: 100%.*

*Alle categorieën fondsen kennen een 100% naleving. De AEX-fondsen hebben op alle onderdelen van dit hoofdstuk ook een toepassingscijfer van 100%. De AMX, AMS en lokale fondsen laten 100% toepassing zien voor de onderdelen: V.1, V.2 en V.4*

*Op onderdeel V.3 geven met name de lokale fondsen veelvuldig uitleg. Het gaat hier om 33% van de gevallen. Bij de AMS en AMX is dat het geval in respectievelijk 20% en 16% van de gevallen.*

#### 1.4 Uitleg bij het niet-toepassen van best practice bepalingen

In deze paragraaf wordt ingegaan op de gegeven uitleg indien best practice bepalingen niet worden toegepast. In totaal hebben de door de Commissie ingeschakelde onderzoekers (in jaarverslagen dan wel op websites) 666 keer een uitleg aangetroffen, wat neerkomt op ongeveer 5 uitgelegde best practice bepalingen per vennootschap op een totaal van 102 (voor dit deel van de rapportage relevante) best practice bepalingen. Aangetekend dient te worden dat een aantal best practice bepalingen verschillende (sub)onderdelen kennen. Bepaling II.2.10 kent bijvoorbeeld 12 (sub)onderdelen.

<b>Tien best practice bepalingen waarover het vaakst uitleg wordt gegeven</b> (onderstaande cijfers zijn absolute aantallen, volgorde volgt indeling van de code)			
<b>Bepaling</b>	<b>Korte tekst</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>
II.1.1	Maximale benoemingstermijn bestuurders	94	96
II.1.4	Verklaring omtrent interne risicobeheersingcontrole	11	24
II.2.6	Reglement m.b.t. handelswijze bestuurders t.a.v. effectenbezit en transacties	52	49
II.2.7	Maximale ontslagvergoeding	78	75
III.2.1	Alle commissarissen behoudens één zijn onafhankelijk	17	24
III.3.5	Maximale zittingstermijn van 3 termijnen van 4 jaar voor leden van de RvC	18	24
III.4.3	Taken secretaris van de onderneming	19	19
III.7.3	Reglement m.b.t. handelswijze commissarissen t.a.v. effectenbezit en transacties	52	49
IV.3.1	Webcasting analistenbijeenkomsten, presentaties en persconferenties voor alle aandeelhouders	37	44
V.3.1	Externe accountant en auditcommissie zijn betrokken bij het opstellen van het werkplan interne accountant	15	27
<b>Totaal</b>		<b>423</b>	<b>457</b>
<b>Percentage Top 10 van het totaal aantal uitgelegde bepalingen</b>		<b>64%</b>	<b>68%</b>



Kwantitatieve inventarisatie van de gegeven uitleg wijst verder uit dat de door vennootschappen aangedragen redenen in het algemeen tot een beperkt aantal groepen van argumenten kan worden gereduceerd.

<b>Aard van de motivering voor niet-toepassen best practice bepaling (onderstaande cijfers zijn absolute aantallen)</b>					
<b>Aard van de motivering</b>	<b>AEX</b>	<b>AMX</b>	<b>AMS</b>	<b>Lokaal</b>	<b>Totaal</b>
Vennootschap wenst bestaande afspraken en/of contracten te respecteren	21	30	32	52	<b>135</b>
Vennootschap stelt dat wet- en regelgeving en/of jurisprudentie de naleving in de weg staat	5	8	5	31	<b>49</b>
Vennootschap wijst er op dat het een tijdelijke afwijking betreft en/of dat men bezig is met de implementatie van de best practice bepaling	7	7	10	16	<b>40</b>
De vennootschap wijst er op dat zij een eigen regeling kent en stelt <i>expliciet</i> dat deze in lijn met de geest van de Nederlandse corporate governance code is	5	3	2	1	<b>11</b>
De vennootschap wijst er op dat zij een andere regeling kent (en er wordt <i>slechts</i> informatie over de eigen regeling verschaft <i>zonder</i> nadere motivering)	17	18	17	29	<b>81</b>
De vennootschap vindt dat de bepaling vraagt om een werkwijze die niet gebruikelijk is in de landen en/of sectoren waarin zij actief is	3	2	2	0	<b>7</b>
De vennootschap acht de administratieve en/of financiële kosten verbonden aan de implementatie van de best practice bepaling te hoog en/of wijst er op dat de vennootschap van te geringe omvang is om de bepaling na te leven	4	6	19	89	<b>118</b>
De vennootschap vindt dat de bepaling ligt op een terrein dat een privé-aangelegenheid van bestuurders/commissarissen is	2	0	3	11	<b>16</b>
Overige motiveringen	33	27	39	110	<b>209</b>
<b>Totaal</b>	<b>97</b>	<b>101</b>	<b>129</b>	<b>339</b>	<b>666</b>

Naar aanleiding van het bovenstaande kan worden geconcludeerd dat 2 categorieën van uitleg dominant aanwezig zijn.

Uitleg 1: “De vennootschap wenst bestaande afspraken en/of contracten te respecteren”

De bovenstaande uitleg is de meest voorgekomen uitleg (135 keer) bij afwijking van de code. Het is duidelijk dat deze uitleg een tijdelijk element in zich bergt en dat met deze uitleg impliciet verwachtingen wordt gewekt ten aanzien van de toekomstige toepassing van de Code. Deze uitleg wordt door iedere categorie fondsen in een vergelijkbare mate gebruikt.

Uitleg 2: *“De vennootschap acht de administratieve en/of financiële kosten verbonden aan de implementatie van de best practice bepaling te hoog en/of wijst er op dat de vennootschap van te geringe omvang is om de bepaling na te leven”.*

Bovengenoemde uitleg wordt vooral gebruikt door lokale fondsen (75% van het totaal) en AMS-fondsen (16%). Dit zou een indicatie kunnen zijn dat het toepassen van onderdelen van de Code door kleinere fondsen als te belastend wordt ervaren. De eerdergenoemde uitleg wordt vaak gegeven bij drie bepalingen:

- III.4.3 (secretaris van de vennootschap);
- III.5 (kerncommissies van de RvC) en
- IV.3.1 (webcasting).

### 1.5 Kwalitatieve analyse van gegeven uitleg bij het niet-toepassen van best practice bepalingen

Op verzoek van de Commissie hebben de onderzoekers expliciet aandacht geschonken aan de kwaliteit van de gegeven uitleg. Tot op heden heeft geen enkele andere monitoring commissie in Europa de gegeven uitleg nader inhoudelijk geanalyseerd. Er bestaat derhalve geen benchmark. Bij de beoordeling van de resultaten van een kwalitatieve analyse zonder benchmark is uiteraard voorzichtigheid geboden.

Opgemerkt wordt dat het onderzoek niets afdoet aan het algemene uitgangspunt dat het aan de aandeelhouders is om zich een oordeel te vormen over de gegeven afwijking van de Code. Het onderzoek brengt slechts in kaart hoe de gegeven uitleg kan worden gekwalificeerd. Bij dit onderzoek is enige mate van subjectiviteit onvermijdelijk, vandaar dat de Commissie enig voorbehoud aantekent bij de resultaten.

#### Onderzoeksaanpak

De kwaliteit van de uitleg is beoordeeld aan de hand van vier dimensies. Deze dimensies zijn nagelopen door twee codeurs die onafhankelijk van elkaar werken. Bij het doorlopen van de dimensies werken de codeurs systematisch volgens een strikte, vooraf vastgestelde, werkinstructie. De codeurs zijn daarbij gevraagd de houding aan te nemen van een kritische aandeelhouder.

De door de RuG gebruikte analysetechniek van de kwaliteit van de uitleg is *inhoudsanalyse*. De techniek inhoudsanalyse is een breed gebruikte academische techniek voor het analyseren van teksten. Nadere uitleg over inhoudsanalyse is toegepast treft u in het onderzoek van de RuG aan (zie onze website). Hierna wordt ingegaan op de resultaten van de analyse.

#### Onderzochte dimensies

De in het onderzoek onderzochte dimensies zijn:

1. **Begrijpelijkheid:** aan de hand van deze dimensie wordt in kaart gebracht of de gegeven uitleg begrijpelijk is in de zin dat inzicht ontstaat in de redenen waarom de vennootschap de bepaling niet naleeft.
2. **Controleerbaarheid:** met behulp van deze dimensie wordt onderzocht of de gegeven uitleg controleerbaar is met behulp van publiek toegankelijke informatie (website, jaarverslag, etc.).

Naast de twee bovengenoemde objectieve dimensies is in het onderzoek ook gekeken naar twee subjectieve dimensies.

3. **Legitimiteit:** deze dimensie rubriceert of de gegeven uitleg als een legitieme uitleg wordt beschouwd voor het niet naleven van de desbetreffende bepaling (*zonder* daarbij rekening te houden met de specifieke kenmerken van de vennootschap).
4. **Plausibiliteit:** deze dimensie lijkt op 'legitimiteit'. Het rubriceert in hoeverre de gegeven uitleg als plausibel wordt geacht voor de vennootschap indien rekening wordt gehouden met

kenmerken van de vennootschap (zoals omvang, sector, activiteiten, mate van internationalisatie etc.).

### Begrijpelijkheid

De codeurs bestempelen ruim 85% van de aangetroffen uitleg als begrijpelijk. Eén keer wordt een gegeven uitleg wordt als onbegrijpelijk bestempeld. Vijf procent van de gegeven uitleg wordt neutraal aangemerkt. In bijna 9 procent is sprake van een verschillend oordeel van de codeurs omtrent de begrijpelijkheid.

### Controleerbaarheid

Deze dimensie had betrekking op de vraag in hoeverre de codeurs van oordeel zijn of de door de vennootschappen gegeven uitleg te controleren is aan de hand van publiek toegankelijke informatie (zoals website, jaarverslag en dergelijke) *zonder* dat de codeurs de controle daadwerkelijk hebben verricht. In 42% van de gevallen hebben de codeurs een positief oordeel geven over de controleerbaarheid van de gehanteerde argumenten. In bijna 12% van de gevallen komen de codeurs eensgezind tot een negatief oordeel. In 5% van de gevallen beoordelen de codeurs deze dimensie als neutraal.

De eensgezindheid van de codeurs telt op tot bijna 60% van de gevallen. Bij bijna 30% van de aangetroffen uitleg kwam de ene codeur tot een positief oordeel en de andere codeur tot een negatief oordeel. Het verschil in kwalificatie betrof voornamelijk het argument dat het naleven van de best practice bepaling, mede gezien de grootte van de vennootschap, te hoge financiële en/of administratieve lasten mee zou brengen. Dit was vooral het geval voor zover dit argument werd gehanteerd voor het niet-naleven van best practice bepalingen III.4.3 (inzake ondersteuning raad van commissarissen door een secretaris) en IV.3.1 (inzake webcasting). Ook ten aanzien van de motivering behorende tot de categorie 'overig' kwamen de codeurs tot een verschillend oordeel.

### Legitimiteit (dit is een subjectieve dimensie; de uitkomsten zijn alleen indicatief van aard)

De dimensie legitimiteit beoogt vast te stellen in hoeverre de codeurs oordelen dat een bepaald argument in algemene zin (dus zonder rekening te houden met de specifieke kenmerken van een vennootschap) als legitiem voor het niet-naleven van een best practice bepaling kan worden beschouwd. In tweederde van de gevallen is sprake van een eensgezind oordeel omtrent de legitimiteit. In 45% wordt de legitimiteit van de uitleg als positief beschouwd. In 16% van de gevallen luidt het gezamenlijke oordeel negatief. Met name argumenten behorende tot de categorie 'overig', maar ook indien gewezen werd op omvang van de vennootschap en/of de financiële en administratieve lasten waren hier debet aan. Dit gold vooral indien deze argumenten werden aangevoerd voor het niet naleven van best practice bepalingen II.2.6 en III.7.3 (reglement ten aanzien van aandelentransacties en –bezit bestuurders respectievelijk commissarissen),

In bijna een kwart van de aangetroffen uitleg bestond er verschil in opvatting bij de codeurs voor wat betreft de legitimiteit van de gegeven uitleg.

Plausibiliteit (dit is een subjectieve dimensie; de uitkomsten zijn alleen indicatief van aard)

De dimensie plausibiliteit beoogt vast te stellen in hoeverre een argument door de codeurs als plausibel wordt beschouwd. Daarbij wordt rekening gehouden met de specifieke karakteristieken van de vennootschap. De beoordeling van deze dimensie sluit nauw aan bij de beoordeling van de dimensie 'legitimiteit'.

Dit duidt er op dat het voor codeurs moeilijk is geweest om deze dimensies van elkaar te onderscheiden. In het onderzoek van de RuG wordt dit bevestigd als gekeken wordt naar de argumenten die tot positieve of negatieve oordelen leiden bij beide codeurs. Het argument dat de vennootschap bestaande contracten wenst te respecteren (en met name indien dat wordt gehanteerd voor het verklaren waarom men best practice bepalingen II.1.1 en II.2.7 niet toepast) vormt voor een belangrijk deel de basis van het gedeelde positieve oordeel. Hetzelfde kan worden geconstateerd ten aanzien van de motivering dat naleving van bepalingen III.4.3 (secretaris van de vennootschap), III.5 (instelling kerncommissies van de raad van commissarissen) en IV.3.1 (webcasting) te hoge financiële en/of administratieve lasten met zich mee zou brengen en/of niet haalbaar is vanwege de omvang van de vennootschap. Ook bij het gedeelde negatieve oordeel kwamen dezelfde argumenten naar voren als bij legitimiteit het geval was. Er was echter ook een verschil: beide codeurs kwamen tot een negatief oordeel ten aanzien van de plausibiliteit indien het niet toepassen van best practice bepalingen II.2.6 en III.7.3 (reglement bestuurders respectievelijk commissarissen aandelenbezit en –transacties) werd gemotiveerd met de stelling dat dit een privéaangelegenheid betreft.

In bijna een kwart van de aangetroffen uitleg verschilden de codeurs van opvatting voor wat betreft de plausibiliteit van de gegeven uitleg. Een groot deel had betrekking op argumenten die als 'overig' werden ingedeeld. Uit de resultaten bleek niet dat het verschil van opvatting van de codeurs te herleiden was tot de afwijking van een of meer specifieke best practice bepalingen.

Overzicht van de uitkomsten van de analyse van de kwaliteit van de uitleg:

<b>Kwaliteit van de uitleg (in percentages)</b>				
<b>Dimensie</b>	<b>Positief</b>	<b>Neutraal</b>	<b>Negatief</b>	<b>Onduidelijk</b>
Begrijpelijkheid	85	6	0	9
Controleerbaarheid	42	6	12	40
Legitimiteit	46	6	16	32
Plausibiliteit	45	6	15	34

Tot slot wordt opgemerkt dat de beoordeling van de kwaliteit van de uitleg aan de hand van de twee andere criteria, zijnde motief en tijdelijkheid, is meegenomen in paragraaf 1.4.

## 1.6 Niet naleven van codebepalingen

Ondanks de wettelijke verankering van de Code worden codebepalingen niet altijd nageleefd. Het gemiddelde niet-nalevingspercentage per codebepaling bedraagt 4%.<sup>6</sup>

Een aantal best practice bepalingen wordt duidelijk lager dan gemiddeld nageleefd. De onderstaande, in de tabel opgenomen, bepalingen betreffen die bepalingen waar in meer dan 10 individuele gevallen niet-naleving (van een onderdeel) is geconstateerd.

Meest niet-nageleefde best practice bepalingen (in absolute aantallen)					
Bepaling	Korte tekst	AEX	AMX	AMS	Lokaal
II.1.3	Aanwezigheid interne risicobeheersings-controle systeem: aanwezig in publieke bronnen	0	1	7	21
II.1.4	Verklaring omtrent interne risicobeheersing en controle **	1	2	2	13
II.1.5	Rapportage gevoeligheden resultaten vennootschap	0	0	0	13
II.2.1	Opties worden alleen voorwaardelijk toegekend	0	2	3	8
II.2.6	Reglement m.b.t. handelswijze bestuurders t.a.v. effectenbezit en transacties	0	0	3	7
II.2.9	Rapport remuneratiecommissie	5	2	4	14
II.2.10	Overzicht van het beloningsbeleid*	2	3	3	14
II.2.11	Belangrijkste elementen uit contract bestuurder openbaar	5	2	0	5
III.1.3	Profiel leden RvC**	1	1	1	7
III.1.5	Absentie lid RvC	0	5	6	20
III.1.7	Functioneren RvC	1	1	3	16
III.1.8	Bespreking strategie door RvC	6	3	6	15
III.3.1	Profielchets samenstelling raad van commissarissen	1	1	0	12
IV.1.4	Het reserverings- en dividendbeleid wordt op de AVA apart behandeld	2	0	5	16
IV.1.5	Voorstel tot uitkering van het dividend wordt op de AVA apart behandeld	2	1	2	9
IV.3.1	Webcasting analistenbijeenkomsten, presentaties en persconferenties voor alle aandeelhouders	0	1	2	19
IV.3.9	Publicatie gebruik beschermingsmaatregelen	1	1	2	9

\*) In II.2.10 genoemde overzicht bevat 12 onderdelen, cijfers in tabel zijn gemiddelde cijfers van alle afzonderlijke onderdelen.

\*\*\*) Het betreft een gemiddelde van deelbepalingen

Niet-naleving van (onderdelen van) best practice bepalingen komt het meest bij de lokale fondsen voor.

<sup>6</sup> Een niet-nalevingspercentage van 4% betekent dat per fonds-categorie 1 of 2 ondernemingen een best practice bepaling niet naleven.

## *1.7 Codebepalingen, nader toegelicht*

In deze paragraaf wordt dieper ingegaan op codebepalingen welke veelvuldig worden uitgelegd of relatief vaak niet worden nageleefd. Tot deze categorieën behoren ook de codebepalingen II.1.3 en II.1.4 betreffende de interne risicobeheersing alsmede verschillende codebepalingen uit hoofdstuk II.2 betreffende de beloning van bestuurders. De naleving van deze codebepalingen komt aan de orde in paragraaf 1.8 (II.1.3 en II.1.4) en in paragraaf 1.9 (hoofdstuk II.2).

### Codebepaling II.1.1

Best practice bepaling II.1.1 stelt dat een bestuurder wordt benoemd voor een periode van maximaal vier jaar. Voorts stelt deze codebepaling dat herbenoeming telkens voor een periode van maximaal vier jaar kan plaatsvinden. Acht vennootschappen leven deze codebepaling niet na. Vijfennegentig vennootschappen leggen uit waarom zij deze best practice bepaling niet toepassen. Uitleg wordt vooral gegeven door de AMX-fondsen (18 van de 22 AMX-fondsen), de AMS-fondsen (21 van de 25 AMS-fondsen) en de lokale fondsen (44 van de 56 lokale fondsen). Opvallend is het relatief hoge aantal AEX-fondsen (12 van de 24).

### Codebepaling II.1.5

Deze bepaling betreft het rapporteren van het bestuur over de gevoeligheid van de resultaten van de vennootschap ten aanzien van externe omstandigheden en variabelen.

Alle AEX-, AMS- en AMS-fondsen leven deze bepaling na, terwijl 13 lokale fondsen niets doen met de bepaling (er wordt door deze fondsen ook geen uitleg gegeven).

### Codebepaling III.1.3

Het toepassen van deze codebepaling betekent dat in het verslag van de raad van commissarissen een opgave wordt gedaan van feiten en omstandigheden die een individuele commissaris betreffen, namelijk: het geslacht, de leeftijd, het beroep, de hoofdfunctie, de relevante nevenfuncties, het tijdstip van benoeming en de lopende termijn waarvoor een commissaris is benoemd.

De twee onderdelen die het meest niet worden toegepast betreffen de opgaven van het geslacht en van de nationaliteit. Het weglaten van het geslacht maakt het niet goed mogelijk te bepalen hoeveel vrouwen in raden van commissarissen zijn vertegenwoordigd.

### Codebepaling III.1.5

Bepaling III.1.5. betreft de vermelding van frequent afwezige commissarissen in het verslag van de raad van commissarissen. Een meerderheid van alle vennootschappen past deze bepaling toe (92 van de 123 fondsen, oftewel 75%). Met name de lokale fondsen passen deze bepaling niet toe (20 van de 52). Voor de AMX- en AMS-fondsen geldt dat 5 (23%) respectievelijk 6 (24%) vennootschappen deze bepaling niet toepassen.



#### Codebepaling III.1.7

Bepaling III.1.7 schrijft voor dat de raad van commissarissen zijn eigen functioneren, alsmede het functioneren van de raad van bestuur bespreekt en daarover rapporteert in het verslag van de raad van commissarissen. Deze bepaling is van toepassing op 123 respectievelijk 122 van de 127 onderzochte vennootschappen. De overgrote meerderheid leeft deze bepaling na. Een relatief groot aantal lokale fondsen past deze bepaling echter niet toe. Het gaat hier om 12 (met betrekking tot rapportage over eigen functioneren), respectievelijk 16 (rapportage functioneren bestuursleden) fondsen, ofwel een 25 à 30% van de lokale fondsen.

#### Codebepaling III.1.8

Volgens bepaling III.1.8 dient de raad van commissarissen de strategie, risico's verbonden aan de onderneming, en de beoordeling door het bestuur van de opzet en werking van het risicobeheersings- en controlesysteem te bespreken en van deze besprekingen verslag te doen in het jaarverslag van de raad van commissarissen. Een vergelijkbaar beeld als boven ontstaat met betrekking tot de naleving van deze bepaling. Terwijl de meeste van de 123 vennootschappen deze toepassen, zijn het vooral de lokale fondsen waarvoor dit niet geldt. Daarbij zijn het vooral besprekingen met betrekking tot de risico's (10 gevallen uit 51) en de beoordeling van het risicobeheersings- en controlesysteem door het bestuur (15 uit 51) die in de verslagen van de raad van commissarissen ontbreken. Daarnaast ontbreekt de bespreking van de beoordeling door de raad van bestuur in een aantal gevallen ook voor de andere fondsen. In geval van de AEX en AMS fondsen gebeurt dit in 6 van 24, respectievelijk 6 van 25 gevallen.

#### Codebepalingen III.2.1 en III.2.3

Commissarissen dienen volgens bepaling III.2.1 onafhankelijk te zijn. Volgens de codebepaling mag hiervan voor maximaal één commissaris van de raad van commissarissen worden afgeweken. Codebepaling III.2.3 stelt dat het verslag van de raad van commissarissen melding dient te maken van het feit dat is voldaan aan best practice bepaling III.2.1 Daarbij dient te worden aangegeven welke commissaris de raad eventueel als niet-onafhankelijk beschouwd.

Het valt op dat een niet onaanzienlijk aantal fondsen de bepalingen toepast door de niet-naleving van één of beide bepalingen expliciet uit te leggen. Voor bepaling III.2.1 gaat het hierbij om 15 (voor de helft lokale) fondsen; voor bepaling III.2.3 is dit aantal 8. Een tiental fondsen past deze laatste bepaling niet toe, waarbij het opnieuw voor het merendeel gaat om lokale fondsen (6).

#### Codebepalingen III.3.1 en III.3.5

De raad van commissarissen moet zodanig zijn samengeteld dat hij zijn taak naar behoren kan vervullen. Best practices III.3.1 tot en met III.3.6 betreffen de profielschets, samenstelling, introductie, aantallen commissariaten, benoemingsduur/aantal periodes en het rooster van aftreden.

Best practice bepaling III.3.1 stelt dat de raad van commissarissen een profielschets moet opstellen inzake zijn omvang en samenstelling. Deze bepaling wordt 14 keer (waarvan 12 keer door lokale fondsen) niet nageleefd.

Best practice bepaling III.3.5 stelt dat een commissaris maximaal drie periodes van vier jaar in de raad van commissarissen zitting kan hebben. In totaal wordt 18 keer uitleg gegeven. Acht keer daarvan komen de fondsen uit de categorie lokaal in deze categorie wordt twee keer de bepaling niet nageleefd.

#### Codebepaling III.4.3

Best practice bepaling III.4.3 betreft de ondersteuning van de raad van commissarissen door een secretaris. Voorts bevat deze best practice bepaling een aantal voorschriften ten aanzien van de taken van de secretaris. In totaal 22 vennootschappen leggen deze best practice bepaling uit. Van deze groep maken 15 lokale fondsen deel. Nagenoeg al deze vennootschappen hanteren hier één argument: de grootte van de vennootschap staat het instellen van een aparte secretaris in de weg. Zes van de 125 vennootschappen (waarvan 4 lokaal) waarvoor deze bepaling relevant is leven de bepaling niet na.

#### Codebepaling III.7.3

Deze best practice bepaling betreft vaststelling van een reglement betreffende het aandelenbezit van en -transacties door commissarissen. Van deze bepaling wordt door 27 vennootschappen met uitleg afgeweken. Dit is een daling met bijna 50% ten opzichte van het boekjaar 2004.

Zes van de 111 vennootschappen waarvoor deze bepaling relevant is leven de bepaling niet na.

#### Codebepalingen IV.1.4 en IV.1.5

Deze codebepalingen betreffen de separate agendering voor een aandeelhoudersvergadering van het:

- reserverings- en dividendbeleid (IV.1.4); en
- voorstel tot uitkering van het dividend.

Twee AEX-, 5 AMS-, en 17 lokale fondsen passen bepaling IV.1.4 niet toe. Eén lokaal fonds legt uit waarom. Bepaling IV.1.5 geeft voor wat betreft de naleving en toepassing een vergelijkbaar beeld.

#### Codebepalingen onderdeel IV.3

Ten slotte heeft een aantal bepalingen betrekking op de informatievoorziening aan de algemene vergadering van aandeelhouders (onderdeel IV.3). Meer specifiek wordt er aandacht geschonken aan IV.3.1 (bijeenkomsten en presentaties worden vooraf op de website aangekondigd, kunnen door aandeelhouders gelijktijdig worden gevolgd en worden na afloop op de website geplaatst), IV.3.7 (plaatsing van een aandeelhouderscirculaire op de website) en IV.3.9 (vermelding van een overzicht van alle uitstaande of potentieel inzetbare beschermingsmaatregelen in het jaarverslag).

Allereerst blijkt dat de AEX-, AMX- en AMS-fondsen de bepalingen over het algemeen toepassen. Hierbij dient te worden opgemerkt dat met betrekking tot bepaling IV.3.1 bijna de helft van de AMS-fondsen de bepaling niet naleeft, maar een uitleg verschaft waarom dit zo is. Voor de lokale fondsen is het beeld afwijkend ten opzichte van de andere drie indices. Voor bepaling IV.3.1 geldt dat maar liefst 19 van de 56 fondsen (ofwel 34%) deze bepaling niet toepast, terwijl nog eens 25 fondsen (46%) uitleggen waarom de bepaling niet wordt nageleefd. Het beeld is minder afwijkend voor beide andere hier besproken bepalingen. Niettemin geldt dat in geval van bepaling IV.3.7 16 van de 56 fondsen (29%) deze bepaling niet toepast; voor bepaling IV.3.9 gaat het om 9 van de 53 fondsen (17%).

#### Codebepaling V.3.1

Deze bepaling betreft de betrokkenheid van de externe accountant en de auditcommissie bij het opstellen van het werkplan van de interne accountant.

De codebepaling wordt door alle fondsen nageleefd, tweeëntwintig vennootschappen doen dit echter door het geven van uitleg. Deze groep bestaat voor 70% uit lokale fondsen.

## 1.8 Interne risicobeheersings- en controlesystemen

### Codebepalingen en aanbevelingen van de Commissie

De raad van bestuur is verantwoordelijk voor het adequaat functioneren van risicobeheersings- en controlesystemen. De Code werkt deze verantwoordelijkheid uit in best practice bepalingen II.1.3 en II.1.4.

*II.1.3 In de vennootschap is een op de vennootschap toegesneden intern risicobeheersings- en controlesysteem aanwezig. Als instrumenten van het interne risicobeheersings- en controlesysteem hanteert de vennootschap in ieder geval:*

- a) risicoanalyses van de operationele en financiële doelstellingen van de vennootschap;*
- b) een gedragscode die in ieder geval op de website van de vennootschap wordt geplaatst;*
- c) handleidingen voor de inrichting van de financiële verslaggeving en de voor de opstelling daarvan te volgen procedures;*
- d) een systeem van monitoring en rapportering.*

*II.1.4 In het jaarverslag verklaart het bestuur dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen adequaat en effectief zijn en geeft hij een duidelijke onderbouwing hiervan. Het bestuur rapporteert in het jaarverslag over de werking van het interne risicobeheersings- en controlesysteem in het boekjaar. Het bestuur geeft daarbij tevens aan welke eventuele significante wijzigingen zijn aangebracht, welke eventuele belangrijke verbeteringen zijn gepland en dat één en ander met de auditcommissie en de raad van commissarissen is besproken.*

In haar eerste rapport heeft de Commissie het wenselijk geacht om op het terrein van best practice bepaling II.1.4 te komen met aanbevelingen omtrent de toepassing van dit principe. In dit geval spreekt de Commissie van *good practice*. De Commissie is van oordeel dat aan best practice bepaling II.1.4 wordt voldaan indien:

#### *1. Ten aanzien van financiële verslaggeving risico's:*

- wordt verklaard dat de risicobeheersings- en controlesystemen een redelijke mate van zekerheid geven dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden van materieel belang bevat;*
- wordt verklaard dat de risicobeheersings- en controlesystemen in het verslagjaar naar behoren hebben gewerkt;*
- wordt verklaard dat er geen indicaties zijn dat de risicobeheersings- en controlesystemen in het lopende jaar niet naar behoren zullen werken;*
- eventuele tekortkomingen die mogelijkerwijs materiële gevolgen kunnen hebben en in het verslagjaar respectievelijk het lopende jaar zijn geconstateerd worden gemeld, waarbij tevens aangebrachte of geplande verbeteringen worden aangegeven.*

2. Ten aanzien van andere risico's (operationele/strategische risico's en wet- en regelgeving risico's):

- een beschrijving van de risicobeheersings- en controlesystemen op basis van de geïdentificeerde belangrijke risico's wordt gegeven;
- indien van toepassing, belangrijke tekortkomingen die in het verslagjaar zijn geconstateerd worden gemeld, waarbij tevens aangebrachte of geplande verbeteringen worden aangegeven.

Voor wat betreft de inhoud van een "redelijke mate van zekerheid" dient uitgegaan te worden van wat als zodanig geldt voor een zorgvuldig handelende bestuurder in de gegeven omstandigheden.

Kernvraag in dit onderdeel is in hoeverre de aanbevelingen van de Commissie hebben geleid tot een verbetering in de naleving van de codebepalingen.

Daartoe is door de Rijksuniversiteit Groningen onderzocht welke onderdelen van de best practice bepalingen - aangevuld met de good practice aanbevelingen - worden toegepast, uitgelegd, dan wel niet nageleefd. Voorts heeft de Commissie in bijeenkomsten met accountants en commissarissen de interne risicobeheersings- en controlesystemen aan de orde gesteld.

#### Belangrijkste bevindingen

In onderdeel 1 van dit hoofdstuk (naleving van de Code) is vermeld dat best practice bepaling II.1.4, zoals ingevuld door de good practice van de Commissie, niet langer behoort tot de categorie veelvuldig uitgelegde best practice bepalingen. Terwijl deze bepaling in 2004 nog 24 maal werd uitgelegd, is dit in 2005 substantieel gedaald naar 11 maal. Best practice bepaling II.1.3 werd in totaal 12 maal uitgelegd. Beide bepalingen behoren echter nog steeds tot de minst nageleefde bepalingen. Hieronder wordt nader ingegaan op de naleving van de afzonderlijke onderdelen van de best practice bepalingen.

#### *Best practice bepaling II.1.3*

Van de 127 onderzochte ondernemingen leven 98 deze bepaling na. Voor zover vennootschappen de bepaling niet naleven, gaat het om het onderdeel dat een gedragscode op de website van de vennootschap wordt geplaatst. 29 vennootschappen hebben geen gedragscode op de website van de vennootschap geplaatst. Van de 29 ondernemingen zijn er 21 lokale fondsen, 7 AMS en 1 AMX.

In totaal leggen 14 fondsen één of meer onderdelen van deze bepaling uit (1 AMX, 1 AMS en 12 lokale fondsen). In 9 gevallen wordt uitgelegd waarom de vennootschap geen gedragscode op de website plaatst (1 AMS, 8 lokale fondsen). Eén AMS fonds legt voorts uit waarom er geen handleiding aanwezig is. Lokale fondsen geven ook over overige onderdelen van de bepaling uitleg: in 2 gevallen gaat het om uitleg over de afwezigheid van een risicobeheersings- en controlesysteem, in 3 gevallen om uitleg over de afwezigheid van risicoanalyses, eveneens in 3 gevallen over de afwezigheid van een handleiding en in 1 geval over de afwezigheid van een systeem van monitoring en rapportage.

#### *Best practice bepaling II.1.4*

In totaal geven 86 van de 124 fondsen die een intern risicobeheersings- en controlesysteem als bedoeld in II.1.3 hebben een verklaring af “dat de risicobeheersings- en controlesystemen een redelijke mate van zekerheid geven dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden van materieel belang bevat”. Zeven fondsen geven uitleg hierover en 31 geven geen verklaring (1 AEX, 3 AMX, 2 AMS en 25 lokale fondsen).

In totaal geven 84 van de 121 fondsen een verklaring af dat de risicobeheersings- en controlesystemen in het verslagjaar naar behoren hebben gewerkt. Dit onderdeel wordt door 6 fondsen uitgelegd en door 31 fondsen niet nageleefd (2 AEX, 4 AMX, 3 AMS en 22 lokale fondsen).

Ten aanzien van de financiële verslaggeving is het onderdeel dat het minst wordt nageleefd de verklaring dat er geen indicaties zijn dat de risicobeheersings- en controlesystemen in het lopende jaar niet naar behoren zullen werken (het zgn. *forward looking statement*). Dit onderdeel wordt door 49 fondsen niet nageleefd (5 AEX, 5 AMX, 5 AMS, 34 lokale fondsen).

De aanbeveling dat eventuele tekortkomingen die mogelijk materiële gevolgen kunnen hebben en in het verslagjaar respectievelijk het lopende jaar zijn geconstateerd worden gemeld, wordt door 118 van de 121 fondsen toegepast. Dat houdt in dat er ofwel geen tekortkomingen zijn geconstateerd, ofwel dat deze zijn gemeld. Van de fondsen waar tekortkomingen zijn gemeld, heeft één fonds niet aangegeven welke verbeteringen zijn aangebracht, terwijl twee fondsen geen geplande verbeteringen hebben vermeld.

Ten aanzien van de operationele en strategische risico's leveren 99 van de 121 fondsen een beschrijving. Twee fondsen geven hierover uitleg, terwijl 20 fondsen (waaronder 15 lokale fondsen) geen beschrijving geven.

Ten aanzien van de wet- en regelgevingrisico's geven 76 van de 121 fondsen een beschrijving. Twee fondsen leggen uit waarom ze geen beschrijving hebben, terwijl 43 fondsen (waaronder 7 AMX, 10 AMS en 23 lokale fondsen) geen beschrijving geven.

## 1.9 Beloning van bestuurders

Het bezoldigingsbeleid van bestuurders wordt in de Code voornamelijk uitgewerkt in onderdeel II.2 van de code. De naleving en toepassing van dit deel van de code ligt (net als vorig jaar) lager dan de naleving en toepassing van andere delen van de code.

In deze paragraaf wordt aandacht gegeven aan de naleving van de codebepalingen betreffende dit hoofdstuk van de code. In hoofdstuk 2 van deze rapportage wordt vervolgens dieper ingegaan op het onderwerp beloningen en beloningsbeleid.

### Remuneratierapport

Bepaling II.2.9 stelt dat het remuneratierapport van de raad van commissarissen een verslag bevat over de wijze waarop het remuneratiebeleid in het boekjaar 2005 is uitgevoerd en van het bezoldigingsbeleid voor het komende boekjaar en de jaren daarna. Het blijkt dat 119 van de 127 vennootschappen het remuneratierapport over het boekjaar hebben gepubliceerd in het jaarverslag of separaat op de website. Acht keer werd geen rapport aangetroffen, telkens bij lokale fondsen.

Van de bovengenoemde 119 vennootschappen beschrijven 115 het bezoldigingsbeleid in 2005, de overige vier vennootschappen leggen niet uit waarom ze dat niet doen. Het toekomstige beloningsbeleid wordt door 97 vennootschappen besproken. De overigen leggen uit waarom niet wordt toegepast.

### Niet-variabele beloning

Bepaling II.2.10 betreft de inhoud van het remuneratierapport van de raad van commissarissen. De eerste drie onderdelen van deze best practice bepaling betreffen de niet-variabele beloning.

- Het eerste onderdeel betreft de weergave van het relatieve belang van het variabele en niet-variabele deel van de bezoldiging, alsmede de onderbouwing daarvan. Deze bepaling is op alle vennootschappen van toepassing. 112 vennootschappen geven het relatieve belang van het variabele en niet-variabele deel van de bezoldiging weer, terwijl 71 dit ook motiveren.
- Het tweede onderdeel betreft de verantwoording van een eventuele absolute verandering van het niet-variabele deel van de bezoldiging. Voor 78 beursgenoteerde vennootschappen is sprake geweest van een dergelijke verandering. Hoewel de Code geen voorschriften formuleert over de absolute hoogte van de bezoldiging, is het toch de moeite waard op te merken dat ruim éénderde van de fondsen de vaste beloning niet heeft gewijzigd. Van de 78 vennootschappen die de vaste bezoldiging in het boekjaar wel hebben gewijzigd, leven 28 dit onderdeel van de best practice bepaling niet na. Het gaat hier voornamelijk om lokale fondsen, 22 in totaal.
- Het derde relevante onderdeel van best practice bepaling II.2.10 betreft informatie over de 'peer group' – dat is de groep van vennootschappen die als referentiekader dient bij de vormgeving van het bezoldigingsbeleid. De peer group wordt door 70 vennootschappen vermeld. Opvallend is dat van de 48 lokale fondsen waarvoor dit onderdeel van de best practice bepaling relevant is,

29 fondsen dit onderdeel niet naleven. Ook onder de AMS (9 van 24) en AMX-fondsen (7 van 21) is een substantieel aantal keren de conclusie 'niet naleven' getrokken.

### Opties en aandelen

Opties komen aan de orde in de best practice bepalingen II.2.1, II.2.2, II.2.4, II.2.5 en II.2.14.

Onderdeel II.2.3 behandelt het toekennen van aandelen om niet.

- Bepaling II.2.1 betreft het toekennen van voorwaardelijke opties aan bestuurders als bezoldigingscomponent. Eenzestig van de 127 beursgenoteerde vennootschappen kennen voorwaardelijke opties toe als onderdeel van de bezoldiging van bestuurders. Van deze 61 fondsen leven 48 de best practice bepaling na, waarvan 41 de bepaling toepassen en 7 dat niet doen, maar wel uitleggen waarom. Dertien vennootschappen leven deze bepaling niet na (8 hiervan zijn lokale fondsen).
- Bepaling II.2.2 betreft de situatie dat wanneer (in afwijking van II.2.1) door de betreffende vennootschap onvoorwaardelijke opties worden toegekend, twee condities worden gehanteerd, te weten: prestatiecriteria voor de toekenning van deze opties en een aanhoudperiode van minimaal drie jaar. Zeventien beursgenoteerde vennootschappen verstrekken onvoorwaardelijke opties.
- In best practice bepaling II.2.4 wordt voorgeschreven dat de uitoefenprijs van opties verifieerbaar dient te zijn. Eenzestig vennootschappen kennen een optieregeling. Vijftig hiervan passen de bepaling toe en 1 onderneming geeft uitleg. Tien ondernemingen leven de best practice bepaling niet na.
- Best practice bepaling II.2.5 zorgt ervoor dat de uitoefenprijs en de overige voorwaarden met betrekking tot toegekende opties gedurende de looptijd van de opties niet mogen worden aangepast, tenzij zich structuurwijzigingen ten aanzien van de aandelen voordoen of in de marktpraktijk omstandigheden optreden die aanpassing noodzakelijk maken. Wederom is de bepaling voor 61 van de 127 vennootschappen relevant. Voor 57 van deze 61 vennootschappen geldt dat voorwaarden en looptijd niet zijn aangepast. Voor 4 vennootschappen is sprake van aanpassingen: 3 van deze 4 vennootschappen noemen de reden van de aanpassing, de andere doet dat niet, maar legt de afwijking wel uit.
- Best practice bepaling II.2.14 betreft de transparantie ten aanzien van de door de beursgenoteerde vennootschap aan het bestuur en overige personeel toegekende opties. Volgens deze bepaling dient de vennootschap informatie te verstrekken over de waarde van de toegekende opties, evenals over de wijze waarop deze waarde is bepaald. Slechts 9 vennootschappen, waarvoor deze bepaling relevant is, verschaffen geen informatie over de waarde van de opties. Met betrekking tot het verstrekken van informatie over de waardebepaling blijkt dat 7 vennootschappen de bepaling op dit punt niet naleven. Uitleg vindt slechts één keer plaats.
- Best practice bepaling II.2.3 betreft het toekennen van aandelen om niet aan bestuurders. Achtenveertig van de 127 fondsen verstrekken aandelen om niet als onderdeel van het



bezoldigingsbeleid. Vrijwel alle fondsen met een aandelenregeling passen de best practice bepaling toe.

#### Contractduur, opzegtermijnen en afvloeiingsregelingen

Bepalingen ten aanzien van contractduur, opzegtermijnen en afvloeiingsregelingen zijn neergelegd in II.2.10 en in II.2.7.

In totaal 113 van de onderzochte 127 vennootschappen verschaffen informatie over de contractduur van bestuurders. Over de voor bestuursposities geldende opzegtermijnen wordt verhoudingsgewijs weinig informatie verschaft. Afvloeiingsregelingen worden doorgaans vaker beschreven (door 91 vennootschappen) en, zij het in minder mate, verantwoord (door 63 vennootschappen).

Bepaling II.2.7 geeft aan dat een ontslagvergoeding bij onvrijwillig ontslag van een bestuurder maximaal éénmaal het jaarsalaris bedraagt en voor een bestuurder in zijn eerste benoemingstermijn maximaal twee maal het jaarsalaris mag bedragen. Uit het onderzoek van de RuG komt naar voren dat 120 vennootschappen beschikken over een ontslagregeling. Voor de meerderheid van de fondsen geldt dat zij deze bepaling naleven. Vijf fondsen leven deze best practice bepaling niet na, waarbij het opvalt dat het in 3 gevallen om een AEX fonds gaat. Het naleven van de bepaling vindt in de overgrote meerderheid van de gevallen plaats door uit te leggen dat de code niet wordt nageleefd.

#### Overige beloningscomponenten

Onder de overige beloningscomponenten worden hier de persoonlijke leningen (II.2.8), pensioenregelingen, uittredingsregelingen (beide II.2.10) en bijzondere vergoedingen (II.2.12) gerekend.

- Best practice bepaling II.2.8 stelt dat een vennootschap aan bestuurders geen persoonlijke leningen en dergelijke verstrekt, tenzij wordt voldaan aan een drietal nader genoemde voorwaarden. Honderd en één van de 127 beursgenoteerde vennootschappen heeft als beleid dat geen leningen worden verstrekt. Slechts bij 26 vennootschappen is dit wel het geval (deze behoren voornamelijk tot de AEX, AMX of AMS).
- Onderdeel II.2.10 van de code heeft onder andere betrekking op de informatieverschaffing over overeengekomen regelingen voor vervroegd uittreden voor bestuurders. Van de 122 onderzochte vennootschappen, waarvoor dit aspect van belang is, geeft 111 een dergelijk overzicht. Verhoudingsgewijs veel van de lokale beursgenoteerde vennootschappen (in totaal 10 van de 51) leven dit onderdeel niet na.
- Best practice bepaling II.2.12 betreft de betaling van bijzondere vergoedingen aan (voormalige) bestuurders. Volgens deze bepaling dient de vennootschap in het remuneratierapport een uitleg op te nemen met betrekking tot de redenen waarom deze vergoeding is verleend. Slechts 14 beursgenoteerde vennootschappen hebben een dergelijke bijzondere vergoeding betaald. In vrijwel alle gevallen geven deze vennootschappen een verantwoording voor de verleende betaling in het remuneratierapport. Slechts in 2 gevallen wordt deze bepaling niet nageleefd.

### Prestatiecriteria

Best practice bepaling II.2.10. bevat de behandeling van prestatiecriteria voor het variabele deel van de bezoldiging.

In deze bepaling van de code wordt het volgende gevraagd:

- a. Een beschrijving van de prestatiecriteria waarvan een recht van de bestuurders op opties, aandelen of andere bezoldigingscomponenten van afhankelijk is.
- b. Een samenvatting van de methoden die worden gehanteerd om vast te stellen of aan de prestatiecriteria is voldaan.
- c. Indien de prestatiecriteria zijn gebaseerd op externe factoren: een samenvatting van de factoren die worden gebruikt om de vergelijking te maken (bijvoorbeeld de peer group of index).
- d. Een beschrijving van en verklaring over iedere belangrijke voorgestelde wijziging inzake de verwerving van variabele bezoldigingscomponenten.

Relatief veel AMX (4) en lokale fondsen (17) geven geen beschrijving van de prestatiecriteria en leven de bepaling niet na. Een samenvatting van de methoden die worden gehanteerd om vast te stellen of aan de prestatiecriteria is voldaan wordt door nog meer ondernemingen achterwege gelaten. Het betreft hier alle categorieën fondsen. Dit beeld geldt ook voor bovengenoemd onderdeel c. Onderdeel d wordt relatief goed nageleefd.

### 1.10 Naleving van de Code door 'buitenlandse' fondsen

Zoals reeds vermeld is de Code van toepassing op alle aan effectenbeurzen genoteerde ondernemingen met een statutaire zetel in Nederland. Dit betekent dat de Code van toepassing is op Nederlandse vennootschappen die enkel op buitenlandse beurzen genoteerd zijn en de Nederlandse kapitaalmarkt niet betreden (buitenlandse fondsen). De Code is daarentegen niet van toepassing op vennootschappen met een buitenlandse statutaire zetel en een notering aan Euronext Amsterdam.

Veel ondernemingen binnen de categorie *buitenlandse* fondsen beperken zich in de praktijk tot het geven van een algemene stelling (uitleg) betreffende de naleving van de Code. De toelichting bij het besluit tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag biedt hiervoor de ruimte.

In het RuG-onderzoek is overigens niet alleen gekeken naar Nederlandse fondsen die enkel genoteerd zijn in het buitenland maar ook naar buitenlandse fondsen die actief zijn op de Nederlandse kapitaalmarkt. Gelet op het feit dat de Code uitsluitend van toepassing is op de eerste categorie fondsen beperkt de Commissie zich tot deze gegevens.

De resultaten van het onderzoek laten zich als volgt samenvatten:

<b>Karakterisering van de naleving van de Code</b>	<b>Buitenlandse fondsen</b>
Vennootschap meldt expliciet dat de Nederlandse corporate governance code niet van toepassing is; al dan niet met de toevoeging dat de vennootschap zich aan een buitenlandse code conformeert.	0
Vennootschap meldt slechts dat een buitenlandse code wordt toegepast. Verder geen melding over de Nederlandse corporate governance code.	0
Vennootschap meldt dat zowel de Nederlandse corporate governance code als een buitenlandse code worden toegepast, maar meldt verder niets over de naleving van de Nederlandse corporate governance code.	3
Vennootschap meldt dat zowel de Nederlandse corporate governance code als een buitenlandse code worden toegepast én verschaft informatie hieromtrent.	5
Vennootschap geeft geen enkele informatie ter zake van de naleving van corporate governance codes.	1
Totaal aantal onderzochte ondernemingen	9

### 1.11 Aandachtspunten

Het onderzoek naar de naleving van de Code door beursgenoteerde ondernemingen wijst uit dat er ten opzichte van vorig boekjaar een duidelijke verbetering op het terrein van de naleving heeft plaatsgehad. Een gemiddeld nalevingspercentage van 96% is hoog te noemen maar desondanks valt er op een aantal onderdelen nog het een en ander te verbeteren. Specifiek kan het volgende worden gesteld:

- Ondanks de hoge naleving van de Code wijst de Commissie erop dat de naleving van de Code 100% hoort te zijn. Dit betekent niet dat de Commissie stelt dat alle code bepalingen onvoorwaardelijk dienen te worden toegepast. Afwijking van de Code is mogelijk mits dit door middel van uitleg transparant wordt gemaakt.
- Lokale fondsen blijven voor wat betreft de naleving van de Code achter bij de AEX-, AMX-, en AMS-fondsen. De slechtere naleving van de Code door deze ondernemingen kan niet worden verklaard door de kleinere omvang van deze ondernemingen. Het geven van uitleg bij afwijking van code bepaling is (ongeacht de omvang van de onderneming) altijd mogelijk. De Commissie is overigens wel bereid te bezien welke onderdelen van de Code relatief onnodig belastend zijn voor lokale fondsen. De Commissie heeft hiervoor specifieke consultatievragen opgesteld.
- Voor wat betreft de gegeven uitleg bij afwijking van de Code kan worden gesteld dat 85% van de gegeven uitleg als *begrijpelijk* kan worden gekwalificeerd. De controleerbaarheid van de gegeven uitleg (met behulp van publiek toegankelijke informatie) wordt in 47% van de gevallen als positief of neutraal bestempeld. In 12% van de gevallen is het oordeel hierover negatief. In de overige gevallen is geen eenduidig oordeel te geven over de controleerbaarheid van de gegeven uitleg. De Commissie roept ondernemingen op om in het volgende boekjaar expliciet aandacht te besteden aan de begrijpelijkheid en controleerbaarheid van de gegeven uitleg. Een gedegen uitleg impliceert dat deze te allen tijde begrijpelijk en controleerbaar is.

## 2. Activiteiten van aandeelhouders

### 2.1 Inleiding

In preambule nr. 3 van de Code staat dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben een integrale verantwoordelijkheid voor het afwegen van de belangen van alle betrokken partijen. Goed ondernemerschap (waaronder integer en transparant handelen van het bestuur) alsmede goed toezicht hierop (waarbij inbegrepen het afleggen van verantwoording over het uitgeoefende toezicht) zijn belangrijke voorwaarden voor het stellen van vertrouwen in de onderneming.

Het is aan aandeelhouders om het bestuur en de raad van commissarissen ter verantwoording te roepen omtrent het gevoerde beleid en de naleving van de Code. Zowel de inhoud van het hoofdstuk in het jaarverslag over de corporate governance structuur en het corporate governance beleid van de vennootschap als de verklaring over de naleving van de best practice bepalingen kunnen elk jaar, op initiatief van het bestuur of van één of meer aandeelhouders, in de algemene vergadering van aandeelhouders aan de orde worden gesteld.

Aandeelhouders spelen een belangrijke rol bij de handhaving van “checks and balances” in de vennootschap. Besluiten van het bestuur omtrent belangrijke veranderingen die de identiteit of het karakter van de onderneming raken dienen te worden goedgekeurd door de aandeelhoudersvergadering. In dit onderdeel wordt uiteengezet hoe vennootschappen en aandeelhouders in de praktijk omgaan met de Code, in het bijzonder in het kader van de algemene vergadering. In paragraaf 2.2 wordt stilgestaan bij het in opdracht van de Commissie verrichte onderzoek door Rematch. Na een uiteenzetting van de opzet van dit onderzoek wordt ingegaan op de bevindingen. Paragraaf 2.3 behelst de invloed van aandeelhoudersvergaderingen op vennootschappen. In paragraaf 2.4 wordt nader ingegaan op de aandeelhoudersvergadering. Verschillende aspecten worden in dit kader geanalyseerd. Paragraaf 2.5 staat stil bij het gebruik van beschermingsmaatregelen en certificering. In paragraaf 2.6 wordt ingegaan op de rol van institutionele beleggers. Paragraaf 2.7 bevat tot slot enkele aandachtspunten.

## *2.2. Aanpak*

Ter beoordeling van de activiteiten van aandeelhouders in 2005 heeft de Commissie onderzoek laten verrichten door Rematch. Dit onderzoek betreft 83 beursfondsen en 66 institutionele beleggers. In de analyse is stilgestaan bij verschillende aspecten, zoals:

- het functioneren van de aandeelhoudersvergadering;
- de invloed van aandeelhoudersvergaderingen op vennootschappen;
- analyse beschermingsmaatregelen en certificering van aandelen; en
- de rol van institutionele beleggers.

## 2.3 Invloed van aandeelhoudersvergaderingen op vennootschappen

### a. Opkomstpercentages

Voorwaarde voor het uitoefenen van invloed op aandeelhoudersvergaderingen is aanwezigheid of vertegenwoordiging. Een maatstaf hiervoor is het opkomstpercentage van stemgerechtigden bij aandeelhoudersvergaderingen. De gemiddelde opkomst op aandeelhoudersvergaderingen van vennootschappen is 56 %. Dit cijfer ligt nauwelijks hoger dan het gemiddelde opkomstpercentage van vorig jaar, dat 54% bedroeg.

Net als vorig jaar kennen de AEX fondsen (met een opkomstcijfer van 44%) een lager gemiddeld opkomstpercentage dan AMX fondsen (53%), AMS (63%) en de lokale fondsen (65%). Indien gecertificeerde vennootschappen buiten beschouwing worden gelaten (deze hebben een gemiddeld opkomstpercentage van 97%) dan komen de gemiddelde opkomstcijfers uit op:

- 44% voor alle onderzochte fondsen;
- 36% voor AEX fondsen;
- 39% voor AMX fondsen;
- 45% voor AMS fondsen; en
- 56% voor lokale fondsen.

De gemiddelde opkomstcijfers in 2006 zijn vergelijkbaar met de cijfers van 2005 en 2004.

### b. Aan de orde stellen van corporate governance onderwerpen

#### *Agendering van corporate governance*

Ondernemingen leggen over de gekozen corporate governance structuur en de naleving van de Code verantwoording af in het jaarverslag. Dit wordt behandeld tijdens de aandeelhoudersvergadering.

Best practice bepaling I.2 van de Code stelt (in aanvulling op het bovenstaande) dat elke substantiële verandering in de corporate governance structuur van de vennootschap en in de naleving van de Code als een apart agendapunt ter bespreking aan de aandeelhoudersvergadering wordt voorgelegd.

In 2006 heeft meer dan de helft van de onderzochte ondernemingen corporate governance niet als apart agendapunt geagendeerd voor de aandeelhoudersvergadering. Ter vergelijking: vorig jaar stond bij 90% van de ondernemingen corporate governance nog als apart agendapunt geagendeerd. Dit jaar komt het cijfer uit op 39%. Voorts is uit het onderzoek gebleken dat in acht gevallen aandeelhouders om een aparte agendering van corporate governance hebben verzocht.

Van de 39% van de bedrijven die corporate governance als apart onderwerp hebben geagendeerd, heeft 16% dit punt behandeld voorafgaand aan het agendapunt décharge van het bestuur over het gevoerde beleid.

De Commissie is van mening dat de behandeling van de onderwerpen betreffende het jaarverslag en corporate governance dienen te worden geagendeerd voorafgaand aan het agendapunt 'décharge van het bestuur over het gevoerde beleid'. De reden hiervoor is duidelijk omschreven in preambule nr. 8 van de Code. Hierin staat:

*“Indien (een deel van) de algemene vergadering van aandeelhouders bezwaar maakt tegen de corporate governance structuur en/of tegen de redengeving van afwijking van één of meer best practice bepalingen, dan kan zij, binnen en buiten de algemene vergadering van aandeelhouders, druk uitoefenen op het bestuur en de raad van commissarissen om de corporate governance structuur te wijzigen en/of de code beter na te leven. [...]. Mocht de discussie tussen de algemene vergadering van aandeelhouders of een groep van aandeelhouders en het bestuur en de raad van commissarissen ten aanzien van een zwaarwichtige kwestie toch in een impasse geraken, dan kunnen aandeelhouders gebruik maken van de hen ter beschikking staande rechten (binnen en buiten de algemene vergadering van aandeelhouders). Aandeelhouders kunnen binnen de algemene vergadering gebruik maken van de mogelijkheid om het bestuur geen décharge te verlenen over het gevoerde beleid en de raad van commissarissen over het uitgeoefende toezicht, het bezoldigingsbeleid aan te passen, en de raad van commissarissen en/of het bestuur te ontslaan. Eventueel kunnen aandeelhouders ook juridische procedures voeren, zoals het starten van een enquête- of jaarrekeningprocedure.”*

Een alternatieve, in preambule 7 van de Code neergelegde, route voor het voorleggen aan de aandeelhoudersvergadering van veranderingen in het corporate governance regime is het expliciet tijdens de aandeelhoudersvergadering stemmen over afwijkingen van de Code. Deze mogelijkheid wordt door acht bedrijven geboden.



### *Vragen en opmerkingen over het gevoerde beleid en corporate governance*

De meeste vragen en opmerkingen van aandeelhouders worden gemaakt over:

1. Corporate governance (22%). Binnen dit terrein is het onderwerp remuneratie van bestuurders dominant. Meer dan 40% van de corporate governance vragen en opmerkingen (ofwel 9% van het totaal) heeft hierop betrekking. Het aandeel van vragen en opmerkingen over de interne risicobeheersing bedraagt binnen de categorie corporate governance bijna 24% (ofwel 5% van het totale aantal vragen en opmerkingen).
2. Het uitvoeren van het ondernemingsplan (18%);
3. Jaarrekening (11%).

Tijdens de aandeelhoudersvergadering worden ook vragen over corporate governance gesteld indien corporate governance niet als apart agendapunt geagendeerd staat. In totaal zijn er in 2006 tijdens aandeelhoudersvergaderingen 713 vragen over corporate governance gesteld. Daarvan hebben er 323 betrekking op de Code (45%). Vorig jaar werden bij de onderzochte ondernemingen 400 vragen over de Code gesteld.

AEX-fondsen worden procentueel het meest geconfronteerd met vragen over de Code (63%); AMS-fondsen het minst (6%). De AMX-fondsen nemen een middenpositie in met 33%. De AEX-fondsen nemen dit jaar 69% van alle vragen over de Code voor hun rekening tegen 42% in 2005.

#### c. Stemgedrag aandeelhouders

Op aandeelhoudersvergaderingen wordt over een groot deel van de besprekpunten gestemd<sup>7</sup> door de aandeelhouders. Het aantal punten waarover gestemd kon worden bedroeg dit jaar 842 (in 2005 was dit aantal 798). Het gaat om gemiddeld 10 stemmen per aandeelhoudersvergadering. Bij 45% van de stemmen werd een of meer tegenstemmen uitgebracht. Dit percentage is ten opzichte van vorig jaar nauwelijks veranderd.

Bij de AEX fondsen ligt het percentage agendapunten met één of meer tegenstemmen hoger, namelijk op 75% (in 2005 bedroeg dit 87%). Lagere percentages zijn er bij:

- AMX fondsen: 39%
- AMS fondsen: 26%
- Lokale fondsen: 21%

In de meeste bovengenoemde gevallen bedraagt het percentage uitgebrachte tegenstemmen in 2006 minder dan 1% van het totale aantal uitgebrachte stemmen. Het percentage uitgebrachte tegenstemmen is op een aantal terreinen hoger dan 1%, namelijk bij:

- machtiging uitgifte aandelen (gemiddeld percentage uitgebrachte tegenstemmen): 10% (in 2005: 13,01%)
- uitsluiting voorkeursrecht aandeelhouders: 6,03% (in 2005: 12,6%)

---

<sup>7</sup> Het gaat hier om agendapunten waarover (anders dan bij acclamatie) over wordt gestemd.

- bezoldigingsbeleid bestuurders (gemiddeld percentage uitgebrachte tegenstemmen): 2,75% (in 2005: 6,96%)
- bezoldiging bestuurders: 2,77% (in 2005: 1,57%).

In aanvulling op het bovenstaande overzicht kan worden gemeld dat het gemiddelde percentage uitgebrachte tegenstemmen (bij agendapunten waar een of meer tegenstemmen zijn uitgebracht ten opzichte van 2005 is gedaald van 2,9% naar 1,8%.

#### d. Het optreden van de externe accountant in de aandeelhoudersvergadering

Bij circa driekwart van de onderzochte ondernemingen is tijdens de aandeelhoudersvergadering de accountant expliciet geïntroduceerd. In 2005 bedroeg het percentage ter zake 86%.

Het percentage ondernemingen dat in 2006 heeft aangegeven dat er vragen konden worden gesteld aan de externe accountant bedraagt 46%. Tussen de categorieën onderzochte beursfondsen bestaan echter grote verschillen. De AEX-fondsen kennen het hoogste gemiddelde percentage (65%). De AMX-fondsen daarentegen het laagste (32%). Het is opvallend dat in 2005 deze percentages significant hoger lagen. Het gemiddelde percentage ondernemingen dat in 2005 heeft aangegeven dat er vragen konden worden gesteld aan de externe accountant bedroeg 82%.

Het totale aantal reacties en opmerkingen afkomstig van de externe accountant is gering. Het gaat om in totaal 20 reacties/opmerkingen. Vergeleken met vorig jaar is dit aantal met een derde teruggelopen.

#### e. Bijzondere aandeelhoudersvergaderingen

In de periode 1 september 2005 tot 1 september 2006 zijn er bij de onderzochte bedrijven in totaal 22 bijzondere aandeelhoudersvergaderingen gehouden. Per eind september waren daarvan 10 notulen beschikbaar en 3 besluitenlijsten.

De bijzondere aandeelhoudersvergaderingen werden met name bijeengeroepen naar aanleiding van:

- (her)benoeming van een lid van de raad van bestuur (7keer);
- statutenwijziging (4 keer); en
- fusie/overname (4 keer).

Vergeleken met de vorige onderzoeksperiode is het aantal bijzondere aandeelhoudersvergaderingen ruimschoots verdubbeld.

## 2.4 De aandeelhoudersvergadering - een nadere analyse

Op verzoek van de Commissie is dit jaar door de onderzoekers expliciet aandacht besteed aan de voorbereiding van de aandeelhoudersvergadering. In deze paragraaf wordt stilgestaan bij de belangrijkste functies van de aandeelhoudersvergadering en de wijze waarop deze wordt voorbereid.

### a. De aandeelhoudersvergadering – formeel kader

De wet geeft aan de aandeelhoudersvergadering een besluitvormende rol. Gebruikelijke onderwerpen op de agenda van de aandeelhouders vergadering zijn:

1. vaststelling van de winstverdeling;
2. goedkeuring van de jaarrekening;
3. vaststelling van het jaarverslag;
4. déchargeverlening aan de leden van de raad van bestuur en van de raad van commissarissen;
5. benoeming en ontslag van de onder 4. genoemde leden; en
6. verlenen van machtiging aan het bestuur om (binnen bepaalde grenzen) aandelen te kunnen emitteren en/of in te kopen.

Het centrale document op de aandeelhoudersvergadering is het jaarverslag. In het jaarverslag wordt verantwoording afgelegd over het gevoerde beleid (en het gehouden toezicht daarop) en inzicht gegeven in het toekomstperspectief van de betrokken onderneming.

### b. Voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering

Een belangrijk onderwerp betreft de zogenoemde pre-aandeelhoudersvergadering-fase (pre-AVA). Mede aan de hand van zelfstandig uitgevoerd onderzoek van de Commissie<sup>8</sup>, kunnen bij de pre-AVA de volgende elementen worden onderscheiden:

- **Publicatie jaarresultaten.** Enige tijd voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering worden de jaarresultaten gepubliceerd. Veel bedrijven lichten de jaarresultaten op een **analisten- en persbijeenkomst** toe.
- **Roadshow.** In aanvulling op de presentatie voor analisten en pers houden veel bedrijven een *roadshow* om een en ander toe te lichten aan vooral professionele, grote beleggers. De aard van de bijeenkomsten varieert van **one-on-ones** tot bijeenkomsten met meer beleggers tegelijk.
- **Publicatie agenda aandeelhoudersvergadering.** Deze fase is meer organisatorisch afgestemd op de eigenlijke aandeelhoudersvergadering. De agenda wordt opgesteld en publiek gemaakt. De oproep voor de vergadering geschiedt via advertenties in dagbladen.

Uit de reacties op de vragenlijst over de rol van de aandeelhouders is gebleken:

---

<sup>8</sup> Zie de website ([www.commissiecorporategovernance.nl](http://www.commissiecorporategovernance.nl)) voor de resultaten van de door de Commissie uitgezette vragenlijst inzake het functioneren van de aandeelhoudersvergadering.

- Een meerderheid van de ondernemingen laat de RvB (en dan meestal de voorzitter van de raad van bestuur en de CFO) en/of de directeur Investor Relations (IR) de dialoog met individuele aandeelhouders voeren.
- De voorzitter van de raad van commissarissen komt in de regel alleen in beeld tijdens de aandeelhoudersvergadering of indien sprake is van een tegenstrijdig belang bij het bestuur.
- De meeste bedrijven zeggen individuele aandeelhouders niet vooraf over strategische beslissingen te consulteren, maar er wordt wel naar de mening van individuele aandeelhouders geluisterd. Beleggers onderschrijven dit beeld. Een meerderheid van ondernemingen geeft aan dat het consulteren van aandeelhouders in de toekomst wel wenselijk dan wel onvermijdelijk zal zijn.

#### c. de feitelijke aandeelhoudersvergadering

Bij de aandeelhoudersvergadering zelf kunnen veelal de volgende gemeenschappelijke elementen worden onderscheiden:

- Namens de vennootschap opent de voorzitter van de raad van commissarissen de vergadering. In het openingswoord wordt vaak ingegaan op de organisatie van de aandeelhoudersvergadering (stemprocedures, spreektijden, etc.).
- De voorzitter van de raad van bestuur geeft meestal een presentatie.
- Vervolgens wordt de agenda afgehandeld.

In het onderzoek van Rematch is expliciet gekeken naar de inhoud van de presentatie van de voorzitter van de raad van bestuur. Hierover kan het volgende worden opgemerkt:

- In 86% van de gevallen wordt in de presentatie aandacht geschonken aan de uitvoering van het ondernemingsplan
- Bij 71% van de bedrijven is de jaarrekening opgenomen in de presentatie.
- Corporate governance wordt niet vaak in presentaties aangesneden (het gaat hier om 17% van de gevallen).
- Over de remuneratie van bestuurders wordt in 1% van de presentaties gesproken.

Mede vanwege de toenemende internationale samenstelling van besturen van Nederlandse ondernemingen en de aandeelhoudersbasis wordt het Engels in toenemende mate de voertaal op de aandeelhoudersvergadering.

## 2.5 Beschermingsmaatregelen en certificering van aandelen

### Wijzigingen in zeggenschapsverhoudingen

Ten opzichte van het onderzoek van vorig jaar zijn er bij negen vennootschappen formele wijzigingen opgetreden in de zeggenschapsverhoudingen.

- Bij drie vennootschappen ging het om de volgende wijzigingen:
  - a) Het afschaffen van de zogenoemde 1%-regeling in verband met de beëindiging van het beschermingskarakter van de certificering.
  - b) De verruiming van het recht om beschermingspreferente aandelen te mogen emitteren (van 50% naar 100% van het uitstaande bedrag aan gewone aandelen en, indien van toepassing, preferente aandelen).
- Twee vennootschappen hebben de prioriteitsaandelen respectievelijk de beschermingspreferente aandelen afgeschaft.
- Twee vennootschappen hebben de certificering van hun aandelen beëindigd.
- Bij één vennootschap is het bijzondere aandeel van de Staat vervallen.
- Eén vennootschap heeft de bevoegdheid van de raad van bestuur om zelf zijn voorzitter te mogen kiezen aangepast in die zin dat de raad van bestuur en de raad van commissarissen gezamenlijk zullen bepalen wie de voorzitter van de raad van bestuur wordt.

### Administratiekantoren

Ten aanzien van de beschikbaar gestelde documentatie door administratiekantoren zijn de belangrijkste wijzigingen ten opzichte van 2005 als volgt samen te vatten:

- De notulen van de aandeelhoudersvergadering van de betrokken ondernemingen zijn altijd bij administratiekantoren aanwezig (tegen 63% van de gevallen in 2005).
- De beschikbaarheid van de statuten van de administratiekantoren (via de websites van de betrokken ondernemingen) is teruggelopen van 92% in 2005 naar 79% in 2006.
- Bij vier administratiekantoren is expliciet de onafhankelijkheid van het bestuur besproken (tegenover twee gevallen vorig jaar).
- Bij elf ondernemingen kan een vergadering van certificaathouders bijeen worden geroepen (tegenover acht ondernemingen vorig jaar).

Uit het onderzoek van Rematch kan worden afgeleid dat het belang van certificaathouders aan gewicht heeft gewonnen. Bij alle administratiekantoren (tegenover zes in 2005) richt het administratiekantoor zich primair naar het belang van de certificaathouders. Op één administratiekantoor na worden zonder enige beperkingen door de administratiekantoren stembolmachten verleend (tegenover zes in 2005). Bij elf administratiekantoren (tegenover vier vorig jaar) kunnen certificaathouders een bindende steminstructie geven aan het administratiekantoor.

## 2.6 Institutionele beleggers

Hoofdstuk IV.4 van de Code heeft betrekking op de verantwoordelijkheid van Nederlandse institutionele beleggers. In de Code wordt ervan uitgegaan dat deze institutionele beleggers primair in het belang van hun achterliggende begunstigden of beleggers handelen. Institutionele beleggers hebben, volgende de Code, een verantwoordelijkheid jegens hun achterliggende begunstigden om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen.<sup>9</sup>

Hoofdstuk IV.4 bevat drie best practice bepalingen:

- Bepaling IV.4.1 stelt dat institutionele beleggers jaarlijks (in ieder geval op hun website) hun stembeleid publiek maken.
- Bepaling IV.4.2 betreft het jaarlijks verslag (op de website en/of in het jaarverslag) van de uitvoering van het stembeleid.
- Bepaling IV.4.3 vergt van institutionele beleggers (ten minste éénmaal per kwartaal) dat de het feitelijke stemgedrag op aandeelhoudersvergaderingen publiek wordt gemaakt (via de website).

Dit jaar zijn 66 institutionele beleggers onderzocht (tegenover 20 vorig jaar). In het onderzoek worden twee categorieën institutionele beleggers onderscheiden voor welke de naleving van de Code relevant is, namelijk: i. pensioen- en beleggingsfondsen; ii. banken en verzekeraars.

Naast de twee bovengenoemde categorieën wordt ook aandacht besteed aan buitenlandse institutionele beleggers. Buitenlandse institutionele beleggers zijn dominant aanwezig op de Nederlandse kapitaalmarkt. Uit onderzoek is gebleken dat 75% van het kapitaal belegd in aan Euronext Amsterdam genoteerde fondsen afkomstig is uit het buitenland.

Het gemiddelde nalevingspercentage van de Code door de onderzochte institutionele beleggers komt uit op bijna 30 %.

### Algemene informatie over corporate governance

Vijfenvertig procent van de onderzochte institutionele beleggers heeft algemene informatie over corporate governance op de eigen website staan. De cijfers per deelcategorie zijn:

- pensioen- en beleggingsfondsen: 58%.
- banken en verzekeraars: 22%
- buitenlandse institutionele beleggers: 38%

---

<sup>9</sup> Er bestaat geen eenduidige omschrijving van de relatie tussen institutionele belegger en achterliggende begunstigde. Verzekeraars verschaffen achterliggende begunstigden in de regel garanties op het behalen van bepaalde resultaten. Een verzekeraar belegt (anders dan bijvoorbeeld een *mutual fund*) niet voor risico en rekening van de achterliggende begunstigde. De aard van de verantwoording van een verzekeraar aan achterliggende begunstigden verschilt hierdoor wezenlijk van de aard van verantwoording van een *mutual fund*.

### Stembeleid

Het stembeleid wordt door 32% van de institutionele beleggers op de website gepubliceerd. Dit wordt relatief het meest gedaan door de categorie pensioenfondsen/beleggingsfondsen (45%). De bank/verzekeraars (22%) en de buitenlandse institutionele beleggers (15%) blijven achter.

### Uitoefenen van het stemrecht

De bepalingen van de Code ten aanzien van de jaarlijkse publicatie over het uitoefenen van het stemrecht en de kwartaalrapportage wordt door bijna 30% opgevolgd. Ook hier zijn het de pensioenfondsen/beleggingsfondsen (33%) die het voortouw nemen. De bank/verzekeraars (22%) en de buitenlandse institutionele beleggers (15%) blijven ook hier achter.

### Rapportages over het uitgevoerde stembeleid

Best practice bepaling IV.4.3 wordt door 26% van de institutionele beleggers nageleefd. De pensioenfondsen/beleggingsfondsen scoren 37%, de bank/verzekeraars 11% en de buitenlandse institutionele beleggers 15%.

## *2.7. Aandachtspunten*

De gemiddelde opkomstpercentages van de aandeelhoudersvergadering zijn (net als vorig jaar) laag. Het gevolg van dergelijk lage opkomstpercentages is dat de aanwezige aandeelhouders een onevenredig zware stempel kunnen drukken op het verloop van de aandeelhoudersvergadering. De Commissie spreekt haar hoop uit dat de inzet van elektronische hulpmiddelen zal bijdragen aan hogere opkomstpercentages in de toekomst. De wet tot bevordering van het gebruik van elektronische communicatiemiddelen bij de algemene vergadering, die op 1 januari 2007 in werking zal treden, biedt vennootschappen een juridische basis voor de inzet van deze communicatiemiddelen.

De Commissie is kritisch over de plaats die de behandeling van corporate governance in de regel krijgt toebedeeld op de agenda van de aandeelhoudersvergadering. De Commissie is van mening dat uit de Code volgt dat de behandeling van de onderwerpen betreffende het jaarverslag en corporate governance, dienen te worden geagendeerd voorafgaand aan het agendapunt 'décharge van het bestuur over het gevoerde beleid'.

Positief kan worden geoordeeld over de veranderingen die zich hebben voorgedaan op het terrein van certificering en beschermingsconstructies. De meeste administratiekantoren verlenen zonder enige beperkingen stemvolmachten aan certificaathouders. Hiermee wordt recht gedaan aan best practice bepaling IV.2.8. Ook het feit dat certificaathouders in toenemende mate bindende steminstructies kunnen geven aan het administratiekantoor valt te prijzen.

De nalevingcijfers van de Code door institutionele beleggers zijn (net als vorig jaar) laag. De Commissie betreurt dit, zeker gezien het feit dat de effectiviteit van de Code voor een belangrijk deel steunt op een actieve houding van aandeelhouders.



### 3. Internationale ontwikkelingen

Hieronder volgt een overzicht<sup>10</sup> van de belangrijkste internationale ontwikkelingen op het terrein van corporate governance sinds november 2005.<sup>11</sup>

#### Europese Unie

De Europese Commissie heeft op 10 januari 2006 een voorstel voor een richtlijn aandeelhoudersrechten gepubliceerd met het oog op het vergemakkelijken van het grensoverschrijdend uitoefenen van stemrechten door de introductie van minimum normen, bijvoorbeeld met betrekking tot de oproepingstermijn, het agenderingsrecht en het recht om vragen te stellen. Het European Corporate Governance Forum heeft op 24 juli 2006 een aanbeveling over het voorstel gedaan om intermediairs te verplichten de uitoefening van het stemrecht door hun cliënten te faciliteren. Over het voorstel vinden onderhandelingen plaats in de Raad en het Europees Parlement.

Het European Corporate Governance Forum heeft op 6 maart 2006 een verklaring uitgebracht over het “pas toe of leg uit” beginsel. Om de effectiviteit van het beginsel te waarborgen dient er een werkelijke verplichting om toe te passen of uit te leggen te bestaan, dient er een hoog niveau van transparantie te zijn en dienen aandeelhouders het bestuur hierop te kunnen aanspreken.

Op 15 april 2006 heeft de Europese Commissie offertes verzocht voor onderzoek naar “Proportionality between ownership and control in EU listed companies”. Op 26 september 2006 is bekend geworden dat het onderzoek zal worden verricht door Institutional Shareholder Services, Sherman & Sterling en European Corporate Governance Institute.

De Raad en het Europees Parlement hebben op 17 mei 2006 richtlijn 2006/43/EG aangenomen (ter aanpassing van de Achtste richtlijn vennootschapsrecht). De richtlijn beoogt de wettelijke accountantscontrole te versterken en te harmoniseren. De richtlijn introduceert onder meer de verplichting tot het instellen van een Audit Commissie voor beursgenoteerde vennootschappen.

De Raad en het Europees Parlement hebben op 14 juni 2006 richtlijn 2006/46/EG aangenomen (ter aanpassing van de Vierde en Zevende richtlijn vennootschapsrecht over de jaarrekening). De richtlijn introduceert een verplichting tot het publiceren van transacties met verbonden partijen (“related parties”) en buiten de balans vallende regelingen. Tevens introduceert de richtlijn de verplichting om een corporate governance verklaring als apart onderdeel van het jaarverslag openbaar te maken.

Het European Corporate Governance Forum heeft op 24 juli 2006 een verklaring uitgebracht over interne risicobeheersing. Het Forum ziet op dit moment geen noodzaak om op Europees niveau een

---

<sup>10</sup> Het overzicht bevat een samenvatting van de ontwikkelingen. Voor een compleet overzicht wordt verwezen naar de websites van de genoemde organisaties.

<sup>11</sup> Het overzicht is totstandgekomen met behulp van onderzoek verricht door de Univeriteit van Tilburg.

verplichting te introduceren dat het bestuur verklaart dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen effectief zijn.

#### Verenigd Koninkrijk

Op 13 oktober 2005 heeft de Financial Reporting Council een Revised Turnbull Guidance inzake de interne risicobeheersing gepubliceerd. Deze is van toepassing op beursgenoteerde vennootschappen sinds 1 januari 2006. De wijzigingen ten opzichte van de Turnbull Guidance uit 2003 zijn beperkt:

- Een nieuw voorwoord is toegevoegd teneinde boards aan te sporen steeds opnieuw de toepassing van de guidance te bekijken en om de verklaring omtrent interne risicobeheersing te beschouwen als een kans om met aandeelhouders te communiceren hoe boards omgaan met interne risicobeheersing- en controle.
- De introductie is opnieuw ingedeeld om de boodschap te versterken dat de guidance is bedoeld om gezonde bedrijfsvoering weer te geven, evenals om vennootschappen te helpen om aan de interne risicobeheersingsvoorschriften van de Combined Code te voldoen.
- De verantwoordelijkheid van directors is verduidelijkt in de zin dat van directors worden verwacht dat zij dezelfde standaard van zorgvuldigheid (“care”) aan de dag leggen wanneer zij de effectiviteit van de interne risicobeheersing bekijken als wanneer zij hun algemene verantwoordelijkheden uitoefenen.
- De guidance voor interne audit is verplaatst naar de Smith guidance on audit committees.
- Boards dienen te bevestigen in het jaarverslag dat noodzakelijke actie is of wordt ondernomen om significante tekortkomingen of zwakheden die zijn geïdentificeerd in het kader van het interne risicobeheersingsproces te verbeteren en zij dienen in het jaarverslag de informatie op te nemen die zij nodig achten om aandeelhouders in staat te stellen de belangrijkste kenmerken van het risicobeheersingsproces en systeem van interne controle te begrijpen.

Op 27 juni 2006 is een beperkt aantal wijzigingen aangebracht in de Combined Code on Corporate Governance. De belangrijkste wijzigingen zijn de volgende:

- De beperking dat de voorzitter van de board niet in het remuneration committee zitting neemt wordt aangepast in de zin dat hij deel mag nemen als hij als onafhankelijk wordt beschouwd, al wordt aanbevolen dat hij dit committee niet voorziet.
- Op het volmachtformulier wordt een optie “vote withheld” aangebracht om aan te geven dat een aandeelhouder weliswaar niet tegen een voorstel stemt, maar wel bedenkingen heeft.
- Aanbevolen wordt dat vennootschappen op hun website de gegevens van de volmachten publiceren indien er wordt gestemd door middel van handopsteking.

Op 8 november 2006 is de Companies Act 2006 aangenomen. De wet is het resultaat van acht jaar voorbereiding om de Companies Act 1985 compleet te herzien. Doel van de wet is met name om het vennootschapsrecht te vereenvoudigen voor kleine ondernemingen. De belangrijkste wijzigingen betreffen:

- De verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid van bestuurders wordt in de wet neergelegd. Onder meer wordt bepaald dat bestuurders moeten handelen in het belang van de aandeelhouders, maar daarbij rekening dienen te houden met de langere termijn en de belangen van werknemers, leveranciers, afnemers en het milieu;
- De verplichting voor beursgenoteerde vennootschappen om in de verslaggeving aandacht te besteden aan de toekomst, inclusief de risico's en kansen;
- Het wordt gemakkelijker voor indirecte beleggers om hun rechten uit te oefenen. Aandeelhouders kunnen eveneens de aansprakelijkheid van de externe accountant jegens de vennootschap beperken tot hetgeen "fair and reasonable" is;
- De introductie van een nieuwe sanctie voor het opzettelijk verschaffen van misleidende of bedrieglijke informatie in het audit report;
- De introductie van de verplichting tot het publiceren van het stembeleid van institutionele beleggers
- Voor kleinere vennootschappen is niet langer een secretaris vereist, noch het houden van een jaarlijkse algemene vergadering. Bovendien zijn de modelstatuten aangepast.

De wet zal in onderdelen in werking treden vanaf januari 2007 tot oktober 2008 en geldt voor het gehele Verenigd Koninkrijk.

#### Duitsland

Op 1 november 2005 zijn het Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) en het Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG) in werking getreden. Het KapMuG introduceert de mogelijkheid tot het instellen van een "class action". De belangrijkste onderdelen van het UMAG betreffen:

- de vennootschap kan eenvoudiger een actie tot schadevergoeding bij de rechter instellen wegens tegen het bestuur en de raad van commissarissen;
- de mogelijkheid voor aandeelhouders tot het instellen van een actie tot vernietiging van een besluit wordt beter beschermd tegen misbruik;
- er is een registratiedatum ingevoerd van 21 dagen, zodat het voor aandeelhouders gemakkelijker wordt om hun stemrecht uit te oefenen.

Op 12 juni 2006 zijn wijzigingen aangebracht in de Deutsche Corporate Governance Kodex. De belangrijkste wijzigingen betreffen:

- de bezoldiging van individuele bestuurders dient te worden openbaar gemaakt;
- de duur van een normale aandeelhoudersvergadering zou moeten worden beperkt tot 4 tot 6 uur.

Op grond van § 161 Aktiengesetz dienen het bestuur en de raad van commissarissen van beursgenoteerde vennootschappen jaarlijks te verklaren dat de Kodex wordt toegepast of uit te leggen welke aanbevelingen niet worden toegepast.

## Italië

In maart 2006 is in Italië de nieuwe Codice di Autodisciplina di Società Quotate gepubliceerd. Deze bevat veel wijzigingen ten opzichte van de vorige versie. De belangrijkste wijzigingen zijn:

- Er wordt een zgn. *lead independent director* geïntroduceerd ingeval de voorzitter en de gedelegeerd bestuurder dezelfde zijn;
- Met betrekking tot de onafhankelijkheid van bestuurders gaat de inhoud boven de vorm in de waardering van onafhankelijkheid. Er worden voorbeelden gegeven van criteria van onafhankelijkheid. Het *collegio sindacale* is betrokken bij het correct toepassen van de criteria en er wordt voorzien in aparte vergaderingen voor onafhankelijke raadgevers.
- De definitie van de structuur en de modaliteiten van de bezoldiging is aangepast, met onderscheid tussen uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders. Tevens zijn de taken van de remuneratiecommissie gespecificeerd;
- De interne controle regeling is aangepast in het licht van de evolutie van de internationale *best practice*. De rollen en verhoudingen tussen de betrokkenen (m.n. tussen het *collegio sindacale* en de interne controle commissie) zijn verduidelijkt;
- De regeling inzake tegenstrijdig belang is aangepast;
- Over de keuze voor een monistisch of een dualistisch bestuursmodel en de motivering daarvan dient transparantie te worden betracht.

Italiaanse ondernemingen zijn niet wettelijk verplicht om de Code na te leven. De monitoring van de Code vindt plaats door Borsa Italiana.

## Spanje

In mei 2006 is in Spanje de nieuwe Código Unificado de Buen Gobierno gepubliceerd. Belangrijkste onderdelen zijn:

- Bindende criteria voor onafhankelijke bestuurders;
- Statuten van de vennootschap zouden beperkingen van stemrecht of andere beschermingsconstructies moeten bevatten;
- Het aantal uitvoerende bestuurders dient zo klein mogelijk te zijn;
- Het aantal onafhankelijke bestuurders dient een derde te bedragen;
- Introductie van de *lead independent director*;
- Aanbeveling over gender diversiteit;
- Het remuneratierapport zou ter adviserende stemming aan de AvA moeten worden voorgelegd;
- Bezoldiging van individuele bestuurders in het remuneratierapport;
- Introductie van een klokkenluiserregeling.

Op de Código is het "pas toe of leg uit" beginsel van toepassing (artikel 116 van de Ley del Mercado de Valores).

## Verenigde Staten

Op 14 september 2006 is de regeling van de SEC die bepaalde buitenlandse vennootschappen uitstel verleent om met betrekking tot het deponeren van een verklaring omtrent interne risicobeheersing verlengd tot het fiscale jaar dat eindigt op of na 15 juli 2007.

Op 7 november 2006 zijn nieuwe SEC regels van kracht geworden over de transparantie van bezoldiging van executives en directors, transacties met verbonden partijen, de onafhankelijkheid van directors en het aandelenbezit van directors. De wijzigingen hebben als oogmerk om proxy and information statements, rapporten en registration statements gebruiksvriendelijker te maken en aandeelhouders beter inzicht te geven in de bezoldiging van bestuurders.

Het Committee on Capital Markets Regulation, een onafhankelijke en onpartijdige groep van vooraanstaande leden uit de beleggersgemeenschap, het bedrijfsleven, de financiële sector, de advocatuur, de accountancy en de wetenschap, heeft op 12 september 2006 aangekondigd een studie te verrichten naar de vraag hoe de concurrentiekracht van de Amerikaanse publieke kapitaalmarkt kan worden verbeterd. De Secretary of the Treasury (minister van Financiën) Henry Paulson onderschrijft het nut van de studie. Op 30 november 2006 heeft het Committee zijn interim rapport uitgebracht. Het rapport beveelt aan de kapitaalmarktregels te wijzigen, teneinde aandeelhoudersrechten te versterken en tegelijkertijd excessieve en onnodig belastende regulering en gerechtelijke procedures te verminderen. Enkele belangrijke aanbevelingen zijn:

- de goedkeuring van aandeelhouders zou moeten worden vereist voor de introductie van een poison pill door ondernemingen die gebruik maken van 'classified boards' (gespreide benoemingen van bestuursleden). Indien de goedkeuring na drie maanden niet is gegeven vervalt de poison pill;
- de benoeming van nieuwe bestuurders zou bij voorkeur dienen plaats te vinden op basis van een absolute ("majority") in plaats van een relatieve ("plurality") meerderheid van stemmen;
- aandeelhouders zouden in de gelegenheid moeten worden gesteld om hun geschillen met een onderneming langs andere weg op te lossen dan de thans gebruikelijke;
- de SEC zou duidelijkheid moeten verschaffen omtrent de vraag of aan aandeelhouders een agenderingsrecht toekomt ("ballot access");
- de SEC zou het regelgevend proces meer moeten inrichten op basis van risico's en meer nadruk moeten leggen op de kosten en opbrengsten van nieuwe regels. Voor zover mogelijk, zou regulering gebaseerd moeten zijn op principle-based regels en guidance.
- de SEC zou een redelijkere [materiality] standaard moeten hanteren voor zowel interne risicobeheersingsmaatregelen als financiële rapportages;
- de SEC en de PCAOB zouden meer guidance moeten bieden voor de taken en verantwoordelijkheden van accountants indien zijn de naleving van Section 404 toetsen;
- indien een herziene section 404 te belastend is voor kleine ondernemingen (\$ 75 miljoen marktkapitalisatie en minder), zou de SEC aan het Congres moeten aanbevelen dat kleine

ondernemingen worden vrijgesteld van de accountantsverklaring en onderworpen aan een redelijkere standaard voor “management certification”.

#### Overig

Voor het overige is de Commissie tot de conclusie gekomen dat er in de EU en de VS op het gebied van corporate governance geen significante wijzigingen zijn opgetreden sinds november 2005.

## Hoofdstuk 2 – Beoordeling en analyse





## 1. Interne risicobeheersings- en controlesystemen

### 1.1 Toepassing van best practice bepalingen II.1.3 en II.1.4

#### Best practice bepaling II.1.3

De Commissie constateert dat de meeste onderdelen van best practice bepaling II.1.3 goed worden nageleefd, met uitzondering van het onderdeel om een gedragscode op de website van de vennootschap te plaatsen. In het bijzonder lokale fondsen leven dit onderdeel niet na. Omdat er veelal geen uitleg wordt gegeven waarom dit onderdeel niet wordt nageleefd, gaat de Monitoring Commissie ervan uit dat er geen objectieve redenen van verhindering zijn.

Een gedragscode legt vast welke waarden en normen in het bedrijf van belang zijn en is daarmee een uiting van aanwezige 'soft controls'. In dat licht is de Commissie van mening dat het voor iedere onderneming van belang is om een gedragscode te hebben en te publiceren, ongeacht de grootte.

#### Best practice bepaling II.1.4

De Commissie constateert dat slechts circa 70% van de fondsen belangrijke onderdelen van de code inzake de financiële verslaggeving toepast, namelijk de verklaring dat de risicobeheersings- en controlesystemen een redelijke mate van zekerheid geven dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden van materieel belang bevat en de verklaring dat de risicobeheersings- en controlesystemen in het verslagjaar naar behoren hebben gewerkt. Circa 60 tot 70% van de fondsen die deze onderdelen niet toepassen is lokaal.

De Commissie constateert voorts dat slechts circa 80% van de fondsen een beschrijving geeft van de operationele en strategische risico's. Ook in dit geval is circa 70% van de fondsen die dit onderdeel niet toepast lokaal.

Ten aanzien van de wet- en regelgeving risico's geeft slechts circa 60% van de fondsen een beschrijving. Niet-toepassing van de betreffende codebepaling komt ook frequent voor bij de grotere fondsen.

Het minst toegepaste onderdeel is de verklaring dat er geen indicaties zijn dat de risicobeheersings- en controlesystemen in het lopende jaar niet naar behoren zullen werken. Dit onderdeel wordt door slechts circa 55% van de fondsen toegepast. Circa 65% van de fondsen die dit onderdeel niet toepassen is lokaal.

De Commissie constateert dat, met uitzondering van de beschrijving van de wet- en regelgeving risico's, met name lokale fondsen de onderdelen van II.1.4 niet toepassen. Hierbij dient te worden

aangetekend dat de lokale fondsen ook de grootste groep fondsen vormt. Binnen de groep lokale fondsen varieert de toepassing per onderdeel van circa een derde (de verklaring omtrent het verwachte functioneren) tot circa twee derde (beschrijving van de operationele en financiële risico's). Dit betekent dat er ook een aanzienlijk aantal lokale fondsen wel in staat is om de best practice bepalingen toe te passen. De Commissie meent dan ook dat voor lokale fondsen geen generieke uitzondering hoeft te worden gemaakt ten aanzien van de toepasbaarheid.

Uit het onderzoek kan wel worden opgemaakt dat de toepassing van II.1.4 aanzienlijk is verbeterd. De Commissie neemt daarbij in aanmerking dat nog niet alle vennootschappen het afgelopen jaar in staat zijn geweest hun systemen in te richten op basis van de *good practice* aanbevelingen uit haar eerste rapport van december 2005. Eerst in de rapportage over het boekjaar 2007 zal ten volle blijken in hoeverre vennootschappen de aanbevelingen van de Commissie uit 2005 hebben geïncorporeerd. Tegen deze achtergrond acht de Commissie het niet gewenst om reeds dit jaar met nadere richtlijnen te komen. Ten overvloede bevestigt de Commissie dat zij van vennootschappen verwacht dat zij de in 2005 gedane aanbevelingen ter harte nemen in hun verslaglegging over 2006.

De Commissie constateert voorts dat er nog niet veel vennootschappen zijn die de gevolgen kwantificeren van geïdentificeerde risicofactoren, indien deze risico's zich manifesteren. De Commissie spoort vennootschappen aan om daar meer aandacht aan te geven. Door kwantificering kunnen de gevolgen van de risico's voor beleggers inzichtelijker worden gemaakt. Bovendien kan deze kwantificering bijdragen aan een juiste prioritering door de ondernemingsleiding van zo mogelijk te treffen risicobeheersingsmaatregelen.

## *1.2 Raamwerk voor interne risicobeheersing*

Uit diverse hoeken klinkt een roep om meer guidance ter zake van de maatregelen die een raad van bestuur moet nemen om voldoende onderbouwing te verkrijgen voor de verklaringen zoals voorgeschreven in II.1.4.

Door representanten van kleine ondernemingen zowel in Nederland als daarbuiten wordt aangegeven dat COSO, als raamwerk voor interne beheersing, leidt tot een te grote administratieve belasting.

Uit consultaties en publicaties is voorts gebleken dat nog verwarring bestaat omtrent de verhouding tussen de bepaling in de Nederlandse corporate governance code en vergelijkbare bepalingen in het buitenland. Daarbij wordt vooral verwezen naar het Verenigd Koninkrijk (Combined Code) en de Verenigde Staten (SOX). De Code en de guidance van de Monitoring Commissie gaan, in hun keuze voor een principle based benadering in de richting van de Combined Code in het VK. In de Verenigde Staten wordt momenteel een discussie gevoerd over de (te) stringente uitwerking van de SOX-wetgeving in aanvullende regelgeving en wordt meer guidance ontwikkeld voor ondernemingen. Ook de SEC meent dat deze meer principle based zou moeten zijn, waarbij ook rekening wordt gehouden met de bijzondere behoeften van kleinere ondernemingen.

De Commissie meent dat het huidige systeem, zoals neergelegd in de Code en in het eerste Monitoring Rapport, een principle based systeem moet zijn en blijven. In overleg tussen de verschillende betrokken partijen kan in de markt een algemeen aanvaarde praktijk tot stand komen. De Commissie acht het op dit moment ongewenst om met nadere, Nederlandse regels te komen. Een 'verharding' van de principes in gedetailleerde uitvoeringsregels acht de Commissie niet wenselijk. Het huidige principle based systeem sluit ook aan bij de aanbevelingen van Code Commissie in het VK zoals neergelegd in de Revised Turnbull Guidance. De Commissie volgt de internationale ontwikkelingen op dit terrein nauwlettend en spoort de betrokkenen aan hetzelfde te doen (zie hierover ook paragraaf 1.3).

Voor Nederlandse ondernemingen die tevens een notering hebben in de Verenigde Staten is SOX van toepassing. Bij een volledige toepassing van de SOX bepaling inzake interne beheersing en de rapportering hierover wordt, in de gedachtegang van de Commissie, een goede aansluiting gelegd met de Nederlandse vereisten ten aanzien van de interne beheersingsdoelstelling en financiële verslaggeving.

### 1.3 Openbaarmaking van het verslag van de externe accountant aan de raad van commissarissen

Artikel 2:393 lid 4 BW verplicht de externe accountant verslag uit te brengen aan de raad van commissarissen en aan het bestuur van zijn onderzoek van de jaarrekening. Best practice bepaling V.4.3 van de Code geeft hieraan een nadere invulling.

Door institutionele beleggers is bepleit dat het verslag van de externe accountant aan de raad van commissarissen over zijn controle van de jaarrekening (de zgn. *management letter*) zou moeten worden openbaar gemaakt. De gedachte hierachter is dat de discussie op de algemene vergadering van aandeelhouders op deze wijze meer inhoud kan krijgen.

Door accountants is erop gewezen dat openbaarmaking van het verslag er mogelijk toe leidt dat de signalerende functie ten behoeve van het bestuur en de raad van commissarissen verschuift naar een controlerende functie ten behoeve van de publieke taak van de accountant. Voorts werd gewezen op het belang van de vertrouwensrelatie tussen de externe accountant en de raad van commissarissen en het bestuur.

De Commissie merkt op dat in de huidige opzet de externe accountant een signalerende functie heeft en geen controlerende functie ten aanzien van de interne risicobeheersings- en controlesystemen: indien in het verslag van de externe accountant aan de raad van commissarissen wordt gewezen op ernstige tekortkomingen, dient de externe accountant na te gaan of die tekortkomingen ook zijn beschreven in het jaarverslag. Indien dit niet het geval is, heeft de accountant de plicht hierop in zijn verklaring te attenderen. Het bestuur en de raad van commissarissen zijn verantwoordelijk voor het jaarverslag; de externe accountant heeft hiervoor, via zijn verklaring, een indirecte signalerende verantwoordelijkheid.

De Commissie meent dat, indien het verslag van de externe accountant zou worden openbaar gemaakt, dit de verhouding tussen het bestuur en de externe accountant zou veranderen. Een openbaar gemaakt verslag over de kwaliteit van de interne beheersing zou slechts mogelijk zijn indien er een algemeen geaccepteerd raamwerk is voor interne beheersing. De norm van goedkeuring zou dan onvermijdelijk in de richting van SOX 404 opschuiven. Dit acht de Commissie ongewenst. De Commissie is er derhalve geen voorstander van om het verslag van de externe accountant aan de raad van commissarissen en het bestuur openbaar te maken. Dit laat onverlet dat de externe accountant wel een signalerende functie heeft.

## **2. Beloningsbeleid**

### *2.1 Inleiding*

De beloning van bestuurders van grote ondernemingen heeft veel publieke aandacht. De maatschappelijke discussie over de wijze van totstandkoming, de relatie tussen prestaties en beloning en vooral het niveau van de beloning laait elk jaar weer op.

Naast de algemene publieke aandacht verdient de beloning van bestuurder ook specifieke aandacht van de Commissie. Zoals gebleken uit nader onderzoek (zie hoofdstuk 1 van deze rapportage) worden de codebepalingen die betrekking hebben op het beloningsbeleid relatief slecht nageleefd. Hetzelfde geldt voor de vorig jaar gedane aanbevelingen van de Commissie ter zake.

Voor de goede orde wordt opgemerkt dat de Commissie rapporteert conform de reikwijdte van de Code. Er worden, net als vorig jaar, geen uitspraken gedaan over:

- de hoogte van beloningen;
- het beloningsbeleid bij niet-beursgenoteerde ondernemingen; en
- de (semi-)publieke sector.

De onderstaande analyse is gebaseerd op het onderzoek dat de Rijksuniversiteit Groningen in opdracht van de Commissie heeft uitgevoerd. De opzet van dit onderzoek is in hoofdstuk 1, paragraaf 1.2, reeds uiteengezet. In paragraaf 2.2 zal aandacht worden besteed aan factoren die een rol spelen bij de bepaling van het beloningsbeleid. Paragraaf 2.3 sluit af met een aantal bevindingen.

## 2.2 Beloningsbeleid

### Transparantie over het beloningsbeleid

Uit onderzoek en consultaties blijkt dat de naleving van de Code op het terrein betreffende de bezoldiging van bestuurders nadere aandacht vergt. De toepassing van codebepalingen II.2.9 en II.2.10, betreffende het remuneratierapport van de raad van commissarissen (inzake de bezoldiging van bestuurders) laat naar de mening van de Commissie te wensen over. Deze bepalingen luiden:

- II.2.9 Het remuneratierapport van de raad van commissarissen bevat een verslag van de wijze waarop het bezoldigingsbeleid in het afgelopen boekjaar in de praktijk is gebracht, en bevat tevens een overzicht van het bezoldigingsbeleid dat het komende boekjaar en de daaropvolgende jaren door de raad wordt voorzien.*
- II.2.10 Het in II.2.9 bedoelde overzicht bevat in ieder geval de volgende informatie:*
- a) een weergave van het relatieve belang van het variabele en niet-variabele deel van de bezoldiging, alsmede een gemotiveerde verklaring voor deze verhouding;*
  - b) een verantwoording van de absolute verandering van het niet-variabele deel van de bezoldiging;*
  - c) indien van toepassing: de samenstelling van de groep van ondernemingen ("peer group") waarvan het bezoldigingsbeleid mede de hoogte en samenstelling van de bezoldiging van bestuurders bepaalt;*
  - d) een samenvatting en verantwoording van het beleid van de vennootschap met betrekking tot de duur van de contracten met bestuurders, de geldende opzegtermijnen en afvloeiingsregelingen en een verklaring in hoeverre best practice bepaling II.2.7 wordt onderschreven;*
  - e) een beschrijving van de prestatiecriteria waarvan een recht van de bestuurders op opties, aandelen of op andere variabele bezoldigingscomponenten afhankelijk is;*
  - f) een verantwoording van de gekozen prestatiecriteria;*
  - g) een samenvatting van de methoden die zullen worden gehanteerd om vast te stellen of aan de prestatiecriteria is voldaan en een verantwoording van de keuze voor die methoden;*
  - h) indien prestatiecriteria zijn gebaseerd op een vergelijking met externe factoren: een samenvatting van de factoren die zullen worden gebruikt om de vergelijking te maken; heeft één van de factoren betrekking op de prestaties van één of meer vennootschappen ("peer group") of van een index, dan wordt aangegeven welke vennootschappen dan wel welke index als vergelijkingsmaatstaf zijn of is gekozen;*
  - i) een beschrijving van en een verklaring voor iedere belangrijke voorgestelde wijziging van de voorwaarden waaronder een bestuurder rechten kan verwerven op opties, aandelen of op andere variabele bezoldigingscomponenten;*
  - j) indien enig recht van een bestuurder op opties, aandelen of op andere variabele bezoldigingscomponenten niet afhankelijk is van prestatiecriteria: een verklaring waarom dat het geval is;*
  - k) geldende regelingen voor pensioen en de hiermee gepaard gaande financieringskosten;*
  - l) overeengekomen regelingen voor vervroegd uittreden voor bestuurders.*

De AEX, AMX en AMS fondsen zetten het beloningsbeleid veelal in hun jaarverslag uiteen. De door de Code gevraagde verantwoording wordt echter niet vaak (volledig) gegeven. Ook de transparantie ten aanzien van de prestatiecriteria voor het variabele deel van de beloning is aan de magere kant. Uitzondering hierop is de categorie AEX-fondsen. Deze fondsen geven doorgaans een verantwoording van de gehanteerde prestatiecriteria (onderdeel f van II.2.10). Lokale fondsen passen deze bepaling in meerderheid niet toe.

In de praktijk blijkt het voorts lastig om aan de hand van de verstrekte informatie in het jaarverslag een goede reconstructie te maken van de toegekende beloning aan bestuurders.

### Proces en structuur beloningsbeleid

De Code geeft aan dat er een duidelijke relatie moet bestaan tussen de prestaties van de onderneming en de variabele beloning van bestuurders. Dat stelt eisen aan het *proces* waarmee de variabele beloning wordt vastgesteld en aan de *structuur* van het beloningscontract.

#### *Proces*

De belangrijkste kenmerken van het *proces* waarmee de variabele beloning wordt vastgesteld zijn:

- a) inzicht in (transparantie van) de structuur van het beloningscontract;
- b) onafhankelijkheid van het bestuur van zowel de remuneratiecommissie als de eventueel betrokken remuneratie-expert; en
- c) zeggenschap van de aandeelhouders over het beloningsbeleid en verantwoording achteraf aan de aandeelhouders over de wijze waarop het beloningsbeleid in de praktijk is gebracht.

De raad van commissarissen is verantwoordelijk voor het remuneratiebeleid. Bij de vaststelling van het remuneratiebeleid speelt de remuneratiecommissie een hoofdrol. Codebepaling III.5.11 stelt dat het voorzitterschap van de remuneratiecommissie niet wordt vervuld door de voorzitter van de raad van commissarissen. Volgens de Commissie is het wenselijk dat de voorzitter van de raad van commissarissen nauw betrokken is de werkzaamheden van de remuneratiecommissie. Het opstellen en uitvoeren van het beloningsbeleid is immers een kerntaak van de raad van commissarissen. Het verdient dan ook aanbeveling dat de voorzitter van de raad van commissarissen lid is van de remuneratiecommissie.

#### *Structuur*

De *structuur* van het beloningsbeleid kent drie belangrijke elementen (zie best practice bepaling II.2.10 voor de nadere uitwerking):

- a) wat is de maximale en/of de gemiddelde variabele beloning als percentage van het vaste salaris;
- b) welk deel van de variabele beloning afhankelijk is van meetbare en vooraf vastgestelde prestatie maatstaven, welk deel van die maatstaven extern wordt gecommuniceerd en welk deel vastgesteld wordt op basis van subjectieve criteria en/of discretionair wordt vastgesteld; en

- c) welk deel van de variabele beloning afhankelijk is van de prestaties van dit jaar, welk deel afhankelijk is van de lange termijn prestaties en in hoeverre de variabele beloning voorwaardelijk wordt toegekend.

#### *Complexe samenstelling beloningscontract*

Inzicht in de structuur van het beloningscontract is in veel gevallen onvolledig en onvolkomen. De complexiteit van beloningscontracten is hier mede debet aan. In het bijzonder de grotere beursgenoteerde ondernemingen (AEX-fondsen) maken gebruik van relatief complexe beloningscontracten. Een reden hiervoor is dat de bestuurdersmarkt voor deze categorie fondsen internationaal is georiënteerd. In deze internationale omgeving is het gebruik van complexe beloningscontracten eerder regel dan uitzondering. Een andere oorzaak voor de complexiteit is de fijnmazigheid van beloningscontracten.

Ten behoeve van de beheersbaarheid van het beloningsbeleid is de raad van commissarissen verantwoordelijk voor het bevorderen van de eenvoud, structuur en transparantie van beloningscontracten. Commissarissen dienen derhalve voldoende in staat te zijn om tegenwicht te bieden aan internationale gebruiken en aan adviezen van consultants die de complexiteit van beloningscontracten in de hand werken.

De noodzaak voor het bieden van bovengenoemd tegenwicht wordt onderstreept door het feit dat complexe beloningscontracten een heldere externe communicatie bemoeilijken over de samenstelling van het beloningscontract.

De Code is expliciet over het doel van het beloningsbeleid en de verantwoordelijkheden van de aandeelhoudersvergadering en de raad van commissarissen in deze. De Code stelt, in het principe behorend bij hoofdstuk II.2 (bezoldiging), het volgende aangaande de hoogte en samenstelling van de bezoldiging:

*“ De bestuurders ontvangen voor hun werkzaamheden een bezoldiging van de vennootschap, die wat betreft hoogte en structuur zodanig is dat gekwalificeerde en deskundige bestuurders kunnen worden aangetrokken en behouden. Voor het geval de bezoldiging bestaat uit een vast en een variabel deel, is het variabele deel gekoppeld aan vooraf bepaalde, meetbare en beïnvloedbare doelen, die deels op korte termijn en deels op lange termijn moeten worden gerealiseerd. Het variabele deel van de bezoldiging moet de binding van de bestuurders aan de vennootschap en haar doelstellingen versterken.*

*De bezoldigungsstructuur, met inbegrip van ontslagvergoeding, is zodanig dat zij de belangen van de vennootschap op middellange en lange termijn bevordert, niet aanzet tot gedrag van bestuurders in hun eigen belang met veronachtzaming van het belang van de vennootschap en falende bestuurders bij ontslag niet 'beloont'. Bij de vaststelling van de hoogte en structuur van bezoldiging worden onder*



*meer de resultatenontwikkeling, de ontwikkeling van de beurskoers van de aandelen, alsmede andere voor de vennootschap relevante ontwikkelingen in overweging genomen... ”*

De Code maakt, aangaande het belonen van bestuurders, een onderscheid tussen enerzijds de hoogte van de beloning en anderzijds de relatie tussen beloning en prestatie. Het is zaak dat (uit hoofde van de verantwoording door de raad van commissarissen) transparant wordt gemaakt:

- wat de toegekende bezoldiging is;
- hoe de bezoldiging is samengesteld; en
- waarom tot een bepaalde hoogte van beloning is gekomen (de relatie tussen belonen en prestatie).

### 2.3 Bevindingen

De Commissie is bezorgd over de geringe transparantie van de beloning van bestuurders en (de gegeven uitvoering aan) het beloningsbeleid.

Het beloningsbeleid en de uitkomsten ervan dienen in inzichtelijke en begrijpelijke termen aan de aandeelhoudersvergadering te worden voorgelegd. Het is de taak van de raad van commissarissen daarvoor te zorgen; dit houdt in dat de raad van commissarissen moet toezien op de complexiteit van de beloningscontracten.

De Commissie staat een leesbare en uniforme behandeling van het beloningsbeleid en de uitkomsten daarvan voor in een separaat onderdeel van het jaarverslag.

Het argument dat de complexiteit van het beloningscontract het geven van helderheid in de weg staat overtuigt de Commissie niet. Een mogelijke oplossing voor het (intern) beter beheersbaar maken van complexe beloningscontracten kan worden gevonden in de introductie van een beloningsplafond per bestuurder. Een dergelijk plafond bepaalt de totale maximale waarde van de beloning van een bestuurder indien deze op alle prestatiecriteria 100% scoort, waarbij de waarde van de (al dan niet voorwaardelijk) toegekende aandelengerelateerde beloningselementen per het moment van toekenning wordt bepaald. Dit plafond heeft alleen interne werking en kan bijdragen aan een betere beheersbaarheid van remuneratie voor de raad van commissarissen. De eventuele externe publicatie van het beloningsplafond wordt niet aanbevolen (o.a. vanwege de mogelijke loonopdrijvende effecten die er vanuit zouden kunnen gaan).

De Commissie hecht voorts aan expliciete verantwoording door de raad van commissarissen over de effectiviteit van het gevoerde remuneratiebeleid. In het bijzonder dient de relatie tussen "beloning en prestaties" niet alleen ex-ante<sup>12</sup> maar ook ex-post zichtbaar te worden gemaakt. Prestatie dient in dit verband te worden geïnterpreteerd als de bijdrage aan de lange termijn waardecreatie door de onderneming.

Een helder inzicht in de beloningsstructuur is een belangrijke aanzet om te komen tot een directe relatie tussen de prestaties en de (variabele) beloning van bestuurders. In hoeverre de beloningsstructuur ook leidt tot een feitelijke koppeling tussen beloning en prestatie kan slechts worden vastgesteld door over een reeks van jaren empirisch vast te stellen in welke mate de beloning van bestuurders en de prestaties van de ondernemingen gecorreleerd zijn. Een dergelijk empirisch onderzoek onder Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen is in inmiddels door de Commissie in gang gezet. De Commissie zal over de uitkomsten hiervan in 2007 nadere mededeling doen.

---

<sup>12</sup> Zie hierover uitgebreider het eerste rapport van de Monitoring Commissie, p. 53 e.v.

## Hoofdstuk 3 – Conclusies



## Conclusies

### Naleving van de Code door vennootschappen

De naleving van de Code is toegenomen ten opzichte van vorig jaar. Gemiddeld 96% van de codebepalingen wordt door de vennootschappen nageleefd.<sup>13</sup>

Ondanks de hoge naleving van de Code wijst de Commissie erop dat de naleving van de Code 100% hoort te zijn. Dit betekent niet dat alle codebepalingen onvoorwaardelijk dienen te worden toegepast. Afwijking van de Code is mogelijk mits deze wordt uitgelegd.

Lokale fondsen blijven voor wat betreft de naleving van de Code achter bij de AEX-, AMX-, en AMS-fondsen. De Commissie meent dat de omvang van deze ondernemingen geen excuus mag zijn voor een minder goede naleving van de Code. Het geven van uitleg bij afwijking van een codebepaling is immers (ongeacht de omvang van de onderneming) altijd mogelijk.

Onderzocht is hoe de gegeven uitleg kan worden gekwalificeerd. Bij dit onderzoek is enige mate van subjectiviteit onvermijdelijk, vandaar dat de Commissie enig voorbehoud aantekent bij de resultaten. Voor wat betreft de gegeven uitleg bij afwijking van de Code kan worden gesteld dat 85% van de gegeven uitleg als *begrijpelijk* kan worden gekwalificeerd. De controleerbaarheid van de gegeven uitleg (met behulp van publiek toegankelijke informatie) wordt in 47% van de gevallen als positief of neutraal bestempeld. In 12% van de gevallen is het oordeel hierover negatief. In de overige gevallen is geen eenduidig oordeel te geven over de controleerbaarheid van de gegeven uitleg. De Commissie roept ondernemingen op om in het volgende boekjaar expliciet aandacht te besteden aan de begrijpelijkheid en controleerbaarheid van de gegeven uitleg. Een gedegen uitleg impliceert dat deze begrijpelijk en controleerbaar is. Dit alles laat onverlet dat het aan de aandeelhouders is om zich een oordeel te vormen over de gegeven afwijking van de Code.

De Commissie merkt op dat het haar taak is een algemeen beeld te geven van de naleving van de Code door beursgenoteerde ondernemingen. De achterliggende cijfers zijn generiek. De Commissie doet geen uitspraken over de wijze waarop individuele ondernemingen de Code naleven. Per 1 januari 2007 zal de AFM toezicht uitoefenen op de jaarverslaggeving van ondernemingen. De acceptatie van de uitleg van de afwijkingen blijft onverkort aan de aandeelhouders.

### De Code en de aandeelhouders(vergaderingen)

Het gemiddelde opkomstpercentage van de aandeelhoudersvergadering is 56% (44% indien gecertificeerde vennootschappen buiten beschouwing worden gelaten). Dit is (net als vorig jaar) aan de lage kant. Hierdoor kunnen de aandeelhouders die wel komen een onevenredig zware stempel drukken op het verloop van de aandeelhoudersvergadering.

---

<sup>13</sup> Hierbij dient aangetekend te worden dat dit jaar de buitenlandse fondsen niet in de berekening zijn verwerkt.

De Commissie heeft zich beraden over de plaats die de behandeling van corporate governance in de regel krijgt toebedeeld op de agenda van de aandeelhoudersvergadering. De Commissie is van mening dat uit de Code volgt dat, voor zover corporate governance onderwerpen op de agenda staan, deze onderwerpen dienen te worden geagendeerd voorafgaand aan het agendapunt 'décharge van het bestuur over het gevoerde beleid'.

Positief kan worden geoordeeld over de veranderingen die zich hebben voorgedaan op het terrein van certificering en beschermingsconstructies. De Commissie constateert met instemming dat de meeste administratiekantoren zonder enige beperkingen stemvolmachten verlenen aan certificaathouders.

De nalevingcijfers van de Code door institutionele beleggers zijn gemiddeld bijna 30%. Dit is (net als vorig jaar) laag. De Commissie betreurt dit, zeker gezien het feit dat de effectiviteit van de Code voor een belangrijk deel steunt op een actieve houding van aandeelhouders.

#### Bruikbaarheid van de Code

De toepassing van de codebepalingen ligt op 92%. Hieruit kan worden afgeleid dat de Code in de praktijk goed bruikbaar is. Uit onderzoek van de Commissie blijkt dat de Code op twee terreinen minder dan gemiddeld wordt toegepast, ondanks duidelijke verbeteringen op dit terrein ten opzichte van vorig jaar. Het betreft bepalingen van de Code op het terrein van:

- het beloningsbeleid; en
- de verklaring inzake interne risicobeheersings- en controlesystemen.

De Commissie heeft deze twee terreinen nader onderzocht.

#### Beloningsbeleid

De Commissie is bezorgd over de geringe transparantie van de beloning van bestuurders en (de gegeven uitvoering aan) het beloningsbeleid. Het beloningsbeleid en de uitkomsten ervan dienen in inzichtelijke en begrijpelijke termen aan de aandeelhoudersvergadering te worden voorgelegd. Het is de taak van de raad van commissarissen daarvoor te zorgen; dit houdt in dat de raad van commissarissen moet toezien op de complexiteit van de beloningscontracten.

De Commissie staat een leesbare en uniforme behandeling van het beloningsbeleid en de uitkomsten daarvan voor in een separaat onderdeel van het jaarverslag.

De Commissie hecht voorts aan expliciete verantwoording door de raad van commissarissen over de effectiviteit van het gevoerde remuneratiebeleid. In het bijzonder dient de relatie tussen "beloning en prestaties" niet alleen ex-ante maar ook ex-post zichtbaar te worden gemaakt. Prestatie dient in dit verband te worden geïnterpreteerd als de bijdrage aan de lange termijn waardecreatie door de onderneming.

### Interne risicobeheersings- en controlesystemen

Ten opzichte van vorig jaar is de toepassing van best practice bepaling II.1.4, inzake de bestuursverklaring over het functioneren van het interne risicobeheersings- en controlesysteem, aanzienlijk verbeterd. De Commissie neemt daarbij in aanmerking dat nog niet alle vennootschappen het afgelopen jaar in staat zijn geweest hun systemen in te richten op basis van de *good practice* aanbevelingen uit het eerste rapport van de Commissie uit december 2005. Eerst in de rapportage over het boekjaar 2007 zal ten volle blijken in hoeverre vennootschappen de aanbevelingen van de Commissie uit 2005 hebben geïncorporeerd. Tegen deze achtergrond acht de Commissie het niet gewenst om reeds dit jaar met nadere richtlijnen te komen. Ten overvloede bevestigt de Commissie dat van vennootschappen wordt verwacht dat zij de in 2005 gedane aanbevelingen ter harte nemen in hun verslaglegging over 2006.

De Commissie meent dat het huidige systeem, zoals neergelegd in de Code en in het eerste Monitoring Rapport, een principle based systeem moet zijn en blijven. In overleg tussen de verschillende betrokken partijen kan in de markt een algemeen aanvaarde praktijk tot stand komen. De Commissie acht het op dit moment ongewenst om met nadere, Nederlandse regels te komen. Een 'verharding' van de principes in gedetailleerde uitvoeringsregels acht de Commissie niet wenselijk.

De Commissie merkt op dat in de huidige opzet de externe accountant een signalerende functie heeft en geen controlerende functie ten aanzien van interne risicobeheersings- en controlesystemen: indien in het verslag van de externe accountant aan de raad van commissarissen wordt gewezen op ernstige tekortkomingen, dient de externe accountant na te gaan of die tekortkomingen ook zijn beschreven in het jaarverslag. Indien dit niet het geval is, heeft de accountant de plicht hierop in zijn verklaring te attenderen. Het bestuur en de raad van commissarissen zijn verantwoordelijk voor het jaarverslag; de externe accountant heeft hiervoor, via zijn verklaring, een indirecte signalerende verantwoordelijkheid. De Commissie is er geen voorstander van om het verslag van de externe accountant aan de raad van commissarissen en het bestuur openbaar te maken.





# Samenstelling Monitoring Commissie Corporate Governance Code

## **Voorzitter**

Prof. dr. Jean Frijns

*Hoogleraar investments Vrije Universiteit van Amsterdam*

*Voormalig directeur vermogensbeheer en lid Directieraad ABP*

## **Leden**

Prof. dr. Kees Cools RA

*Hoogleraar ondernemingsfinanciering en -strategie Rijksuniversiteit Groningen*

*Partner The Boston Consulting Group*

Ir. Gert-Jan Kramer

*Voorzitter raad van commissarissen Koninklijke BAM Groep NV*

*Voormalig president-directeur Fugro NV*

Prof. mr. René Maatman

*Hoogleraar Vermogensbeheer Radboud Universiteit Nijmegen*

*Hoofd afdeling juridische en fiscale zaken van ABP Vermogensbeheer*

Prof. dr. Jaap van Manen RA

*Hoogleraar accountantscontrole Rijksuniversiteit Groningen*

*Partner PricewaterhouseCoopers Accountants NV*

Mw. drs. Kitty Roozmond

*Directeur Interprovinciaal Overleg*

*Voormalig vice-voorzitter FNV*

Drs. Jos Streppel

*Lid Raad van Bestuur en Chief Financial Officer Aegon NV*

*Lid raad van commissarissen KPN NV*

*Lid raad van commissarissen Van Lanschot NV*

*Voorzitter Stichting Communicatiekanaal Aandeelhouders*

Prof. mr. Albert Verdam

*Hoogleraar ondernemingsrecht Vrije Universiteit van Amsterdam*

*Legal adviser Koninklijke Philips Electronics NV*

**Secretariaat**

Drs. Wicief Poesiat

*Directie Financiële Markten, Ministerie van Financiën*

Mw. mr. Martha Meinema

*Directie Ondernemerschap, Ministerie van Economische Zaken*