

# Corporate Governance in Nederland 2004

De opvolging van de code geïnventariseerd

Onderzoek uitgevoerd in opdracht van  
de Nederlandse Corporate Governance Stichting (NCGS)  
& het Netherlands Institute for Corporate Governance (NICG)

## Corporate Governance in Nederland 2004:

De opvolging van de code geïnventariseerd (Deel A)  
Aandachtspunten voor jaarlijks monitoring onderzoek vanaf 2005 (Deel B)

Dit onderzoeksrapport is tot stand gekomen onder auspiciën van de Nederlandse Corporate Governance Stichting (NCGS) en het Netherlands Institute for Corporate Governance (NICG).

De NCGS werd in 1999 opgericht om de discussie over Corporate Governance in Nederland te bevorderen. Met de publicatie van een historisch overzicht van de corporate governance discussie in Nederland in november 2004, acht deze stichting haar taak volbracht.

Het NICG is in 2002 opgericht en zal de NCGS opvolgen. Het NICG is een onafhankelijk en permanent kennisplatform voor corporate governance vraagstukken, waarbij ontwikkelde kennis gedeeld wordt door middel van een actieve dialoog tussen de verschillende belanghebbenden bij de corporate governance in Nederland. De activiteiten van het instituut bestaan onder andere uit het entameren en uitvoeren van onderzoek. Daarnaast heeft het Ministerie van Economische Zaken een leerstoel ingesteld die gelieerd is aan het NICG op het vakgebied "Corporate Governance en Ondernemingsklimaat".

Het bestuur van het NCGS is als volgt samengesteld:  
Drs. J.F.M. Peter, voorzitter  
Prof. drs. G.G.M. Bak  
Drs. J. Kleiterp  
Mr. P.P.M. de Koning  
Mr. M. Tabaksblat  
Mr. S.L.M. Follender Grossfeld, secretaris/penningmeester

Het bestuur van het NICG is als volgt samengesteld:  
Prof. dr. A.W.A. Boot  
Prof. drs. W. Ganzevoort  
Mr. M. R. Spaans  
Prof. dr. P.Wallage  
Prof. mr. J. Winter

De leden van het onderzoeksteam zijn vanuit de Erasmus Universiteit Rotterdam:  
Prof. dr. G. Mertens, voorzitter  
Prof. dr. A. de Bos  
Dr. H. Donker  
Dr. R. Hooghiemstra  
Dr. A. de Jong  
Dr. P. Roosenboom

De leden van het onderzoeksteam zijn namens het NICG:  
Prof. dr. A.W.A. Boot  
Prof. dr. P.Wallage  
Prof. mr. J. Winter  
Drs. C.A.S. Selker

Het lid van het onderzoeksteam is namens het Ministerie van Financiën:  
Drs. R. Abma

Het secretariaat van het NICG wordt gevoerd door:  
Drs. C.A.S. Selker  
Postbus 12451, 1100 AL Amsterdam  
telefoon +31(0)20 711 4067 fax +31(0)20 711 4040  
www.nicg.nl

ISBN 90-9018647-6

© 2004, Netherlands Institute for Corporate Governance, Amsterdam

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van NICG worden veelevoudigd of openbaar gemaakt. Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave grote zorg is besteed, aanvaarden onderzoekers redacteuren, NCGS en NICG geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor de gevolge daarvan.

## INHOUD

Voorwoord door Drs. J.F.M. Peters en Mr. M. Tabaksblat |5

Corporate Governance in Nederland 2004:  
Deel A - De opvolging van de code geïnventariseerd |7

1	Inleiding  7
1.1	De Nederlandse corporate governance code
1.2	Beperkingen van het onderzoek
1.3	Structuur van het rapport
2	Onderzoeksopzet  9
2.1	Inleiding
2.2	Steekproef en databronnen
2.3	Methode van onderzoek
2.3.1	Deel 1 – Inventarisatie opvolging punt 13 van de preambule
2.3.2	Deel 2 – Evaluatie transparantie omtrent principes en best practice bepalingen
2.3.3	Interpretatie van de "pas toe of leg uit"-regel
3	Een inventarisatie en nadere analyse van de opinies van vennootschappen inzake de toepassing van de corporate governance code  12
3.1	Inleiding
3.2	Apart hoofdstuk in het jaarverslag en agendering op de AvA
3.3	Inventarisatie van de verwachte problemen
3.4	Inventarisatie van de "pas toe of leg uit"-regel
3.4.1	Inleiding
3.4.2	Principes
3.4.3	Best practice bepalingen
4	Evaluatie van de transparantie inzake corporate governance  21
4.1	Inleiding
4.2	Evaluatie transparantie bestuur
4.3	Evaluatie transparantie raad van commissarissen
4.4	Evaluatie transparantie bevoegdheden van de AvA
5	Trends en ontwikkelingen  33
5.1	Inleiding
5.2	Observaties rol (institutionele) Aandeelhouders
5.3	Observaties opkomst AvA
6	Samenvatting en conclusies  35
6.1	Inleiding
6.2	Opzet onderzoek, Deel A
6.3	Resultaten deel 1
6.4	Resultaten deel 11

Corporate Governance in Nederland 2004:  
Deel B - Aandachtspunten voor jaarlijks monitoring onderzoek door het NICG vanaf 2005 |40

1	Achtergrond
2	Doelstelling
3	Kwalificatie onderzoeksteam
4	Reikwijdte van het monitoringonderzoek
5	Populatie
6	Bronnen
7	Opzet monitoring onderzoek 2005
7.1	Inventarisatie
7.2	Toetsing
7.3	Combinatie van inventarisatie en toetsing
7.4	Betrokkenheid van de algemene vergadering van aandeelhouders (AvA)
7.5	Validatie van de toetsing
8	Overige informatie

### Bijlagen

1	Lijst onderzochte Vennootschappen, deel A  43
2	Onderwerpen van belang bij beoordeling effectiviteit corporate governance code en positie Nederland, deel B  44

Management Summary |45

## Voorwoord

Na de publicatie van de veertig aanbevelingen in 1997 vond er in 1998 een onderzoek bij een groot aantal ter beurse genoteerde ondernemingen plaats naar de mate van implementatie van de aanbevelingen.

Dit onderzoek werd in 2002 herhaald.

De conclusie was toen, dat er in de praktijk nog veel ruimte was voor verbetering van de corporate governance in Nederland.

De uitkomsten van dit laatste onderzoek waren mede aanleiding tot de instelling van een commissie, die een code moest opstellen voor goed bestuur en adequaat toezicht.

Die code met zijn beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen verscheen op 9 december 2003.

Het leek ons een goede zaak om reeds nu te onderzoeken in welke mate de code al wordt toegepast, ook al waren, op het moment van meting, de bepalingen nog niet volledig van kracht. Volgende metingen kunnen dan gebruik makend van dezelfde methodologie, de ontwikkeling in de acceptatie van de code aantonen.

Dit onderzoek is verricht en de resultaten ervan bieden wij hierbij aan.

Wij danken de onderzoekers voor hun werk.

Uiteraard moet bij de beschouwing van de uitkomsten zoals deze in het rapport naar voren komen, bedacht worden dat deze betrekking hebben op een overgangsjaar. Het is in feite een vingeroefening, een opmaat naar de meting in 2005.

De onderzoeken uit de jaren 1998 en 2002 zijn verricht onder auspiciën van de Nederlandse Corporate Governance Stichting. Dit onderzoek vond plaats onder auspiciën van eerder genoemde Stichting en het recent opgerichte Netherlands Institute for Corporate Governance.

Al deze inspanningen geschieden vanuit de gedachte, dat een goed systeem van corporate governance bijdraagt aan een goed functionerende economie. Een deugdelijk en transparant stelsel van checks and balances in ondernemingen is een belangrijke voorwaarde voor een goed vertrouwen in de op de kapitaalmarkt opererende ondernemingen.

Wij spreken graag de wens uit, dat ook dit onderzoek bijdraagt aan een constructief gebruik van de code.

Jaap Peters  
Morris Tabaksblat

# Corporate governance in Nederland 2004: Deel A - De opvolging van de code geïnventariseerd

## 1. Inleiding

### 1.1

#### De Nederlandse corporate governance code

Op 9 december 2003 publiceerde de Commissie Corporate Governance, bekend onder de naam commissie Tabaksblat, haar rapport getiteld "De Nederlandse Corporate Governance code; Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen". Dit rapport werd opgesteld op verzoek van Euronext Amsterdam, het Nederlands Centrum van Directeuren en Commissarissen (NCD), de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen (SCGOP), de Vereniging van Effectenbezitters (VEB), de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO) en de Vereniging VNO-NCW en op uitnodiging van de Ministers van Financiën en Economische Zaken.

De code, die tot stand kwam na een uitgebreide consultatieronde, volgt na het rapport "Corporate Governance in Nederland; De veertig aanbevelingen" van de Commissie Peters uit 1997. Dit rapport, evenals het huidige rapport, beoogde een "code of best practice" op het gebied van corporate governance te weerspiegelen. Er is veel veranderd in de afgelopen jaren op het gebied van regelgeving en aandelenmarkten, grotendeels beïnvloed door internationale ontwikkelingen, hetgeen zijn weerslag heeft gevonden in de nieuwe code. De code is van toepassing op alle beursgenoteerde vennootschappen die statutair in Nederland gevestigd zijn. Uitzondering hierop vormen de beleggingsinstellingen die als financiële producten kunnen worden aangemerkt.

Uitgangspunt van de code is dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen, zoals werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers, de overheid en maatschappelijke groeperingen. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben een integrale verantwoordelijkheid voor de afweging van deze belangen, doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming. Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn.

Essentiële voorwaarden voor goede corporate governance zijn volgens de Commissie goed ondernemerschap, waaronder begrepen integer en transparant handelen door het bestuur, alsmede goed toezicht hierop en het afleggen van verantwoording over het uitgeoefende toezicht. Deze voorwaarden nemen dan ook een belangrijke plaats in de code in.

Voor een goed begrip van de code is het van belang stil te staan bij de zogenaamde principes en best practice bepalingen. De Commissie omschrijft de principes als moderne, en inmiddels breed gedragen, algemene opvattingen over goede corporate governance. Deze principes zijn vervolgens

nader uitgewerkt in concrete best practice bepalingen. Deze bepalingen creëren een zekere normstelling voor het gedrag van bestuurders en commissarissen – ook in relatie tot de externe accountant – en aandeelhouders. Zij geven de nationale en internationale "best practice" weer en kunnen worden opgevat als een nadere invulling van de algemene beginselen van goede corporate governance. De code voorziet in principes en best practice bepalingen op een vijftal gebieden, te weten:

- Naleving en handhaving van de code.
- Het bestuur.
- De raad van commissarissen.
- De (algemene vergadering van) aandeelhouders.
- De audit van de financiële verslaggeving en de positie van de interne audit functie en van de externe accountant.

Een belangrijk kenmerk van de code is dat beursgenoteerde vennootschappen mogen en kunnen afwijken van concrete best practice bepalingen. Indien de vennootschap op bepaalde punten van de code afwijkt dient zij hieromtrent wel openheid te verschaffen. In overeenstemming met internationale regelgeving en codes gaat ook de Nederlandse corporate governance code uit van de zogeheten "pas toe of leg uit"-regel (ook wel genoemd: "comply or explain"). Dit houdt in dat de beursgenoteerde vennootschappen verplicht worden elk jaar in een apart hoofdstuk in hun jaarverslag gemotiveerd uit te leggen of en zo ja waarom zij afwijken van de best practice bepalingen van de code. Inmiddels is het wetsvoorstel inzake aanpassing van het structuurregime op 1 oktober 2004 in werking getreden (wet van 9 juli 2004, Stb 370). Deze wet voorziet, mede op aanbeveling van de Commissie, onder meer in een wettelijke basis voor deze "pas toe of leg uit"-regel (artikel 2:391 lid 4 BW).

Het is aan de aandeelhouders om het bestuur en de raad van commissarissen van de vennootschap ter verantwoording te roepen omtrent de toepassing van de principes van de code en de verklaring over de naleving van de best practice bepalingen. De inhoud van het hoofdstuk in het jaarverslag over de corporate governance structuur en het corporate governance beleid van de vennootschap en de verklaring over de naleving van de best practice bepalingen kunnen elk jaar, op initiatief van het bestuur dan wel van (een groep van) aandeelhouders, in de algemene vergadering van aandeelhouders aan de orde worden gesteld.

Belangrijk is om te vermelden dat de corporate governance code in werking treedt vanaf het boekjaar beginnend op of na 1 januari 2004. Van de beursgenoteerde vennootschappen wordt derhalve verwacht dat zij vanaf het boekjaar 2004 jaarlijks in het jaarverslag een hoofdstuk wijden aan de hoofdlijnen van de corporate governance structuur van de

## 2. Onderzoekopzet

vennootschap en aan de naleving van de corporate governance code, waarbij eventuele afwijkingen van de best practice bepalingen worden verklaard. De Commissie beveelt de beursgenoteerde vennootschappen voorts aan het hoofdstuk over de hoofdlijnen van corporate governance onder een apart agendapunt op de algemene vergadering van aandeelhouders in 2005 te bespreken. Na 2005 zouden naar het oordeel van de Commissie substantiële veranderingen in de corporate governance structuur van de vennootschap en substantiële wijzigingen in de naleving van de code ter bespreking aan de algemene vergadering van aandeelhouders moeten worden voorgelegd.

Vooruitlopend op de feitelijke inwerkingtreding van de code per 1 januari 2004, beveelt de Commissie beursgenoteerde vennootschappen aan om reeds in hun jaarverslagen over 2003 in een apart hoofdstuk concreet aan te geven op welke wijze zij verwachten invulling te geven aan de naleving van de code en welke problemen hierbij worden verwacht. Vervolgens acht de Commissie het wenselijk dat dit hoofdstuk van het jaarverslag aan de orde wordt gesteld in de algemene vergadering van aandeelhouders in 2004.

Het voorliggende rapport doet verslag van een onderzoek naar de wijze waarop de beursgenoteerde vennootschappen een eerste invulling hebben gegeven aan de Nederlandse corporate governance code. In het bijzonder zijn 24 AEX-fondsen en 20 AMX-fondsen in het onderzoek betrokken. Voorts is ook voor 25 lokale fondsen (zogenoemde "small caps") en 11 in het buitenland (in het vervolg aangeduid met "elders") genoteerde, maar in Nederland statutair gevestigde vennootschappen onderzocht in hoeverre zij zich conformeren aan de principes en best practice bepalingen zoals die zijn neergelegd in de code. Het onderzoek bestaat uit een tweetal onderdelen.

In het eerste deel is, in navolging van punt 13 van de preambule, geïnventariseerd of de onderzochte vennootschappen in een apart hoofdstuk in hun jaarverslag over het boekjaar 2003 aangeven op welke wijze zij invulling verwachten te geven aan de naleving van de code en welke problemen hierbij worden verwacht. Het gaat hier om een samenvatting van opvattingen van de onderzochte vennootschappen ten aanzien van de code welke is gebaseerd op informatie die letterlijk in de door hen gepubliceerde jaarverslagen kan worden teruggevonden. De nadruk in dit rapport ligt op de inventarisatie van deze opvattingen. Ook is het mogelijk dat vennootschappen, vooruitlopend op de feitelijke inwerkingtreding per 1 januari 2004, reeds op basis van de "pas toe of leg uit"-regel gerapporteerd hebben over de situatie in boekjaar 2003. Een inventarisatie van de opvolging van deze regel maakt eveneens deel uit van het onderzoek. Daarbij is in het bijzonder gekeken van welke principes en/of best practice bepalingen relatief veel worden afgeweken, alsmede welke redenen gegeven worden voor dergelijke afwijkingen. Tot slot is onderzocht of het onderwerp corporate governance in de algemene ver-

gadering van aandeelhouders in 2004 aan de orde is gesteld. In het tweede deel is nagegaan in hoeverre de onderzochte vennootschappen, vooruitlopend op de feitelijke inwerkingtreding van de code, specifieke best practice bepalingen hebben opgevolgd in boekjaar 2003. Daarbij is gebruik gemaakt van publiekelijk beschikbare informatie. Het gaat in dit gedeelte met name om een evaluatie van de transparantie op het gebied van corporate governance. Volgens de Commissie is transparantie een van de steunpilaren van goede corporate governance. In totaal zijn 7 principes en 30 daarbij behorende best practice bepalingen geëvalueerd.

### 1.2 Beperkingen van het onderzoek

De code is officieel in werking getreden op 1 januari 2004. Wij merken in de inleiding van dit rapport nadrukkelijk op dat de formele "pas toe of leg uit"-regel pas in 2005 (over het verslagjaar 2004) wettelijke status zal hebben. Voor het onderzoek en de interpretatie van de resultaten betekent dit dat uit het ontbreken van informatie in het verslag over 2003 niet mag worden geconcludeerd dat vennootschappen waarover in dit rapport verslag wordt gedaan de betreffende bepaling(en) niet naleven respectievelijk niet wensen na te leven. De enige conclusie die kan worden getrokken is dat in de huidige verslaggeving informatie hierover ontbreekt. Alleen in die gevallen dat de vennootschap expliciet meldt af te wijken, respectievelijk de afwijking ondubbelzinnig uit het jaarverslag blijkt, zal in dit onderzoek de conclusie worden getrokken dat van de code is afgeweken.

### 1.3 Structuur van het rapport voor wat betreft deel A

In hoofdstuk 2 zal eerst worden ingegaan op de gehanteerde methodologie die aan het onderzoek ten grondslag ligt. Vervolgens worden de resultaten van het onderzoek naar de opvolging van punt 13 van de preambule besproken in hoofdstuk 3. Het gaat hier zoals reeds aangegeven om een inventarisatie die letterlijk is gebaseerd op de verslaggeving van de onderzochte vennootschappen. Hoofdstuk 4 besteedt aandacht aan de evaluatie van de transparantie op het gebied van corporate governance. In tegenstelling tot het voorgaande hoofdstuk vindt in dit deel van het onderzoek een observatie plaats van de invulling die de vennootschappen thans aan de code hebben gegeven. Daarbij wordt opgemerkt dat bij dit gedeelte van het rapport, in tegenstelling tot het eerste deel van het onderzoek, sprake is van oordeelsvorming. In hoofdstuk 5 wordt aandacht geschonken aan belangrijke trends en ontwikkelingen die zich op het gebied van corporate governance hebben voorgedaan sinds de publicatie van de definitieve code op 9 december 2003. Twee aspecten die in de code worden genoemd, te weten het functioneren van de algemene vergadering van aandeelhouders en de rol van institutionele beleggers, worden hierin nader belicht. Tenslotte worden in hoofdstuk 6 de belangrijkste resultaten samengevat en op basis hiervan conclusies

### 2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de onderzoekopzet besproken. Allereerst wordt ingegaan op de steekproef en de gebruikte databronnen (§2.2). Aansluitend wordt de gehanteerde methodologie besproken (§2.3).

### 2.2 Steekproef en databronnen

Zoals in punt één van de preambule uiteen is gezet, is de code van toepassing op alle vennootschappen met statutaire zetel in Nederland en waarvan aandelen of certificaten van aandelen zijn toegelaten tot de officiële notering van een van overheidswege erkende effectenbeurs (hierna: beursgenoteerde vennootschappen). De code is echter niet van toepassing op beleggingsinstellingen die als financiële producten kunnen worden aangemerkt.

Het onderzoek richt zich aldus op beursgenoteerde vennootschappen. In eerste instantie zijn 24 AEX-fondsen en 20 AMX-fondsen geselecteerd, waarbij de complete AEX en AMX index per juni 2004 als uitgangspunt heeft gediend. Uiteindelijk zijn vier AMX-fondsen niet in het onderzoek betrokken om de volgende redenen. Koninklijke Wessanen N.V. had op moment van het onderzoek nog geen jaarverslag over 2003 gepubliceerd. Voorts maken Corus Group Plc, Hunter Douglas N.V. en LogicaCMG Plc weliswaar deel uit van de AMX, maar zijn zij statutair niet in Nederland gevestigd en derhalve niet verplicht zich aan de code te conformeren. De uiteindelijk 44 hoofdfondsen zijn vervolgens aangevuld met 25, aselect gekozen, lokale fondsen ("small caps").

Daarnaast blijkt uit punt één van de preambule dat de code niet alleen van toepassing is op vennootschappen die op Euronext Amsterdam genoteerd staan – en die statutair in Nederland zijn gevestigd – maar bijvoorbeeld ook op vennootschappen die genoteerd staan op de London Stock Exchange en statutair in Nederland zijn gevestigd. Derhalve zijn 11 in het buitenland genoteerde, doch in Nederland statutair gevestigde vennootschappen (hierna: elders genoteerde vennootschappen) ook in het onderzoek betrokken. In totaal zijn aldus 80 beursvennootschappen ten behoeve van het onderzoek geselecteerd. In bijlage 1 is een lijst van alle in het onderzoek meegenomen vennootschappen opgenomen.

Voor elk van deze 80 vennootschappen zijn publiekelijk beschikbare bronnen geraadpleegd. In casu impliceert dit dat in het onderzoek de volgende bronnen zijn geraadpleegd:

- Het jaarverslag over boekjaar 2003.
- De agenda van de algemene vergadering van aandeel-

houders waarop het jaarverslag over boekjaar 2003 is behandeld.

- De website van de vennootschap en in het bijzonder, indien aanwezig, het corporate governance gedeelte.<sup>1)</sup>

### 2.3 Methode van onderzoek

Zoals in de inleiding is beschreven bestaat het onderzoek uit twee delen: een inventarisatie- en een evaluatiedeel. Voor elk van deze twee delen is een afzonderlijke methodologische opzet gehanteerd die hieronder uiteen zal worden gezet. Voor een juiste interpretatie van de onderzoeksresultaten zal tevens in een aparte paragraaf de "pas toe of leg uit"-regel worden besproken.

#### 2.3.1 Deel 1. Inventarisatie opvolging punt 13 van de preambule

Het eerste deel van het onderzoek betreft een inventarisatie van de wijze waarop de geselecteerde vennootschappen invulling hebben gegeven aan punt 13 van de preambule. In punt 13 van de preambule beveelt de Commissie beursgenoteerde vennootschappen aan "om in een apart hoofdstuk in hun jaarverslagen over het boekjaar 2003 concreet aan te geven op welke wijze zij verwachten invulling te geven aan de naleving van deze code en welke problemen hierbij worden verwacht." De Commissie acht het wenselijk dat "dit hoofdstuk van het jaarverslag aan de orde wordt gesteld in de algemene vergadering van aandeelhouders in 2004."

Met het oog op deze aanbeveling is allereerst vastgesteld of in het jaarverslag over boekjaar 2003 een apart hoofdstuk over corporate governance te vinden is. Het betreft hier een vraag die bevestigend ("ja, corporate governance hoofdstuk is aanwezig") dan wel ontkennend ("nee, corporate governance hoofdstuk is niet aanwezig") kan worden beantwoord. Ook is aan de hand van de agenda van de algemene vergadering van aandeelhouders vastgesteld of corporate governance aan de orde is geweest. Ook deze vraag kan eenvoudig met een "ja" of een "nee" worden beantwoord.

Voor vennootschappen die in het jaarverslag daadwerkelijk een hoofdstuk over corporate governance hebben opgenomen is vervolgens een tweetal zaken nader onderzocht die verband houden met punt 13 van de preambule. Vanaf boekjaar 2004 bestaat waarschijnlijk<sup>2)</sup> de wettelijke plicht om een apart hoofdstuk in het jaarverslag te wijden aan de code overeenkomstig de "pas toe of leg uit"-regel. Het is echter mogelijk dat vennootschappen hierop anticiperen en reeds in het jaarverslag over 2003 rapporteren over best practice bepalingen op basis van de "pas toe of leg uit"-regel. Ook is het mogelijk dat vennootschappen nog niet rappor-

<sup>1)</sup> De websites van de vennootschappen zijn geraadpleegd in de periode 22 juli tot en met 10 augustus 2004.

<sup>2)</sup> Op het tijdstip van verschijnen van dit rapport moet de algemene maatregel van bestuur hieromtrent door de Ministerraad nog worden behandeld en voor advies naar de Raad van State worden gestuurd.

teren op basis van deze regel, maar wel op andere wijze beschrijven welke problemen zij bij de naleving van de code voorzien (zonder daarbij expliciet op principes of best practice bepalingen te wijzen).

Gegeven deze twee mogelijkheden is, voor de vennootschappen die in het jaarverslag een apart hoofdstuk wijden aan corporate governance, allereerst geïnventariseerd welke opmerkingen zijn gemaakt over de verwachte invulling van de code en eventuele problemen die daarbij kunnen optreden. Deze zijn per vennootschap afzonderlijk en zo volledig mogelijk (bijvoorbeeld doordat wordt verwezen naar een specifieke principe of best practice bepaling) vastgelegd. Ook zijn zoveel mogelijk de redenen voor de verwachte problemen in kaart gebracht. Vervolgens is, eveneens per vennootschap, bepaald of zij, vrijwillig en vooruitlopend op 2004, al principes en/of best practice bepalingen opsommen die niet (zullen) worden toegepast, dan wel of expliciet wordt aangegeven dat alle bepalingen toegepast gaan worden. Mochten vennootschappen reeds verwijzen naar bepalingen die zij niet toepassen, dan is vervolgens ook de uitleg die daarvoor wordt gegeven vastgelegd. Daarmee wordt in feite de invulling van de "pas toe of leg uit"-regel in kaart gebracht.

### 2.3.2 Deel 2. Evaluatie transparantie omtrent principes en best practice bepalingen

Vervolgens is aan de hand van publiekelijk beschikbare informatie onderzocht in hoeverre de vennootschappen, vooruitlopend op de feitelijke inwerkingtreding van de code, nu reeds in het verslag over boekjaar 2003 specifieke best practice bepalingen hebben nageleefd. De nadruk in dit deel van het onderzoek ligt op de evaluatie van de transparantie met betrekking tot een aantal specifieke principes en best practice bepalingen. Hierbij wordt de inhoudelijke invulling van de code beoordeeld.

Voor deze evaluatie is gebruik gemaakt van het jaarverslag over 2003, de agenda van de algemene vergadering van aan-

deelhouders en alle overige, relevante documenten die via de website van de vennootschap te raadplegen zijn. In de praktijk brengt deze methode met zich mee dat de geraadpleegde bronnen per vennootschap aanzienlijk van elkaar kunnen verschillen, afhankelijk van de informatieomvang en informatiedetaillering.

In dit gedeelte van het onderzoek is ervoor gekozen een selectie te maken van de in de code genoemde principes en best practice bepalingen. Daartoe is vooraf een aantal aandachtsgebieden nader gedefinieerd in samenspraak met initiatiefnemers van dit rapport. De selectie van deze aandachtsgebieden is in belangrijke mate ingegeven door het belang van deze onderwerpen in de recente dialoog tussen ondernemingsleiding en haar aandeelhouders evenals de maatschappelijke discussie die gevoerd is rondom corporate governance. Daarbij zijn het functioneren van bestuurders en commissarissen veelvuldig aan de orde gesteld, evenals het functioneren van de algemene vergadering van aandeelhouders. Ook is ruime aandacht besteed aan het thema risicomanagement en, meer in het bijzonder, interne beheersings- en controlevraagstukken.

Het onderzoek omvat aldus een evaluatie van de transparantie betreffende principes en best practice bepalingen inzake het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering van aandeelhouders. In hoofdstuk 4 volgt een nadere uitwerking van deze aandachtsgebieden. De audit van de financiële verslaggeving, de interne audit functie, de externe accountant en verantwoordelijkheid van de institutionele beleggers zullen in dit deel van het rapport buiten beschouwing worden gelaten.

De evaluatie van de concrete invulling op bovengenoemde specifieke onderdelen komt erop neer dat per principe of best practice bepaling is nagegaan of er relevante informatie in een van de gehanteerde informatiebronnen te vinden is die wijst op naleving dan wel afwijking van de code. Waar nodig is een best practice bepaling nader opgesplitst in afzonderlijk te evalueren onderdelen. Zodoende ontstond een "checklist naleving Tabaksblat".

Een belangrijk methodologisch aspect is dat diverse (onderdelen van) best practice bepalingen, vooral op het gebied van transparantie c.q. informatieverschaffing, slechts van toepassing zijn voor zover er eerst aan bepaalde voorwaarden is voldaan. Derhalve is bij de evaluatie onderscheid gemaakt tussen enerzijds voorwaarden en anderzijds nadere uitwerking. Ter verduidelijk is hieronder een voorbeeld opgenomen met betrekking tot best practice bepaling II.1.4:

**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."**

Ten behoeve van de evaluatie is deze best practice bepaling in tabel 2.1 opgesplitst in twee voorwaarden en een vijftal nadere uitwerkingen.

De nadere uitwerking kan slechts geëvalueerd worden indien aan de voorwaarde wordt voldaan, of anders gezegd, indien deze met "ja" kan worden beantwoord. Mocht het antwoord op de voorwaarde ontkenkend ("nee") luiden, dan zijn de bijbehorende uitwerking(en) niet van toepassing ("n.v.t").

Omdat de evaluatie voornamelijk betrekking heeft op transparantie c.q. informatieverschaffing, bestaat de mogelijkheid dat de naleving van bepaalde (onderdelen van) best practice bepalingen niet kan worden vastgesteld, omdat bijvoorbeeld statuten of andere belangrijke corporate governance gerelateerde informatie niet voorhanden is. Daar dit echter niet per definitie wil zeggen dat de vennootschap op dit punt van de code afwijkt, is voorzien in een antwoordcategorie "niet te bepalen". Zoals later uit de beschrijving van de analyse zal blijken (zie hoofdstuk 4) is deze antwoordmogelijkheid vooral gebruikt voor wat betreft de best practice bepalingen aangaande certificering van aandelen. Slechts weinig vennootschappen, die gecertificeerde aandelen kennen, hebben de statuten van het Administratiekantoor, de administratievoorwaarden en dergelijke op de website geplaatst ten tijde van het onderzoek.

Uiteindelijk kon per geëvalueerde best practice bepaling (of onderdeel daarvan) gekozen worden uit de volgende antwoordcategorieën:

- De best practice bepaling wordt toegepast (antwoord is "ja").
- De best practice bepaling wordt niet toegepast (antwoord is "nee").

- De best practice bepaling is niet van toepassing (antwoord is "n.v.t").
- De benodigde informatie om naleving van de best practice bepaling vast te stellen is niet voorhanden.

Nadat voor alle geselecteerde vennootschappen de transparantie is geëvalueerd, is de geselecteerde vennootschappen de mogelijkheid geboden te reageren op de resultaten van de evaluatie. Daartoe zijn de ingevulde "checklists" aan de secretarissen van de raad van bestuur toegezonden met een begeleidend schrijven, waarin het verzoek is opgenomen de uitkomsten van de analyse te verifiëren en waar nodig aan te vullen of te corrigeren. De reacties zijn verzameld en verwerkt in de uiteindelijke evaluatie, voor zover zij niet later dan 27 augustus 2004 zijn ontvangen. Per 27 augustus hebben 29 vennootschappen een officiële reactie teruggezonden, hetgeen neerkomt op een respons van 42%. De hoogste respons is gemeten bij de AEX-fondsen, gevolgd door de AMX-fondsen. Voor de volledigheid dient te worden vermeld dat de elders genoteerde vennootschappen niet in de gelegenheid gesteld zijn om te reageren omwille van het tijdsaspect.

### 2.3.3 Interpretatie van de "pas toe of leg uit"-regel

Alvorens de resultaten van het onderzoek te presenteren in hoofdstukken 3 en 4 is het van belang expliciet aandacht te besteden aan de invulling van deze regel conform de uitgangspunten van de code. Daarbij is het onderscheid tussen principes en best practice bepalingen essentieel voor een juiste interpretatie van de code. Principes zijn "moderne, en inmiddels breed gedragen, algemene opvattingen over corporate governance", aldus punt 4 van de preambule. Best practice bepalingen vormen een nadere uitwerking van de principes (zie punt 5). Beursgenoteerde vennootschappen kunnen echter hiervan afwijken en de "pas toe of leg uit"-regel heeft betrekking op de verplichting om gemotiveerd uit te leggen of en zo ja waarom zij afwijken van de best practice bepalingen.

Dit betekent dat afwijkingen van de best practice bepalingen, mits uitgelegd en gemotiveerd, dienen te worden opgevat als het toepassen van de code. Voor principes geldt dit echter niet: het niet naleven van de principes dient te worden geïnterpreteerd als zijnde het niet naleven van de code, ook al wordt deze afwijking gemotiveerd. De Commissie huldigt immers het standpunt dat de principes algemeen aanvaarde beginselen van goede corporate governance, die elke vennootschap als uitgangspunt dient te nemen voor het beleid op dit terrein. Slechts de nadere invulling van deze principes – de best practice bepalingen – kunnen verschillen van de code voor individuele vennootschappen. In hoofdstuk 3, waarin de opvattingen van de vennootschappen worden beschreven, is dit aspect van belang voor een goede interpretatie van de resultaten.

Tabel 2.1

Bepaling	Geëvalueerde vraag
Voorwaarde 1	Het bestuur verklaart dat de interne beheersings- en controlesystemen adequaat en effectief zijn.
Nadere uitwerking	De verklaring is duidelijk onderbouwd.
Voorwaarde 2	Het bestuur rapporteert in het jaarverslag over de werking van het interne risicobeheersings- en controlesysteem in het boekjaar.
Nadere uitwerking	Het bestuur geeft tevens aan welke significante wijzigingen zijn aangebracht. Het bestuur geeft aan welke belangrijke verbeteringen zijn gepland. Het bestuur heeft dit met auditcommissie besproken. Het bestuur heeft dit met de RvC besproken

### 3. Een inventarisatie en nadere analyse van de opinies van vennootschappen inzake de toepassing van de corporate governance code

#### 3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden de resultaten van het eerste deel van het onderzoek gepresenteerd aangaande de opvolging van de aanbeveling in punt 13 van de preambule. De vraag die aan de orde wordt gesteld is of de onderzochte vennootschappen in een apart hoofdstuk in hun jaarverslag over het boekjaar 2003 aangeven op welke wijze zij invulling verwachten te geven aan de naleving van de code en welke problemen hierbij worden verwacht. Deze vraag wordt beantwoord aan de hand van een samenvatting van opvattingen van de onderzochte vennootschappen ten aanzien van de code welke is gebaseerd op informatie die letterlijk in de door hen gepubliceerde jaarverslagen kan worden teruggevonden. De nadruk ligt op de inventarisatie van deze opvattingen. Ook wordt antwoord gegeven op de vraag of het onderwerp corporate governance in de algemene vergadering van aandeelhouders (AvA) in 2004 aan de orde is gesteld.

Daarnaast is het mogelijk dat vennootschappen, vooruitlopend op de feitelijke inwerkingtreding per 1 januari 2004, reeds op basis van de "pas toe of leg uit"-regel gerapporteerd hebben over de situatie in boekjaar 2003. Een inventarisatie van de opvolging van deze regel maakt eveneens deel uit van het eerste deel van het onderzoek en zal in dit hoofdstuk worden besproken. Gekeken wordt van welke principe en/of best practice bepalingen (relatief veel) wordt afgeweken, alsmede welke redenen worden opgegeven voor dergelijke afwijkingen.

De opbouw van dit hoofdstuk is als volgt. In de eerste plaats wordt aandacht besteed aan de vraag in hoeverre vennoot-

schappen daadwerkelijk een apart hoofdstuk corporate governance in het jaarverslag opnemen en tevens of ze dit als een apart punt op de agenda van AvA plaatsen (§3.2). Daarbij zal eveneens worden geïnventariseerd in hoeverre vennootschappen anticiperen op de nieuwe wet- en regelgeving en reeds in het jaarverslag 2003 rapporteren op basis van de "pas toe of leg uit"-regel. De analyse wordt in §3.3 vervolgd met een uiteenzetting van de problemen die de vennootschappen hierbij verwachten. De inventarisatie zal worden besloten met een uiteenzetting van de argumentatie waarom vennootschappen, die reeds rapporteren op basis van de "pas toe of leg uit"-regel, niet voldoen aan specifieke principes en/of bepalingen in §3.4.

#### 3.2 Apart hoofdstuk in het jaarverslag en agendering op de AvA

Tabel 3.1 toont de resultaten op basis van jaarverslagen en agenda's van de algemene vergadering van aandeelhouders (voor zover deze beschikbaar werden gesteld via het jaarverslag of op de website).

Uit tabel 3.1 blijkt allereerst dat 74 van de 80 onderzochte beursvennootschappen een apart hoofdstuk wijden aan corporate governance in het jaarverslag, waarin tevens gereferereerd wordt aan de code (zie kolom totale steekproef). Eén small cap en vijf elders genoteerde beursvennootschappen met statutaire zetel in Nederland kennen een dergelijk hoofdstuk niet. Geconstateerd kan worden dat op dit punt de opvolging van de aanbeveling van de Commissie hoog is. Voorts blijkt uit tabel 3.1 dat van de 69 vennootschappen

Tabel 3.1 Inventarisatie punt 13 preambule

	AEX (n=24)	AMX (n=20)	Lokaal (n=25)	Elders genoteerd (n=11)	Totaal steekproef
Hoofdstuk over corporate governance in jaarverslag 2003	24 (24)	20 (20)	24 (25)	6 (11)	74 (80)
Corporate governance als agendapunt op AvA in 2004	21 (24)	17 (20)	15 (19)	3 (6)	56 (69)

De tabel toont scores op twee onderdelen. In de tabel wordt eerst het aantal vennootschappen dat voldoet aan de bepaling weergegeven, gevolgd door het aantal vennootschappen dat de benodigde informatie verschaft (tussen haakjes). Zo blijkt dus uit de (19) bij de lokale fondsen dat voor 6 van de 25 vennootschappen geen agenda beschikbaar was. Voor deze vennootschappen kan de naleving van de code op dit punt dus niet worden geïnventariseerd. Van de 19 vennootschappen waarvoor inventarisatie wél mogelijk is, blijken 15 vennootschappen, in overeenstemming met de aanbeveling van de Commissie, corporate governance als apart punt op de agenda te zetten.

waarvoor de agenda van de algemene vergadering van aandeelhouders voorhanden was – en waarvoor de naleving dus kon worden geïnventariseerd – er 13 vennootschappen zijn die corporate governance niet als een separaat agendapunt voor de AvA in 2004 hebben vermeld. Deze 13 zijn redelijk gelijk verdeeld over de vier typen onderzochte vennootschappen. Voor 6 small caps en 5 elders genoteerde Nederlandse beursvennootschappen was geen agenda beschikbaar. Ook op dit punt is de opvolging hoog, zij het iets lager dan de aanbeveling om een apart corporate governance-hoofdstuk in het jaarverslag op te nemen.

Zoals hiervoor is uiteengezet worden vennootschappen gevraagd in het corporate governance-hoofdstuk uiteen te zetten op welke wijze zij verwachten invulling te geven aan de naleving van de code. Tevens wordt gevraagd inzicht te geven in de problemen die hierbij worden verwacht. De aanbeveling heeft alleen betrekking op het boekjaar 2003, omdat pas vanaf boekjaar 2004 waarschijnlijk de wettelijke plicht bestaat om een hoofdstuk in het jaarverslag te wijden aan de code onder de "pas toe of leg uit"-regel. Het is echter mogelijk dat vennootschappen in het jaarverslag over 2003 reeds vooruitlopen op 2004 en dientengevolge voor alle of voor specifieke bepalingen de "pas toe of leg uit"-regel toepassen. Ook dit is geïnventariseerd voor de 80 onderzochte vennootschappen. De resultaten hiervan staan weergegeven in tabel 3.2.

Uit tabel 3.2 blijkt dat totaal 32 vennootschappen de "pas toe of leg uit"-regel reeds toepassen, terwijl de andere 48 vennootschappen dit niet doen. Een deel van de laatstgenoemde groep heeft overigens wel voor een aantal principes en/of bepalingen een uitleg gegeven voor het niet toepassen, maar vermeldt niet expliciet in hoeverre de overige, niet-uitgelegde, bepalingen al worden toegepast. Tabel 3.2 biedt een goed beeld voor wat betreft het al toepassen van de "pas toe of leg uit"-regel: de grotere fondsen lopen vaker vooruit op de eisen van 2004 dan de lokale, kleinere, fondsen. Voorts valt op dat geen van de elders genoteerde beursfondsen reeds rapporteren op basis van de "pas toe of leg uit"-regel.

Tabel 3.2 Toepassing "Pas toe of leg uit"-principe

Wordt de "pas toe of leg uit"-regel reeds toegepast?

	AEX	AMX	Lokaal	Buitenlands	Totaal
Ja	16	11	5	0	32
Nee	8	9	20	11	48
Totaal	24	20	25	11	80

#### 3.3 Inventarisatie van de verwachte problemen

In deze paragraaf volgt een inventarisatie van de problemen die vennootschappen zeggen te verwachten bij de invulling van de naleving van de code. We richten ons hier alléén op de 48 vennootschappen die niet de "pas toe of leg uit"-regel toepassen uit tabel 3.2. De resultaten met betrekking tot de overige 32 vennootschappen die deze regel wel volgen, worden in §3.4 besproken.

Een groot deel van de 48 vennootschappen heeft een formulering opgenomen in de trant van: "[Naam vennootschap] kan zich vinden in het merendeel van principes en de best practice bepalingen zoals vastgelegd in de code van de Commissie corporate governance. In het verslagjaar over het boekjaar 2004 zal op de voorgeschreven wijze worden gerapporteerd of en in hoeverre de best practice bepalingen kunnen worden opgevolgd." Deze bevinding geldt niet alleen voor de in Nederland genoteerde beursvennootschappen, i.c. AEX-, AMX- en lokale fondsen, maar óók voor de elders genoteerde fondsen die statutair in Nederland gevestigd zijn. Wat voorts opvalt, is dat in totaal 21 vennootschappen (te weten: 14 AEX-fondsen, 4 AMX-fondsen, 2 small caps en 1 elders genoteerd fonds) expliciet in het jaarverslag vermelden reeds het merendeel van de principes en best practice bepalingen toe te passen in boekjaar 2003.

De opmerkingen die de vennootschappen plaatsen ten aanzien van de verwachte problemen bij de invulling van de code blijken zeer divers. Toch is het mogelijk hier een algemeen beeld uit te destilleren.

Als we allereerst kijken naar de opmerkingen die door de AEX en AMX-fondsen worden gemaakt, dan valt op dat de meeste problemen die door deze fondsen worden gesignaleerd van tijdelijke aard worden geacht. Enerzijds gaat het daarbij om bijvoorbeeld het te grote aantal commissariaten dat door individuele leden wordt vervuld. Representatief voor dit soort problemen is de opmerking "dat het mogelijk is dat gedurende een overgangperiode enkele leden van de raad van commissarissen meer dan vijf commissariaten bekleden bij Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen." Anderzijds wordt erop gewezen dat afwijking van de

code plaats kan vinden, omdat de vennootschap het niet wenselijk acht bestaande contractuele afspraken met bestuurders open te breken. Eén van de vennootschappen wijst erop dat “bestaande contractuele afspraken met bestuurders niet zomaar open kunnen worden gebroken.” Vermeldenswaardig is tevens dat twee AEX-fondsen opmerken dat als gevolg van hun internationale structuur er mogelijk conflicten optreden met buitenlandse corporate governance codes die zij ook moeten naleven.

Wat voorts in deze categorie (AEX en AMX) opvalt is dat er meerdere malen wordt gewezen op de verwachte veranderingen in de wet waarvan op het moment dat het jaarverslag werd opgemaakt de uitwerking nog onzeker is. Het duidelijkst wordt dit als volgt verwoord: “Bepaalde bepalingen uit de code vereisen aanpassingen in bestaande wetgeving. Het is niet duidelijk hoe en wanneer de wetgeving zal worden aangepast waardoor er nog veel onzekerheden bestaan.” Eén AMX-fonds wees in dit verband expliciet op de discussie rondom de (afschaffing van) certificering van aandelen: “[Naam vennootschap] vindt certificering als beschermingsmaatregel toelaatbaar. Ze wil eerst afwachten wat de koers van de Nederlandse wetgever in deze is, alvorens een definitief standpunt hierover in te nemen.” Overigens wordt certificering door nog twee andere AMX-fondsen niet persé als een ongewenste beschermingsmaatregel beschouwd.

Als we kijken naar de lokale fondsen (“small caps”) dan valt op dat een groot aantal vennootschappen algemene opmerkingen plaatst ten aanzien van de verwachte problemen die verband houden met de omvang van de vennootschap. Het gaat hier niet zozeer om een gebrek aan welwillendheid om de code op te volgen, maar meer dat de code – in de ogen van menig small cap – vooral gericht is op de grotere fondsen. Zo merkt één lokaal fonds op: “[Naam vennootschap] heeft met belangstelling kennis genomen van de Nederlandse Corporate Governance Code. In 2004 zullen de aanbevelingen zoveel mogelijk worden geïmplementeerd, voor zover deze passend zijn bij de aard en omvang van de onderneming.” Voorts wordt bijvoorbeeld opgemerkt: “De code biedt op een aantal punten nieuwe inzichten of vereist formalisering van de reeds gebruikelijke praktijk. De voorbereidingen om op termijn op deze punten aan de code te voldoen zijn inmiddels gestart. Op andere punten zijn de best practice bepalingen geënt op grotere beursfondsen, waarbij de betreffende punten voor kleine beursfondsen niet werkbaar of vanuit kostenoverwegingen niet wenselijk zijn”, alsmede dat “bij de afweging van het al dan niet opvolgen van de bepalingen er tevens een afweging zal plaatsvinden of opvolging vanuit praktisch oogpunt haalbaar is. Dit mede in relatie tot de omvang van de onderneming en de kosten die toepassing met zich meebrengt. Er moet ruimte blijven om te ondernemen.”

Deze groep van relatief kleine fondsen acht het, net als de

AEX- en AMX-fondsen, niet wenselijk bestaande contractuele afspraken met bestuurders open te breken om aan de code te voldoen. Evenmin werd door een aantal lokale fondsen certificering, net als bij een aantal AMX-fondsen, zonder meer van de hand gewezen. Daarnaast wees een aantal van hen op problemen die specifiek lijken voor deze groep. Enerzijds wordt de nadruk gelegd op het feit dat de raad van commissarissen, vanwege haar beperkte omvang, geen aparte commissies kent. Eén fonds benadrukt juist dat betrokkenheid van de voltallige raad een pré is en verwoordde dit als volgt: “Er worden geen kerncommissies gevormd. Het is een pluspunt dat alle leden van de RvC betrokken worden bij besluitvorming.” Anderzijds signaleert een aantal kleine fondsen dat onafhankelijkheid van de raad van commissarissen niet wenselijk is, dan wel dat hier sprake is van complicaties vanwege de aanwezigheid van grootaandeelhouders.

Een drietal fondsen maakt opmerkingen over ondernemerschap in relatie tot governance. Deze luiden als volgt:

- “Een kanttekening is echter dat de mate van detaillering erg groot is. Betrouwbaar en integer handelen kan niet alleen door regelgeving worden afdgedwongen.”

- “[Naam vennootschap] onderschrijft de vooronderstellingen van de code niet. De directie vindt dat ze een succesvol beleid heeft gevoerd en dat de code niet een belangrijke stap is op weg naar herstel van vertrouwen in een eerlijke, transparante gang van zaken. Het uitbreiden van het aantal regels moet tot een minimum worden beperkt. Het bestuur moet kunnen blijven ondernemen. Er wordt aandacht gevraagd voor de positie van kleinere beursfondsen”.

- “Echter, er wordt nu reeds op gewezen dat bij de afweging van het al dan niet opvolgen van de bepalingen er tevens een afweging zal plaatsvinden of opvolging vanuit praktisch oogpunt haalbaar is. Dit mede in relatie tot de omvang van de onderneming en de kosten die toepassing met zich mee brengt. Er moet ruimte blijven om te ondernemen.”

Over de door de elders genoteerde beursvennootschappen met statutaire zetel in Nederland gesignaleerde problemen ten aanzien van de invoering van de code kunnen we relatief kort zijn. Allereerst is het overgrote deel optimistisch over de implementatie van de Nederlandse corporate governance code. Voor zover vennootschappen al problemen verwachten met de implementatie van de code, dan dienen deze vooral te worden gezocht in het feit dat men ook te maken kan hebben met buitenlandse corporate governance codes waaraan moet worden voldaan. Deze bepalingen zijn aldus de vennootschappen niet altijd in overeenstemming met de Nederlandse code. Het duidelijkst wordt dit als volgt verwoord: “Het beleid van [naam vennootschap] is om de richtlijnen van “Good Practice of Corporate Governance” te volgen zoals die worden voorgeschreven door de Nederlandse code. Op sommige punten kan echter een kleine afwijking van de code ontstaan als gevolg van wettelijke vereisten waar de vennootschap mee te maken heeft. [Naam vennootschap] is daarnaast ook onderworpen aan de corpora-

te governance regels van de NASDAQ, omdat haar aandelen hier sinds 19xx genoteerd zijn. Tevens past de vennootschap standaarden uit de Duitse corporate governance code toe, omdat de gewone aandelen van de vennootschap sinds 19xx genoteerd zijn aan de Frankfurt Stock Exchange. [Naam vennootschap] geeft in het jaarverslag aan in hoeverre ze voldoet aan de Duitse code. Ze is van mening dat deze code gelijkenis vertoont met de Nederlandse code. De vennootschap overweegt toch om in haar volgende jaarverslag ook een hoofdstuk op te nemen over compliance met de Nederlandse code.” Al met al lijken de elders genoteerde fondsen goed te zijn voorbereid op het moment dat de code officieel van kracht zal zijn.

### 3.4.1 Inleiding

In deze paragraaf wordt de toepassing van de code geïnventariseerd voor de 32 vennootschappen die vooruitlopen op de verplichte rapportage over 2004 en er nu reeds voor hebben gekozen om de “pas toe of leg uit”-regel toe te passen (zie tabel 3.2). Een en ander vindt plaats op basis van de rapportage van de vennootschappen zelf. Aldus wordt een beeld geschetst van de wijze waarop zij zelf aangeven al dan niet in te stemmen met de principes en best practice bepalingen van de code.

De beschrijving valt uiteen in twee delen. Eerst worden de resultaten voor de (afwijking van de) principes beschreven (§3.4.2). Deze wordt gevolgd door een bespreking van de resultaten met betrekking tot de best practice bepalingen (§3.4.3).

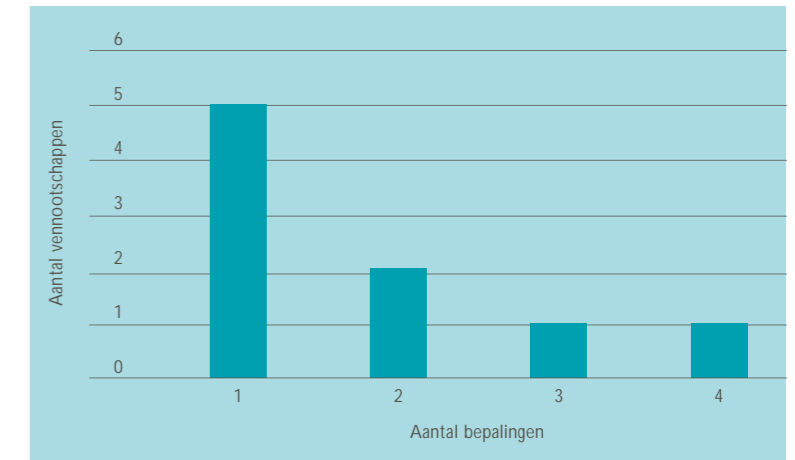
Voorafgaand aan de bespreking van de uitkomsten worden twee kanttekeningen geplaatst die gebaseerd zijn op observaties van de onderzoekers. In de eerste plaats blijkt het onderscheid tussen principes en best practice bepalingen niet altijd even duidelijk te zijn voor vennootschappen. In een aantal gevallen wordt de term principe gebruikt om naar een best practice bepaling te verwijzen en ook het omgekeerde komt voor. Dit onderzoek bevat een letterlijke weergave van de rapportage van de vennootschappen en zal derhalve niet afwijken van de bewoording zoals gekozen door de onderzochte vennootschappen. In de tweede plaats wordt voor de volledigheid verwezen naar de uitleg van de “pas toe of leg uit”-regel zoals deze in §2.3 van dit rapport is terug te vinden. Anders dan bij de best practice bepalingen geldt namelijk dat het niet toepassen van een principe geïnterpreteerd moet worden als een afwijking van de code, ongeacht de vraag of hierbij door de vennootschap wel of niet een motivering wordt gegeven. Zoals uit de inventarisatie zal blijken is dit niet altijd duidelijk op te maken uit de rapportages van de vennootschappen.

### 3.4.2 Principes

Uit figuur 3.1 kan worden afgeleid dat er in totaal 9 vennoot-

schappen zijn die uitleggen waarom zij van bepaalde principes van de code afwijken. Meer in het bijzonder geeft de figuur aan hoeveel principes zij elk uitleggen.

Figuur 3.1 Frequentieverdeling uitleg principes



Zo blijken er 5 vennootschappen te zijn die aangeven van één principe af te wijken en dit vervolgens ook toelichten. Ook kan hieruit worden opgemaakt dat één vennootschap uitlegt waarom er van 4 principes wordt afgeweken. In totaal wordt door deze 9 vennootschappen 16 keer uitgelegd waarom van een principe uit de code wordt afgeweken. Voor de volledigheid vermelden wij dat geen enkele elders genoteerde Nederlandse vennootschap reeds op basis van deze “pas toe of leg uit”-regel rapporteert.

Uit tabel 3.3 blijkt dat maar liefst 6 van de 9 vennootschappen afwijken van principe III.5. Dit principe betreft de samenstelling en rol van de drie kerncommissies van de raad

Tabel 3.3 Uitgelegde principes

Principe	Aantal
II.2 Hoogte en samenstelling van de bezoldiging van bestuurders	4
III.5 Samenstelling en rol van drie kerncommissies van de RvC	6
III.6 Tegenstrijdige belangen	1
III.7 Bezoldiging van commissarissen	1
IV.1 Bevoegdheden van de AvA	2
IV.2 Certificering van aandelen	1
V.3 Interne audit functie	1
Totaal	16



van commissarissen en voorziet in het instellen van een audit-, een remuneratie- en een benoemingscommissie uit het midden van de raad van commissarissen indien deze uit vier of meer leden bestaat. Diverse redenen worden aangedragen voor de afwijking. Er is een viertal vennootschappen die aangeeft dat er sprake is van een gecombineerde remuneratie- en benoemingscommissie (en dit ook in de toekomst voortzetten). Een andere vennootschap geeft aan dat er slechts een auditcommissie is aangezien de overige zaken onder de verantwoordelijkheid van de voltallige raad van commissarissen valt.

Voorts valt uit tabel 3.3 op te maken dat 4 vennootschappen aangeven af te wijken van principe II.2 inzake de vaststelling en openbaarmaking van de bestuurdersbezoldiging. Overigens zit daar één vennootschap bij die het principe (en onderliggende best practice bepalingen) goeddeels heeft opgevolgd, met uitzondering van het feit dat ze geen remuneratiecommissie kent. De andere 3 vennootschappen wijzen ieder op verschillende redenen, zoals het feit dat het bezoldigingsbeleid nog niet definitief is, dan wel dat de verlangde informatie weliswaar niet in een remuneratieverslag staat (zoals door de Commissie is bedoeld), maar op een andere manier in de jaarrekening wordt gepresenteerd.

Tot slot is er een tweetal vennootschappen dat afwijkt van principe IV.1 inzake de bevoegdheden toekomend aan de (algemene vergadering van) aandeelhouders. Een vennootschap zegt weliswaar het principe voor wat betreft de "goedkeuring door de AvA van besluiten van het bestuur omtrent belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of onderneming in beginsel te onderschrijven," doch geeft ook aan pas een definitief stand-

punt in te nemen nadat de wetgever zich definitief heeft uitgesproken over dit onderwerp. Een andere vennootschap geeft aan af te wijken van de aanbeveling om aandeelhouders de gelegenheid te geven om op afstand te stemmen en geeft daarbij aan dat het "aandelenbezit van [naam vennootschap] is niet internationaal gespreid. [Naam vennootschap] is van mening dat de interesse van een [naam vennootschap]-aandeelhouder voor het bedrijf en haar cultuur wordt getoond door op de vergadering zelf aanwezig te zijn en hier, indien nodig, aan de discussie deel te nemen. Juist bij belangrijke discussies is de persoonlijke aanwezigheid van belang. In voorkomende situaties kan stemmen bij volmacht oplossing bieden."

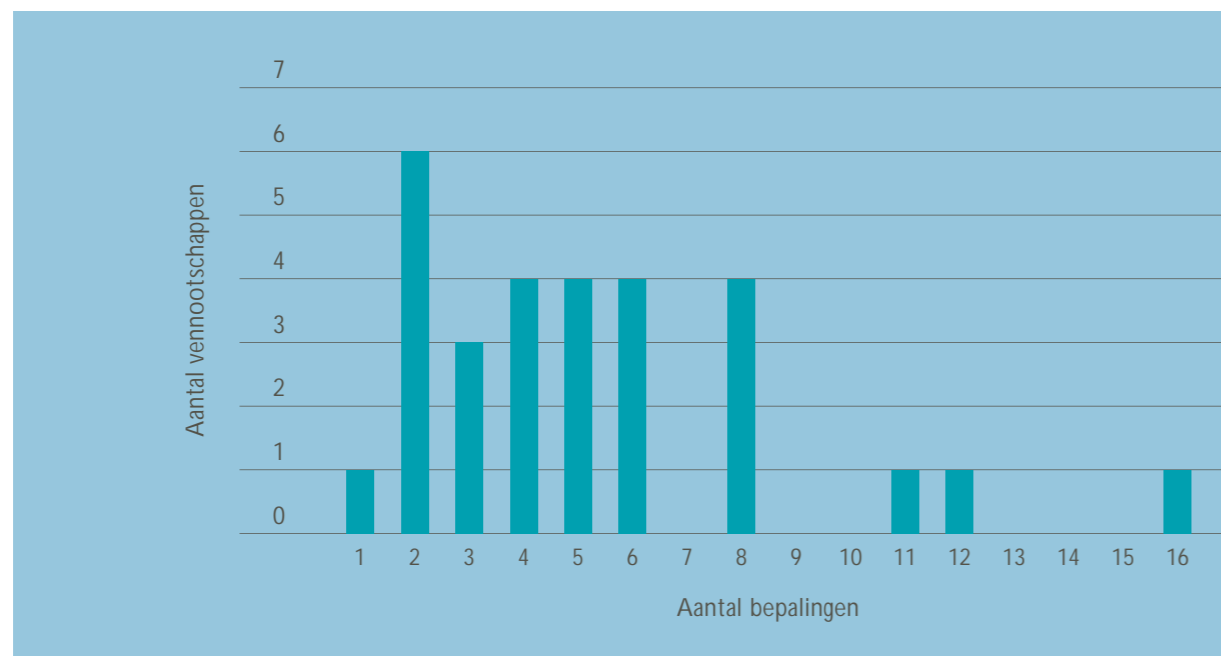
### 3.4.3 Best practice bepalingen

In figuur 3.2 is voor de vennootschappen die afwijken van bepalingen aangegeven hoeveel bepalingen zij adresseren.

Uit figuur 3.2 blijkt dat er één vennootschap is die slechts één afwijking van een best practice bepaling uitlegt. Evenzeer is er één vennootschap die voor maar liefst 16 verschillende best practice bepalingen uitlegt waarom er van de code wordt afgeweken. In totaal worden door de 29 vennootschappen 153 keer uitleg gegeven.

Het voert in het kader van deze inventarisatie te ver om aandacht te besteden aan afwijkingen van alle individuele best practice bepalingen. Het ligt meer voor de hand een algemeen beeld hierin te signaleren. Derhalve wordt in tabel 3.4 aangegeven van welke best practice bepalingen door 2 of meer vennootschappen wordt afgeweken en uitgelegd. In totaal betreft het dan 125 van de 153 keer dat een best prac-

Figuur 3.2 Frequentieverdeling uitleg bepalingen



<sup>3)</sup> De volgende best practice bepalingen worden elk één keer uitgelegd: II.1.3, II.1.6, II.2.5, II.2.10, II.2.14, II.7.3, III.1.1, III.1.7, III.2.2, III.2.3, III.3.3, III.4.2, III.5.1, III.5.7, III.5.10, III.5.13, IV.1.4, IV.2.1, IV.2.2, IV.2.3, IV.2.8, IV.3.2, IV.3.5, IV.3.7, IV.3.8, IV.4.1, IV.5.11 en V.5.2.

tic bepaling werd uitgelegd door de 29 vennootschappen.<sup>3)</sup> Uit tabel 3.4 blijkt dat er een beperkt aantal best practice bepalingen is waarvan meerdere vennootschappen zeggen af te wijken en dit vervolgens uitleggen. Het gaat hier met name om best practice bepalingen II.2.7 inzake de maximale ontslagvergoeding die 22 keer worden uitgelegd, II.1.1 inzake de maximale benoemingstermijn voor bestuurders die 19 maal wordt geadresseerd en III.3.4 inzake het maximering van het aantal commissariaten bij Nederlandse beursvennootschappen (11 keer toegelicht). Ook best practice bepalingen II.2.6 (reglement effectentransacties), III.5.11 (die voorschrijft dat de voorzitter van de raad van commissarissen niet tevens de voorzitter van de remuneratiecommissie mag zijn), IV.1.1 (inzake de drempels van de AvA om een bindende voordracht tot benoeming van een bestuurder en/of commissaris te doorbreken of te besluiten tot het ontslag van een bestuurder en/of commissaris) en IV.3.1 (ten aanzien van gebruik website vennootschap om analistenbijeenkomsten e.d. aan te kondigen en te volgen) worden vaak uitgelegd (ieder door 7 vennootschappen). In het navolgende wordt nader ingegaan op de aard van de uitleg die door de vennootschappen voor de afwijking van bovengenoemde best practice bepalingen wordt gegeven. Het voert ons

inziens te ver om aandacht te besteden aan alle genoemde best practice bepalingen, vandaar dat er voor gekozen is om een beschrijving van de bepalingen die door minder dan 3 vennootschappen worden toegelicht achterwege te laten.

### II.2.7 Maximale vergoeding onvrijwillig ontslag

Zoals uit tabel 3.4 blijkt wordt afwijking van best practice bepaling II.2.7 het meest uitgelegd. Hierin is voorgeschreven: "De maximale vergoeding bij onvrijwillig ontslag bedraagt éénmaal het jaarsalaris (het "vaste" deel van de bezoldiging). Indien het maximum van éénmaal het jaarsalaris voor een bestuurder die in zijn eerste benoemingstermijn wordt ontslagen kennelijk onredelijk is, komt deze bestuurder in dat geval in aanmerking voor een ontslagvergoeding van maximaal twee maal het jaarsalaris." Een deel van de vennootschappen geeft aan dat bestaande contracten naleving van deze best practice bepaling niet mogelijk maken en dat bij nieuwe contracten de code op dit punt wel zal worden nageleefd. Een voor deze groep representatieve uitleg is de volgende: "De arbeidsovereenkomsten van de huidige leden van de raad van bestuur (dat wil zeggen per 1 januari 2004 in dienst) zullen niet worden gewijzigd. De raad van commissarissen is wel voornemens de afvloeiingsregeling zoals

Tabel 3.4 Uitgelegde best practice bepalingen

Bepaling	Omschrijving	Aantal
<b>Het bestuur</b>		
II.1.1	Maximale benoemingstermijn van bestuurders	19
II.2.1	Opties worden alleen voorwaardelijk toegekend	5
II.2.2	Toekenning onvoorwaardelijke opties	5
II.2.3	Toekenning aandelen aan bestuurders om niet	4
II.2.4	Minimale uitoefenprijs opties	2
II.2.6	Reglement bezit van en transacties in effecten door bestuurders	7
II.2.7	Maximale ontslagvergoeding	22
II.2.8	Geen verstrekking van persoonlijke leningen, garantie, e.d. aan bestuurders	3
<b>De raad van commissarissen</b>		
III.2.1	Alle commissarissen, behoudens één zijn onafhankelijk	3
III.3.4	Maximale aantal commissariaten	11
III.3.5	Maximale zittingstermijn van 4 jaar	5
III.4.1	Toezicht door voorzitter op functioneren RvC	2
III.5.6	Onverenigbaarheid functies met voorzitterschap auditcommissie	2
III.5.11	Onverenigbaarheid functies met voorzitterschap remuneratiecommissie	7
III.7.3	Reglement bezit van en transacties in effecten door commissarissen	3
<b>De algemene vergadering van aandeelhouders</b>		
IV.1.1	Bevoegdheid AvA van niet-structuurvennootschap tot ontnemen van bindende karakter aan benoeming/ ontslag van bestuurders of commissarissen	7
IV.1.2	Stemrecht op financieringspreferente aandelen wordt gebaseerd op reële waarde van de kapitaalbreng	2
IV.1.5	Voorstel uitkering dividend is apart punt op agenda AvA	2
IV.1.7	Bepaling registratiedatum voor uitoefening van stem- en vergaderrechten	4
IV.3.1	Webcasting analistenbijeenkomsten, presentaties en persconferenties voor alle aandeelhouders	7
<b>De interne audit functie</b>		
V.3.1	Externe accountant en auditcommissie zijn betrokken bij opstellen werkplan interne accountant	3
<b>Totaal</b>		<b>125</b>

opgenomen in de arbeidsovereenkomst van de huidige leden van de raad van bestuur te interpreteren in overeenstemming met deze best practice bepaling. Indien en wanneer nieuwe leden tot de raad van bestuur toetreden, zal in hun arbeidsovereenkomst een afvloeiingsregeling worden opgenomen die deze bepaling in beginsel weerspiegelt." Een zestal vennootschappen geeft aan dat een aantal omstandigheden een rol speelt bij ontslagvergoedingen, zoals de reden voor ontslag en de arbeidsduur bij de onderneming. Eén van deze zes vennootschappen verwoordde dit als volgt: "Wat betreft ontslagvergoedingen vindt [naam vennootschap] dat de omstandigheden per geval moeten worden bekeken. Relevante factoren als de reden voor het onvrijwillige ontslag, de leeftijd van de persoon in kwestie, het aantal arbeidsjaren bij de onderneming en de prestaties als lid van de raad van bestuur worden in acht genomen bij de bepaling van de ontslagvergoeding. Hierdoor kan deze groter kan zijn dan de compensatie die wordt genoemd in de code." Tot slot wordt in de uitleg van de afwijking gewezen op toekomstige wettelijke maatregelen zoals uit de volgende passage blijkt: "Het streven is om ontslaguitkeringen in arbeidsovereenkomsten met leden van de Raad van Bestuur te stellen op 1 jaar basis-salaris. Overeenkomsten die vóór september 2003 zijn aangegaan, blijven vooralsnog ongewijzigd tot meer duidelijkheid is over de juridische randvoorwaarden en de gangbare marktpraktijk zich verder heeft ontwikkeld."

#### II.1.1 Maximale benoemingstermijn

Ook wordt door relatief veel vennootschappen afgeweken van best practice bepaling II.1.1, welke luidt: "Een bestuurder wordt benoemd voor een periode van maximaal vier jaar. Herbenoeming kan telkens voor een periode van maximaal vier jaar plaatsvinden." In totaal geven 19 vennootschappen een uitleg voor hun afwijking van deze bepaling. Het merendeel van de toelichtingen refereren, net zoals bij bepaling II.2.7 het geval was, aan bestaande contracten, waarbij wordt gemeld dat nieuwe contracten de code zullen volgen. Eén van de vennootschappen merkte in dit verband het volgende op: "De huidige leden van de raad van bestuur zijn voor onbepaalde tijd benoemd. [Naam vennootschap] is van mening dat deze benoemingen niet eenzijdig door de onderneming kunnen worden omgezet in vaste termijn posities. Nieuwe leden van de raad van bestuur zullen voor een periode van vier jaar worden aangesteld, mits de markt-omstandigheden dat toelaten." Twee vennootschappen geven expliciet aan dat de korte termijn voor benoemingen in strijd is met de lange termijn doelstellingen van de vennootschap. Het duidelijkst komt dit standpunt in de volgende toelichting naar voren: "Een arbeidsovereenkomst van beperkte duur staat haaks op de lange termijn doelstellingen van een onderneming."

#### III.3.4 Maximale aantal commissariaten

Een afwijking van best practice bepaling III.3.4 wordt in totaal 11 keer uitgelegd. Hierin is voorgeschreven dat "het aantal commissariaten van één persoon bij Nederlandse beursge-

noteerde vennootschappen is zodanig beperkt dat een goede taakvervulling is gewaarborgd en bedraagt niet meer dan vijf, waarbij het voorzitterschap van een raad van commissarissen dubbel telt." Een achttal vennootschappen legt uit dat het maximum aantal door een of twee commissarissen wordt overschreden, maar dat hierbij bij herbenoeming rekening wordt gehouden, dan wel dat de personen voornemens zijn de situatie te veranderen. De volgende toelichting kan in dit verband als representatief worden gezien: "Een aantal leden van de raad van commissarissen is tevens lid van de raad van commissarissen van andere Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. De raad van commissarissen heeft geconcludeerd dat deze lidmaatschappen niet van onwenselijke of negatieve invloed zijn op de goede taakvervulling van de betreffende leden. Dhr. [naam commissaris A], voorzitter van de raad van commissaris, en dhr. [naam commissaris B] bekleeden thans meer dan het in de corporate governance code voorgeschreven maximale aantal commissariaten bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen (met inbegrip van voorzitterschappen). Dhr. [naam commissaris B] heeft de raad van commissarissen laten weten dat hij verwacht vóór het eind van 2004 te voldoen aan de van toepassing zijnde corporate governance norm. Dhr. [naam commissaris A] heeft aangegeven dat hij aan het eind van zijn huidige zittingsperiode in 2005 niet beschikbaar zal zijn voor herbenoeming." Voorts was er één vennootschap die expliciet aangaf niet persé het maximale aantal van 5 commissariaten te gaan hanteren en motiveerde dit als volgt: "[Naam vennootschap] past niet toe het in de code gehanteerde maximum aantal van vijf commissariaten in Nederlandse beursvennootschappen. In plaats daarvan bepaalt het reglement van de raad van commissarissen dat een commissaris het aantal commissariaten en andere functies zodanig dient te beperken dat hij een adequate invulling van zijn commissariaat bij [naam vennootschap] kan garanderen. In de jaarlijkse evaluatie van het functioneren van de raad wordt aan dit thema onder meer aandacht besteed. Wij zijn van mening dat het door ons gehanteerde kwalitatieve criterium een betere maatstaf is dan een maximum aantal commissariaten, zoals in de code geadviseerd, aangezien de hoeveelheid met een commissariaat in een vennootschap gemoeide tijd zeer sterk uiteen kan lopen en de beschikbaarheid van een commissaris niet uitsluitend afhankelijk is van het aantal beursvennootschappen waarbij hij een dergelijke functie vervult."

#### II.2.6 Reglement bezit en transacties in effecten door bestuurders

Best practice bepaling II.2.6 voorziet kort gezegd in een reglement met betrekking tot het bezit van en transacties in effecten door bestuurders anders dan die uitgegeven door de "eigen" vennootschap, de publicatie daarvan op de website en een periodieke melding aan de compliance officer (dan wel aan de voorzitter van de raad van commissarissen). In de steekproef leggen zeven vennootschappen deze bepaling uit. Een aantal geeft aan dat de bepaling reeds verder gaat dan

de huidige regels. Eén van hen merkt in dit verband op: "Dit wordt als een onnodige restrictie van de vrijheid van handelen beschouwd. De leden van de raad van bestuur houden zich aan ondernemingsreglementen omtrent voorkennis en de van toepassing zijnde wettelijke bepalingen betreffende handel met voorkennis." Een aantal andere vennootschappen wenst deze melding te beperken tot de eigen vennootschap of (potentieel) strijdige belangen in andere vennootschappen, zoals in de volgende toelichting duidelijk naar voren komt: "Gelet op de omvang en marktpositie van [naam vennootschap] achten commissarissen een reglement voor effectenbezit en -transacties in andere vennootschappen dan [naam vennootschap] voor de directie overbodig. Wel geldt de afspraak dat het nemen van een (potentieel) strijdig te achten belang in een andere vennootschap wordt vermeden en, in geval van twijfel, vooraf met commissarissen wordt besproken." Daarnaast moet worden opgemerkt dat drie van de zeven vennootschappen ook aangaven af te wijken van III.7.3 die voorziet in een soortgelijke regeling ten aanzien van commissarissen; daarbij werd min of meer volstaan met een verwijzing naar de uitleg gegeven bij II.2.6 (dan wel werden dezelfde bewoordingen gehanteerd).

#### III.5.11 Voorzitterschap remuneratiecommissie

In de code is in best practice bepaling III.5.11 bepaald dat "het voorzitterschap van de remuneratiecommissie wordt niet vervuld door de voorzitter van de raad van commissarissen, noch door een voormalig bestuurder van de vennootschap, noch door een commissaris die bij een andere beursgenoteerde vennootschap bestuurder is." Deze best practice bepaling wordt door 7 vennootschappen niet gevolgd. In een drietal gevallen werd niet zozeer een reden gegeven, maar erop gewezen dat de afwijking van tijdelijk aard is. Ook was er een drietal vennootschappen dat ook in de toekomst dit beleid handhaaft omdat de beloning "een dermate belangrijk onderwerp is dat de voorzitter van de raad van commissarissen daarbij reeds in het voorbereiden stadium een belangrijke betrokkenheid" moet hebben.

#### IV.1.1 Bindende voordracht benoeming/ontslag bestuurders/commissarissen

Best practice bepaling IV.1.1 luidt als volgt: "De algemene vergadering van aandeelhouders van een niet-structuurvennootschap kan een besluit tot het ontnemen van het bindende karakter aan een voordracht tot benoeming van een bestuurder of commissaris en/of een besluit tot ontslag van een bestuurder of commissaris nemen bij volstreekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen. Aan deze meerderheid kan de eis worden gesteld dat zij een bepaald gedeelte van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt, welk deel niet hoger dan een derde wordt gesteld. Indien dit gedeelte ter vergadering niet is vertegenwoordigd, maar een volstreekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen het besluit tot het ontnemen van het bindende karakter aan de voordracht of tot het ontslag steunt, dan kan in een nieuwe vergadering die wordt bijeengeroepen het besluit bij volstreekte meer-

derheid van stemmen worden genomen, onafhankelijk van het op deze vergadering vertegenwoordigd gedeelte van het kapitaal." Uit de inventarisatie blijkt dat de zeven vennootschappen die een afwijking van deze bepaling uitleggen een verzwaarde meerderheid hebben. Slechts drie van de zeven vennootschappen geven aan op termijn de regeling aan te passen. Een in dit verband representatieve toelichting op de afwijking van deze best practice bepaling is de volgende: "Thans wordt door de statuten van [naam vennootschap] voorgeschreven dat een dergelijk besluit met een meerderheid van 2/3 van de uitgebrachte stemmen moet worden genomen die meer dan 1/3 van het geplaatste aandelenkapitaal vertegenwoordigt. De vennootschap is voornemens de statuten aan te passen." Eén vennootschap meldt wettelijke regelingen af te wachten voordat tot aanpassing wordt overgegaan.

#### IV.3.1 Webcasting analistenbijeenkomsten, presentaties en persconferenties voor alle aandeelhouders

Ook geven zeven vennootschappen te kennen geen opvolging aan best practice bepaling IV.3.1 te hebben gegeven. Deze luidt: "Analistenbijeenkomsten, analistenpresentaties, presentaties aan (institutionele) beleggers en persconferenties worden vooraf via de website van de vennootschap en persberichten aangekondigd. Alle aandeelhouders kunnen deze bijeenkomsten en presentaties gelijktijdig volgen door middel van webcasting, telefoonlijnen, of anderszins. De presentaties worden na afloop van de bijeenkomsten op de website van de vennootschap geplaatst." Met name de aanbeveling om aandeelhouders de mogelijkheid te geven analistenbijeenkomsten en -presentaties door middel van webcasting te volgen zorgt voor de meeste problemen. Drie vennootschappen wezen daarbij expliciet op de relatief hoge kosten die dit met zich meebrengt. Eén daarvan verwoordt dit als volgt: "[Naam vennootschap] zal, mede uit kostenoverwegingen, bijeenkomsten met analisten en journalisten vooralsnog niet door middel van webcasting toegankelijk maken voor aandeelhouders. De presentaties worden wel op de website geplaatst." Weer een andere vennootschap lichtte toe dat best practice bepaling IV.3.1 "praktisch moeilijk uitvoerbaar is" en voor de betreffende vennootschap ook niet veel toevoegt.

#### Overige best practice bepalingen

Als we de overige afwijkingen bekijken – voor zover deze hiervoor niet reeds afzonderlijk zijn behandeld – dan valt nog het volgende te constateren. In 5 gevallen wordt gemeld dat wordt afgeweken van best practice bepaling II.2.1 inzake de toekenning van opties als voorwaardelijke beloningscomponent, waarbij "de opschortende voorwaarde [...] is dat de bestuurders na een periode van ten minste drie jaar na de toekenning vooraf vastgestelde prestatiecriteria hebben gerealiseerd." Vier van de 5 vennootschappen wijzen er in hun uitleg op voorkeur te geven aan de toepassing van best practice bepaling II.2.2 waarbij opties onvoorwaardelijk worden toegekend. Een even groot aantal (andere) vennoot-

## 4. Evaluatie van de transparantie inzake corporate governance

schappen geeft een toelichting op best practice bepaling II.2.2 die, ten aanzien van de aan bestuurders onvoorwaardelijk toegekende opties, bepaalt dat er prestatiecriteria voor de toekenning worden gehanteerd en de opties in ieder geval de eerste drie jaar na toekenning niet worden uitgeoefend. Als reden wordt aangegeven dat het om reeds toegekende opties gaat en derhalve de regeling niet aan de code wordt aangepast. In een aantal gevallen wordt wel expliciet vermeld bij nieuwe toekenning van opties rekening te houden met deze best practice bepaling. Tot slot zijn er nog eens 4 vennootschappen die uitleggen waarom zij afwijken van best practice bepaling II.2.3 inzake toekenning van aandelen aan bestuurders zonder financiële tegenprestatie. De gerapporteerde afwijking heeft met name betrekking de voorgeschreven aanhoudperiode van (ten minste) vijf jaar. In twee gevallen wordt de afwijking verklaard omdat de mogelijkheid wordt gegeven aandelen eerder te vervreemden in verband met de verplichte belastingafdracht. In een ander geval wordt gemeld dat een termijn van drie jaar wordt gehanteerd aangezien dit beter aansluit bij de (driejaars-) doelstellingen die intern worden gehanteerd.

In vijf gevallen wordt een verklaring voor afwijking van best practice bepaling III.3.5 gegeven ter zake van de maximale zittingstermijn voor commissarissen van drie maal een periode van vier jaar. De opgegeven redenen variëren sterk. Eén vennootschap ging verder dan de code en hanteerde een maximale termijn van 8 jaar. Een andere vennootschap geeft aan de bepaling niet toe te passen op commissarissen die namens de grootaandeelhouders zitting hebben in de raad. Weer een andere geeft aan dat kwaliteit en de bijdrage van de commissaris, naast de kennis die hij/zij inbrengt, bepalend zijn voor de zittingsduur.

Vier vennootschappen vermelden niet te voldoen aan best practice bepaling IV.1.7. Deze stelt dat de vennootschap een registratiedatum voor de uitoefening van stem- en vergaderrechten bepaalt. Drie van de vier vennootschappen geven aan momenteel nog niet hieraan te kunnen voldoen, maar zullen dat wel proberen in de (nabije) toekomst. Eén van deze vennootschappen wijst in dit verband op een strijdigheid met een van de uitgangspunten van de code en verwoordt dit als volgt: "Deze bepaling houdt in dat (rechts)personen tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders de rechten van aandeelhouders kunnen uitoefenen terwijl zij op dat moment geen aandeelhouder meer zijn. Naar de mening van [naam vennootschap] strookt dit niet met het uitgangspunt van de code dat goede corporate governance een volwaardige deelname van aandeelhouders aan de besluitvorming in de algemene vergadering veronderstelt. Vanwege de tendens tot stimulering van "proxy-voting" zal worden meegewerkt aan het vaststellen van een registratiedatum, de statuten staan dit toe." De vierde vennootschap geeft aan deze best practice bepaling niet te volgen daar de statuten niet voorzien in het bepalen van een registratiedatum.

Tot slot van deze inventarisatie de opmerkingen die een drietal vennootschappen plaatsten bij best practice bepaling V.3.1 waarin is bepaald dat "De externe accountant en de auditcommissie worden betrokken bij het opstellen van het werkplan van de interne accountant. Zij nemen ook kennis van de bevindingen van de interne accountant." Alle drie de vennootschappen melden dat ze überhaupt geen interne accountantsdienst hebben.

### 4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden de resultaten weergegeven van het tweede deel van het onderzoek dat betrekking heeft op de evaluatie van de transparantie die vennootschappen betrachten met betrekking tot een aantal specifieke principes en best practice bepalingen van de code. De evaluatie op specifieke onderdelen komt erop neer dat per principe of best practice bepaling is nagegaan of er relevante informatie in een van de gehanteerde informatiebronnen te vinden is die wijst op naleving dan wel afwijking van de code. Hierbij wordt dus onderzocht op welke wijze de vennootschappen, vooruitlopend op de feitelijke inwerkingtreding van de code per 1 januari 2004, inhoudelijke invulling aan de code hebben gegeven. Voor deze evaluatie is, zoals in §2.3 uiteen is gezet, gebruik gemaakt van het jaarverslag over 2003, de agenda van de algemene vergadering van aandeelhouders en alle overige, relevante documenten die via de website van de vennootschap te raadplegen zijn. Dit gedeelte van het onderzoek is meer dan het eerste deel gebaseerd op een oordeelsvorming.

Zoals reeds aangegeven in hoofdstuk 2 beperkt het onderzoek zich daarbij tot een drietal aandachtsgebieden die in de code worden onderscheiden, te weten het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering van aandeelhouders. Deze zijn, conform de inhoud van de code, nader onder te verdelen in:

1. Het bestuur (§4.2).
  - II.1 Taak en werkwijze.
  - II.2 Bezoldiging.
2. Raad van commissarissen (§4.3).
  - III.3 Aantal commissariaten.
  - III.5 Samenstelling en rol van drie kerncommissies van de raad van commissarissen.
3. De (algemene vergadering van) aandeelhouders (§4.4).
  - IV.1 Bevoegdheden.
  - IV.2 Certificering van aandelen.

De motieven voor deze selectie zijn besproken in hoofdstuk 2.

### 4.2 Evaluatie transparantie bestuur

Eén van de eerste principes in de Nederlandse corporate governance code handelt over de taak en werkwijze van de raad van bestuur van een vennootschap. Meer in het bijzonder gaat het hier om principe II.1 en deze luidt als volgt: "Het bestuur is belast met het besturen van de vennootschap, hetgeen onder meer inhoudt dat hij verantwoordelijk is voor de realisatie van de doelstellingen van de vennoot-

schap, de strategie en het beleid en de daaruit voortvloeiende resultatenontwikkeling. Het bestuur legt hierover verantwoording af aan de raad van commissarissen en aan de algemene vergadering van aandeelhouders. Het bestuur richt zich bij de vervulling van zijn taak naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en weegt daartoe de in aanmerking komende belangen van bij de vennootschap betrokkenen af. Het bestuur verschaft de raad van commissarissen tijdig alle informatie die nodig is voor de uitoefening van de taak van de raad van commissarissen. Het bestuur is verantwoordelijk voor de naleving van alle relevante wet- en regelgeving, het beheersen van de risico's verbonden aan de ondernemingsactiviteiten en voor de financiering van de vennootschap. Het bestuur rapporteert hierover aan en bespreekt de interne risicobeheersings- en controlesystemen met de raad van commissarissen en zijn auditcommissie."

Interne risicobeheersings- en controlesysteem  
Vervolgens wordt dit principe nader gepreciseerd in zeven best practice bepalingen. Enkele hiervan hebben betrekking hebben op informatieverschaffing in het jaarverslag dan wel op de website van de vennootschap. Deze best practice bepalingen handelen vooral over de systemen van risicobeheersing en interne controle; hierop heeft de evaluatie zich vooral gericht. De resultaten daarvan staan in tabel 4.1.

Uit tabel 4.1 valt een aantal zaken direct op. Allereerst kan worden opgemerkt dat in een groot aantal gevallen de informatie die benodigd is ten behoeve van de evaluatie van de best practice bepalingen die verband houden met principe II.1 nog niet voorhanden is. Algemeen kan op basis van de informatie uit de tabel worden geconcludeerd dat voor het merendeel van de best practice bepalingen minder dan de helft van de vennootschappen de benodigde informatie verschaft om de naleving van de best practice bepaling te kunnen evalueren. Dit geldt voor alle typen onderzochte beursgenoteerde vennootschappen, en in iets sterkere mate voor de elders genoteerde fondsen dan voor de AEX-, AMX- en lokale fondsen.

Als wordt gekeken naar de individuele best practice bepalingen ten aanzien van de taak en werkwijze van het bestuur, dan ontstaat het volgende beeld. Iets minder dan de helft van de in Nederland genoteerde beursfondsen (i.c. AEX, AMX en small cap) publiceert de benodigde informatie die nodig is om de naleving van best practice bepaling II.1.2 te kunnen evalueren. Deze bepaling schrijft voor dat het bestuur (a) de operationele en financiële doelstellingen van de vennootschap, (b) de strategie die moet leiden tot het realiseren van de doelstellingen en (c) de randvoorwaarden

Tabel 4.1: Interne beheersings- en controle systemen

De tabel toont scores op best practice bepalingen. De nadere uitwerkingen van de bepaling zijn cursief gedrukt en aangegeven met een opsommingsteken. De tabel toont scores op twee onderdelen. In de tabel wordt eerst het aantal vennootschappen dat voldoet aan de bepaling weergegeven, gevolgd door het aantal vennootschappen dat de benodigde informatie verschaft (tussen haakjes). Zo blijkt dus uit de (10) bij de AEX fondsen dat voor 14 van de 24 vennootschappen geen informatie over deze bepaling beschikbaar was. Voor deze vennootschappen kan de naleving van de code op dit punt dus niet worden geïnventariseerd. Voorts blijken 6 van de 10 vennootschappen aan de best practice bepaling te voldoen. "Elders" duidt op een statutair in Nederland gevestigde vennootschappen met een notering aan een buitenlandse effectenbeurs.

Bepaling	Omschrijving	AEX (n=24)	AMX (n=20)	Lokaal (n=25)	Elders (n=11)	Totaal (n=80)
II.1.2	Het bestuur legt de operationele en financiële doelstellingen ter goedkeuring aan de RvC voor	6 (10)	9 (9)	9 (9)	1 (1)	25 (29)
II.1.2	Het bestuur legt de strategie die moet leiden tot de realisatie van de doelstellingen ter goedkeuring aan de RvC voor	5 (9)	10 (10)	13 (13)	2 (2)	30 (34)
II.1.2	Het bestuur legt de randvoorwaarden van de strategie ter goedkeuring aan de RvC voor	4 (9)	3 (6)	3 (4)	0 (0)	10 (19)
II.1.3	Intern risicobeheersings- en controlesysteem is aanwezig	23 (23)	11 (11)	17 (17)	6 (6)	57 (57)
II.1.3	• Er vinden risicoanalyses plaats als instrument van dit systeem	12 (14)	7 (8)	10 (10)	0 (0)	29 (32)
II.1.3	Er is een gedragscode op internet geplaatst of in het jaarverslag te vinden	18 (24)	8 (13)	4 (21)	6 (11)	36 (69)
II.1.3	Er is een handleiding voor de inrichting van de financiële verslaggeving en de voor de opstelling daarvan te volgen procedures aanwezig	5 (11)	5 (6)	5 (6)	1 (1)	16 (24)
II.1.3	Er is een systeem voor monitoring en rapportering	10 (13)	7 (7)	10 (10)	1 (1)	28 (31)
II.1.4	Het bestuur verklaart dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen adequaat en effectief zijn	9 (23)	5 (13)	7 (20)	0 (6)	21 (62)
II.1.4	• Deze verklaring wordt duidelijk onderbouwd	5 (11)	5 (5)	5 (8)	0 (0)	15 (24)
II.1.4	Het bestuur rapporteert over de werking van dit systeem gedurende het boekjaar	7 (22)	6 (13)	7 (23)	0 (6)	20 (64)
II.1.4	• Het bestuur geeft inzicht in de significante wijzigingen die daarbij zijn aangebracht	4 (7)	5 (6)	3 (7)	0 (0)	12 (20)
II.1.4	• Het bestuur geeft aan welke belangrijke verbeteringen zijn gepland	3 (7)	4 (6)	2 (7)	0 (0)	9 (20)
II.1.4	• Het bestuur heeft dit met auditcommissie besproken	3 (7)	5 (6)	5 (7)	0 (0)	13 (20)
II.1.4	• Het bestuur heeft dit met de RvC besproken	3 (3)	6 (6)	7 (7)	0 (0)	16 (20)
II.1.5	Het bestuur rapporteert in het jaarverslag over de gevoeligheid van de resultaten van de vennootschap t.a.v. externe omstandigheden en variabelen	23 (24)	9 (20)	10 (25)	8 (11)	50 (80)
II.1.5	De invloed van deze variabelen op het resultaat wordt nader gekwantificeerd	11 (23)	2 (9)	1 (10)	4 (8)	18 (50)
II.1.6	Werknemers wordt de mogelijkheid geboden om over vermeende onregelmatigheden te rapporteren ("klokkenluidersregeling")	14 (20)	6 (9)	4 (13)	4 (4)	28 (46)
II.1.6	• Deze regeling is op de website geplaatst	11 (14)	5 (6)	3 (4)	4 (4)	23 (28)

die bij de strategie worden gehanteerd ter goedkeuring aan de raad van commissarissen voorlegt en de hoofdzaken hiervan in het jaarverslag vermeldt. Ingeval van de in het buitenland genoteerde vennootschappen is de informatieverzorging geringer. Voor wat betreft de naleving van de code is op te merken dat de vennootschappen het hoogst scoren voor wat betreft de opname van informatie met betrekking tot het voorleggen van de strategie aan de raad van commissarissen: 30 van de 34 vennootschappen waarvoor de evaluatie kan plaatsvinden volden op dit punt aan de code. Ook op het punt van het voorleggen van de operationele en financiële doelstellingen is de score relatief hoog: 25 van de 29 te evalueren vennootschappen voldoen op dit punt aan de code.

Best practice bepaling II.1.3 voorziet in de aanwezigheid van een intern risicobeheersings- en controlesysteem. Zoals uit tabel 4.1 blijkt, is dit één van de gebieden waarvoor de evaluatie het beste kon worden uitgevoerd: voor 57 van de 80 onderzochte vennootschappen kan naleving van deze bepaling worden geëvalueerd omdat de benodigde informatie is terug te vinden in het jaarverslag. Al deze 57 vennootschappen zeggen dat een dergelijk intern risicobeheersings- en controlesysteem aanwezig is. In deze best practice bepaling beveelt de Commissie ook aan dat een dergelijk systeem uit een aantal instrumenten dient te bestaan.

Deze zijn: (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. Uit de evaluatie blijkt dat op het gebied van de risicoanalyses en het systeem van monitoring en rapportering de Nederlandse beursfondsen gemiddeld genomen hetzelfde scoren: in ongeveer de helft van de gevallen wordt voldoende informatie verschaft om de naleving te kunnen evalueren en van die helft leeft het overgrote deel van de fondsen de best practice bepaling na. Nagenoeg alle elders genoteerde fondsen verschaffen onvoldoende informatie op deze punten. Een laatste kanttekening die ten aanzien van het interne risico-instrumentarium kan worden gemaakt is dat 36 van de 69 vennootschappen, waarvoor dit kan worden geëvalueerd, een gedragscode kennen én deze op de website plaatsen. Hier scoren met name de AEX erg hoog: 75% plaatst een gedragscode op de website en/of neemt deze in het jaarverslag op.

Best practice bepaling II.1.4 luidt als volgt: "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 verbete-

ringen zijn gepland en dat één en ander met de auditcommissie en de raad van commissarissen is besproken." Zoals uit tabel 4.1 blijkt is deze bepaling opgesplitst in twee voorwaarden en 5 nadere uitwerkingen. Voor een groot deel van de onderzochte vennootschappen konden de twee voorwaarden worden geëvalueerd. Daaruit blijkt dat in slechts 21 van 62 vennootschappen, waarvoor een en ander geëvalueerd kon worden, een verklaring van het bestuur aanwezig is waarin wordt gemeld dat het interne risicobeheersings- en controlesysteem adequaat en effectief is. Een vergelijkbare uitkomst (20 van de 64) is er ten aanzien van de rapportering door het bestuur over de werking van dit systeem. Nadere onderbouwingen worden nauwelijks gegeven door de vennootschappen.

"Het bestuur rapporteert in het jaarverslag over de gevoeligheid van de resultaten van de vennootschap ten aanzien van externe omstandigheden en variabelen." Dit is de tekst van best practice bepaling II.1.5. Van de 80 onderzochte vennootschappen hebben er 50 een risicoparagraaf in het jaarverslag opgenomen. De opvolging van deze best practice bepaling is algemeen gesteld overigens hoog met uitzondering van de lokale fondsen. Voorts valt op dat het effect van de risico's op de resultaten, ongeacht het type vennootschap, over het algemeen niet wordt gekwantificeerd.

Tenslotte biedt tabel 4.1 inzicht in de evaluatie met betrekking tot best practice bepaling II.1.6 die kort gezegd voorziet in een "klokkenluidersregeling" en de publicatie ervan op de website. Zoals in de code is gemeld is een dergelijke klokkenluidersregeling vooral bedoeld om de rechtspositie van de werknemers te beschermen. Meer in het bijzonder zegt de Commissie hierover: "Het bestuur draagt er zorg voor dat werknemers zonder gevaar voor hun rechtspositie de mogelijkheid hebben te rapporteren over vermeende onregelmatigheden van algemene, operationele en financiële aard binnen de vennootschap aan de voorzitter van het bestuur of aan een door hem aangewezen functionaris." De opvolging van de hier onderzochte vennootschappen is, vooruitlopend op de definitieve inwerkingtreding van de code, relatief laag: voor 46 van de 80 vennootschappen kon de bepaling worden geëvalueerd en 28 daarvan maakten melding reeds een "klokkenluidersregeling" te kennen. Met name de AEX- en AMX-fondsen lopen hier in het algemeen wat meer vooruit op de definitieve inwerkingtreding dan de lokale en de elders genoteerde fondsen.

#### Bezoldiging bestuurders

In het kader van de evaluatie van de transparantie met betrekking tot het bestuur is ook gekeken naar de best practice bepalingen op het gebied van principe II.2 voor wat betreft de openbaarmaking van de bezoldiging van het bestuur. Hieromtrent is het volgende vastgelegd in de code: "Het verslag van de raad van commissarissen bevat de hoofdlijnen van het remuneratierapport van de raad van commissarissen betreffende het bezoldigingsbeleid van de

vennootschap, zoals opgemaakt door de remuneratiecommissie. De toelichting op de jaarrekening bevat in ieder geval de door de wet voorgeschreven informatie over de hoogte en de structuur van de bezoldiging van de individuele bestuurders. Het in het remuneratierapport weergegeven bezoldigingsbeleid dat in het komende boekjaar en de daaropvolgende jaren wordt voorzien, wordt ter vaststelling aan de algemene vergadering van aandeelhouders voorgelegd. Elke materiële wijziging in het bezoldigingsbeleid wordt eveneens ter vaststelling aan de algemene vergadering van aandeelhouders voorgelegd. [...]"

Dit principe is vervolgens nader gepreciseerd in 6 best practice bepalingen. In tabel 4.2 worden eerst de resultaten gepresenteerd met betrekking tot de evaluatie van bepalingen II.2.6 (inzake reglement effectenbezit bestuurders) en II.2.9 (inzake remuneratieverslag van de raad van commissarissen). De uitkomsten ten aanzien van de bepalingen omtrent de inhoud van het bezoldigingsbeleid (best practice bepaling II.2.10) staan apart vermeld in tabel 4.3 (en worden dientengevolge ook apart besproken).

Best practice bepaling II.2.6 die stelt dat een reglement wordt vastgesteld waarin regels worden gesteld ten aanzien

van het bezit van en transacties in effecten door bestuurders anders dan die uitgegeven door de eigen vennootschap, wordt door 26% opgevolgd (20 van de 77). Uit tabel 4.2 valt in algemene zin op te maken dat de onderzochte vennootschappen hoog scoren ten aanzien van transparantie op het gebied van het bezoldigingsbeleid. In totaal worden door 57 van de 80 onderzochte fondsen ofwel in het verslag van de raad van commissarissen dan wel op een andere plaats in het financiële verslag de hoofdlijnen van het bezoldigingsbeleid uiteengezet. Het valt op dat de AEX- en AMX-fondsen op dit punt aanzienlijk beter scoren dan de lokale en elders genoteerde fondsen. Daar waar uit de eerste groep nagenoeg alle fondsen (AEX: 23 van de 24 en AMX: 19 van de 20) informatie over het bezoldigingsbeleid in het jaarverslag publiceren, ligt deze score aanzienlijk lager voor de lokale en elders genoteerde fondsen.

Best practice bepaling II.2.9 schrijft het volgende voor: "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." Voorts is in best practice bepaling

II.2.13 voorgeschreven dat het remuneratierapport (in ieder geval) op de website van de vennootschap is geplaatst. Uit tabel 4.2 blijkt dat van de 74 vennootschappen waarvoor deze bepaling kan worden geëvalueerd, er 37 zijn waarvan het remuneratierapport valt te raadplegen. Daar het ons inziens belangrijker is naleving in de geest dan naar de letter van de code te evalueren, wordt transparantie breed opgevat. Een vennootschap volgt derhalve de best practice bepaling indien de gevraagde informatie op enigerlei wijze wordt verstrekt. Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan het opnemen van de informatie in het jaarverslag en niet noodzakelijkerwijs, zoals in de code staat voorgeschreven, via een apart remuneratierapport. Ook hier lijkt het erop dat de AEX- en AMX-fondsen een voortrekkersrol vervullen: bij de AEX-fondsen zetten reeds 14 van de 23, waarvoor een en ander is vast te stellen, het remuneratierapport op de website (dan wel is het via een andere weg te raadplegen). Ingeval van de AMX-fondsen ligt dat zelfs nog wat hoger met 11 van de 18 fondsen. Ook de elders genoteerde fondsen scoren op dit punt relatief hoog: 6 van de 11 fondsen waarvoor deze bepaling kan worden geëvalueerd plaatst het remuneratierapport op zijn website (dan wel maakte deze via andere weg openbaar).

Best practice bepaling II.2.10 geeft nadere invulling aan de informatie die verstrekt moet worden over de bezoldiging van het afgelopen jaar. De resultaten van de evaluatie van de transparantie op dit punt staan vermeld in tabel 4.3. Ook hier moet worden aangetekend dat de naleving in hoofdzaak in de geest en niet naar de letter van de code is geëvalueerd. De cijfers in deze tabel laten een duidelijk beeld zien als wordt gekeken naar de transparantie op het gebied van het uitgevoerde bezoldigingsbeleid. Gemiddeld genomen is het beeld dat de AEX-fondsen het meeste vooruitlopen op de invoering van de code per boekjaar 2004, gevolgd door de AMX-fondsen. Voorts is het opvallend dat nadere uitleg of motivatie van een gekozen beleidslijn dan wel verandering daarin nog door maar weinig vennootschappen wordt verstrekt.

Indien de individuele aspecten ten aanzien van de transparantie op het gebied van bezoldiging(sbeleid) worden geanalyseerd, dan is te constateren dat, afgezien van de elders genoteerde fondsen, reeds een aanzienlijk deel van de onderzochte Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen informatie verschaft over het relatieve belang van het variabele en niet-variabele deel van de bezoldiging. Van de 61 onderzochte vennootschappen waarvoor deze bepaling kan worden geëvalueerd verschaffen 51 inzicht hierin. Een motivatie voor de verdeling wordt echter nog door maar weinig vennootschappen verstrekt (22 van de 51 vennootschappen volgen de code op dit punt). Ook presenteert maar een klein deel van de onderzochte fondsen een verantwoording voor een verandering van het niet-variabele deel van de bezoldiging (15 van de 44 waarvoor een en ander geëvalueerd kan worden doet dit wel). De opvolging op dit punt is dus vooralsnog laag.

Inzicht in de samenstelling van de groep van ondernemingen ("peer group") waarvan het bezoldigingsbeleid mede de hoogte en samenstelling van de bezoldiging van bestuurders bepaalt, wordt vooral verschaft door de AEX-fondsen: 12 van de 14 AEX-fondsen waarvoor deze bepaling kan worden geëvalueerd publiceert informatie met betrekking tot de "peer group". Mogelijkerwijs duidt het lage aantal AMX- en lokale fondsen erop dat veel van deze vennootschappen de bepaling voor hen niet van toepassing achten, een mogelijkheid waarin de code overigens nadrukkelijk voorziet.

In onderdeel d van best practice bepaling II.2.10 is bepaald dat het remuneratierapport moet bevatten: 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. Uit tabel 4.3 blijkt dat de AEX-fondsen een voortrekkersrol vervullen. Zoals uit tabel 4.3 blijkt is de informatieverschaffing met betrekking tot afvloeiingsregeling het meest transparant: voor 55 vennootschappen kon deze bepaling worden geëvalueerd en 31 vennootschappen lopen hier op de feitelijke invoering vooruit. Vervolgens valt af te leiden dat reeds 25 vennootschappen transparantie verschaffen inzake de duur van de contracten met bestuurders. Op de andere twee aspecten, te weten de geldende opzegtermijnen en het opnemen van een verklaring in hoeverre best practice bepaling II.2.7 wordt onderschreven, lopen aanzienlijk minder vennootschappen vooruit.

Diverse onderdelen van best practice bepaling II.2.10 voorzien in het opnemen van informatie over de bij de vaststelling van de variabele bezoldigingscomponenten gehanteerde prestatiecriteria. Uit tabel 4.3 blijkt dat 34 van de 52 vennootschappen, waarvoor de naleving kan worden geëvalueerd, inzicht verschaffen in de prestatiecriteria waarvan een recht van de bestuurders op opties, aandelen of op andere variabele bezoldigingscomponenten afhankelijk is. Hier vervullen niet alleen de AEX-fondsen, maar nadrukkelijk ook de AMX-fondsen een voortrekkersrol. Net als bij andere aspecten van het bezoldigingsbeleid wordt door weinig vennootschappen (12 van de 34 fondsen waarvoor een en ander beoordeeld kon worden) transparantie in acht genomen als het gaat om een verantwoording van de gekozen prestatiecriteria. Datzelfde geldt voor de methoden die worden gehanteerd om vast te stellen of aan de prestatiecriteria is voldaan alsmede de verantwoording van de keuze van dergelijke methoden (11 van de 48 Nederlandse vennootschappen die voldoende informatie publiceren om dit na te gaan). In onderdeel h van best practice bepaling II.2.10 staat voorgeschreven dat "indien prestatiecriteria zijn gebaseerd op een vergelijking met externe factoren, een samenvatting van de factoren die zullen worden gebruikt om de vergelijking te maken" moet worden gegeven en voorts dat indien één van de factoren betrekking heeft op "de prestaties van één of meer vennootschappen ("peer group") of van een

Tabel 4.2: Rapportage en verantwoording bezoldigingsbeleid

De tabel toont scores op best practice bepalingen. De nadere uitwerkingen van de bepaling zijn cursief gedrukt en aangegeven met een opsommingsteken. De tabel toont scores op twee onderdelen. In de tabel wordt eerst het aantal vennootschappen dat voldoet aan de bepaling weergegeven, gevolgd door het aantal vennootschappen dat de benodigde informatie verschaft (tussen haakjes). Zo blijkt dus uit de (23) bij de AEX fondsen dat voor één van de 24 vennootschappen geen informatie over deze bepaling beschikbaar was. Voor deze vennootschap kan de naleving van de code op dit punt dus niet worden geïnventariseerd. Voorts blijken 6 van de 23 vennootschappen aan de best practice bepaling te voldoen. "Elders" duidt op een statutair in Nederland gevestigde vennootschappen met een notering aan een buitenlandse effectenbeurs.

Bepaling	Omschrijving	AEX (n=24)	AMX (n=20)	Lokaal (n=25)	Elders (n=11)	Totaal (n=80)
II.2.6	Reglement m.b.t. handelwijze van bestuurders t.a.v. effectenbezit en transacties staat op internet	6 (23)	8 (19)	2 (25)	4 (10)	20 (77)
II.2.9	Verslag RvC bevat hoofdlijnen bezoldigingsbeleid	7 (24)	9 (20)	6 (25)	1 (10)	23 (80)
II.2.9	Hoofdlijnen bezoldigingsbeleid worden op een andere plaats in het jaarverslag vermeld	16 (24)	8 (20)	6 (25)	4 (10)	34 (80)
II.2.9	Remuneratieverslag van de RvC is raadpleegbaar	14 (23)	11 (18)	6 (22)	6 (11)	37 (74)
II.2.9	• In het remuneratieverslag wordt een beschrijving gegeven van het bezoldigingsbeleid in 2003	14 (14)	10 (11)	6 (6)	4 (6)	34 (37)
II.2.9	• Het remuneratieverslag bevat een overzicht van het bezoldigingsbeleid voor de toekomst	13 (14)	11 (11)	3 (6)	0 (6)	27 (37)

Tabel 4.3: Informatie in het bezoldigingsoverzicht

De tabel toont scores op best practice bepalingen. De nadere uitwerkingen van de bepaling zijn cursief gedrukt en aangegeven met een opsommingsteken. De tabel toont scores op twee onderdelen. In de tabel wordt eerst het aantal vennootschappen dat voldoet aan de bepaling weergegeven, gevolgd door het aantal vennootschappen dat de benodigde informatie verschaft (tussen haakjes). Zo blijkt dus uit de (15) bij de AEX fondsen dat voor 9 van de 24 vennootschappen geen informatie over deze bepaling beschikbaar was. Voor deze vennootschappen kan de naleving van de code op dit punt dus niet worden geïnventariseerd. Voorts blijken 14 van de 15 vennootschappen aan de best practice bepaling te voldoen. "Elders" duidt op een statutair in Nederland gevestigde vennootschappen met een notering aan een buitenlandse effectenbeurs.

Bepaling	Omschrijving	AEX(n=24) (n=24)	AMX(n=20) (n=20)	Lokaal (n=25)	Elders (n=11)	Totaal (n=80)
II.2.10	Bezoldigingsoverzicht geeft verdeling tussen vaste en variabele beloning weer	14 (15)	15 (17)	16 (18)	6 (11)	51 (61)
II.2.10	• Motivatie voor deze verdeling aanwezig	10 (14)	7 (15)	1 (16)	4 (6)	22 (51)
II.2.10	Motivatie verandering vaste beloning	6 (12)	5 (16)	4 (16)	0 (0)	15 (44)
II.2.10	Informatie over de peer group	12 (14)	3 (17)	1 (19)	0 (0)	16 (50)
II.2.10	Informatie over het beleid t.a.v. contractduur met bestuurder	10 (15)	9 (18)	5 (19)	1 (1)	25 (53)
II.2.10	• Uitleg aanwezig waarom deze contractduur wordt gehanteerd	4 (10)	7 (9)	4 (5)	1 (1)	16 (25)
II.2.10	Informatie over het beleid t.a.v. opzegtermijnen met bestuurders	6 (14)	5 (17)	1 (19)	0 (0)	12 (50)
II.2.10	• Uitleg aanwezig waarom deze opzegtermijn wordt gehanteerd	3 (6)	2 (5)	0 (1)	0 (0)	5 (12)
II.2.10	Informatie over het beleid t.a.v. afvloeiingsregeling met bestuurders	12 (15)	11 (18)	5 (19)	3 (3)	31 (55)
II.2.10	• Uitleg aanwezig waarom deze afvloeiingsregeling wordt gehanteerd	4 (12)	6 (11)	4 (5)	0 (3)	14 (31)
II.2.10	Aanbeveling inzake maximale ontslagvergoeding onderschreven in bezoldigingsoverzicht	6 (15)	8 (17)	5 (19)	0 (0)	19 (51)
II.2.10	Bezoldigingsoverzicht bevat beschrijving van gehanteerde criteria bij vaststelling variabele beloning	14 (15)	13 (18)	7 (19)	0 (0)	34 (52)
II.2.10	• Motivatie van deze prestatiecriteria	7 (14)	4 (13)	1 (7)	0 (0)	12 (34)
II.2.10	Bezoldigingsoverzicht bevat beschrijving van gehanteerde methode om vast te stellen of prestatiecriteria zijn behaald	7 (15)	3 (17)	1 (16)	0 (0)	11 (48)
II.2.10	• Motivatie van methode aanwezig	2 (7)	0 (3)	0 (1)	0 (0)	2 (11)
II.2.10	Prestatiecriteria gebaseerd op externe factoren	11 (14)	7 (11)	2 (7)	0 (0)	20 (32)
II.2.10	• Samenvatting van deze criteria aanwezig	5 (11)	1 (7)	0 (2)	0 (0)	6 (20)
II.2.10	• Wordt verwezen naar de index waaraan vennootschap zich spiegelt	5 (11)	4 (7)	2 (2)	0 (0)	11 (20)
II.2.10	• Eén van de externe factoren is een peer group	11 (11)	6 (7)	1 (2)	0 (0)	18 (20)
II.2.10	• Namen van de peer group bekend	10 (11)	3 (7)	1 (2)	0 (0)	14 (20)
II.2.10	Beschrijving van de veranderingen van de voorwaarden t.a.v. variabele beloning aanwezig	8 (14)	4 (14)	0 (14)	1 (1)	13 (43)
II.2.10	• Verklaring van deze verandering aanwezig	4 (8)	2 (4)	0 (0)	0 (1)	6 (13)
II.2.10	Bezoldigingsoverzicht bevat een verklaring waarom opties en aandelen onvoorwaardelijk zijn toegekend	2 (12)	1 (7)	0 (5)	0 (0)	3 (24)
II.2.10	Bezoldigingsoverzicht geeft pensioenregeling voor bestuurders en de financieringskosten daarvan weer	8 (14)	12 (17)	14 (19)	3 (11)	37 (61)
II.2.10	Bezoldigingsoverzicht geeft VUT-regeling voor bestuurders weer	3 (8)	2 (8)	1 (15)	0 (0)	6 (31)

index" ook "wordt aangegeven welke vennootschappen dan wel welke index als vergelijkingsmaatstaf zijn of is gekozen". Ook hier komt het eerder geschetste beeld weer naar voren: de AEX-fondsen lopen relatief gezien vooruit op de invoering van de code. Elf van de veertien AEX-fondsen, die voldoende informatie verschaften om de evaluatie uit te kunnen voeren, melden rekening te houden met externe factoren. Voorts blijkt dat door hen met name wordt uitgegaan van een "peer group" waarmee de vennootschap haar prestaties vergelijkt. Tot slot kan worden opgemerkt dat het merendeel van de AEX-fondsen dat te kennen geeft een "peer group" te hanteren ook de namen geeft van de vennootschappen die men in aanmerking neemt bij de beoordeling van de prestatiecriteria.

Onderdeel i van best practice bepaling II.2.10 stelt dat in het remuneratierapport moet zijn opgenomen: "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." Van de 43 beursvennootschappen waarvoor dit kan worden geëvalueerd, publiceren 13 vennootschappen (8 AEX, 4 AMX en 1 elders genoteerd fonds) een dergelijke beschrijving. Dit relatief lage aantal is mogelijk te verklaren uit het feit dat zich geen wijzigingen hebben voorgedaan.

Tot slot van de toelichting op tabel 4.3 voorziet de code ook in het opnemen van informatie over met bestuurders overeengekomen pensioen- en VUT-regelingen. Wat vooral opvalt is dat van de 61 vennootschappen waarvoor voldoende informatie over "geldende regelingen voor pensioen en de hiermee gepaard gaande financieringskosten" wordt gepubliceerd, er 37 zijn die in het jaarverslag informatie verstrekken ten aanzien van aan bestuurders toegekende pensioenen. Veelal wordt overigens volstaan met het verstrekken van inzicht in de betaalde premies voor deze pensioenen. Hoogstwaarschijnlijk speelt hier mee dat dit soort informatie ook door de wet wordt vereist. Voor wat betreft de informatieverschaffing ten aanzien van de "overeengekomen regelingen voor vervroegd uitreden voor bestuurders" valt waar te nemen dat door maar weinig fondsen, ongeacht categorieën of plaats van notering, hieraan invulling is gegeven.

#### 4.3 Evaluatie transparantie raad van commissarissen

De Nederlandse corporate governance code bevat een aantal belangrijke principes en best practice bepalingen ten aanzien van de informatie die over commissarissen moet worden verstrekt. Eén van de principes ten aanzien van de raad van commissarissen heeft betrekking op de deskundigheid en samenstelling van de raad (principe III.3) en luidt: "Elke commissaris dient geschikt te zijn om de hoofdlijnen van het totale beleid te beoordelen. Elke commissaris beschikt over de specifieke deskundigheid die noodzakelijk is

voor de vervulling van zijn taak, binnen zijn rol in het kader van de profielschets van de raad. De raad van commissarissen dient zodanig te zijn samengesteld dat hij zijn taak naar behoren kan vervullen. Een herbenoeming van een commissaris vindt slechts plaats na zorgvuldige overweging. Ook bij een herbenoeming worden de hiervoor genoemde profiel-eisen in acht genomen."

Een ander principe heeft betrekking de samenstelling en rol van de kerncommissies van de raad van commissarissen (principe III.5) en stelt: "Indien de raad van commissarissen meer dan vier leden omvat, stelt de raad van commissarissen uit zijn midden een auditcommissie, een remuneratiecommissie en een selectie- en benoemingscommissie in. De taak van de Commissies is om de besluitvorming van de raad van commissarissen voor te bereiden. Indien de raad van commissarissen van vennootschappen besluit tot het niet instellen van een audit, remuneratie- en een selectie- en benoemingscommissie, dan gelden de best practice bepalingen III.5.4, III.5.5, III.5.8, III.5.9, III.5.10, III.5.13, V.1.2, V.2.3 en V.3.1 ten aanzien van de gehele raad van commissarissen. In het verslag van de raad van commissarissen doet de raad verslag van de uitvoering van de taakopdracht van de Commissies in het boekjaar."

Ook dit principe is gepreciseerd in 13 best practice bepalingen waarvan een aantal betrekking heeft op informatieverschaffing.

In tabel 4.4 zijn de resultaten weergegeven ten aanzien van de evaluatie van best practice bepalingen III.3.4 (maximaal aantal commissariaten), III.5.1 (reglementen kerncommissies), III.5.2 (informatie over samenstelling commissies en behandelde onderwerpen), III.5.6 en III.5.7 (over voorzitterschap auditcommissie en opname financieel expert, respectievelijk) en III.5.11 en III.5.12 (over voorzitterschap remuneratiecommissie en opname bestuurder van andere beursvennootschap in deze commissie).

Uit tabel 4.4 blijkt allereerst dat het merendeel van de onderzochte vennootschappen een overzicht in het jaarverslag opneemt waaruit lidmaatschappen en eventuele voorzitterschappen bij andere Nederlandse beursvennootschappen kan worden afgeleid. In totaal verschaften 67 van de 80 onderzochte vennootschappen dit soort informatie. Ook verschaft het merendeel van de onderzochte vennootschappen informatie over de nevenfuncties, anders dan commissariaten bij Nederlandse beursvennootschappen: 66 vennootschappen verstrekken deze informatie. Deze informatie is nodig in het kader van de beoordeling van opvolging van best practice bepaling III.3.4 die bepaalt dat "het aantal commissariaten van één persoon bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen is zodanig beperkt dat een goede taakvervulling is gewaarborgd en bedraagt niet meer dan vijf, waarbij het voorzitterschap van een raad van commissarissen dubbel telt." Uit de evaluatie blijkt dat een

Tabel 4.4: Samenstelling RvC

De tabel toont scores op best practice bepalingen. De nadere uitwerkingen van de bepaling zijn cursief gedrukt en aangegeven met een opsommingsteken. De tabel toont scores op twee onderdelen. In de tabel wordt eerst het aantal vennootschappen dat voldoet aan de bepaling weergegeven, gevolgd door het aantal vennootschappen dat de benodigde informatie verschaft (tussen haakjes). Zo blijkt dus uit de (24) bij de AEX fondsen dat voor alle 24 vennootschappen informatie over deze bepaling beschikbaar was. Voor alle vennootschappen kan de naleving van de code op dit punt dus worden geïnventariseerd. Voorts blijken 22 van de 24 vennootschappen aan de best practice bepaling te voldoen. "Elders" duidt op een statutair in Nederland gevestigde vennootschappen met een notering aan een buitenlandse effectenbeurs.

Bepaling/ Omschrijving principe*	AEX (n=24)	AMX (n=20)	Lokaal (n=25)	Elders (n=11)	Totaal (n=80)
III.3.4 Overzicht van lidmaatschappen/voorzitterschappen in de raden van RvC van Nederlandse beursvennootschappen voor ieder lid van de RvC aanwezig	22 (24)	19 (20)	19 (25)	7 (11)	67 (80)
• Aantal is kleiner dan vijf	13 (22)	15 (19)	17 (19)	6 (7)	51 (67)
III.3.4 Overzicht van nevenfuncties buiten commissariaten voor iedere lid van de RvC aanwezig	21 (24)	19 (20)	18 (25)	8 (11)	66 (80)
III.5* RvC heeft meer dan 4 leden	22 (22)	19 (19)	15 (19)	7 (7)	63 (67)
III.5.1 Afzonderlijke auditcommissie aanwezig	24 (24)	16 (19)	8 (25)	9 (11)	57 (79)
• Reglement en samenstelling zijn op website geplaatst	13 (24)	6 (16)	0 (8)	4 (9)	23 (57)
• Compleet reglement	11 (24)	6 (16)	0 (8)	2 (9)	19 (57)
III.5.1 Afzonderlijke beloningscommissie aanwezig	18 (24)	12 (19)	7 (25)	7 (11)	44 (79)
• Reglement en samenstelling zijn op website geplaatst	10 (18)	4 (12)	0 (7)	3 (7)	17 (44)
• Compleet reglement	10 (18)	4 (12)	0 (7)	3 (7)	17 (44)
III.5.1 Afzonderlijke benoemingscommissie aanwezig	18 (24)	9 (19)	2 (25)	4 (11)	33 (79)
• Reglement en samenstelling zijn op website geplaatst	10 (18)	4 (9)	0 (2)	3 (4)	17 (33)
• Compleet reglement	10 (18)	4 (9)	0 (2)	3 (4)	17 (33)
III.5.2 Verslag RvC bevat samenstellingen commissies	15 (24)	16 (19)	7 (24)	0 (3)	38 (69)
III.5.2 Verslag RvC bevat aantal vergaderingen	22 (24)	19 (19)	24 (24)	2 (3)	67 (69)
III.5.2 Verslag RvC bevat besproken onderwerpen	19 (24)	18 (19)	22 (24)	1 (3)	60 (69)
III.5.3 Verslag RvC vermeldt dat iedere commissie een verslag heeft uitgebracht	9 (24)	11 (19)	2 (24)	0 (3)	22 (69)
III.5.6 De voorzitter van de auditcommissie is niet de voorzitter van de RvC en niet een voormalig bestuurder	21 (24)	15 (16)	3 (6)	6 (8)	45 (54)
III.5.7 De auditcommissie heeft minstens een financieel expert als lid	19 (22)	15 (15)	5 (6)	7 (7)	46 (50)
III.5.11 De voorzitter van de remuneratiecommissie is niet de voorzitter van de RvC /niet een voormalig bestuurder/niet een bestuurder bij een andere beursvennootschap	9 (22)	9 (14)	4 (5)	2 (7)	24 (48)
III.5.12 De remuneratiecommissie bevat maximaal een commissaris die bij een andere Nederlandse beursvennootschap bestuurder is	20 (22)	16 (16)	5 (6)	5 (5)	46 (49)

behoorlijk aantal vennootschappen al gevolg heeft gegeven aan deze best practice bepalingen: 51 van de 67 fondsen waarvoor dit beoordeeld kan worden volgt de code op dit punt. Hierbij is een tweetal kanttekeningen op zijn plaats. In de eerste plaats heeft de evaluatie plaatsgevonden aan de hand van de informatie in het jaarverslag. Dit impliceert dat sindsdien doorgevoerde wijzigingen niet zijn meegenomen. In de tweede plaats wordt nogmaals in herinnering geroepen dat de vennootschappen formeel nog niet hoeven te voldoen aan de code daar deze pas per boekjaar 2004 officieel in werking treedt.

Principe III.5 stelt dat voor raden van commissarissen die uit vier of meer leden bestaat kerncommissies moeten worden ingesteld. Voorts is in best practice bepaling III.5.1 voorgescreven dat de raad van commissarissen voor iedere commissie een reglement opstelt. Dit reglement "geeft aan wat de rol en verantwoordelijkheid van de betreffende Commissie is, haar samenstelling en op welke wijze zij haar taak uitoefent. [...]". De reglementen en de samenstelling van de commissies worden in ieder geval op de website van de vennootschap geplaatst. Uit tabel 4.4 blijkt dat van de 67 vennootschappen die op dit punt geëvalueerd konden worden, er 63 zijn die een raad van commissarissen kennen die uit 4 of meer leden bestaat. Daarnaast komt uit tabel 4.4 het volgende beeld naar voren: relatief gesproken komt de auditcommissie het meeste voor, gevolgd door de remuneratiecommissie en de benoemingscommissie. Verder valt op dat, zeker wat betreft de audit- en remuneratiecommissies, eigenlijk alleen de small caps enigszins achterblijven met de instelling ervan. Van de 15 small caps die een raad van commissarissen kennen van 4 of meer leden, heeft ongeveer de helft een audit- en remuneratiecommissie. Deze percentages liggen voor de andere onderzochte fondsen aanzienlijk hoger. Voor wat betreft het naleven van best practice bepaling III.5.1 met betrekking tot het plaatsen van het reglement op de website is te constateren dat dit voor de AEX-, AMX- en elders genoteerde fondsen, bij benadering, rond de 50% ligt. Voor de small caps geldt dat, ongeacht de commissie waar het om gaat, er niet of nauwelijks reglementen zijn te vinden op de website.

Best practice bepaling III.5.2 voorziet in de informatieverzorging over de activiteiten van de drie kerncommissies via het verslag van de raad van commissarissen. Meer in het bijzonder stelt deze bepaling: "Het verslag van de raad van commissarissen vermeldt de samenstelling van de afzonderlijke commissies, het aantal vergaderingen van de commissies, alsmede de belangrijkste onderwerpen die aan de orde zijn gekomen." Tabel 4.4 laat zien dat de code op dit punt reeds door een aanzienlijk aantal AEX-, AMX- en lokale fondsen wordt gevolgd. Nagenoeg alle onderzochte Nederlandse fondsen presenteren informatie omtrent het aantal vergaderingen en de daarin besproken onderwerpen (hierbij is overigens ook meegerekend informatie met betrekking tot deze aspecten voor de voltallige raad van commissaris-

sen). Ook de transparantie op het gebied van de samenstelling van de kerncommissies van de raad van commissarissen is relatief groot: 38 van de 69 vennootschappen waarvoor de beoordeling kan plaatsvinden op basis van beschikbare informatie neemt deze informatie op in het verslag van de raad van commissarissen, vooruitlopend op de feitelijke inwerkingtreding van de code.

Tot besluit van de evaluatie met betrekking tot de kerncommissies van de raad van commissarissen worden de uitkomsten gepresenteerd ten aanzien van de eisen die aan de samenstelling worden gesteld. Het gaat hier in het bijzonder om de volgende 4 best practice bepalingen:

III.5.6 Het voorzitterschap van de auditcommissie wordt niet vervuld door de voorzitter van de raad van commissarissen, noch door een voormalig bestuurder van de vennootschap.

III.5.7 Van de auditcommissie maakt ten minste een financieel expert in de zin van best practice bepaling III.3.2 deel uit.

III.5.11 Het voorzitterschap van de remuneratiecommissie wordt niet vervuld door de voorzitter van de raad van commissarissen, noch door een voormalig bestuurder van de vennootschap, noch door een commissaris die bij een andere beursgenoteerde vennootschap bestuurder is.

III.5.12 In de remuneratiecommissie neemt maximaal één commissaris die bij een andere Nederlandse beursgenoteerde vennootschap bestuurder is, zitting.

Uit tabel 4.4 blijkt dat 45 van de 54 te evalueren vennootschappen reeds voldoet aan best practice bepaling III.5.6. Ook heeft een financieel expert die "relevante kennis en ervaring heeft opgedaan op financieel administratief/accounting terrein bij beursgenoteerde vennootschappen of bij andere grote rechtspersonen" zitting in de meeste auditcommissies van die vennootschappen die voldoende informatie verschaffen om deze best practice bepaling te kunnen evalueren (46 van de 50 vennootschappen die konden worden beoordeeld volgen de code op dit punt).

In tegenstelling tot de bepaling in de code komt het nog bij 24 van 48 vennootschappen die voldoende informatie verschaffen, voor dat de voorzitter van de remuneratiecommissie dezelfde persoon is als de voorzitter van de raad van commissarissen. Vooral bij de AEX-fondsen blijkt dit vaak voor te komen (in slechts 9 van de 22 gevallen was sprake van het volgen van best practice bepaling III.5.11). De onderzochte vennootschappen volgen al in hoge mate best practice bepaling III.5.12 op: bij 46 van 49 vennootschappen die op dit punt geëvalueerd zijn is er sprake van dat er in de remuneratiecommissie maximaal één commissaris zitting neemt die bij een andere Nederlandse beursgenoteerde vennootschap bestuurder is.

#### 4.4 Evaluatie transparantie bevoegdheden van de AvA

Principe IV.1 gaat in op de bevoegdheden van de (algemene vergadering van) aandeelhouders. Hierin schrijft de Commissie het volgende voor: "Goede corporate governance veronderstelt een volwaardige deelname van aandeelhouders aan de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders. Het is in het belang van de vennootschap dat zoveel mogelijk aandeelhouders deelnemen aan de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders. De vennootschap stelt, voor zover het in haar mogelijkheid ligt, aandeelhouders in de gelegenheid om op afstand te stemmen en om met alle (andere) aandeelhouders te communiceren. De algemene vergadering van aandeelhouders dient zodanig invloed te kunnen uitoefenen op het beleid van het bestuur en de raad van commissarissen van de vennootschap, dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van "checks and balances" in de vennootschap. De besluiten van het bestuur omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming zijn aan de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders onderworpen."

Vier van de zeven best practice bepalingen die een nadere uitwerking van dit principe zijn, hebben betrekking op de

informatieverschaffing. De resultaten van de evaluatie op het reeds implementeren van deze best practice bepalingen door de 80 onderzochte vennootschappen worden vermeld in tabel 4.5.

Uit tabel 4.5 blijkt dat over het algemeen de decharge van bestuurders en commissarissen het meest frequent als apart punt op de agenda van de AvA wordt geplaatst. De betreffende best practice bepaling wordt door 59 van de 69 vennootschappen, waarvoor een agenda beschikbaar is, gevolgd. Eigenlijk kan alleen maar worden geconcludeerd dat alle typen onderzochte vennootschappen deze bepaling tot praktijk hebben verheven. Ook op andere aspecten, het reserverings- en dividendbeleid en de uitkering van dividend waarvan de code ook aparte plaatsing op de agenda voorschrijft is, vindt de code inmiddels navolging door iets meer dan de helft en respectievelijk tweederde van alle te evalueren vennootschappen. Van de 69 leven 36 vennootschappen best practice bepaling IV.1.4 (inzake reserverings- en dividendbeleid) na, terwijl IV.1.5 (inzake uitkering van dividend) door 43 vennootschappen wordt opgevolgd. Zeker op dit laatste punt is het opvallend dat de small caps hoog scoren.

Tot besluit van de evaluatie van de transparantie van de bevoegdheden van de aandeelhouders is er aandacht voor

Tabel 4.5: Bevoegdheden AvA

De tabel toont scores op best practice bepalingen. De tabel toont scores op twee onderdelen. In de tabel wordt eerst het aantal vennootschappen dat voldoet aan de bepaling weergegeven, gevolgd door het aantal vennootschappen dat de benodigde informatie verschaft (tussen haakjes). Zo blijkt dus uit de (12) bij de AEX fondsen dat voor 12 van de 24 vennootschappen geen informatie over deze bepaling beschikbaar was. Voor deze vennootschappen kan de naleving van de code op dit punt dus niet worden geïnventariseerd. Voorts blijken 8 van de 12 vennootschappen aan de best practice bepaling te voldoen. "Elders" duidt op een statutair in Nederland gevestigde vennootschappen met een notering aan een buitenlandse effectenbeurs.

Bepaling	Omschrijving	AEX (n=24)	AMX (n=20)	Lokaal (n=25)	Elders (n=11)	Totaal (n=80)
IV.1.2	Het stemrecht op financieringspreferente aandelen is gebaseerd op de reële waarde van de kapitaalbreng	8 (12)	3 (5)	1 (2)	0 (0)	12 (19)
IV.1.2	De zeggenschap op de bestaande financieringspreferente aandelen is aangepast	4 (12)	1 (2)	1 (2)	0 (0)	6 (16)
IV.1.4	Het reserverings en dividendbeleid wordt op de AvA als een apart agendapunt opgenomen	13 (24)	13 (20)	8 (19)	2 (6)	36 (69)
IV.1.5	De uitkering van het dividend wordt op de AvA als een apart agendapunt opgenomen	14 (24)	12 (20)	15 (19)	2 (6)	43 (69)
IV.1.6	De decharge van bestuurders en commissarissen wordt op de AvA als een apart agendapunt opgenomen	22 (24)	17 (20)	15 (19)	5 (6)	59 (69)
IV.1.7	De vennootschap heeft een registratiedatum voor de uitoefening van stem- en vergaderrechten bepaald	12 (16)	9 (12)	5 (9)	3 (5)	29 (42)

Tabel 4.6: Certificering

De tabel toont scores op best practice bepalingen. De nadere uitwerkingen van de bepaling zijn cursief gedrukt en aangegeven met een opsommingstekens. De tabel toont scores op twee onderdelen. In de tabel wordt eerst het aantal vennootschappen dat voldoet aan de bepaling weergegeven, gevolgd door het aantal vennootschappen dat de benodigde informatie verschaft (tussen haakjes). Zo blijkt dus uit de (6) bij de AEX fondsen dat voor 18 van de 24 vennootschappen geen informatie over deze bepaling beschikbaar was. Voor deze vennootschappen kan de naleving van de code op dit punt dus niet worden geïnventariseerd. Voorts blijken 3 van de 6 vennootschappen aan de best practice bepaling te voldoen. "Elders" duidt op een statutair in Nederland gevestigde vennootschappen met een notering aan een buitenlandse effectenbeurs.

Bepaling	Omschrijving	AEX (n=24)	AMX (n=20)	Lokaal (n=25)	Elders (n=11)	Totaal (n=80)
IV.2.2	Bestuurders van het administratiekantoor worden benoemd door het bestuur van het administratiekantoor	3 (6)	2 (3)	1 (1)	0 (0)	6 (10)
IV.2.2	Vergadering van certificaathouders kan personen voor benoeming tot bestuurder aanbevelen	1 (3)	0 (1)	0 (1)	0 (0)	1 (5)
IV.2.2	In het bestuur van het administratiekantoor zitten geen (voormalig) bestuurders, (voormalig) commissarissen, werknemers of vaste adviseurs van de vennootschap	0 (6)	1 (8)	5 (12)	0 (0)	6 (26)
IV.2.3	Bestuurder kan maximaal drie maal voor een periode van 4 jaar zitting hebben in het bestuur van het administratiekantoor	1 (1)	1 (1)	0 (0)	0 (0)	2 (2)
IV.2.4	Bestuur van het administratiekantoor is aanwezig op AvA	2 (2)	2 (2)	5 (5)	0 (0)	9 (9)
IV.2.4	Er wordt desgewenst door het bestuur een verklaring over stemgedrag afgegeven	2 (2)	0 (0)	3 (4)	0 (0)	5 (6)
IV.2.5	Het administratiekantoor richt zich op het belang van certificaathouders	3 (5)	0 (1)	1 (3)	0 (0)	4 (9)
IV.2.5	Het administratiekantoor houdt rekening met het belang van de vennootschap bij de uitoefening van stemrechten	3 (4)	2 (2)	3 (3)	0 (0)	8 (9)
IV.2.6	Het administratiekantoor doet minstens een maal per jaar verslag van zijn activiteiten. Het verslag wordt in ieder geval op de website van de vennootschap geplaatst.	4 (4)	5 (5)	9 (9)	0 (0)	18 (18)
IV.2.7	• In het verslag wordt aandacht besteed aan het aantal gecertificeerde aandelen alsmede een toelichting op wijzigingen daarin	2 (4)	2 (5)	3 (9)	0 (0)	7 (18)
IV.2.7	• In het verslag wordt aandacht besteed aan de in het boekjaar verrichte werkzaamheden	1 (4)	2 (5)	3 (9)	0 (0)	6 (18)
IV.2.7	• In het verslag wordt aandacht besteed aan het stemgedrag in de gedurende het boekjaar gehouden AvA	1 (4)	0 (5)	1 (9)	0 (0)	2 (18)
IV.2.8	Het administratiekantoor verleent zonder beperkingen en in alle omstandigheden stemvolmachten aan certificaathouders	4 (5)	5 (6)	2 (6)	0 (0)	11 (17)
IV.2.8	Iedere certificaathouder kan het administratiekantoor een bindende steminstructie geven	3 (4)	3 (5)	0 (3)	0 (0)	6 (12)



## 5. Trends en ontwikkelingen

de naleving van best practice bepaling IV.1.7, die stelt: “De vennootschap bepaalt een registratiedatum voor de uitoefening van stem- en vergaderrechten.” Uit de evaluatie komt naar voren dat 29 van de 42 vennootschappen, die voldoende informatie voor de beoordeling publiceren, deze bepaling reeds opvolgen.

Een laatste element dat in het kader van de evaluatie van de rechten van de aandeelhouders wordt beoordeeld betreft principe IV.2 ter zake van de certificering van aandelen. Dit principe luidt als volgt: “Certificering van aandelen is een middel om te voorkomen dat door absenteïsme ter algemene vergadering van aandeelhouders een (toevallige) minderheid van aandeelhouders de besluitvorming naar haar hand zet. Certificering van aandelen wordt niet gebruikt als beschermingsmaatregel. Het bestuur van het administratiekantoor verleent aan certificaathouders die daarom vragen onder alle omstandigheden en onbeperkt stemvolmachten. De aldus geïmmandateerde certificaathouders kunnen het stemrecht naar eigen inzicht uitoefenen. Het bestuur van het administratiekantoor geniet het vertrouwen van de certificaathouders. Certificaathouders hebben de mogelijkheid om kandidaten voor het bestuur van het administratiekantoor aan te bevelen. De vennootschap verstrekt aan het administratiekantoor geen informatie die niet openbaar is gemaakt.”

In tabel 4.6 staan de resultaten van de evaluatie voor wat betreft de toepassing van de best practice bepalingen ten aanzien van certificering.

Allereerst valt uit tabel 4.6 op te maken dat veel van de vennootschappen de informatie die benodigd is om de diverse best practice bepalingen te kunnen controleren niet op hun website plaatsen. Dat wil zeggen dat slechts weinig vennootschappen de statuten van het administratiekantoor en de administratievoorwaarden op de website hebben geplaatst. Het gevolg hiervan is dat een evaluatie op dit aspect van de code voor het merendeel van de vennootschappen niet mogelijk is. Best practice bepaling IV.2.2 inzake het bestuur van een administratiekantoor, die onder meer voorschrijft dat “in het bestuur van het administratiekantoor nemen geen (voormalig) bestuurders, (voormalig) commissarissen, werknemers of vaste adviseurs van de vennootschap zitting” wordt door minder dan de helft van de vennootschappen waarvoor de benodigde informatie voorhanden is nageleefd. Dit betekent concreet dat het bestuur van slechts 6 van de 26 op dit punt te evalueren vennootschappen voldoet aan de code. Voor de andere punten die vastgelegd zijn in deze best practice bepaling, te weten dat bestuurders van het administratiekantoor door het bestuur van het administratiekantoor worden benoemd, alsmede dat de vergadering van certificaathouders aan het bestuur van het administratiekantoor personen voor benoeming tot bestuurder kan aanbevelen, verstrekt een dusdanig klein aantal vennootschappen informatie dat evaluatie op dit punt niet of nauwe-

lijks zinvol is. Hetzelfde kan geconstateerd worden met betrekking tot best practice bepalingen IV.2.3 (inzake maximale zittingsduur bestuurders van drie maal vier jaar) en IV.2.4 (inzake aanwezigheid bestuur tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders).

Een belangrijke best practice bepaling ten aanzien van certificering is IV.2.5 die voorschrijft dat “bij de uitoefening van zijn stemrechten richt het administratiekantoor zich primair naar het belang van de certificaathouders, en houdt het rekening met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.” Ook hier valt allereerst op dat slechts voor weinig vennootschappen de benodigde informatie aanwezig is. Echter, voor de 9 vennootschappen waarvoor de bepaling geëvalueerd kon worden viel op dat zij zich grotendeels aan de bepaling conformeerden (8 van de 9 administratiekantoren richten zich naar het belang van de vennootschap).

Best practice bepaling IV.2.6 luidt als volgt: “Het administratiekantoor doet periodiek, doch ten minste éénmaal per jaar, verslag van zijn activiteiten. Het verslag wordt in ieder geval op de website van de vennootschap geplaatst.” Er zijn 18 vennootschappen waarvan het administratiekantoor jaarlijks verslag deed van de activiteiten en dit verslag op de website plaatsen. In veel gevallen is het verslag van het administratiekantoor opgenomen in het jaarverslag van de vennootschap. Zoals uit tabel 4.6 blijkt wordt in het verslag door minder dan de helft van de administratiekantoren waarvan het verslag voorhanden is reeds navolging gegeven aan de bepalingen ten aanzien van de inhoud van het verslag.

Tot slot van de evaluatie met betrekking tot certificering van aandelen nog enkele opmerkingen ten aanzien van best practice bepaling IV.2.8 waarin het volgende is bepaald: “Het administratiekantoor verleent aan certificaathouders die daarom vragen zonder enige beperkingen en onder alle omstandigheden stemvolmachten. Iedere certificaathouder kan het administratiekantoor ook een bindende steminstructie geven voor de aandelen die het administratiekantoor voor hem houdt.” Het eerste punt kan op basis van beschikbare informatie voor 17 vennootschappen worden geëvalueerd. Van deze 17 volgen 11 vennootschappen de code op dit punt. Het tweede punt, dat refereert aan de mogelijkheid voor certificaathouders om aan het administratiekantoor een bindende steminstructie te geven, kan voor 12 vennootschappen beoordeeld worden. De helft daarvan heeft zich aan de best practice bepaling geconformeerd.

Sinds het verschijnen van de definitieve Nederlandse corporate governance code op 9 december 2003 heeft zich op het gebied van corporate governance een aantal relevante ontwikkelingen voorgedaan. In dit hoofdstuk wordt een korte schets gegeven van de belangrijkste ontwikkelingen langs een tweetal hoofdlijnen, te weten de rol van de (institutionele) aandeelhouder en de opkomst tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders.

### 5.1 Observaties rol (institutionele) Aandeelhouders

De verantwoordelijkheid van institutionele beleggers is vastgelegd in de code (principe IV.4). Institutionele beleggers dienen aan te geven of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen.

Best practice bepaling IV.4.1 stelt dat institutionele beleggers (pensioenfondsen, verzekeraars, beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders) jaarlijks op hun website hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht op aandelen die zij houden in beursgenoteerde vennootschappen publiceren. Daarnaast brengen zij verslag uit ten aanzien van de uitvoering van hun beleid met betrekking tot het uitoefenen van het stemrecht (best practice bepaling IV.4.2) en geven zij tevens aan of en hoe zij als aandeelhouders hebben gestemd op de AvA (best practice bepaling IV.4.3). Anders gezegd: de code roept institutionele beleggers op tot actief en transparant stemgedrag.

Institutionele beleggers dienen openheid te geven ten aanzien van hun stemgedrag tijdens de AvA. De code vraagt institutionele beleggers om actief en transparant stemgedrag. De “pas toe of leg uit”-regel dient door institutionele beleggers gehanteerd te worden.

Institutionele beleggers hebben sinds kort meer mogelijkheden om actief te stemmen als gevolg van het feit dat het steeds vaker voorkomt dat er faciliteiten bestaan voor het stemmen op afstand, waardoor de fysieke aanwezigheid niet meer noodzakelijk is op vergaderingen. Hierdoor kunnen de kosten van actief stemgedrag beperkt blijven. Verschillende institutionele beleggers hebben inmiddels aangegeven dat zij hun stemgedrag openbaar zullen maken op hun websites, zodat een optimale transparantie gegarandeerd is.

Uit de inventarisatie die in het kader van dit onderzoek heeft plaatsgevonden blijkt onder meer dat de pensioenfondsen ABP, PGGM, Grafische Bedrijven, SPF en Openbaar Vervoer gedurende het afgelopen AvA seizoen één vertegenwoordiger hebben afgevaardigd die namens deze pensioenfondsen

heeft gestemd. Op hun websites wordt vermeld dat 8 vergaderingen zijn bezocht, waarin zij gezamenlijk optraden. In tabel 5.1 is een overzicht opgenomen van het gezamenlijk stemgedrag van dit vijftal pensioenfondsen. De pensioenfondsen blijken met name kritisch te zijn op het bezoldigingsbeleid van een aantal vennootschappen (2 onthoudingen en 1 tegenstem). De tweede tegenstem in de tabel heeft betrekking op de decharge van het bestuur en de RvC, alsmede de benoeming van een commissaris.

Zoals uit tabel 5.1 blijkt hebben de tegenstemmen betrekking op het bezoldigingsbeleid, de uitgifte van aandelen, de beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht, het dividendbeleid, decharge van bestuur/RvC en de benoeming van een commissaris. Naast het tegenstemmen werd ook gebruik gemaakt van stemonthouding tijdens de AvA, hetgeen in beide gevallen betrekking had op het bezoldigingsbeleid.

Het grootste pensioenfonds van Nederland, het ABP, geeft openheid ten aanzien van haar stemgedrag tijdens de AvA. Ten aanzien van 14 bezochte AvA's meldt het ABP dat zij op 5 vergaderingen tegen 1 of meer voorstellen heeft gestemd. Ook voor PGGM geldt dat het openheid betracht inzake haar stemgedrag. Uit de informatie die vermeld staat op haar website is af te leiden dat zij bij één vennootschap tegen decharge van het bestuur en de RvC alsmede tegen de benoeming van een commissaris heeft gestemd.<sup>4)</sup>

Tabel 5.1: Stemgedrag pensioenfondsen

Overzicht gezamenlijk stemgedrag pensioenfondsen (ABP, PGGM, Grafische Bedrijven, SPF en Openbaar Vervoer) bij 8 beursfondsen

Aantal Vennootschappen	Stemgedrag	Omschrijving
3	Voor	Alle agendapunten
2	Onthouding	Bezoldigingsbeleid
3 <sup>1)</sup>	Tegen	Bezoldigingsbeleid Uitgifte aandelen Beperking/uitsluiting voorkeursrechten Decharge bestuur/RvC Benaming van een commissaris

<sup>1)</sup> Eén geval betreft een tegenstem met als gevolg dat het voorstel vervolgens is ingetrokken.

<sup>4)</sup> Bronnen: [www.abp.nl](http://www.abp.nl) en [www.pggm.nl](http://www.pggm.nl)

## 6. Samenvatting en conclusie

Samenvattend kan worden gesteld dat de reacties van de grote institutionele beleggers gedurende het AvA seizoen 2004 bemoedigend zijn. Als voorbeeld hiervan noemen wij vermogensbeheerder Robeco, die heeft aangegeven om zich als actief aandeelhouder op te stellen tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders. Robeco past actief stemmen toe met ingang van 2004. Zo heeft zij in het tweede kwartaal van 2004 veelvuldig gestemd op aandeelhoudersvergaderingen. Vermeld wordt onder meer dat bij 33 vennootschappen tegen een voorgestelde optieregeling is gestemd.<sup>5)</sup>

Een ander cruciaal punt betreft de potentiële aanwezigheid van tegenstrijdige belangen ten aanzien van bankieren, verzekeren en beleggen. De corporate governance code vraagt transparantie op dit punt. ING heeft aangegeven dat zij onderscheid zal maken ten aanzien van het vermogen dat zij beheert voor klanten en het vermogen dat zij voor eigen rekening beheert.<sup>6)</sup> Dit zou mogelijk tot verschillend stemgedrag kunnen leiden op aandeelhoudersvergaderingen ten aanzien van hetzelfde onderwerp. Op welke wijze institutionele beleggers verslag zullen doen ten aanzien van een eventuele belangenverstremming is nog niet geheel duidelijk. Ook ABN AMRO heeft begin september (2004) aangekondigd dat het stemrecht actief benut zal gaan worden ten einde vennootschappen aan te sporen tot goed ondernemingsbestuur.<sup>7)</sup> De bank is voornemens het stemrecht te gaan uitoefenen voor haar beleggingsfondsen.

In de afgelopen periode was het niet altijd vanzelfsprekend dat aandeelhouders decharge verleenden aan bestuurders en commissarissen. Dat blijkt onder meer ook uit tabel 5.1. Bij Kendrion wilden drie grootaandeelhouders het bestuur en de commissarissen geen decharge verlenen voor de jaarrekening over 2003. Ook de aandeelhouders van Roto Smeets de Boer weigerden decharge te verlenen aan de bestuurders met betrekking tot het gevoerde beleid in 2002. Tenslotte kan worden gemeld dat Robeco op de aandeelhoudersvergadering van Shell tegen het verlenen van decharge aan de bestuurders stemde.<sup>8)</sup>

Uit voorgaande onderzoeken is gebleken dat het stemgedrag van aandeelhouders op aandeelhoudersvergaderingen een duidelijke ontwikkeling laat zien. In toenemende mate zijn ook tegenstemmen te constateren ten aanzien van specifieke agendapunten.

De eerste constateringen ten aanzien van het openbaar maken van het stemgedrag van institutionele beleggers kan als bemoedigend worden aangemerkt.

<sup>5)</sup> Bron: [www.robeco.com/extranet/f4i/pdf/voting\\_ned.pdf](http://www.robeco.com/extranet/f4i/pdf/voting_ned.pdf)

<sup>6)</sup> Bron: [www.ing.com/ing/contentm.nsf/](http://www.ing.com/ing/contentm.nsf/)

<sup>7)</sup> "ABN AMRO zet stemrecht in als belegger", het Financieel Dagblad, 9 september 2004.

<sup>8)</sup> Bron: [www.robeco.nl/dut/corporate/press/articles/2004/08/persbericht2004082.jsp](http://www.robeco.nl/dut/corporate/press/articles/2004/08/persbericht2004082.jsp)

<sup>9)</sup> "Aandeelhoudersvergaderingen in Nederland 1998-2002", A. de Jong, G.M.H. Mertens en P.G.J. Roosenboom, Erasmus Universiteit Rotterdam, 2003.

### 5.2 Observaties opkomst AvA

Uit eerder onderzoek (De Jong, Mertens en Roosenboom, 2003)<sup>9)</sup> dat in opdracht van het ministerie van Financiën is uitgevoerd naar het functioneren van de algemene vergadering van aandeelhouders in de periode 1997 tot en met 2001 bleek dat de gemiddelde opkomst bij aandeelhoudersvergaderingen van AEX-fondsen laag is (33 % bij niet-gecertificeerde vennootschappen). In een ander onderzoek dat werd uitgevoerd door het Het Financieel Dagblad (1/6/2004) wordt gemeld dat de opkomst tijdens de AvA voor wat betreft grotere beursfondsen 40.6% bedraagt. De opkomst bij niet-gecertificeerde vennootschappen blijkt volgens dit onderzoek te liggen rond 32.5% in 2004. Opgemerkt moet worden dat de steekproef in beide onderzoeken verschillend is, zodat een vergelijking van de cijfers niet zonder meer mogelijk is. Op basis van onderzoek uitgevoerd door het Financieel Dagblad blijkt verder dat bij sommige beursgenoteerde vennootschappen slechts een kleine fractie van het totale aandelenkapitaal vertegenwoordigd is op de algemene vergadering van aandeelhouders. Bij enkele beursgenoteerde vennootschappen was het opkomstpercentage 10-15%. Een hoge opkomst van bijna 90% komt voor bij die vennootschappen die gebruik maken van certificering. Het administratiekantoor is als grootaandeelhouder op de algemene vergadering van aandeelhouders aanwezig. Goed ondernemingsbestuur is gebaat bij een hoge opkomst en een actieve houding van aandeelhouders.

### 6.1 Inleiding

In dit onderzoeksrapport wordt verslag gedaan van de eerste invulling die beursgenoteerde fondsen hebben gegeven aan de Nederlandse corporate governance code. De Commissie Corporate Governance onder voorzitterschap van Morris Tabaksblat publiceerde op 9 december 2003 haar rapport met daarin beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen. De nieuwe corporate governance code verscheen in navolging van het rapport van de Commissie Peters uit 1997.

### 6.2 Opzet onderzoek Deel A

In het onderzoek zijn in totaal 80 beursgenoteerde vennootschappen betrokken, meer in het bijzonder 24 AEX-fondsen, 20 AMX-fondsen, 25 lokale fondsen ("small caps") en 11 elders genoteerde, maar in Nederland statutair gevestigde vennootschappen. Onderzocht is in hoeverre zij zich conformeren aan de principes en best practice bepalingen zoals die zijn neergelegd in de code. Voor elk van deze 80 vennootschappen zijn de volgende publiekelijk beschikbare bronnen geraadpleegd: het jaarverslag over boekjaar 2003, de agenda van de algemene vergadering van aandeelhouders waarop het jaarverslag over boekjaar 2003 is behandeld en de website van de vennootschap en meer in het bijzonder het corporate governance gedeelte, voor zover aanwezig.

In de inleiding van het rapport wordt nadrukkelijk gewezen op het feit dat de formele "pas toe of leg uit"-regel pas waarschijnlijk in 2005 (over het verslagjaar 2004) wettelijke status zal hebben. Op basis van het ontbreken van informatie in de verslaggeving over 2003 kan daarom niet worden geconcludeerd dat de hier onderzochte vennootschappen de betreffende bepaling(en) niet naleven respectievelijk niet wensen na te leven. De enige conclusie die kan worden getrokken is dat in de huidige verslaggeving informatie hierover ontbreekt. Vanaf volgend jaar zal deze situatie veranderen omdat vennootschappen dan verplicht zijn de code toe te passen en afwijkingen hiervan te melden en toe te lichten.

#### Deel I

Het onderzoek omvat een tweetal delen. Het eerste deel van het onderzoek bestaat uit een inventarisatie van de navolgende vier onderdelen:

- (1) Aanwezigheid van een corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag.
- (2) Agendering van corporate governance op de agenda voor de algemene vergadering van aandeelhouders (AvA).

- (3) Vermelding van verwachte problemen bij de invulling van de code.
- (4) De verslaggeving door vennootschappen die de "pas toe of leg uit"-regel reeds toepassen.

Punt 13 van de preambule van de code beveelt de hierboven genoemde onderdelen (1) en (2) aan vanaf het boekjaar over 2004 respectievelijk de AvA in 2005. Onderdeel (3) wordt reeds aanbevolen over het boekjaar 2003. Verder volgt een aantal vennootschappen vooruit op de verplichting om over het boekjaar 2004 het "pas toe of leg uit"-regel toe te passen. Voor deze vennootschappen is onderdeel (4) uitgevoerd. Daarbij is nagegaan van welke principes en/of best practice bepalingen relatief veel wordt afgeweken alsmede zijn de daarbij genoemde redenen in kaart gebracht. Hoofdstuk 3 bespreekt de uitkomsten van dit deel van het onderzoek. Dit hoofdstuk vormt een weerspiegeling van de opvattingen van de onderzochte vennootschappen over de code die is gebaseerd op informatie die letterlijk in de jaarverslagen kan worden teruggevonden.

#### Deel II

Het tweede deel bevat een evaluatie van de opvolging van een aantal specifieke best practice bepalingen. De evaluatie bestrijkt een drietal belangrijke aandachtsgebieden binnen de code, te weten:

- Het bestuur (meer in het bijzonder de rapportering over de interne controle- en risicobeheersingssystemen en over bezoldiging).
- De raad van commissarissen (meer in het bijzonder het aantal commissariaten en de samenstelling en rol van de drie kerncommissies).
- De (algemene vergadering van) aandeelhouders (meer in het bijzonder de best practice bepalingen op het gebied van de bevoegdheden van de AvA en certificering van aandelen).

Het tweede deel van het rapport omvat aldus een analyse die is gebaseerd op een oordeelsvorming ter zake van de transparantie over de principes en best practice bepalingen zoals die in de nieuwe corporate governance code zijn weergegeven. In totaal zijn 7 principes en 30 daarbij behorende best practice bepalingen geëvalueerd.

Voor de evaluatie van de code is gewerkt met een meetinstrument, dat is gebaseerd op de principes en best practice bepalingen (of onderdelen daarvan) van de code. Daarbij is een vier tal categorieën onderscheiden:

- De best practice bepaling wordt toegepast (antwoord is "ja").

- De best practice bepaling wordt niet toegepast (antwoord is "nee").
- De best practice bepaling is niet van toepassing (antwoord is "n.v.t.").
- De benodigde informatie om naleving van de best practice bepaling vast te stellen is niet voorhanden.

Nadat op deze wijze de opvolging van code is geëvalueerd, zijn de geselecteerde vennootschappen in de gelegenheid gesteld om te reageren op de uitkomsten van het onderzoek. De uitkomsten zijn daartoe gezonden aan de secretarissen van de raad van bestuur voorzien van het verzoek om deze te verifiëren en waar nodig aan te vullen of te corrigeren. Alle tijdig (uiterlijk 27 augustus) ingezonden reacties zijn verwerkt in de uiteindelijke evaluatie. Per 27 augustus hebben 29 vennootschappen een reactie teruggezonden, hetgeen neerkomt op een respons van 42%. De meeste reacties zijn afkomstig van AEX-fondsen.

### 6.3 Resultaten Deel 1

In het resterende deel van dit hoofdstuk zullen de resultaten van het onderzoek worden samengevat en zal een aantal conclusies worden getrokken.

Hoofdstuk 3 bevat de inventarisatie van de vier eerdere genoemde onderdelen. De meest in het oog springende conclusies zijn:

- Aanwezigheid van een corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag

Van de 80 onderzochte vennootschappen heeft 93% (74) een apart hoofdstuk over corporate governance in het jaarverslag opgenomen. Het grootste deel van de vennootschappen waar een dergelijk hoofdstuk ontbreekt, zijn de in het buitenland ("elders") genoteerde vennootschappen. De oproep van de Commissie kan zich op dit punt verheugen op een hoge mate van navolging. De mate van detaillering verschilt echter sterk.

- Agendering corporate governance voor de AvA

Van de 69 vennootschappen waarvoor een agenda beschikbaar is staat op 81% (56) van de agenda's het onderwerp corporate governance expliciet vermeld. Bij nagenoeg alle AEX- en AMX-fondsen staat corporate governance op de agenda, terwijl bij de lokale fondsen en de elders genoteerde fondsen respectievelijk 21% en 43% corporate governance niet geagendeerd heeft.

- Verwachte problemen bij de invulling van de code

Uit de inventarisatie blijkt dat 60% (48) van de vennootschappen nog niet de "pas toe of leg uit"-regel toepassen. Overigens is dit is niet verwonderlijk, aangezien deze regel officieel pas geldt vanaf boekjaar 2004 en de code waarschijnlijk pas per 1 januari 2005 een wettelijke status krijgt.

De algemene tendens die uit dit deel van het onderzoek naar komt is dat vennootschappen zich in positieve bewoordingen uiten over de nieuwe code. Ook wordt de algemene verwachting uitgesproken dat het grootste deel van de bepalingen zonder al te veel problemen toegepast kan worden.

Ten aanzien van de verwachte problemen kan worden geconcludeerd dat een aanzienlijk deel van tijdelijke aard geacht wordt te zijn. Daarbij wordt onder meer gewezen op een te groot aantal commissariaten vervuld door individuele leden. Vennootschappen geven hier aan dat bij volgende benoemingen de betreffende codebepaling zal worden gerespecteerd.

Voorts geeft een aantal vennootschappen te kennen bestaande contracten niet te willen openbreken. Deze opmerking heeft bijvoorbeeld betrekking op benoemingstermijnen van bestuurders. Ook hier wordt normaliter vermeld dat bij toekomstige contracten de code zal worden gerespecteerd.

Ook wordt door een aantal vennootschappen verwezen naar aanstaande en verwachte wetswijzigingen. Daarbij wordt aangegeven dat men deze ontwikkelingen eerst wenst af te wachten alvorens wijzigingen in de governance structuur door te voeren. Een kenmerkend voorbeeld van deze toch afwachtende houding betreft het onderwerp certificering.

In de groep van lokale fondsen constateert een aantal vennootschappen dat de code meer gericht is op grotere fondsen (lees: AEX en AMX) en dat de uitvoering van een deel van de bepalingen niet werkbaar of te kostbaar is. In deze groep melden meerdere vennootschappen ook dat de raad van commissarissen in verband met de omvang geen aparte commissies zal vormen.

Ook is binnen de groep van elders genoteerde fondsen (en door een tweetal AEX-fondsen) het argument aangedragen dat tevens aan buitenlandse codes moet worden voldaan, waardoor potentiële conflicten kunnen ontstaan. Dat lijkt echter minder waarschijnlijk daar de huidige code mede gebaseerd is op internationale ontwikkelingen op dit gebied.

- Toepassing "pas toe of leg uit"-regel

Veertig procent (32) van de onderzochte vennootschappen past vooruitlopend op 2005 de "pas toe of leg uit"-regel toe. De toepassing verschilt sterk tussen de vier categorieën van vennootschappen: van de AEX-fondsen betreft dit 67%, van de AMX-fondsen 55%, van de lokale fondsen 20% en voor de elders genoteerde fondsen is dit 0%. Hieruit blijkt dat laatstgenoemde categorie het meest afwachtend is met betrekking tot de implementatie van de nieuwe code.

De inventarisatie van dit onderdeel is gebaseerd op een beschrijving van de rapportages van de 32 vennootschap-

pen die aangeven reeds de "pas toe of leg uit"-regel toe te passen. Daarbij is een onderscheid gemaakt tussen principes en best practice bepalingen.

In totaal geven 9 vennootschappen aan dat zij tezamen 16 maal een principe niet toepassen. Dit is, conform de interpretatie zoals weergegeven in hoofdstuk 3 van dit rapport, in strijd met de code. In principe I.1. wordt namelijk aangegeven dat afwijkingen van bepalingen kunnen worden uitgelegd. Dit is niet het geval voor principes, die volgens de preambule (punt 4) moderne, en inmiddels breed gedragen, algemene opvattingen over goede corporate governance zijn.

Afwijking van principe III.5, aangaande commissies binnen de raad van commissarissen, worden door 6 vennootschappen nader toegelicht. De meeste van deze vennootschappen hebben gecombineerde commissies. Afwijking van principe II.2, inzake de bestuursbezoldiging, wordt door vier vennootschappen toegelicht.

Op basis van het beeld dat hierbij is geschetst, is de conclusie gerechtvaardigd dat de vennootschappen in kwestie geen fundamentele bezwaren hebben tegen de principes, maar eerder omwille van praktische redenen verwijzen naar principes om zodoende hun reactie op een aantal bepalingen te kunnen combineren.

In totaal geven 29 vennootschappen aan dat zij tezamen 153 maal een bepaling niet toepassen. Het minimum aantal is één en het maximum aantal is zestien. De drie meest uitgelegde bepalingen zijn: II.1.1 betreffende de maximale benoemingstermijn (19 keer), II.2.7 inzake maximale ontslagvergoeding (22 keer) en III.3.4 aangaande het maximale aantal commissariaten (11 keer).

In het algemeen wordt bij elk van deze bepalingen in de uitleg aangegeven dat het een tijdelijke afwijking betreft omdat bestaande contracten worden gerespecteerd (II.1.1 en II.2.7) of omdat bij volgende benoemingen pas rekening wordt gehouden met het maximale aantal commissariaten (III.3.4). Op grond van paragraaf 12 van de code is dit ook toegeestaan.

Een andere observatie is dat best practice bepaling II.2.6, betreffende het reglement voor effectentransacties door bestuurders, door een aantal vennootschappen als te restrictief wordt gezien. Bij best practice III.7.3, een soortgelijke bepaling voor commissarissen, worden vergelijkbare kanttekeningen geplaatst.

Tenslotte is een conclusie omtrent best bepaling IV.1.1, inzake de drempels voor de AvA betreffende de doorbreking van bindende voordrachten voor benoeming en het ontslag van bestuurders en/of commissarissen (maximaal een gewone meerderheid van de stemmen, ver tegenwoordigende 1/3 van het kapitaal), gerechtvaardigd. Zeven vennootschappen

hebben een verzwaaarde meerderheid: bijvoorbeeld 2/3 van de stemmen vertegenwoordigende 1/3 van het kapitaal. Opvallend is dat slechts drie van de zeven aangeven deze regeling aan te willen passen.

### 6.4 Resultaten Deel 11

De evaluatie van de opvolging van de code, welke in het tweede deel van het onderzoek centraal stond en waarvan de uitkomsten zijn weergegeven in hoofdstuk 4, levert de navolgende inzichten op.

In het algemeen kan worden geconcludeerd dat diverse vennootschappen de letterlijke tekst van best practice bepalingen in het financiële verslag overnemen.

#### 1. Bestuur

Rapportering over interne risicobeheersings- en controlesystemen:

Een groot aantal van de best practice bepalingen dat verband houdt met de interne risicobeheersings- en controlesystemen kan, wegens het ontbreken van de benodigde informatie, slechts voor een klein deel van de 80 onderzochte vennootschappen worden geëvalueerd. Daarbij vallen met name de elders genoteerde vennootschappen in negatieve zin op.

Alle vennootschappen die de voor de evaluatie van dit punt beschikbare informatie verstrekken (57), melden dat in hun vennootschap een interne risicobeheersings- en controlesysteem aanwezig is (best practice bepaling II.1.3). Daarentegen meldt slechts eenderde (21) van de vennootschappen, in lijn met best practice bepaling II.1.4, dat hun interne risicobeheersings- en controlesysteem adequaat en effectief is.

Voorts heeft 52% (36 van de 69 vennootschappen) al een gedragscode op de website van de vennootschap gezet dan wel in hun jaarverslag opgenomen, hetgeen in overeenstemming is met best practice bepaling II.1.3.

De opvolging van best practice bepaling II.1.5, terzake van informatieverstrekking over de gevoeligheid van de resultaten van de vennootschap ten aanzien van externe omstandigheden en variabelen, is 63% (50 van de 80 vennootschappen).

Samenvattend stellen wij dat door een ruime meerderheid van de vennootschappen reeds informatie wordt verstrekt over interne risicobeheersings- en controlesystemen. De mate van detail verschilt echter sterk. Zo wordt over de effectiviteit van systemen maar door eenderde van vennootschappen expliciet melding gemaakt.

Vaststelling en openbaarmaking van de bezoldiging

Wat betreft de bezoldiging van bestuurders heeft 71% van de vennootschappen (57 van de 80) een document op de website geplaatst ofwel in het jaarverslag opgenomen dat als een remuneratieverslag aangemerkt kan worden. Wat opvalt is dat met name de elders genoteerde vennootschappen op dit punt voldoen aan de code. Vervolgens zet 60% hiervan (34 van deze 57 vennootschappen) het over 2003 gevoerde bezoldigingsbeleid uiteen in het remuneratieverslag. Een kleiner aantal (27) geeft ook informatie over het te voeren bezoldigingsbeleid.

Ondanks dat een minderheid van de onderzochte vennootschappen een officieel remuneratieverslag openbaar maakt, geeft 84% (51 van de 61 vennootschappen) inzicht in de door hen toegepaste verdeling tussen het variabele en niet-variabele deel van de bezoldiging. Minder dan de helft (22 van deze 51 vennootschappen) motiveert vervolgens waarom de door hen gehanteerde verdeling wordt toegepast.

Van de 55 vennootschappen die de benodigde informatie verschaffen, geeft 56% informatie omtrent het gevoerde beleid ten aanzien van de afvloeiingsregeling met de bestuurders. Hiervan motiveren vervolgens 14 vennootschappen waarom voor een bepaalde beleidslijn is gekozen.

Vervolgens voldoet 65% (34 van de 52 vennootschappen) aan de door de code beoogde transparantie als het gaat om een beschrijving van de prestatiecriteria die bij de toekenning van de variabele bezoldigingscomponenten worden gehanteerd. Al met al valt vooral op dat met betrekking tot een aantal gebieden, in het bijzonder wat betreft de verdeling tussen het vaste en variabele deel van de beloning, het beleid op het gebied van de afvloeiingsregeling voor bestuurders en de gehanteerde criteria bij de vaststelling van de variabele beloning een meerderheid van de onderzochte vennootschappen vooruitloopt op de officiële invoering van de code. Een motivering van de gevolgde gedragslijn ontbreekt echter nog in veel gevallen.

## 2. Raad van commissarissen

Het percentage vennootschappen dat in het jaarverslag een overzicht opneemt waarin lidmaatschappen van de commissarissen staan vermeld bedraagt 84 (67 van de 80 vennootschappen). Hiervan volgt 76% (51 van de 67) best practice III.3.4 op, die stelt dat het aantal commissariaten van een persoon bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen zodanig beperkt is dat een goede taakvervulling is gewaarborgd en niet meer dan vijf bedraagt, waarbij het voorzitterschap van een raad van commissarissen dubbel telt.

Uit het onderzoek blijkt dat met name de auditcommissie veelvuldig voorkomt bij de onderzochte vennootschappen. Bijna driekwart (57 van de 79 vennootschappen) had reeds een afzonderlijke auditcommissie ingesteld. Eigenlijk komt,

zoals mag worden verwacht, de auditcommissie relatief gezien het minst voor bij de lokale fondsen ("small caps"). Van deze 57 vennootschappen volgt 41% best practice bepaling II.5.1 op en plaatst dus het reglement van de auditcommissie op de website. Remuneratie- en benoemingscommissies blijken in mindere mate voor te komen in de onderzochte vennootschappen: 44 vennootschappen hebben een remuneratiecommissie en 33 kennen een benoemingscommissie. Hiervan hebben 17 vennootschappen de respectievelijke reglementen op de website geplaatst.

Over de activiteiten van de raad van commissarissen wordt ruimschoots door de onderzochte vennootschappen gerapporteerd in het verslag van de raad van commissarissen. Met name wordt gerapporteerd over het aantal vergaderingen van de (voltallige) raad van commissarissen, alsmede de daarin besproken onderwerpen. Respectievelijk 67 en 60 vennootschappen verschaffen informatie over deze onderwerpen. Ook hier is de conclusie gerechtvaardigd dat de code dikwijls letterlijk wordt toegepast in het verslag.

De informatieverzorging met betrekking tot de raad van commissarissen is het grootst in vergelijking met de overige onderdelen van de code die zijn onderzocht. Niet alleen kon voor de meerderheid van de 80 onderzochte vennootschappen de diverse best practice bepalingen worden geëvalueerd; daarnaast valt op dat een groot deel van die vennootschappen reeds de best practice bepalingen opvolgt.

## 3. Bevoegdheden AvA en certificering van aandelen

Het laatste aandachtsgebied dat in het onderzoek is geëvalueerd betreft de bevoegdheden van de AvA en de certificering van aandelen. Voor wat betreft de bevoegdheden van de AvA zijn met name de resultaten op het gebied van de behandeling van het onderwerp corporate governance tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders noemenswaardig.

Zoals is vermeld in de conclusies van het eerste deel van dit onderzoek plaatst 81% van de vennootschappen waarvoor de agenda geraadpleegd kon worden corporate governance als een apart punt op de agenda. Iets meer dan de helft (36 van de 69 vennootschappen) heeft ook het reserverings- en dividendbeleid als apart punt op de AvA behandeld, terwijl er 43 vennootschappen zijn die de beschikbaarstelling van dividend afzonderlijk op de agenda zetten. Tot slot komt in 86% (59 van de 69 vennootschappen) decharge van het bestuur en van de raad van commissarissen als afzonderlijke agendapunten terug op de AvA.

Tot slot van de evaluatie is onderzoek gedaan naar het opvolgen van de best practice bepalingen ten aanzien van certificering van aandelen. Allereerst is belangrijk te vermelden dat veel van de vennootschappen de informatie die benodigd is om de betreffende best practice bepalingen te

kunnen evalueren, zoals de statuten van het administratiekantoor en de administratievoorwaarden, nog niet op hun website hebben geplaatst. Uit het onderzoek blijkt dat 33% (26 van de 80 vennootschappen) certificering toepast. Bijna de helft hiervan behoort tot de categorie lokale fondsen. De conclusie is gerechtvaardigd dat de transparantie op dit punt over het geheel genomen laag is.

Wel kan worden geconstateerd dat slechts 6 van de 26 vennootschappen, waarvoor voldoende informatie beschikbaar was, voldoen aan best practice bepaling IV.2.2. Deze voorziet er onder andere in dat in het bestuur van het administratiekantoor geen (voormalig) bestuurders, (voormalig) commissarissen, werknemers of vaste adviseurs van de vennootschap zitting hebben

Alle 18 administratiekantoren waarvoor best practice bepaling IV.2.6 geëvalueerd kon worden, deden verslag van hun activiteiten. In nagenoeg alle gevallen gebeurde dit via het jaarverslag van de vennootschap. De conclusie op basis van de evaluatie van de navolging op dit onderdeel van de code is dat de positie en de rechten van certificaathouders onduidelijk is. Anders gezegd: er bestaat een grote mate van intransparantie.

Tot slot van de evaluatie wordt vermeld dat de administratiekantoren van 11 van de 17 gecertificeerde vennootschappen die de benodigde informatie publiceren zonder beperkingen en onder alle omstandigheden stemvolmachten verlenen aan certificaathouders, voor zover deze hierom vragen. Dit komt overeenkomstig met best practice bepaling IV.2.8.

# Corporate governance in Nederland 2004: Deel B - Aandachtspunten voor jaarlijks monitoring onderzoek door het NICG vanaf 2005

## 1. Achtergrond

In haar aanbeveling aan de wetgever en opstellers van verslaggevingstandaarden beveelt de Nederlandse Corporate Governance Commissie de Ministeries van Financiën en Economische Zaken aan om een permanent panel op te richten dat, indien daartoe aanleiding is, besluit over de aanpassing van de code.

In de Kabinetsreactie op de Nederlandse corporate governance code (kamerstukken II 2003/04, 29 449, nr. 1), onderschrijft het kabinet het idee van een vervolgcmissie. In de taakopdracht van deze commissie geeft het kabinet het volgende te kennen: 'De monitoring commissie dient op continue basis de naleving van de code door de beursgenoteerde vennootschappen te monitoren (bijvoorbeeld door jaarlijkse onderzoeken hiernaar).'

Deze vervolgcmissie was nog niet formeel ingesteld na de publicatie van de jaarverslagen over 2003. Om een beeld te kunnen geven van de naleving van de code in het jaar na publicatie, en om een methode te ontwerpen die gebruikt zou kunnen worden bij de jaarlijkse monitoring vanaf 2005, hebben het Netherlands Institute for Corporate Governance en de Nederlandse Corporate Governance Stichting besloten tot de uitvoering van het monitoring onderzoek in 2004. Het Netherlands Institute for Corporate Governance (NICG), als onafhankelijk kennisplatform, rekent het tot zijn taak vanaf 2005 een jaarlijks monitoring onderzoek uit te (laten) voeren om het permanente monitoring panel in staat te stellen zich een oordeel te vormen over de (wijze van) toepassing van de principes en bepalingen van de Corporate Governance Code. Het NICG is gaarne bereid in gesprek te treden met de vervolgcmissie over de manier waarop het jaarlijks monitoring onderzoek kan worden opgezet en welke onderwerpen, naast de feitelijke beoordeling van de toepassing van de code, van belang zijn bij de uitvoering van haar taak.

Zoals de corporate governance commissie in preambule 5 van de code te kennen geeft, betekent het afwijken van de codebepalingen niet automatisch dat niet aan de code wordt voldaan. De code schrijft in preambule 6 voor dat vennootschappen in hun jaarverslag motiveren waarom zij eventueel van de best practice bepalingen afwijken (de regel van 'pas toe of leg uit'). In de verantwoording van het werk van de commissie benadrukt zij in paragraaf 24 dat de commissie er op vertrouwt dat eenieder die de corporate governance structuur van de vennootschap beoordeelt, de beoordeling baseert op de kwaliteit van de gekozen corporate governance structuur.

Dit uitgangspunt, waarbij het niet-toepassen van codebepalingen niet negatief hoeft te zijn indien de vennootschap een afwijking uitlegt en toelicht, vergt een specifieke aanpak van een monitoring onderzoek. Het slechts 'afvinken' van de naleving van best practice bepalingen per vennootschap

geeft immers geen goed inzicht in de toepassing zoals door de code wordt bedoeld.

## 2. Doelstelling

Het monitoring onderzoek heeft primair tot doel periodiek inzicht te verschaffen in de (wijze van) toepassing en de naleving van de Nederlandse corporate governance code.

Voor dit doel worden de resultaten van het monitoring onderzoek geaggregeerd gerapporteerd en niet de kwaliteit van de corporate governance per individuele vennootschap.

## 3. Kwalificatie onderzoeksteam

Voor de uitvoering van het monitoring onderzoek selecteert het NICG jaarlijks een onderzoeksteam. Bij de samenstelling van het onderzoeksteam zullen onderzoekers geselecteerd worden die voldoende relevante expertise en onderzoekservaring hebben om het monitoring onderzoek objectief en onafhankelijk uit te voeren.

## 4. Reikwijdte van het monitoring onderzoek

Het monitoring onderzoek brengt de toepassing van de code in kaart op basis van publiekelijk beschikbare informatie (zie hierna onder "bronnen"). De uitkomsten geven daarom niet noodzakelijkerwijs een volledig beeld van de werkelijke kwaliteit van de opzet en werking van de corporate governance structuur van de betreffende vennootschappen. Naast het monitoren van de naleving van de code verwacht het kabinet van de permanente monitoring commissie dat zij, indien nodig, een interpretatie van codebepalingen geeft. Ook zou de commissie externe deskundigen kunnen vragen op onderdelen nieuwe bepalingen voor te bereiden die na publieke consultatie tot aanpassing van de code kunnen leiden.

Tenslotte geeft het kabinet te kennen (kamerstukken II 2003/04, 29 449, nr. 1) dat het zich tot doel heeft gesteld het Nederlandse bedrijfsleven in 2007 in internationale vergelijken in de kopgroep te brengen op de gebieden "rechten en plichten van aandeelhouders", "transparantie", en "board structuur en kwaliteit".

Het NICG onderschrijft de noodzaak om, naast het feitelijke monitoring onderzoek, codebepalingen nader te interpreteren. Het interpreteren van codebepalingen past echter niet binnen de primaire doelstelling die het NICG met het monitoring onderzoek nastreeft, te weten het periodiek inzicht verschaffen in de (wijze van) toepassing en naleving van de Nederlandse corporate governance code.

Ook het uitvoeren van internationale vergelijkingen valt strikt genomen niet binnen de reikwijdte van het monitoring onderzoek dat de naleving van de code onder de relevante vennootschappen in kaart brengt.

Vanzelfsprekend zijn zowel interpretatie van bevindingen als

het analyseren van internationale ontwikkelingen weldegelijk relevant ter beoordeling van de effectiviteit van de principes en bepalingen van de code evenals de bepaling van de positie van Nederland in internationaal perspectief. Deze zaken kunnen dan ook afzonderlijk in het onderzoek worden betrokken. Hiertoe zijn in bijlage 2 een aantal mogelijke onderwerpen opgenomen.

## 5. Populatie

De code is van toepassing op de vennootschappen in preambule 1 van de code omschreven als 'alle vennootschappen met statutaire zetel in Nederland en waarvan aandelen of certificaten van aandelen zijn toegelaten op een van overheidswegen erkende effectenbeurs'. De code is derhalve ook van toepassing op Nederlandse vennootschappen met een beursnotering in het buitenland. Beleggingsinstellingen die als financiële producten kunnen worden aangemerkt, vallen buiten de reikwijdte van de code en daarmee van het monitoring onderzoek.

In tegenstelling tot het onderzoek in 2004 zal het periodieke monitoring onderzoek vanaf 2005 alle vennootschappen omvatten waarop de code van toepassing is.

## 6. Bronnen

De bronnen die gebruikt zullen worden in het jaarlijkse monitoring onderzoek omvatten publieke gegevens van de vennootschappen waarop de code van toepassing is. Deze bronnen betreffen in ieder geval:

- Het jaarverslag en de jaarrekening van de vennootschap over het betreffende boekjaar;
- De website van de vennootschap op of rond de datum van de publicatie van het jaarverslag;
- Het verslag van de raad van commissarissen;
- De agenda van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AvA);
- "Aandeelhouderscirculaires";
- De notulen van de AvA.

Ten behoeve van enige kwalitatieve observaties zullen daarnaast de volgende bronnen geraadpleegd worden:

- De statuten van de vennootschap;
- De statuten van het administratiekantoor en de administratievoorwaarden (indien van toepassing);
- Het reglement van de raad van commissarissen (indien aanwezig);
- De profielschets van de raad van commissarissen (indien aanwezig);
- Informatie uit persberichten, krantenartikelen en via andere media.

Gezien de doelstelling van het onderzoek is het noodzakelijk de notulen van de AvA te raadplegen. Hierdoor zal de oplevering van het onderzoek niet voor december van enig jaar kunnen plaatsvinden.

Met betrekking tot de bronnen die geraadpleegd worden

ten behoeve van de kwalitatieve observaties wordt volledigheid nagestreefd, echter gegeven de bovengenoemde bronnen zijn de onderzoekers deels afhankelijk van de door de vennootschappen verschaft informatie.

## 7. Opzet monitoring onderzoek 2005

Bij de opzet van het onderzoek dient een onderscheid gemaakt te worden tussen principes en best practice bepalingen. In preambule 4 geeft de code te kennen dat een vennootschap geacht wordt te vermelden op welke wijze zij de principes van de code in het afgelopen boekjaar heeft toegepast, aangezien de principes kunnen worden opgevat als de moderne, en inmiddels breed gedragen, algemene opvattingen over goede corporate governance. De best practice bepalingen dient de vennootschap toe te passen, ofwel zij dient uit te leggen waarom zij deze niet toepast. Dit hoofdstuk heeft betrekking op de best practice bepalingen.

Het monitoring onderzoek zal vanaf 2005 als volgt worden opgezet. In deel 1 (zie paragraaf 7.1), Inventarisatie, zal de melding van vennootschappen over de naleving van de codebepalingen in kaart worden gebracht. Voor deze inventarisatie wordt het hoofdstuk in het jaarverslag geanalyseerd dat de hoofdlijnen van de corporate governance structuur van de vennootschap en de naleving van de corporate governance code bevat, inclusief de verklaring voor de eventuele afwijking van codebepalingen.

In deel 2 (zie paragraaf 7.2), de Toetsing, wordt in alle publiekelijk beschikbare bronnen onderzocht hoe de in deel 1 beschreven toepassing of uitleg strookt met de beschikbare informatie over de governance-structuur van de vennootschap. Voor een deel van deze inventarisatie is het meetinstrument zoals gehanteerd bij het onderzoek van 2004 bruikbaar in 2005 en de daaropvolgende jaren (zie Deel A, hoofdstuk 3 en 4).

### 7.1 Inventarisatie

In de inventarisatie staat voor iedere bepaling per vennootschap een tweetal elementen centraal:

1. Indien de vennootschap in het voornoemde hoofdstuk geen uitleg geeft met betrekking tot de codebepaling, dan past zij deze toe. Indien de vennootschap wel een uitleg geeft, dan leeft zij de code na door de afwijking van een codebepaling te verklaren.
2. Indien de vennootschap een uitleg geeft, dan zullen de onderzoekers de verklaring voor de afwijking van de bepaling rubriceren.

Naast deze feitelijke inventarisatie, zal in het tweede deel van het onderzoek de bovenstaande toepassing of uitleg getoetst worden aan de publiekelijk ter beschikking staande bronnen.

### 7.2 Toetsing

De toetsing is gebaseerd op informatie zoals door de ven-

nootschap publiekelijk beschikbaar gesteld. Voor de toetsing van de naleving van de code door de vennootschappen kan het voorkomen dat een kwalitatieve beoordeling of interpretatie van de feitelijke naleving noodzakelijk is. In dit deel van het onderzoek staan voor iedere bepaling per vennootschap twee elementen centraal.

1. Een beoordeling van de bepaling op basis van alle publiekelijk beschikbare bronnen met de volgende categorieën:
  - De bepaling wordt nageleefd door de vennootschap;
  - De bepaling wordt niet nageleefd door de vennootschap (indien er geen uitleg voor de niet-naleving wordt gegeven, handelt de vennootschap in strijd met de code en de algemene maatregel van bestuur);
  - Er is onvoldoende informatie beschikbaar om de naleving van de codebepaling te verifiëren;
  - De bepaling is niet relevant voor de betreffende vennootschap.
2. Indien de vennootschap in het corporate governance hoofdstuk een uitleg geeft voor de afwijking van de codebepaling, zal geanalyseerd worden in hoeverre de uitleg in lijn is met de principes van de code.

In het derde deel van onderzoek worden de uitkomsten van de inventarisatie en toetsing gecombineerd.

### 7.3 Combinatie van inventarisatie en toetsing

In dit deel van het onderzoek worden de resultaten uit de inventarisatie en de toetsing gecombineerd. Indien een vennootschap in het corporate governance hoofdstuk te kennen geeft de codebepaling toe te passen (expliciet dan wel door geen uitleg voor een eventueel afwijken te geven), wordt bij de toetsing op basis van alle ter beschikking staande bronnen beoordeeld of de bepaling daadwerkelijk wordt nageleefd, of deze niet wordt nageleefd, of er onvoldoende informatie beschikbaar is om de naleving te toetsen of dat de bepaling niet relevant is voor de betreffende vennootschap.

Dit deel van het onderzoek bevat geen aanbevelingen of conclusies, maar de signalering van inconsistenties die blijken uit de inventarisatie van de best practice bepalingen en de toetsing. Dit betreft de niet-toepassing van een bepaling zonder uitleg voor de afwijking. Deze situatie is in strijd met de code en de algemene maatregel van bestuur. Deze signalering zal niet op individueel vennootschapniveau plaatsvinden, gezien de primaire doelstelling van het onderzoek.

Indien mogelijk bevat dit deel van het onderzoek ook een rubricering van de uitleg gegeven voor het niet toepassen van specifieke bepalingen. De uitleg van de verschillende vennootschappen voor het niet toepassen van een bepaling zal gerubriceerd worden naar de aard en strekking van de uitleg. Inzicht in de kwantiteit van - naar aard en strekking - soortgelijke verklaringen voor de niet toepassing van een bepaling uit de code, zal het monitoring panel helpen in haar beoordeling of de betreffende bepaling aanpassing behoeft.

Tenslotte bevat dit deel van het onderzoek een evaluatie van de transparantie van de toelichting van vennootschappen over de wijze waarop invulling gegeven wordt aan de principes. Vennootschappen worden geacht te vermelden op welke wijze zij de principes in het afgelopen boekjaar heeft toegepast. Ook hier kan een rubricering plaatsvinden voor de toelichting bij de principes van de code. Deze rubricering kan de monitoring commissie helpen bij haar beoordeling of eventuele aanpassingen noodzakelijk zijn.

### 7.4 Betrokkenheid van de algemene vergadering van aandeelhouders (AvA)

De onderzoekers zullen toetsen of de verklaring van de vennootschap over de naleving van de best practice bepalingen, op initiatief van het bestuur dan wel (een groep van) aandeelhouders, in de algemene vergadering van aandeelhouders aan de orde wordt gesteld (zoals door de code onder preambule 7 beschreven).

Indien de verklaring over de naleving van de code tijdens de AvA aan de orde wordt gesteld en ter stemming wordt gebracht, dan zullen de onderzoekers toetsen of de AvA de afwijkingen van de codebepalingen sanctioneert.

Tevens wordt een registratie gemaakt van door aandeelhouders geplaatste opmerkingen en gestelde vragen naar aanleiding van de code.

### 7.5 Validatie van resultaten

De resultaten van de monitoring van de individuele vennootschappen zullen aan de betreffende vennootschap worden voorgelegd. De vennootschap wordt in de gelegenheid gesteld de onderzoekers te wijzen op publieke gegevens die de resultaten van de inventarisatie corrigeren.

Van de belangrijkste bevindingen zal een samenvatting in het Engels worden opgenomen.

### 8. Overige informatie

Indien gewenst kan op onderdelen een verdere analyse worden uitgevoerd. Een dergelijke nadere analyse kan onderdeel zijn van een bijlage bij het monitoring onderzoek. Op deze wijze kunnen onderwerpen die in een bepaald jaar extra aandacht vragen, maar welke onderwerpen naar de aard niet passen in de doelomschrijving van het monitoring onderzoek, of welke analyse niet past binnen de kaders van dit onderzoek, uitgevoerd worden ten behoeve van de monitoring commissie.

Ter illustratie zijn in bijlage 2 enkele voorbeelden van onderwerpen opgenomen die mogelijk nadere aandacht vragen.

## Bijlage 1 Lijst onderzochte vennootschappen, Deel A

Naam vennootschap	Notering	Naam vennootschap	Notering
Aalberts Industries N.V.	LOKAAL	Kendrion N.V.	LOKAAL
ABN Amro Holding N.V.	AEX	Koninklijke BAM Groep N.V.	AMX
AEGON N.V.	AEX	Koninklijke Boskalis Westminster N.V.	AMX
Ahold N.V.	AEX	Koninklijke Frans Maas Groep N.V.	LOKAAL
Air France/KLM N.V.	AMX	Koninklijke Olie N.V.	AEX
Akzo Nobel N.V.	AEX	Koninklijke Ten Cate N.V.	LOKAAL
Alanheri N.V.	LOKAAL	KPN N.V.	AEX
AOT N.V./Binck N.V.	LOKAAL	Laurus N.V.	AMX
Arcadis N.V.	LOKAAL	Lycos Europe N.V.	FRANKFURT
ASM International N.V.	AMX	Macintosh Retail Group N.V.	LOKAAL
ASM Lithography N.V.	AEX	NEDAP N.V.	LOKAAL
Athlon N.V.	LOKAAL	Nedlloyd N.V.	AMX
Ballast Nedam N.V.	LOKAAL	Nieuwe Steen Investments N.V.	LOKAAL
Batenburg Beheer N.V.	LOKAAL	Numico N.V.	AEX
Brill N.V.	LOKAAL	Nutreco N.V.	AMX
Buhrmann N.V.	AEX	Océ N.V.	AMX
Core Laboratories N.V.	NYSE	Ordina N.V.	LOKAAL
Corio N.V.	AMX	Orthofix International N.V.	NASDAQ
CSM N.V.	AMX	Philips Electronics N.V.	AEX
DSM N.V.	AEX	Qiagen N.V.	FRANKFURT
EADS N.V.	Euronext Parijs	Randstad Holding N.V.	AMX
Equant N.V.	Euronext Parijs	Reed Elsevier N.V.	AEX
Eriks Holding N.V.	LOKAAL	Reesink N.V.	LOKAAL
Exendis N.V.	LOKAAL	Rodamco Europe N.V.	AMX
Fornix BioSciences N.V.	LOKAAL	Rood Technology N.V.	LOKAAL
Fortis N.V.	AEX	Schuitema N.V.	LOKAAL
Fugro N.V.	AMX	STMicroelectronics N.V.	NYSE
Gamma Holding N.V.	LOKAAL	Stork N.V.	AMX
Getronics N.V.	AEX	Tele Atlas N.V.	FRANKFURT
Gouda Vuurvast Holding N.V.	LOKAAL	TPG N.V.	AEX
Hagemeyer N.V.	AEX	Twentsche Kabel Holding N.V.	LOKAAL
Head N.V.	NYSE/FRANKFURT	Unilever N.V.	AEX
Heijmans N.V.	AMX	Van der Moolen Holding N.V.	AEX
Heineken N.V.	AEX	VastNed Retail N.V.	AMX
Holland Colours N.V.	LOKAAL	Vedior N.V.	AMX
IFCO Systems N.V.	FRANKFURT	Versatel N.V.	AEX
IHC Caland N.V.	AEX	VNU N.V.	AEX
Imtech N.V.	AMX	Vopak N.V.	AMX
ING N.V.	AEX	Wereldhave N.V.	AMX
James Hardie Industries N.V.	Sydney	Wolters Kluwer N.V.	AEX

Het primaire doel van het monitoring onderzoek is de permanente monitoring commissie periodiek inzicht te verschaffen in de (wijze van) toepassing en de naleving van de Nederlandse corporate governance code.

In de taakopdracht van het permanente monitoring panel geeft het kabinet te kennen dat het jaarlijkse monitoring onderzoek de basis dient te zijn voor verdere analyse. Deze analyse kan leiden tot een interpretatie of aanpassing van een code bepaling. Het ligt voor de hand dat de onderzoekers die het monitoring onderzoek hebben uitgevoerd, op basis van hun kennis en ervaringen suggesties zullen doen aan het permanente monitoring panel ter nadere overweging. Gezien het inherent kwalitatieve karakter van de interpretatie of suggestie tot aanpassing van codebepalingen, past een dergelijke activiteit strikt genomen niet binnen het kader van het feitelijke en objectieve monitoring onderzoek.

Om tot een evenwichtige beoordeling van de effectiviteit van de code te komen, kan niet worden volstaan met alleen een toets van de feitelijke naleving van de code. Er dient in aanvulling hierop ook te worden gekeken naar de discussies die op de algemene vergadering van aandeelhouders (AvA) hebben plaatsgevonden alsmede naar de ontwikkeling van de participatiegraad van aandeelhouders op de AvA.

Daarnaast dienen ook internationale ontwikkelingen op het gebied van corporate governance te worden geanalyseerd en dient te worden bekeken wat de positie van het Nederlandse bedrijfsleven is in internationale vergelijkingen op het gebied van "rechten en plichten van aandeelhouders", "transparantie" en "bestuursstructuur en kwaliteit". Het kabinet heeft zich namelijk in het beleidsprogramma 2004-2007 ten doel gesteld het Nederlandse beursgenoteerde bedrijfsleven op deze terreinen uiterlijk in 2007 in de internationale kopgroep te brengen.

Wederom passen deze onderwerpen strikt genomen niet binnen het bereik van het feitelijke monitoring onderzoek.

Deze en mogelijk andere relevante aandachtsgebieden kunnen nader worden onderzocht en in een aparte sectie bij de periodieke monitoring rapportage worden opgenomen. Het NICG is gaarne bereid hierover in gesprek te treden met de permanente monitoring commissie.

## Management summary

This report examines the extent to which Dutch listed companies expect to apply the Dutch Corporate Governance Code and what problems they anticipate. In particular, we study 80 listed companies, consisting of 24 AEX constituents, 20 AMX constituents, 25 randomly selected small caps and 11 companies that are listed elsewhere (i.e. other than Euronext Amsterdam) but formally headquartered in the Netherlands. We have consulted the annual report for the financial year 2003, the agenda of the general meeting of shareholders in 2004 and the website of each company.

As the "comply or explain" principle will only have a legal basis in 2005 (concerning the financial year 2004), companies are not yet required to apply the rule. Therefore, the lack of information for the financial year 2003 does not imply that the companies do not comply with the principles and provisions of the code. The only conclusion that can be drawn is that currently, information on these provisions is insufficient or not provided. We will only draw the conclusion that a company deviates from the code if this is explicitly mentioned in the annual report of the company or on its website. This situation will change starting 2005, the first year in which companies will be required to apply the code and explain their possible deviation ("comply or explain" principle).

The report consists of two parts. The first part surveys the following aspects of the code:

- (1) The inclusion of a corporate governance chapter in the annual report for the 2003 financial year.
- (2) Whether or not corporate governance is put on the agenda of the general meeting of shareholders in 2004.
- (3) The mentioning of anticipated problems with implementing the code.
- (4) The application of the "comply or explain" principle.

Item number 13 of the preamble of the code recommends implementation of parts (1) and (2) for the 2004 financial year and the general meeting of 2005 onwards. Part (3) is already recommended for the 2003 financial year. Part (4) concerns those listed companies that already have adopted the "comply or explain" principle before the 2004 financial year. For these companies, we investigate the principles and/or best practice provisions that these companies most frequently deviate from. Chapter 3 reports the findings.

The second part of this report contains an evaluation of the compliance with a number of best practice provisions. This evaluation focuses on:

- The management board (specifically internal risk management and control systems and disclosure of remuneration).
- The supervisory board (specifically the number of supervisory directorships and the composition and role of the key committees).
- The general meeting of shareholders (specifically the powers of the general meeting of shareholders and depository receipts for shares).

### Part one: results

The main conclusions of the first part of this report are as follows:

1. Inclusion of a corporate governance chapter in the annual report for the 2003 financial year  
We find that 93% (74 out of 80 companies) includes a separate chapter on corporate governance in their annual report. However, the level of detail varies substantially. Most companies that are listed on a stock exchange other than Euronext Amsterdam do not have a corporate governance chapter in their annual report.

2. Putting corporate governance on the agenda of the general meeting of shareholders in 2004  
We are able to retrieve the agenda for 69 companies. We find that 81% (56) of companies put corporate governance on the agenda. This includes almost all AEX and AMX constituents. We report that 21% of small caps and 43% of companies that are listed outside the Netherlands have not put corporate governance on the agenda.

3. Mentioning of anticipated problems with implementing the code  
We find that 60% (48) companies do not yet apply the "comply or explain" principle. This is not surprising as this principle is expected to have a legal basis only as from January 1, 2005.

In general, the companies' response to the code is positive and they expect to adopt most best practice provisions without problems. Most of the anticipated problems are of temporary nature. For example, in some cases the number of supervisory directorships held by one or more current supervisory directors exceeds five (which is the maximum number of supervisory directorships at listed companies under the code). Companies indicate that they will adopt the best practice provision in case of new supervisory board

appointments. In addition, a number of companies indicate that they will respect existing contractual agreements, despite the fact that they are noncompliant. Companies also mention they want to await amendments to existing laws before making any changes in their corporate governance structure. This passive behaviour especially relates to depository receipts of shares.

Small caps often indicate that the code is focused on larger listed companies and that the adoption of part of its best practice provisions, such as the installation of separate key committees by the supervisory board, is too costly or impractical.

#### 4. Applying the “comply or explain” principle

There are 40% (32) companies that already apply the “comply or explain” principle. However, the adoption of this principle varies widely: 67% of the AEX constituents, 55% of the AMX constituents, 20% of the small caps and none of the companies that are listed outside Euronext Amsterdam adopt this principle.

There are 9 out of 32 companies that indicate that they do not apply one or more principles. Deviations from principles need to be interpreted as non-compliance with the code as the code only explicitly allows for deviations from best practice provisions. There are 6 companies that deviate from principle III.5 concerning key committees because they have combined two key committees into one committee. Four companies deviate from principle II.2 regarding remuneration of the management board.

There are 29 companies that do not apply a best practice provision 153 times. The minimum number of best practice provisions a company does not apply is one and the maximum equals sixteen. The most frequently explained deviations from best practice provisions are: II.1.1 regarding the period of four years for management board appointments, with the possibility of reappointments (19 times), II.2.7 regarding the maximum exit arrangement in the event of dismissal (22 times) and III.3.4 regarding the maximum number of supervisory board memberships at Dutch listed companies.

## Part two: results

The second part of this report evaluates the compliance with the code. Chapter 4 presents the findings on the analysis of the 1. management board, 2. the supervisory board, and 3. the general meeting of shareholders.

An overall finding is that several companies copy the text of the best practice provision from the code into the annual report.

### 1. Management board

Internal risk management and control systems:

All of the 57 companies that disclose sufficient information to evaluate whether the company has an internal risk management and control system in place comply with best practice provision II.1.3. However, only a third of companies (21) declare that their internal risk management and control system is adequate and effective (best practice provision II.1.4). In addition, 52% (36 out of 69 companies) have a code of conduct available on their website or in their annual report (best practice provision II.1.3). The compliance with best practice provision II.1.5, regarding disclosure on the sensitivity of the results of the company to external factors and variables, is 63% (50 out of 80 companies).

Disclosure of remuneration

57 out of 80 companies, (71%) have published a document on their website or in their annual report that can be interpreted as a remuneration report. In total, 34 out of 57 companies (60%) discuss the implementation of the remuneration policy in 2003. Only 27 out of 57 companies also discuss the planned implementation of the remuneration policy for the next financial year.

Despite the fact that only a relatively small number of the companies publish a remuneration report, 84% (51 out of 61 companies) provides information on the relative importance of variable and non-variable remuneration components. Less than half of these companies (22 out of 51) also mention the reason why they have chosen this division between variable and non-variable remuneration components.

There are 31 out of 55 companies (56%) that disclose information about their policy regarding the exit arrangement at dismissal. Only 14 companies explain why they choose for a certain policy.

In addition, 65% (34 out of 52 companies) discloses information about the chosen performance criteria on which any right of the management board members of options, shares or other variable remuneration is dependent.

### 2. Supervisory board

There are 67 out of 80 companies (84%) that present an overview of other positions of their supervisory board members. Of these, 76% complies with best practice provision III.3.4 which states that the number of supervisory boards of Dutch listed companies at which an individual is allowed to be a member is limited to five, for which purpose the chairmanship of a supervisory board counts double.

The results also show that the audit committee is the most frequently installed key committee with 57 out of 79 companies adopting this committee (72%). Of these 57 companies, 23 (41%) have drawn up regulations for the audit committee and have published the documents on their website. Remuneration and nomination committees are less common: 44 companies have a remuneration committee and 33 have a separate nomination committee. There are 17 companies that have published the regulations of the remuneration and another 17 that have published the regulations on the nomination committee on their website.

The information on the supervisory board activities is relatively extensive as compared to the other parts of the code. In most cases, the report of the supervisory board contains details on the number of meetings of the supervisory board and the topics that were discussed during those meetings. In particular, 67 and 60 companies respectively provide information about the number of meetings and the topics discussed during those meetings.

### 3. The powers of the general meeting of shareholders and depository receipts of shares

As mentioned before, 81% of the companies have put corporate governance on the agenda of the general meeting of shareholders in 2004. More than half of the companies (36 out of 69 companies) also put the dividend policy on the agenda as a separate item. A resolution to pay dividend is a separate agenda item at 43 companies. Resolutions to approve the policy of the management board (discharge of management board members from liability) and to approve the supervision exercised by the supervisory board (discharge of supervisory board members from liability) are separate agenda items in 59 out of 69 companies (86%).

Finally, we investigate compliance with the best practice provisions concerning depository receipts of shares. There are 26 out of 80 companies (33%) that apply depository receipts of shares. Approximately half of these companies belong to the group of small caps. Most of the best practice provisions concerning this topic cannot be evaluated because the corporate charter and the statutes of the trust office are not publicly available. We conclude that the level of disclosure concerning depository receipts of shares is therefore low.

We find that only 6 out of 26 companies already comply with best practice provision IV.2.2, which states that the management of the trust office does not include (former) management board members, (former) supervisory board members, employees or permanent advisors of the company. All of the 18 trust offices for which best practice provision IV.2.6 can be evaluated, reported on their activities. In nearly all cases, they reported about their activities in the annual report. The conclusion is that the rights of the holders of depository receipts of shares are rather unclear. In other words, the situation concerning depository receipts of shares is not transparent.

One last finding concerns best practice provision IV.2.8. We find that 11 out of 17 trust offices report that they issue proxies and that each depository receipt holder can issue binding voting restrictions to the trust office.



Grafische vormgeving | Sok visueel management, Odette Koldewey  
Druk | BV Grafisch Bedrijf Tuijtel, Hardinxveld-Giessendam