

# **Monitoring Commissie Corporate Governance Code**

rapport over de naleving van de  
Nederlandse corporate governance code

december 2005



# **Monitoring Commissie Corporate Governance Code**

rapport over de naleving van de  
Nederlandse corporate governance code

december 2005

secretariaat: postbus 20201, NL 2500 EE Den Haag

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

# Inhoud

Samenvatting	4
Inleiding	10
Hoofdstuk 1 - Bevindingen	13
1. Naleving van de corporate governance code door beursgenoteerde vennootschappen	
2. Activiteiten van aandeelhouders	
3. Internationale ontwikkelingen	
4. Interne risicobeheersings- en controlesystemen	
Hoofdstuk 2 - Beoordeling en analyse	46
1. Certificering van aandelen	
2. Interne risicobeheersings- en controlesystemen	
3. Beloningsbeleid	
Hoofdstuk 3 – Conclusies	62
Samenstelling Monitoring Commissie Corporate Governance Code	68
Bijlage	70

## Samenvatting

Corporate governance handelt over de vraag hoe invulling wordt gegeven aan het bestuur van een onderneming en hoe verantwoording over dit bestuur wordt afgelegd. Goed bestuurd ondernemingen zijn van groot belang voor een goed functionerende en concurrerende economie. Het inkomen en welzijn van miljoenen burgers, alsmede de waarde van hun pensioenen en beleggingen, hangen direct af van de prestaties van ondernemingen en van de wijze waarop deze worden bestuurd. In 2003 heeft een commissie onder leiding van de heer Tabaksblat, de Nederlandse corporate governance code (Code) ontwikkeld voor verbetering van de corporate governance structuur. De effectiviteit en het succes van deze Code hangt af van het gebruik ervan in de praktijk.

Op 6 december 2004 is de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (Commissie) ingesteld. De taken van de Commissie zijn de actualiteit en bruikbaarheid van de Code te bevorderen alsmede de toepassing en naleving ervan door de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen te monitoren.

Het naleven van de Code is vanaf boekjaar 2004 (bij wet) verplicht voor beursgenoteerde vennootschappen. Dit betekent dat een beursgenoteerde vennootschap in zijn jaarverslag over 2004 (voor het eerst) duidelijk dient te maken hoe wordt omgegaan met de Code. De vennootschap kan er daarbij voor kiezen:

- om de bepalingen uit de Code direct (dus 1:1) toe te passen; of
- om uit te leggen waarom van (een bepaalde) codebepaling(en) in de toepassing wordt afgeweken.

Het in de praktijk omgaan met de Code geschiedt dus volgens het "pas toe of leg uit"-principe.

Het is boven alles een taak van aandeelhouders om zich uit te spreken over de naleving van de Code. Het bestuur en de raad van commissarissen van een vennootschap leggen over de gekozen corporate governance structuur verantwoording af aan hun aandeelhouders. Het is aan de Commissie om op het terrein van de naleving van de Code, te komen met een algemeen beeld van de praktijk.

Onderdelen die daarom in dit rapport centraal staan, zijn:

- a) de vaststelling van de naleving van de Code door de (besturen en commissarissen) van beursgenoteerde vennootschappen;
- b) de rol van de aandeelhouders;
- c) de Code in internationaal perspectief;
- d) het geven van aanbevelingen op het terrein waarop de Code verduidelijking behoeft.

De Commissie heeft ten behoeve van het geven van invulling aan de bovengenoemde onderdelen, onderzoeken uitgezet bij verschillende universiteiten.

### Naleving van de Code door vennootschappen

De naleving van de Code is hoog, zeker indien in ogenschouw wordt genomen dat boekjaar 2004 het eerste jaar is waarin het gebruik verplicht is. Gemiddeld 88% van de codebepalingen wordt door de vennootschappen nageleefd. De directe toepassing van de codebepalingen ligt met 81% iets lager. De Code is een echt kader voor vennootschappen geworden voor wat betreft goed ondernemingsbestuur. De indruk bestaat overigens wel dat de naleving bij een aantal kleinere fondsen en bij "Nederlandse" vennootschappen met een hoofdnotering aan een buitenlandse beurs beter kan.

### De Code en de aandeelhouders(vergaderingen)

Dankzij de Code wordt er op aandeelhoudersvergaderingen vaak gesproken over de corporate governance structuur. Duidelijk aandachtspunt betreft de toegang tot aandeelhoudersvergaderingen. Deze toegang dient te worden vereenvoudigd. Het in grote mate faciliteren van het gebruik van elektronische communicatiemiddelen is daarbij van grote waarde. De Commissie spreekt haar hoop uit dat de Nederlandse regering het (grensoverschrijdend) stemmen op afstand in internationaal verband hoog op de agenda zet.

Een kwart van de onderzochte vennootschappen verschaft geen informatie over beschermingsconstructies en geeft hiervoor geen uitleg. Een dergelijke werkwijze is duidelijk in strijd met de Code. Een ander aandachtspunt betreft de toepassing van de Code door administratiekantoren. Op dit terrein valt een duidelijke inhaalslag te maken. De meerderheid van administratiekantoren organiseert bijvoorbeeld geen vergadering van certificaathouders. De verslagen van de administratiekantoren zijn overigens redelijk compleet, maar geven niet altijd een goed inzicht in de activiteiten en standpunten van het administratiekantoor.

Institutionele beleggers passen de Code een stuk minder goed toe dan beursgenoteerde vennootschappen. De informatie van institutionele beleggers inzake de naleving van de Code is bijvoorbeeld niet inzichtelijk, de gebruikersvriendelijkheid laat te wensen over.

### Internationaal perspectief

Een van de taken van de Commissie betreft het zich op de hoogte stellen van internationale ontwikkelingen en gebruiken op corporate governance gebied. Het is van belang dat de Code aansluit bij internationale ontwikkelingen en gebruiken op het terrein van corporate governance. Rekening dient daarbij te worden gehouden met ontwikkelingen die enerzijds een rule based karakter hebben (zoals de Sarbanes Oxley Act) en anderzijds meer principle based zijn (voorbeeld: de herziening van de Britse Combined Code, en de eveneens uit het VK afkomstige Turnbull guidance).

Gesteld kan worden dat de Code, internationaal gezien, niet uit de pas loopt.

### Bruikbaarheid van de Code

Gesteld kan worden dat de Code in de praktijk goed bruikbaar is. Uit onderzoek van de Commissie blijkt echter dat op de Code twee terreinen aan duidelijkheid te wensen over laat. Het betreft bepalingen van de Code op terrein van:

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

Ten behoeve van de toepassing van de Code heeft de Commissie deze twee terreinen nader onderzocht en is *guidance* geformuleerd.

### Beloningsbeleid (aanbeveling)

Naleving van de code is het laagst op het terrein van de bezoldiging van bestuurders (onderdeel II.2 van de Code). Ter bevordering van de naleving van de Code heeft de Commissie besloten om op dit terrein te komen met aanbevelingen.

#### Hoogte van beloningen

De Code stelt ten aanzien van de hoogte van de beloning van bestuurders dat deze zodanig dient te zijn dat gekwalificeerde en deskundige bestuurders kunnen worden aangetrokken en behouden. De Code verschaft geen norm waaraan de hoogte kan worden getoetst. Het ontwikkelen van een dergelijke toetsingsnorm voor de hoogte van beloningen is volgens de Commissie niet mogelijk. De Nederlandse situatie kenmerkt zich door de aanwezigheid van een sterk internationale markt, niet alleen voor bestuurders van ondernemingen maar ook voor ondernemingen zelf. Het introduceren van een nationale normstelling is in een dergelijke omgeving niet effectief.

#### Vaststelling beloningsbeleid

De Code concentreert zich op het proces rondom de vaststelling van het beloningsbeleid en op de structuur van de beloning. Hoewel op deze punten de naleving hoog is, wordt er veelvuldig met uitleg afgeweken van de in de Code aangegeven best practice bepalingen. Naar de mening van de Commissie is het gewenst dat met name op dit gebied de codebepalingen breder worden toegepast. Voorts doet de Commissie de volgende aanbevelingen.

Ten aanzien van het remuneratieproces pleit de Commissie voor grotere eenvoud en meer uniformiteit in de rapportage over de feitelijke beloningen. De Commissie stelt zich voor hierover volgend kalenderjaar in overleg te treden met vennootschappen en andere belanghebbenden.

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

De Commissie vindt het vervolgens belangrijk dat de remuneratiecommissie van de raad van commissarissen op adequate wijze in haar werkzaamheden wordt ondersteund. Dit zal in de regel inhouden dat de remuneratiecommissie een remuneratie-expert zal betrekken bij zijn werkzaamheden. Deze expert dient zijn werkzaamheden in opdracht van de remuneratiecommissie te verrichten. Daarbij dient het uitgangspunt te zijn dat eventuele belangenconflicten bij de remuneratie-expert worden vermeden.

#### Structuur van beloningen

Inzake de structuur van de beloningen kan allereerst worden geconstateerd dat de variabele beloning een zeer substantieel onderdeel vormt van de totale beloning. De variabele beloning valt (in het algemeen) uiteen in een korte termijn bonus, die vooral individuele prestaties belooft, en een lange termijn beloning waarbij de nadruk ligt op de prestatie van de onderneming als geheel.

Zowel ten aanzien van de korte als de lange termijn variabele beloning zou het remuneratierapport een inzicht moeten verschaffen in de volgende drie elementen:

- a) het maximum van de variabele beloning, bijvoorbeeld als percentage van het vaste inkomen;
- b) welk deel van de variabele beloning is gekoppeld aan kwantitatief meetbare prestatiecriteria en targets en welk deel discretionair door de raad van commissarissen wordt bepaald;
- c) een aanduiding van de kwantitatief meetbare prestatiecriteria voorzover overwegingen van concurrentiegevoeligheid zich daar niet tegen verzetten.

Het verdient aanbeveling om bij de vaststelling van het variabele deel van de beloning niet af te wijken van de vooraf bepaalde kwantitatief meetbare prestatiecriteria en targets en uitsluitend binnen het discretionair bepaalde deel van de variabele beloning rekening te houden met bijzondere omstandigheden. Achteraf dient de raad van commissarissen zich over het gevoerde beleid te verantwoorden.

Ten aanzien van de lange termijn incentive constateert de Commissie dat beursgenoteerde vennootschappen, in lijn met de Code, steeds vaker overgaan naar voorwaardelijke optie- c.q. aandelenplannen. Voorwaarde voor toekenning dan wel uitoefening is daarbij de realisatie van vooraf aangegeven, duidelijk kwantificeerbare en uitdagende doelen. Naar de mening van de Commissie dienen deze doelen in directe relatie te staan tot de creatie van lange termijn aandeelhouderswaarde.

#### Interne risicobeheersings- en controle systemen (aanbeveling)

Best practice bepaling II.1.4, inzake de risicobeheersings- en controlesystemen, behoort tot de categorie veelvuldig uitgelegde en niet-nageleefde best practice bepalingen. Het toepassen van bepaling II.1.4 is in de regel gecompliceerder dan veel andere codebepalingen.

Beursvennootschappen en beleggersorganisaties hebben bij de Commissie aangegeven behoefte te hebben aan meer guidance ten aanzien van de verklaring van adequaatheid en effectiviteit.



De Commissie komt in dit rapport met een aanbeveling aangaande best practice bepaling II.1.4 (interne risicobeheersings- en controlesystemen). De Commissie is van oordeel dat aan best practice bepaling II.1.4 wordt voldaan indien:

1. Ten aanzien van financiële verslaggeving risico's:

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

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

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

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

Toekomstige werkzaamheden

In 2006 zal de Commissie haar werkzaamheden voortzetten. De werkzaamheden in 2005 stonden in het teken van het opmaken van de balans, met als centraal thema: de naleving van de Code in de praktijk. In het komende jaar wordt het monitoren van de naleving van de Code en de best practice bepalingen voortgezet. Afhankelijk van de feitelijke toepassing van de Code, zal de Commissie in het volgende jaar komen met verdergaande aanbevelingen. Het accent van de werkzaamheden zal in 2006 worden verlegd van het laten verrichten van onderzoek naar het organiseren van marktconsultaties. In 2006 zullen (in ieder geval) marktconsultaties worden gehouden op de volgende terreinen:

- naleving van de Code door lokale en de primair in het buitenland genoteerde "Nederlandse" fondsen;
- beloningen en beloningsbeleid (informatieformat, waardering, effectiviteit en verantwoording);
- governance van administratiekantoren; en
- aandeelhoudersvergaderingen (voorbereiding en effectiviteit).

Het thema beloningen en beloningenbeleid zal in 2006 nader in kaart worden gebracht. Doel is om in 2006 te komen met concrete aanbevelingen ter verbetering van de informatieverstrekking over de hoogte en samenstelling van beloningen. Tot slot wordt in aanvulling op het bovenstaande opgemerkt dat de Commissie in 2006 expliciet aandacht zal besteden aan de dialoog tussen de onderneming en aandeelhouders.

## Inleiding

## Inleiding

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

De minister van Financiën heeft, mede namens de minister van Justitie en de staatssecretaris van Economische Zaken, op 6 december 2004 de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (Commissie) ingesteld. De Commissie heeft tot officiële taak de actualiteit en bruikbaarheid van de Code te bevorderen en de naleving ervan door de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen te monitoren. Met het oog hierop is afgesproken dat de Commissie jaarlijks een rapport uitbrengt. Voor u ligt het eerste rapport. In dit rapport treft u niet alleen bevindingen aan inzake het gebruik en de naleving van de Code maar tevens een aantal verdergaande analyses omtrent de toepassing van aan de Code gerelateerde gebruiken.

Het toezien op de naleving van de Code kent twee aandachtspunten. Allereerst is het toetsen van de naleving van de Code een primaire taak van de aandeelhouders. Het eerste principe uit de Code stelt dat het bestuur en de raad van commissarissen verantwoordelijk zijn voor de corporate governance structuur van de vennootschap en de naleving van de Code. De verantwoording hierover wordt vervolgens afgelegd aan de algemene vergadering van aandeelhouders. Het tweede aandachtspunt betreft het karakter van de Code. De Code is een *principle based code*. Dit geeft ruimte voor een eigen invulling door ondernemingen maar kan ook leiden tot grote verschillen in de feitelijke toepassing waardoor het begrip ‘best practice’ wordt uitgehold.

Het louter hanteren van een vinkmethode ter vaststelling van de naleving van afzonderlijke best practice bepalingen is bij een *principle based code* niet mogelijk. Mede in dit kader heeft de Commissie besloten om naast het laten verrichten van onderzoek (waarin vaak vinkmethode’s worden gehanteerd) ook marktconsultaties te houden en gesprekken te voeren met verschillende betrokken partijen. Dit jaar hebben de marktconsultaties zich geconcentreerd op het terrein van de interne risicobeheersings- en controlesystemen. Volgend jaar zal de Commissie vaker van het instrument marktconsultaties gebruik maken (bijvoorbeeld op het terrein van de naleving van de Code door raden van commissarissen en op het terrein van het beloningsbeleid).

De voor u liggende rapportage heeft betrekking op het boekjaar 2004; het eerste boekjaar waarin naleving van de Code voor Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen verplicht is. In 2005 is over boekjaar 2004 aan de aandeelhouders gerapporteerd. De aandeelhouders hebben zich tijdens aandeelhoudersvergaderingen kunnen uitspreken over de feitelijke toepassing van de Code alsmede

over de gegeven uitleg indien van codebepalingen is afgeweken. De Commissie is positief over de naleving van de Code, met name bij de AEX- en AMX-fondsen. De indruk bestaat dat de naleving bij een aantal kleinere fondsen en bij "Nederlandse" vennootschappen met een hoofdnotering aan een buitenlandse beurs beter kan.<sup>1</sup>

Het overwegend positieve beeld ten aanzien van de naleving wil niet zeggen dat op een aantal punten geen verbeteringen mogelijk zijn. In dit rapport zullen deze expliciet aan de orde komen. Voorts zijn er verbeteringen in de toepassing van codebepalingen mogelijk. De Commissie heeft in haar eerste rapportagejaar besloten terughoudend te zijn met het doen van concrete aanbevelingen over de toepassing van de Code. Het primaat in deze ligt immers bij de onderneming zelf en bij de aandeelhoudersvergadering. In veel gevallen wordt volstaan met het signaleren van bepaalde praktijken. Op de kwaliteit van de gegeven uitleg (bij afwijking van de toepassing van een codebepaling) wordt in dit eerste rapport van de Commissie niet expliciet ingegaan. De Commissie gaat er overigens wel van uit dat op de gesignaleerde gebieden vooruitgang zal worden geboekt in de rapportages van de vennootschappen over het boekjaar 2005 en bij de behandeling daarvan. De Commissie zal hierop terugkomen in het monitoringrapport van volgend jaar.

De opbouw van het rapport is als volgt. In hoofdstuk 1 treft u de bevindingen aan betreffende de naleving van de Code en het gebruik ervan in de praktijk. Het in opdracht van de Commissie uitgevoerde onderzoek door de Rijksuniversiteit Groningen (naleving van de Code), RSM Erasmus University (activiteiten van aandeelhouders) en Universiteit van Tilburg (internationale ontwikkelingen)<sup>2</sup> bieden, naast door de Commissie gehouden marktconsultaties, de basis voor belangrijke delen van dit hoofdstuk. Hoofdstuk 2 bevat een aantal verdiepingen en analyses waarbij nader wordt ingegaan op achtergronden van de werking van bepaalde codebepalingen in de praktijk. Op het gebied van de vormgeving van het beloningsbeleid is bovendien gebruik gemaakt van een literatuuronderzoek, dat op verzoek van de Commissie, is uitgevoerd door mevrouw dr. C.M. van Praag. Hoofdstuk 3 sluit af met conclusies, aanbevelingen en een overzicht van toekomstige werkzaamheden van de Commissie.

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

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

---

<sup>1</sup> Voor de goede orde wordt opgemerkt dat de Commissie niet rapporteert over niet-beursgenoteerde ondernemingen.

<sup>2</sup> Het onderzoek dat wordt uitgevoerd door de Universiteit van Tilburg is nog niet afgerond. De Commissie heeft ten behoeve van het schrijven van deze rapportage kennisgenomen van, door de onderzoekers beschikbaar gestelde, deelresultaten.

## Hoofdstuk 1 – Bevindingen

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

## 1.1 Inleiding

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

In paragraaf 1.2 wordt stilgestaan bij de door de Commissie gevolgde aanpak omtrent de monitoring van de naleving van de Code. Paragraaf 1.3 bevat het algemene beeld omtrent de naleving van de Code. In paragraaf 1.4 wordt ingegaan op het niet-toepassen van codebepalingen. Paragraaf 1.5 staat stil bij het niet-naleven van codebepalingen. In paragraaf 1.6 wordt dieper ingegaan op een aantal codebepalingen die bovengemiddeld niet worden toegepast en/of nageleefd. In paragraaf 1.7 gaat de aandacht uit naar codebepalingen op het terrein van de beloning van bestuurders. Deze paragraaf voorziet (evenals onderdeel 3 van hoofdstuk 2) in de door het kabinet verzochte informatie omtrent de naleving van de codevoorschriften op het terrein van het beloningsbeleid. Paragraaf 1.8 besluit met aandachtspunten.

---

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

## 1.2 Aanpak

Ten behoeve van het verkrijgen van een objectief beeld omtrent de naleving van de Code, heeft de Commissie onderzoek laten uitvoeren door de Rijksuniversiteit Groningen (RuG)<sup>4</sup>. Dit onderzoek behelst de wijze waarop en de mate waarin 150 beursgenoteerde vennootschappen de Code naleven. Meer in het bijzonder betreft het de naleving van de best practice codebepalingen door alle 25 AEX-fondsen, 20 AMX-fondsen, 23 AMS fondsen<sup>5</sup>, 62 lokale fondsen en 15 in het buitenland aan de beurs genoteerde maar in Nederland statutair gevestigde fondsen<sup>6</sup>. In het onderzoek wordt naast de totale groep van AEX-fondsen ook gewerkt met een subgroep, bestaande uit de 14 AEX-fondsen met de grootste marktkapitalisatie. Deze subgroep is buiten Nederland, inzake de praktijkwerking van de Code, meer gezichtsbepalend dan de andere groepen van onderzochte fondsen. Dit rechtvaardigt separate aandacht.

Naast het onderzoek van de RuG heeft de Commissie ook geput uit het onderzoek betreffende de activiteiten van aandeelhouders in 2005, in het kader van de algemene vergadering van aandeelhouders, dat in opdracht van de Commissie is uitgevoerd door RSM Erasmus University. Tot slot heeft de Commissie veel gehad aan ontvangen bevindingen van verschillende belangenorganisaties en deskundigen evenals verschenen rapporten omtrent de naleving van de Code welke niet in opdracht van de Commissie zijn uitgevoerd.

---

<sup>4</sup> Het onderzoek van de RuG is beschikbaar op de website van de Commissie ([www.commissiecorporategovernance.nl](http://www.commissiecorporategovernance.nl)). Voor de goede orde wordt opgemerkt dat de Commissie zich in de rapportage baseert op het door haar uitgezet onderzoek. De Commissie is echter niet verantwoordelijk voor de inhoud van deze onderzoeken.

<sup>5</sup> AEX: Amsterdam Exchanges-Index aandelen  
AMX: Amsterdam Midkap-Index aandelen  
AMS: Amsterdam Smallcap-Index aandelen

<sup>6</sup> Deze categorie wordt in het rapport verder aangeduid als 'buitenlandse fondsen'.



### 1.3 Algemeen beeld

De naleving van de Code is hoog. Gemiddeld 88% van de codebepalingen wordt door de vennootschappen nageleefd. Zoals in de inleiding aangegeven, leven vennootschappen de code ook na indien zij uitleggen waarom een best practice bepaling niet wordt toegepast. Het gemiddelde uitlegpercentage per codebepaling bedraagt 7%. Het gemiddelde toepassingspercentage per codebepaling komt uit op circa 81%.

De toepassings- en nalevingspercentages zijn hoog, zeker indien in ogenschouw wordt genomen dat boekjaar 2004 het eerste jaar is waarin het gebruik van de Code verplicht is voor beursgenoteerde ondernemingen. De Code is daarmee een echt kader voor vennootschappen geworden voor wat betreft goed ondernemingsbestuur. De verwachting en ambitie is dat het nalevingspercentage volgend jaar 100% is.

In de volgende paragrafen zal kort worden ingegaan op de naleving en toepassing van de verschillende hoofdstukken uit de Code die gericht zijn tot het bestuur en/of de raad van commissarissen. In onderdeel 2 van dit hoofdstuk wordt uiteengezet hoe aandeelhouders omgaan met de Code.

#### a. Hoofdstuk I: naleving en handhaving van de Code

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

Naleving en toepassing van de best practice bepalingen van dit hoofdstuk zijn hoog. Van alle AEX, AMX en AMS fondsen samen leeft slechts één vennootschap de bepalingen niet na. Bij de lokale en buitenlandse fondsen leeft gemiddeld 82% de codebepalingen na.

#### b. Hoofdstuk II: het bestuur

Dit hoofdstuk kent drie onderdelen, namelijk:

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

Het eerste deel kent 7 best practice bepalingen, het tweede deel 14 en het derde deel 4. Het gemiddelde nalevingspercentage is voor wat betreft het eerste deel van dit hoofdstuk met 90% het hoogst. Het tweede deel kent een gemiddeld nalevingspercentage van ca. 70%, het derde deel 88%.

In het eerste deel van hoofdstuk II bevindt zich een best practice bepaling die door alle onderzochte vennootschappen wordt toegepast. Het betreft best practice bepaling II.1.3 a. inzake de hantering van risicoanalyses van operationele en financiële doelstellingen van de vennootschap. Deel II.1 van de Code bevat voorts drie best practice bepalingen waarop later in deze rapportage nader wordt ingegaan. Het betreft de bepalingen II.1.1 (maximale benoemingstermijn bestuurders), II.1.4 (verklaring omtrent interne risicobeheersingcontrole) en II.1.6 (klokkenluiderregeling). De naleving en toepassing van de best practice bepalingen uit hoofdstuk II.2 wordt expliciet besproken in paragraaf 1.7.

#### c. Hoofdstuk III, raad van commissarissen

Dit hoofdstuk kent acht onderdelen, namelijk:

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

De nalevingspercentages van alle onderdelen zijn hoog en liggen tussen de 80% (III.2) en 94% (III.4). De toepassingspercentages liggen gemiddeld 6% lager. Slechts 7 best practice bepalingen tonen afwijkende toepassings- en nalevingspercentages. Deze worden in paragraaf 1.6 nader toegelicht.

#### d. Hoofdstuk IV, de (algemene vergadering van) aandeelhouders

Het grootste deel van dit hoofdstuk uit de Code heeft geen betrekking op het bestuur of de raad van commissarissen. Zoals aangegeven wordt in onderdeel 2 van dit hoofdstuk nader uiteengezet hoe aandeelhouders in de praktijk omgaan met de Code. Het enige onderdeel waaraan hier wel aandacht wordt geschonken betreft onderdeel IV.3 inzake de informatieverstopping aan de algemene vergadering van aandeelhouders. De gemiddelde nalevings- en toepassingspercentages zijn voor dit onderdeel met respectievelijk 91% en 88% hoog te noemen. Bij de AEX-fondsen liggen deze cijfers beduidend hoger, namelijk op respectievelijk 100% en 99%. Hetzelfde beeld geldt voor de AMX- en AMS-fondsen; hier liggen de gemiddelden rond 98% respectievelijk 96%.

#### e. Hoofdstuk V, Financiële verslaggeving

De gemiddelde nalevings- en toepassingspercentages van de bepalingen uit dit hoofdstuk volgen het algemene beeld. Er is één bepaling waarvan relatief vaak wordt afgeweken. Het gaat hier om bepaling V.3.1 inzake de betrokkenheid van de externe accountant en auditcommissie bij het opstellen van het werkplan van de interne accountant. In paragraaf 1.6 zal bij deze bepaling separaat worden stilgestaan.

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

In deze paragraaf wordt ingegaan op de gegeven uitleg indien best practice bepalingen niet worden toegepast. In totaal hebben de door de Commissie ingeschakelde onderzoekers (in jaarverslagen dan wel op websites) 740 keer een uitleg aangetroffen, wat neerkomt op bijna vijf uitgelegde best practice bepalingen per vennootschap. In dit kader is nauwelijks verschil te constateren voor wat betreft het gemiddelde aantal uitgelegde bepalingen per categorie onderzochte fondsen (Top 14 AEX, AEX-25, AMX, AMS, buitenland en lokaal). Voorts kan worden vastgesteld dat een beperkt aantal best practice bepalingen het merendeel van de uitleg vertegenwoordigt. In totaal zijn er 16 best practice bepalingen waarvan de uitleg bijna 80% omvat van alle aangetroffen uitleg. Zie onderstaande tabel (in deze tabel wordt geen onderscheid aangebracht tussen de 14 grootste AEX fondsen en de totaalgroep AEX fondsen).

**Meest uitgelegde best practice bepalingen**  
(onderstaande cijfers zijn absolute aantallen)

Bepaling	Korte tekst	AEX	AMX	AMS	Lokaal	Bui	Totaal
II.1.1	Maximale benoemingstermijn bestuurders	14	16	18	48	4	100
II.1.4	Verklaring omtrent interne risicobeheersings-controle	4	7	6	7	0	24
II.1.6	Klokkenluiderregeling	2	0	1	12	1	16
II.2.1	Opties worden alleen voorwaardelijk toegekend	6	2	4	4	4	20
II.2.2	Toekenning onvoorwaardelijke opties	3	1	2	5	5	16
II.2.3	Toekenning aandelen aan bestuurders om niet	9	3	2	1	0	15
II.2.6	Reglement m.b.t. handelswijze bestuurders t.a.v. effectenbezit en transacties	8	7	7	23	4	49
II.2.7	Maximale ontslagvergoeding	17	16	14	28	6	81
II.2.10	Inhoud remuneratierapport raad van commissarissen	5	7	13	20	5	50
III.2.1	Alle commissarissen behoudens één zijn onafhankelijk	7	2	6	9	3	27
III.3.4	Maximaal aantal commissariaten	7	5	2	4	0	18
III.3.5	Maximale zittingstermijn van 3 termijnen van 4 jaar	5	3	4	12	3	27
III.4.3	Taken secretaris van de onderneming	0	2	4	13	1	20
III.7.3	Reglement m.b.t. handelswijze commissarissen t.a.v. effectenbezit en transacties	9	8	7	21	4	49
IV.3.1	Webcasting analistenbijeenkomsten, presentaties en persconferenties voor alle aandeelhouders	0	2	5	37	1	45
V.3.1	Externe accountant en auditcommissie zijn betrokken bij opstellen werkplan interne accountant	0	2	9	16	2	29
	<b>Totaal</b>	<b>96</b>	<b>83</b>	<b>104</b>	<b>260</b>	<b>43</b>	<b>586</b>

Inventarisatie van de gegeven uitleg wijst uit dat de door vennootschappen aangedragen redenen in het algemeen tot een beperkt aantal groepen van argumenten kan worden gereduceerd. In gemiddeld 25% van de gevallen wordt aangegeven dat de betreffende best practice bepaling in de toekomst zal worden toegepast. Dit percentage ligt overigens beduidend hoger daar waar het bijvoorbeeld de maximale benoemingstermijn voor bestuurders en de maximale ontslagvergoeding betreft. Ook voor wat betreft codebepaling II.1.4 inzake het interne beheersingssysteem wordt veelvuldig aangegeven dat in de nabije toekomst de codebepaling zal worden toegepast.

Andere groepen van veel voorkomende argumenten zijn:

- bestaande wetgeving op het terrein van de betreffende codebepaling biedt ruimte voor alternatieve toepassing;
- karakter van de vennootschap maakt toepassing van de codebepaling niet mogelijk;
- omvang van de vennootschap in relatie tot administratieve last die toepassing van de codebepaling met zich meebrengt.

Uit de analyse van de toepassing van de Code blijkt dat nagenoeg geen enkele best practice bepaling voor 100% door alle onderzochte beursgenoteerde vennootschappen wordt toegepast. Een andere belangrijke constatering is dat er, inzake de toepassing van best practice bepalingen, verschillen bestaan tussen de verschillende categorieën fondsen, waarbij de AEX-fondsen en in mindere mate ook de AMX- en AMS fondsen er in positieve zin uitspringen. Voorts is relevant op te merken dat de bestuurlijke structuur van met name de buitenlandse fondsen veelal gebaseerd is op niet-Nederlandse regelgeving ter zake, hetgeen mede van invloed kan zijn op de mogelijkheden de Code toe te passen.

## 1.5 Niet naleven van codebepalingen

Codebepalingen worden niet altijd nageleefd. Het gemiddelde niet-nalevingspercentage per codebepaling bedraagt 12%. Een aantal best practice bepalingen laat een hoger dan gemiddeld niet-nalevingspercentage zien. Het betreft de onderstaande best practice bepalingen.

<b>Meest niet-nageleefde best practice bepalingen (in procenten)<sup>7</sup></b>							
<b>Bepaling</b>	<b>Korte tekst</b>	<b>Top14- AEX</b>	<b>AEX</b>	<b>AMX</b>	<b>AMS</b>	<b>Lokaal+ Bui</b>	<b>Totaal</b>
II.1.1	Benoemingsperiode bestuurder	7	4	10	4	30	<b>13</b>
II.1.4	Verklaring omtrent interne risicobeheersings-controle	5	7	18	27	33	<b>22</b>
II.2.1	Opties worden alleen voorwaardelijk toegekend	0	9	36	37	46	<b>34</b>
II.2.2	Toekenning onvoorwaardelijke opties	31	30	40	33	40	<b>35</b>
II.2.3	Toekenning aandelen aan bestuurders om niet	0	0	21	0	44	<b>14</b>
II.2.4	Uitoefenprijs opties	0	9	9	37	22	<b>21</b>
II.2.5	Aanpassing uitoefenprijs en overige voorwaarden van opties	8	9	9	12	17	<b>15</b>
II.2.6	Reglement m.b.t. handelswijze bestuurders t.a.v. effectenbezit en transacties	0	4	10	26	43	<b>28</b>
II.2.10	Overzicht van het beloningsbeleid*	21	17	23	29	48	<b>32</b>
II.2.11	Belangrijkste elementen uit contract bestuurder openbaar	25	46	70	67	86	<b>66</b>
II.2.12	Bijzondere vergoeding bestuurder in remuneratierapport	11	20	11	33	45	<b>32</b>
II.2.14	Melding waarde toegekende opties in jaarrekening	0	7	15	39	31	<b>25</b>
III.2.3	Melding in verslag raad van commissarissen van naleving bepaling III.2.1	14	12	35	18	57	<b>33</b>
III.3.1	Profiel schets samenstelling raad van commissarissen	0	0	0	9	49	<b>22</b>
III.3.6	Rooster m.b.t. aftreden leden van raad van commissarissen	0	0	0	4	35	<b>14</b>
III.7.3	Reglement m.b.t. handelswijze commissarissen t.a.v. effectenbezit en transacties	14	12	0	22	39	<b>22</b>
IV.3.1	Webcasting analistenbijeenkomsten, presentaties en persconferenties voor alle aandeelhouders	0	2	10	15	24	<b>20</b>

<sup>7</sup> De weergegeven percentages zijn afgeleid uit het onderzoek van de RuG. De niet-nalevingspercentages zijn gewogen gemiddelden van de percentages behorend bij (de afzonderlijk in kaart gebrachte) onderdelen van de betreffende best practice bepalingen. Opgemerkt dient te worden dat niet alle best practice bepalingen voor alle vennootschappen relevant zijn. De niet-nalevingscijfers uit de tabel hebben derhalve alleen betrekking op die fondsen uit een bepaalde categorie waarop de betreffende best practice bepaling van toepassing is. Best practice bepaling II.2.3 is bijvoorbeeld van toepassing op 44 vennootschappen en niet op de gehele groep van 150 vennootschappen. 106 vennootschappen hebben als beleid geen aandelen om niet te verstrekken aan bestuurders. Niet-naleving van deze bepaling heeft betrekking op 14% van 44 vennootschappen, ofwel 6 vennootschappen (dat is 4% van het totale aantal onderzochte vennootschappen).

---

**Meest niet-nageleefde best practice bepalingen (in procenten)<sup>7</sup>**

<b>Bepaling</b>	<b>Korte tekst</b>	<b>Top14- AEX</b>	<b>AEX</b>	<b>AMX</b>	<b>AMS</b>	<b>Lokaal+ Bui</b>	<b>Totaal</b>
IV.3.6	Publicatie op website van informatie verstrekt uit hoofde van vennootschaps- en effectenrecht	0	0	5	4	21	<b>13</b>

\*) In II.2.10 genoemde overzicht bevat 24 onderdelen, cijfers in tabel zijn gemiddelde cijfers van alle afzonderlijke onderdelen.

Bovenstaande percentages laten een duidelijk verschil in niet-naleving zien tussen de verschillende categorieën vennootschappen. AEX fondsen kennen het laagste niet-nalevingspercentage. De gecombineerde categorie “buitenlandse en lokale fondsen” scoort het minst.

Naar aanleiding van het bovenstaande overzicht kan een aantal aanvullende opmerkingen worden gemaakt:

1. Best practice bepalingen III.3.1 en III.3.6 kennen een hoog niet-nalevingspercentage binnen de categorie “buitenlandse en lokale fondsen”. Binnen deze categorie zijn het met name de buitenlandse fondsen die de bepalingen niet naleven.
2. Het niet-naleven van best practice bepalingen IV.3.1 en IV.3.6 komt meestal voor in de categorieën AMX, AMS en “buitenlandse en lokale fondsen”.
3. Het niet-nalevingspercentage van de overige in de tabel genoemde bepalingen is relatief evenredig verdeeld tussen de verschillende categorieën vennootschappen. Het merendeel van deze bepalingen heeft betrekking op hoofdstuk II.2 betreffende de bezoldiging van bestuurders. Dit hoofdstuk krijgt, evenals de in de tabel genoemde codebepaling II.1.4 (betreffende de interne risicobeheersing en controle), verderop in dit hoofdstuk separate aandacht.

## *1.6 Codebepalingen, nader toegelicht*

In deze paragraaf wordt dieper ingegaan op codebepalingen welke veelvuldig worden uitgelegd of relatief vaak niet worden nageleefd. Tot deze categorieën behoren ook de codebepalingen uit hoofdstuk II.2 betreffende de beloning van bestuurders, de naleving van deze codebepalingen komt aan de orde in paragraaf 1.7.

### Codebepaling II.1.1

Best practice bepaling II.1.1 stelt dat een bestuurder wordt benoemd voor een periode van maximaal vier jaar. Voorts stelt deze codebepaling dat herbenoeming telkens voor een periode van maximaal vier jaar kan plaatsvinden. 19 vennootschappen leven deze codebepaling niet na. 100 vennootschappen leggen vervolgens uit waarom zij deze best practice bepaling niet toepassen. Uitleg wordt vooral gegeven door de AMX-fondsen (16 van de 20 AMX-fondsen), de AMS-fondsen (18 van de 23 AMS-fondsen) en de lokale fondsen (48 van de 67 lokale fondsen). Naast het voornoemde valt het relatief hoge aantal AEX-fondsen (14 van de 25) op.

Meest gegeven uitleg betreft overigens de toelichting dat huidige contracten worden gerespecteerd. 72 van de 100 vennootschappen geeft in dit verband aan dat de Code bij nieuwe contracten zal worden toegepast.

### Codebepaling II.1.6

Best practice bepaling II.1.6 voorziet in een klokkenluiderregeling. Zestien vennootschappen leggen uit waarom zij deze best practice bepaling niet toepassen; het merendeel (12) betrof de kleinere, lokale fondsen. Zes van de 16 keer wordt aangegeven dat de klokkenluiderregeling voorzien is voor 2005. Vijf vennootschappen geven aan dat een klokkenluiderregeling niet nodig is gezien de open communicatie binnen de vennootschap. Tien van de 150 onderzochte vennootschappen leeft de codebepaling niet na. Daarnaast zetten elf vennootschappen de regeling niet op de website.

### Codebepalingen III.2.1 en III.2.3

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

Codebepaling III.2.1 wordt door een groot deel van de vennootschappen toegepast (110 van de 147 gevallen). Een niet onbelangrijk aantal vennootschappen (27 in totaal, ofwel 18 procent) verschaft uitleg. Daartoe behoren onder andere zeven AEX, zes AMS en negen lokale fondsen. Tien vennootschappen geven in de uitleg aan dat er belang wordt gehecht aan het feit dat bepaalde groepen (en met name de aandeelhouders) in de raad van commissarissen zitting hebben.

### Codebepalingen III.3.1 en III.3.4 t/m III.3.6

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

Best practice bepaling III.3.1 stelt dat de raad van commissarissen een profielschets moet opstellen inzake zijn omvang en samenstelling. Het merendeel van de vennootschappen past deze best practice bepaling toe. Een substantieel aantal van de buitenlandse (10 van de 15) en de lokale fondsen (20 van de 64) leeft deze bepaling echter niet na.

Best practice bepaling III.3.4 stelt dat het aantal commissariaten per persoon bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen maximaal vijf bedraagt. Het voorzitterschap van een raad van commissarissen telt dubbel. Deze best practice bepaling is door de onderzoekers van de RuG geverifieerd door zowel te bezien of voldaan wordt aan de bepaling inzake het aantal commissariaten als het aanwezig zijn van een overzicht met nevenfuncties van commissarissen buiten beursgenoteerde vennootschappen. Hoewel het overgrote merendeel voldoet aan de bepaling inzake het aantal commissariaten zijn er 18 vennootschappen die deze bepaling niet toepassen, maar wel uitleggen waarom dat het geval is. Meest gegeven uitleg in dit verband (13 vennootschappen) betreft de toelichting dat het gaat om een tijdelijke afwijking als gevolg van lopende afspraken. Elf vennootschappen leven de bepaling niet na.

Best practice bepaling III.3.5 stelt dat een commissaris maximaal drie periodes van vier jaar in de raad van commissarissen zitting kan hebben. Bij de buitenlandse en lokale fondsen zien we 6, respectievelijk 15 beursgenoteerde vennootschappen die dit aspect niet toepassen, waarbij dit slechts in een beperkt aantal gevallen wordt toegelicht (2 respectievelijk 5 keer).

Best practice bepaling III.3.6 betreft het rooster van aftreden. Het overgrote merendeel van de fondsen hanteert een dergelijk rooster. Acht buitenlandse en elf lokale fondsen leven deze bepaling niet na.

### Codebepaling III.4.3

Best practice bepaling III.4.3 betreft de ondersteuning van de raad van commissarissen door een secretaris. Voorts bevat deze best practice bepaling een aantal voorschriften ten aanzien van de taken van de secretaris. In totaal 20 vennootschappen leggen deze best practice bepaling uit. Van deze groep maken 13 lokale fondsen en 4 AMS-fondsen deel. Nagenoeg al deze vennootschappen hanteren hier één argument: de grootte van de vennootschap staat het instellen van een aparte secretaris in de weg. Dit argument is niet in lijn met de in de Code opgenomen toelichting op deze codebepaling. In de toelichting wordt, onder andere, aangegeven dat de werkzaamheden van de secretaris zich niet hoeven te beperken tot ondersteuning van de raad van commissarissen. Een bredere invulling van taken is mogelijk.



Negen van de 145 vennootschappen waarvoor deze bepaling relevant is leven de bepaling niet na.

#### Codebepaling III.7.3

Deze best practice bepaling betreft vaststelling van een reglement betreffende het aandelenbezit van en -transacties door commissarissen. Van deze bepaling wordt door 50 vennootschappen met uitleg afgeweken.

Een vijftal argumenten komt relatief vaak voor.

1. Invoering van een reglement zou een te grote administratieve last betekenen (5 vennootschappen)
2. Effectenbezit is een privé-aangelegenheid van de commissaris (12 vennootschappen)
3. De bestaande wettelijke regels zijn afdoende (10 vennootschappen)
4. Het reglement beperkt zich tot eigen aandelen en/of aandelen van aanverwante vennootschappen (6 vennootschappen)
5. Geen reglement nodig omdat de onderneming te klein is (4 vennootschappen, allen lokale fondsen)

32 van de 146 vennootschappen waarvoor deze bepaling relevant is leeft de bepaling niet na.

#### Codebepalingen IV.3.1 en IV.3.6

Best practice bepaling IV.3.1 luidt als volgt: “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.” Door 45 vennootschappen wordt uitgelegd waarom deze best practice bepaling niet volledig wordt toegepast. Het merendeel daarvan betreft de AMS-fondsen (vijf vennootschappen) en de lokale fondsen (37 vennootschappen). De aangetroffen uitleg heeft betrekking op kostenoverwegingen en omvang van de vennootschap. Twintig van de 150 onderzochte vennootschappen waarvoor deze bepaling relevant is leven de bepaling niet na.

Codebepaling IV.3.6 bepaalt dat de vennootschap al de informatie die zij krachtens het op haar van toepassing zijnde vennootschapsrecht en effectenrecht dient te publiceren of deponeren, op een afzonderlijk en als zodanig herkenbaar gedeelte van de website van de vennootschap plaatst en actualiseert. Twintig vennootschappen, meest lokale fondsen (15 in totaal), heeft de website niet ingericht op een wijze die de code aanbeveelt. Dat wil overigens niet zeggen dat de informatie in alle gevallen onvindbaar is. Het gaat in deze bepaling vooral om de vormgeving zoals die van invloed is op de vindbaarheid van de informatie.

### Codebepaling V.3.1

Deze best practice bepaling stelt dat de externe accountant en de auditcommissie betrokken worden bij het opstellen van het werkplan van de interne accountant, alsmede dat zij kennis nemen van de bevindingen van de interne accountant. Vijfentwintig van de 29 vennootschappen die deze best practice bepaling voorzien van een reden niet toepassen behoren tot de kleine vennootschappen. Voorts is het opvallend dat alle vennootschappen zich feitelijk van twee argumenten bedienen. Een groep van 14 vennootschappen volstaat met de mededeling dat men geen interne accountant heeft. De andere groep (van 15 vennootschappen) geeft daarbij tevens als reden aan dat de vennootschap te klein is om een interne accountantsdienst te hebben. 10% van de onderzochte vennootschappen leeft de bepaling niet na.

## 1.7 Beloning van bestuurders

Mede naar aanleiding van het voor de Commissie uitgevoerde onderzoek kan worden gesteld dat de naleving en toepassing, voor wat betreft de best practice bepalingen omtrent de bezoldiging van bestuurders (onderdeel II.2 van de code), opmerkelijk lager ligt dan die van de overige best practice bepalingen. In deze paragraaf wordt derhalve aandacht gegeven aan de naleving van de codebepalingen betreffende dit hoofdstuk. In hoofdstuk 3 van deze rapportage wordt dieper ingegaan op het beloningsbeleid, daar worden eveneens specifieke aanbevelingen gedaan voor verbeteringen.

### Naleving van de Code

De mate van toepassing en naleving voor wat betreft de bezoldiging van bestuurders toont het volgende beeld.

Best practice bepalingen met hoge niet-nalevingspercentages zijn:

- II.2.1 (opties worden alleen voorwaardelijk toegekend);
- II.2.2 (toekenning onvoorwaardelijke opties);
- II.2.4 (uitoefenprijs opties);
- II.2.5 (het verklaren van veranderingen gedurende de looptijd van de uitoefenprijs en overige voorwaarden);
- II.2.6 (reglement met betrekking tot handelswijze bestuurders ten aanzien van effectenbezit en transacties);
- II.2.10.d (het verstrekken van informatie over opzegtermijnen);
- II.2.10.j (het verklaren van het verstrekken van effecten zonder het hanteren van prestatiecriteria);
- II.2.10.l (het verschaffen van informatie over regelingen ten aanzien van vervroegd uittreden van bestuurders);
- II.2.11 (belangrijkste elementen uit contract bestuurder openbaar);
- II.2.12 (bijzondere vergoeding bestuurder in remuneratierapport);
- II.2.14 (melding waarde toegekende opties in jaarrekening).

Hoge niet-toepassingspercentages komen voor bij best practice bepalingen:

- II.2.1 (de voorwaardelijkheid van opties als bezoldigingscomponent)
- II.2.2 (het melden van de prestatiecriteria bij het verstrekken van onvoorwaardelijke opties);
- II.2.3 (het aanhouden van aandelen om niet);
- II.2.6 (het melden van transacties in effecten door bestuurders);
- II.2.7 (de maximale ontslagvergoeding);
- II.2.10.b (het motiveren van een verandering van het vaste deel van de bezoldiging); en
- II.2.10.h (het gebruiken van externe factoren bij het opstellen van prestatiecriteria), AEX-fondsen, passen deze bepaling overigens wel vaak toe.

De onderzochte vennootschappen geven, in lijn met de Code, vaak beschrijvingen inzake het feitelijk bestuur en het beleid ten aanzien van bezoldiging. De naleving c.q. toepassing van de Code is echter lager daar waar het gaat om het geven van motivatie van, en het afleggen van verklaringen en verantwoording over, het feitelijk bestuur en het bezoldigingsbeleid.

Uit het onderzoek van de RuG komt verder naar voren dat de grotere fondsen (AEX en AMX) in het algemeen de Code in hoge mate naleven. Verder blijkt dat de toepassings- en nalevingspercentages hoog zijn betreffende het verbod van het verstrekken van leningen aan bestuurders en commissarissen (codebepaling II.2.8 respectievelijk III.4.5). Opvallend is verder dat in geval van niet-toepassing van de maximering van de afvloeiingsregeling en de bepaling inzake de onvoorwaardelijke toekenning van opties veelal het argument dat bestaande contracten worden gerespecteerd maar dat voor nieuwe contracten de Code zal worden nageleefd als uitleg wordt aangedragen. Verder is het beeld dat de overige afwijkingen van de Code veelal summier worden onderbouwd.

De transparantie ten aanzien van de naleving van de Code en het beloningsbeleid is bij de AEX, AMX en AMS fondsen groot. In het algemeen geldt dat in de jaarverslagen vaak conform de Code wel het beleid omtrent beloning wordt beschreven, maar veelal geen kwantitatieve invulling (codebepaling II.2.11). Ook de transparantie ten aanzien van de prestatiecriteria voor het variabele deel van de beloning is groot, vooral bij de AEX fondsen. Beloningsinformatie wordt echter niet in één overzicht in kaart gebracht.

De verantwoording van de gehanteerde prestatiecriteria wordt verschaft door een meerderheid van de AEX, AMX en AMS fondsen, terwijl buitenlandse en lokale fondsen in mindere mate transparant zijn.

## 1.8 Aandachtspunten

Naleving en toepassing van de Code is hoog. Gegeven uitleg omtrent het niet-toepassen van best practice bepalingen heeft bij de grotere vennootschappen vaak als inhoud dat afwijking van de Code tijdelijk is. Kleinere vennootschappen wijzen vaak naar de bedrijfsomvang.

Voor het niet-naleven van de Code zijn geen gerechtvaardigde argumenten te bedenken. Ook indien codebepalingen niet aansluiten bij bijvoorbeeld de structuur en omvang van een vennootschap dient wat dat betreft altijd uitleg te worden gegeven.

Speciale aandacht gaat uit naar de naleving van codebepalingen die betrekking hebben op (het functioneren van de raden van) commissarissen. Commissarissen vervullen een voorbeeldfunctie. Ze houden toezicht op de onderneming en haar bestuur en leggen verantwoording af aan aandeelhouders. In de paragrafen 1.4 en 1.5 is inzichtelijk gemaakt welke codebepalingen bovengemiddeld niet worden toegepast of nageleefd. Vijf van de 16 meest uitgelegde best practice bepalingen hebben betrekking op commissarissen. Evenals 4 van de 19 meest niet-nageleefde bepalingen. De naleving van twee bepalingen is zelfs zorgwekkend te noemen. Het gaat hier om de naleving van codebepalingen die betrekking hebben op de onafhankelijkheid en op het effectenbezit van commissarissen.

Over het hanteren van de one-tier bestuursstructuur kan het volgende worden opgemerkt. De Code stelt als “vuistregel” voor vennootschappen met een one-tier bestuursstructuur dat de best practice bepalingen ten aanzien van de raad van commissarissen van toepassing zijn op de toezichthoudende bestuursleden (“non-executives”), onverminderd de bestuursverplichtingen van deze “non-executives”. Daarnaast worden in hoofdstuk III.8 een aantal bepalingen geformuleerd die specifiek van toepassing zijn op de vennootschappen met een “one tier” bestuursstructuur. Uit het onderzoek van de RuG blijkt dat de gehanteerde vuistregel (‘vervang RvC door “non-executives”’) ten aanzien van een aantal bepalingen moeilijk is uit te voeren. Een voor de hand liggend voorbeeld betreft bepalingen die richtlijnen geven omtrent de inhoud van het verslag van de Raad van Commissarissen (zie bijvoorbeeld de bepalingen III.1.7. en III.1.8 “Het verslag van de RvC meldt...”). Een verwijzing naar het Verenigd Koninkrijk kan in dit verband wellicht hulp bieden. Bij de Engelse one-tier boards wordt het gebrek aan een eigen verslag van de non-executive directors opgevangen door de publicatie van het verslag van de remuneratiecommissie en van de auditcommissie.

## **2. Activiteiten van aandeelhouders**

### *2.1 Inleiding*

De Code stelt in preambule nr. 3 als uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen. Het bestuur en de raad van commissarissen dienen te handelen in het “vennootschappelijk belang”. Daarmee hebben zij een integrale verantwoordelijkheid voor het afwegen van de belangen van alle betrokken partijen. Vertrouwen van belanghebbenden dat hun belangen worden behartigd is een voorwaarde om binnen en met de vennootschap samen te werken. Goed ondernemerschap (waaronder integer en transparant handelen van het bestuur) alsmede goed toezicht hierop (waarbij inbegrepen het afleggen van verantwoording over het uitgeoefende toezicht) zijn belangrijke voorwaarden voor het stellen van vertrouwen in het bestuur en het toezicht door de belanghebbenden. Dit zijn twee steunpilaren waarop goede corporate governance rust en waarop de Code ziet.

Preambule nr. 7 stelt voorts dat het aan aandeelhouders is om het bestuur en de raad van commissarissen ter verantwoording te roepen omtrent de naleving van de Code. 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.

Aandeelhouders spelen een rol van betekenis in het systeem van “checks and balances” in de vennootschap. Besluiten van het bestuur omtrent belangrijke veranderingen die de identiteit of het karakter van de onderneming raken dienen volgens de Code te worden beoordeeld door de aandeelhouders (principe I van de Code). In dit onderdeel wordt uiteengezet hoe aandeelhouders in de praktijk omgaan met de Code. In paragraaf 2.2 wordt stilgestaan bij het in opdracht van de Commissie verrichte onderzoek door RSM Erasmus University. Na een uiteenzetting van de opzet van het onderzoek wordt ingegaan op de bevindingen. Paragraaf 2.3 behelst de invloed van aandeelhoudersvergaderingen op vennootschappen. Paragraaf 2.4 gaat in op beschermingsmaatregelen. Paragraaf 2.5 staat stil bij de rol van institutionele beleggers. Paragraaf 2.6 bevat tot slot een aantal aandachtspunten.

## 2.2. Aanpak

Ter beoordeling van de activiteiten van aandeelhouders in 2005 heeft de Commissie onderzoek laten verrichten door RSM Erasmus University (EUR)<sup>8</sup>. In dit onderzoek zijn 72 beursfondsen, 35 administratiekantoren en 20 institutionele beleggers nader onderzocht. In de analyse is stilgestaan bij verschillende aspecten, zoals:

- de invloed van aandeelhoudersvergaderingen op vennootschappen;
- onderzoek naar beschermingsmaatregelen;
- analyse van principe IV. 2 van de Code inzake certificering van aandelen; en
- de rol van institutionele beleggers.

---

<sup>8</sup> Het onderzoek van de EUR is beschikbaar op de website van de Commissie ([www.commissiecorporategovernance.nl](http://www.commissiecorporategovernance.nl)). Voor de goede orde wordt opgemerkt dat de Commissie zich in de rapportage baseert op het door haar uitgezet onderzoek. De Commissie is echter niet verantwoordelijk voor de inhoud van deze onderzoeken.

## 2.3 Invloed van aandeelhoudersvergaderingen op vennootschappen

### a. Opkomstpercentages

Voorwaarde voor het uitoefenen van invloed op aandeelhoudersvergaderingen is aanwezigheid of vertegenwoordiging. Een maatstaf hiervoor is het opkomstpercentage van stemgerechtigden bij aandeelhoudersvergaderingen. De gemiddelde opkomst op aandeelhoudersvergaderingen van vennootschappen is 54,21 %. AEX fondsen kennen met 44% een lager gemiddeld opkomstpercentage dan AMX fondsen (54,21%) en smallcaps (60,53%). Indien gecertificeerde vennootschappen buiten beschouwing worden gelaten (deze hebben een gemiddeld opkomstpercentage van 98,4%) dan komen de gemiddelde opkomstcijfers uit op: 32% voor AEX fondsen; 35,5% voor AMX fondsen; en 52,4% voor smallcaps.

De gemiddelde opkomstcijfers in 2005 zijn gelijk aan die van 2004. Dit cijfer is ongeveer vier procentpunt hoger dan de gemiddelde opkomst in de periode 1998-2003.

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

Tijdens aandeelhoudersvergaderingen worden veel vragen gesteld, ook over corporate governance onderwerpen. Onderwerpen als aandeelhoudersrechten en beloningen roepen veel vragen op. Uit de analyse van de vragen blijkt dat corporate governance voor veel aandeelhouders een belangrijk onderwerp is.

### c. Stemgedrag aandeelhouders

Op aandeelhoudersvergaderingen wordt over een groot deel van de agendapunten gestemd<sup>9</sup> door de aandeelhouders. Van het aantal agendapunten waarover gestemd kan worden, wordt bij 43,2% een of meer tegenstemmen uitgebracht. Bij de AEX fondsen ligt dit percentage hoger (86,8%). Lagere percentages zijn er bij de AMX fondsen (38,9%) en smallcaps (15,4%).

In de meeste bovengenoemde gevallen bedraagt het percentage uitgebrachte tegenstemmen minder dan 3% van het totale aantal uitgebrachte stemmen. Het percentage uitgebrachte tegenstemmen is op twee terreinen hoger dan 3%, namelijk bij:

- veranderingen op het terrein van aandeelhoudersrechten (gemiddeld percentage uitgebrachte tegenstemmen: circa 13%);
- vaststelling van het beloningsbeleid (gemiddeld percentage uitgebrachte tegenstemmen: circa 7%);

### d. Naleving bepalingen aangaande aandeelhoudersvergaderingen

Aan de hand van de jaarverslagen is nagegaan in hoeverre ondernemingen de best practice bepalingen aangaande aandeelhoudersvergaderingen toepassen.

---

<sup>9</sup> Het gaat hier om agendapunten waarover (anders dan bij acclamatie) over wordt gestemd.



- Best practice bepaling IV.3.1 (webcasting) wordt het minst toegepast. Aangegeven reden hiervoor is dat vooral kleine fondsen de kosten verbonden aan webcasting te hoog vinden en/of het technisch niet haalbaar achten.
- Er zijn twaalf ondernemingen die best practice bepaling IV.1.1 (over de procedure omtrent benoeming en ontslag van bestuurder en commissarissen) gedeeltelijk toepassen.
- Negen ondernemingen passen bepaling IV.1.2 niet toe. De meeste van deze fondsen baseren het stemrecht van financieringspreferente aandelen op de nominale waarde en niet op de reële waarde van de kapitaalbreng.

De Commissie erkent voorts het belang van een dialoog tussen vennootschappen en aandeelhouders. Een dergelijke dialoog dient plaats te vinden in het kader van fungerende wet- en regelgeving.

#### e. Stemmen over toepassing van de Code?

Bij een drietal aandeelhoudersvergaderingen bestaat er bij aandeelhouders en bestuurders onduidelijkheid of over de toepassing en afwijkingen van de Code gestemd dient te worden. In dit verband kan worden opgemerkt dat de Code geen expliciete verplichting tot het overgaan tot stemmen bevat. Preambule nr. 8 van de Code stelt overigens dat, indien aandeelhouders het niet eens zijn met een zwaarwichtige kwestie op het terrein van corporate governance, deze aandeelhouders binnen de aandeelhoudersvergadering gebruik kunnen maken van de mogelijkheid om aan het bestuur geen décharge te verlenen over het gevoerde beleid en aan de raad van commissarissen over het uitgeoefende toezicht, het bezoldigingsbeleid aan te passen, en de raad van commissarissen en/of het bestuur te ontslaan. Er bestaat voorts voor aandeelhouders de mogelijkheid om zelf (via uitoefening van hun agenderingsrecht) corporate governance onderwerpen op de agenda van de aandeelhoudersvergadering te plaatsen. Eventueel kunnen aandeelhouders ook juridische procedures voeren, zoals het starten van een enquête- of jaarrekeningprocedure.

Het al dan niet overgaan tot stemmen over de toepassing en afwijkingen van de Code is primair een keuze van het bestuur, commissarissen en aandeelhouders. In dit kader is het overigens relevant op te merken dat het stemmen over afwijkingen van de Code invloed heeft op de waarde van de stelling of een vennootschap volledig in overeenstemming is met de Code. Preambule nr. 7 van de Code stelt in dit verband:

*“... Voor het geval dat de algemene vergadering van aandeelhouders goedkeuring geeft aan de corporate governance structuur en de afwijkingen van de codebepalingen sanctioneert, leeft de betreffende vennootschap de Code ook na (“uitleggen is naleven na goedkeuring door de algemene vergadering van aandeelhouders”).”*

Bij een viertal vennootschappen is het afgelopen boekjaar gestemd over de toepassing en afwijkingen van de Code. Deze vennootschappen zijn op deze wijze volledig in overeenstemming met de Code.

## *2.4 Beschermingsmaatregelen en certificering van aandelen*

Uit het onderzoek blijkt dat 25% van de vennootschappen geen informatie verschaft over beschermingsconstructies en daarover geen uitleg geeft. Deze vennootschappen handelen in strijd met codebepaling IV 3.9. Uit de analyse blijkt dat vooral buitenlandse en lokale fondsen in deze groep vertegenwoordigd zijn.

Voorts blijkt dat de optie tot uitgifte van (beschermings-)preferente aandelen het meest wordt gebruikt ter bescherming tegen een overnamebod. Deze constructie verschilt van andere constructies, als certificering en prioriteitsaandelen, door het tijdelijke karakter. Certificering en prioriteitsaandelen hebben een permanent karakter en zijn ook van invloed op de zeggenschap van aandeelhouders in afwezigheid van een overnamedreiging. De Code geeft aan dat de vennootschap volledige openheid moet geven over beschermingsconstructies. De informatie van de vennootschappen wijst erop dat veelvuldig de opinie bestaat dat alleen beschermingspreferente aandelen, prioriteitsaandelen en certificering beschermingsmaatregelen zijn.

In de jaarverslagen geven certificerende vennootschappen in beperkte mate uitleg over het niet toepassen van de Code. In het onderzoek van de EUR zijn 35 administratiekantoren nader onderzocht. In totaal is voor 14 van de 35 kantoren documentatie gevonden waaruit blijkt dat een vergadering van certificaathouders is gehouden. Bij de overige 21 kantoren is vaststelling van de naleving van bepaling IV.2.1 niet mogelijk.

Uit het voor de Commissie uitgevoerd onderzoek blijkt dat op het terrein van certificering één vennootschap van mening is dat de Code niet van toepassing is op certificaten die voor de inwerkingtreding van de Code reeds genoteerd zijn. Tevens meent een aantal ondernemingen dat de Code niet van toepassing is op preferente aandelen zonder officiële notering. Bovenstaande constatering vormen een verkeerde interpretatie van de Code. Aangezien het hier niet gaat om de regel maar om de uitzondering, volstaat de Commissie op dit terrein vooralsnog met het constateren.

De verslagen van de administratiekantoren zijn redelijk compleet, maar volgen met name de letter van de Code en geven niet altijd een goed inzicht in de activiteiten en standpunten van het administratiekantoor. Tot slot kan worden aangegeven dat een groot deel van de administratiekantoren aan certificaathouders (die daarom vragen) stemvolmachten verstrekken of bindende steminstructies accepteren. Tot slot blijkt uit de analyse van certificering dat een aantal vennootschappen het principe, dat certificering niet wordt gebruikt als beschermingsmaatregel, niet onderschrijft. Hierbij wordt normaliter verwezen naar de Nederlandse wet<sup>10</sup>.

In hoofdstuk 2 zal nader worden ingegaan op het systeem van certificering van aandelen.

---

<sup>10</sup> Artikel 2:118a BW

## *2.5 Rol van institutionele beleggers*

De rol van de institutionele beleggers als aandeelhouders bij Nederlandse beursfondsen heeft veel aandacht gekregen in de discussie over corporate governance. Bedacht moet worden dat het aandelenbezit van Nederlandse institutionele beleggers in (met name de grote) Nederlandse vennootschappen relatief gering is. Vooral buitenlandse investeerders hebben de afgelopen jaren hun belangen in de Nederlandse hoofdfondsen aanzienlijk uitgebreid. Daarom dient de rol van institutionele beleggers mede in dit licht te worden beoordeeld.

De verantwoordelijkheid van institutionele beleggers is vastgelegd in de Code (principe IV.4). Zestig procent van de onderzochte institutionele beleggers verstrekt informatie omtrent het stembeleid en past derhalve IV.4.1 toe, de toepassing van best practice bepaling IV.4.2 (uitvoering beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht) bedraagt 30%. Best practice bepaling IV.4.3 (publicatie per kwartaal op website van feitelijke stemming) wordt in 55% van de twintig onderzochte gevallen toegepast.

Uit het onderzoek van de EUR blijkt dat de informatie van institutionele beleggers inzake de naleving van de Code meestal niet inzichtelijk is. De gebruikersvriendelijkheid laat te wensen over. Dit beeld wordt bevestigd door vertegenwoordigers van institutionele beleggers. Aangegeven is dat institutionele beleggers moeten wennen aan de op hen van toepassing zijnde codevoorschriften. Informatie over stemgedrag en kwartaalrapportages daarover lopen soms achter op de website. De vertegenwoordigers van institutionele beleggers hebben aangegeven het als één van hun taken te zien om in de toekomst op een passende manier aandacht te schenken aan de verslaggeving over het corporate governance beleid.

Bijna alle institutionele beleggers die informatie verstrekken over de uitgangspunten van het algemene stembeleid refereren aan een eigen corporate governance code. Als leidende beginselen worden genoemd (lange termijn) waardecreatie, vermindering van risico's en verhoging van het rendement. De codes zijn alle (mede) gebaseerd op de Nederlandse corporate governance code. Een klein deel van de onderzochte institutionele beleggers geeft aan dat alleen onder bepaalde omstandigheden stemrecht wordt uitgeoefend (omvang aandelenbezit, omvang participatie, in bruikleen gegeven aandelen). Een andere minderheid geeft aan af te zien van het uitoefenen van hun stemrechten indien dit gepaard gaat met hoge kosten. Tenslotte wordt door enkele onderzochte institutionele beleggers genoemd dat mogelijke belangenconflicten reden kunnen zijn om niet te stemmen.

## 2.6. Aandachtspunten

Mede dankzij de Code wordt er op aandeelhoudersvergaderingen vaak gesproken over de corporate governance structuur. Er worden veel vragen gesteld op terrein van corporate governance.

Het jaar 2005 blinkt niet uit in hogere opkomstcijfers op aandeelhoudersvergaderingen. Duidelijk aandachtspunt, dat in het verlengde van de gedane constatering inzake de opkomstcijfers ligt, betreft de toegang tot aandeelhoudersvergaderingen. Deze toegang dient te worden vereenvoudigd. Het in grote mate faciliteren van het gebruik van elektronische communicatiemiddelen is daarbij van grote waarde.

Technisch is het momenteel mogelijk om aandeelhoudersvergaderingen virtueel bij te wonen en deel te nemen aan het debat op aandeelhoudersvergaderingen. Het wetsvoorstel tot Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek ter bevordering van het gebruik van elektronische communicatiemiddelen bij de besluitvorming in rechtspersonen biedt de benodigde toekomstige juridische faciliteiten.

Aandachtspunt betreft, mede gelet op het belang van buitenlandse beleggers in Nederlandse fondsen, de juridische status en voorwaarden voor het grensoverschrijdend stemmen op afstand. De Commissie spreekt haar hoop uit dat de Nederlandse regering het (grensoverschrijdend) stemmen op afstand in internationaal verband hoog op de agenda zet. De uiteindelijke verantwoordelijkheid voor het toepassen van de elektronische communicatiemiddelen ligt natuurlijk bij de beursgenoteerde vennootschappen zelf.

De tijdige beschikbaarstelling van de agenda van de aandeelhoudersvergadering en bijbehorende onderliggende stukken is een aandachtspunt.

Een kwart van de onderzochte vennootschappen verschaft geen informatie over beschermingsconstructies en geeft hiervoor geen uitleg. Een dergelijke werkwijze is duidelijk in strijd met de Code en de vennootschappen in kwestie worden opgeroepen codebepaling IV.3.9 na te leven. Codebepaling IV.3.9 spreekt over een overzicht van alle uitstaande of potentieel inzetbare beschermingsmaatregelen tegen een overname van zeggenschap over de onderneming.

Een ander aandachtspunt betreft de toepassing van de Code door administratiekantoren. Op dit terrein valt een inhaalslag te maken. De meerderheid van administratiekantoren organiseert geen vergadering van certificaathouders. Niet alle administratiekantoren hebben hun doelomschrijving veranderd in "het behartigen van de belangen van certificaathouders" in plaats van "de vennootschap en de met haar verbonden onderneming". De verslagen van de administratiekantoren zijn overigens redelijk compleet, maar geven niet altijd een goed inzicht in de activiteiten en standpunten van het administratiekantoor.

Tot slot enkele opmerkingen over institutionele beleggers. Op basis van het onderzoek kan worden geconcludeerd dat institutionele beleggers de Code redelijk naleven. De informatie van institutionele beleggers inzake de naleving van de Code is echter niet inzichtelijk, de gebruikersvriendelijkheid laat te wensen over. De Commissie roept dan ook de institutionele beleggers op om informatie omtrent de naleving te verstrekken aan de hand van bijvoorbeeld een standaard format. Een dergelijk format zou in overleg tussen de institutionele beleggers kunnen worden ontwikkeld.

### 3. Internationale ontwikkelingen

De Commissie heeft gekeken of er sprake is van belangwekkende internationale ontwikkelingen op corporate governance gebied vanaf januari 2004.

#### Europese Commissie

In de afgelopen jaren heeft het Company Law Action Plan (het Actieplan) van de Europese Commissie de agenda bepaald op het terrein van corporate governance. De basisprincipes van het Actieplan zijn tweeledig. Het gaat om meer transparantie en versterking van de rechten voor aandeelhouders. In de afgelopen twee jaar zijn de in het Actieplan genoemde korte termijn acties bijna allen afgerond. In 2005 is bijvoorbeeld de richtlijn inzake het toezicht op accountants aangenomen. Deze richtlijn stelt onder andere het instellen van een auditcommissie verplicht.

Nu de middellange en lange termijn prioriteiten van het Actieplan aan de orde komen wil de Europese Commissie de gelegenheid te baat nemen om betrokkenen (nogmaals) te consulteren over het plan. Via consultatierondes zal de vraag worden beantwoord of de oorspronkelijke middellange- en lange termijn prioriteiten van het plan nog steeds tegemoet komen aan de behoeften van de markt. De eerder genoemde basisprincipes van het Actieplan (transparantie en aandeelhoudersrechten) zijn, volgens de Europese Commissie, niet aan heroverweging onderworpen. De consultaties zullen volgens Eurocommissaris McCreevy binnen enkele weken van start gaan.

Naast het herzien van het Actieplan komt de Europese Commissie, op korte termijn, met een richtlijnvoorstel dat als doel heeft het harmoniseren in de EU van stemrechten van aandeelhouders (*shareholder rights directive*). Ten behoeve van het opstellen van deze richtlijn heeft de Europese Commissie inmiddels twee publieke consultatierondes gehouden. Aandachtsgebieden van de richtlijn zullen (onder andere) zijn:

- het harmoniseren van de registratiedatum (ten behoeve van gerechtigdheid tot deelname aan aandeelhoudersvergaderingen); en
- het grensoverschrijdend stemmen.

Vorst zal de Europese Commissie op het terrein van corporate governance in 2006 een aantal publieke consultaties houden. Eén van de aangekondigde consultaties heeft betrekking op hedge funds, een ander op het 'one share - one vote' principe.

Het door de Europese Commissie in 2004 ingestelde, *European Corporate Governance Forum*<sup>11</sup>, zal zich in 2006 onder andere buigen over de inhoud van het *in control statement* evenals het principe van *comply or explain*.

---

<sup>11</sup> Op 18 oktober 2004 heeft Europees Commissaris Bolkestein de instelling van het *European Corporate Governance Forum* aangekondigd. Taken van het forum zijn:  
- adviesverlening aan de Europese Commissie op het terrein van corporate governance;  
- bevordering van de convergentie van nationale corporate governance codes van EU-Lidstaten.

### Overnamerichtlijn

Het jaar 2006 zal het jaar zijn waarin de EU-Lidstaten de overnamerichtlijn dienen te implementeren.

De richtlijn behelst onder andere:

- de bescherming van minderheidsaandeelhouders;
- het verplichtstellen van transparantie aangaande het gebruik van beschermingsconstructies; en
- het gebruik van beschermingsconstructies.

Aangaande het gebruik van beschermingsconstructies laat de richtlijn een aantal opties open die door de Lidstaten dienen te worden ingevuld. De precieze invulling die de Lidstaten zullen geven aan de implementatie van de richtlijn is nog niet bekend. Slechts één Lidstaat (Denemarken) heeft de richtlijn al geïmplementeerd. De Nederlandse regering heeft aangegeven haar wetsvoorstel in december 2005 aan het parlement te sturen.

### Ontwikkelingen in het Verenigd Koninkrijk

Op het gebied van interne risicobeheersings- en controlesystemen is er in het Verenigd Koninkrijk sprake van een herziening van de Turnbull Guidance on internal control. Deze herziening is door de Commissie meegenomen in de beoordeling van de toepassing van best practice bepaling II.1.4. Daarnaast zal de Financial Reporting Council naar verwachting op korte termijn een 'review' publiceren van de 2003 Combined Code. Deze review zal in het volgende Monitoring Rapport worden meegenomen.

### Duitsland

Op het gebied van transparantie van bestuurdersbeloningen zal er in Duitsland in 2006 een wet in werking treden die vennootschappen wettelijk verplicht de hoogte en structuur van de individuele bestuurdersbezoldigingen openbaar te maken (Vorstandsvergütungs-offenlegungsgesetz).

### Overig

Voor het overige is de Commissie op basis van onderzoek tot de conclusie gekomen dat er in de EU en de VS op het gebied van corporate governance in het ondernemingsrecht, codes en 'listing rules' geen significante wijzigingen zijn opgetreden sinds januari 2004.

## 4. Interne risicobeheersings- en controlesystemen

### 4.1 Inleiding

In onderdeel 1 van dit hoofdstuk (naleving van de Code) is aangegeven dat best practice bepaling II.1.4, inzake de risicobeheersings- en controlesystemen behoort tot de categorie veelvuldig uitgelegde en niet-nageleefde best practice bepalingen. Het toepassen van bepaling II.1.4 is in de regel gecompliceerder dan veel andere codebepalingen. Dit rechtvaardigt extra aandacht. Het is om deze reden dat de best practice bepaling in kwestie niet alleen in dit hoofdstuk aandacht krijgt maar ook in hoofdstuk 2 (beoordeling en analyse) en hoofdstuk 3 (conclusies).

Kernvraag in dit onderdeel is welke ervaringen zijn opgedaan met best practice bepaling II.1.4 inzake de risicobeheersings- en controlesystemen en of de ervaringen het wenselijk maken deze bepaling te verhelderen of op enig moment te doen aanpassen.

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

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

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

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



In de toelichting van de Code is voorts opgenomen:

*“Het ligt in de rede dat het bestuur in de verklaring over de interne risicobeheersings- en controlesystemen aangeeft welk raamwerk of normenkader (zoals bijvoorbeeld het COSO raamwerk voor interne beheersing) hij heeft gehanteerd bij de evaluatie van het interne risicobeheersings- en controlesysteem.”*

In het kader van de beantwoording van de kernvraag heeft de Commissie tevens gezien of best practice bepaling II.1.4 daadwerkelijk leidt tot een betere risicobeheersing en verslaggeving. Daarnaast is gekeken hoe de verplichtingen die voortvloeien uit de Code zich verhouden tot de verplichtingen die voortvloeien uit belangrijke internationale regelgeving zoals de Sarbanes-Oxley Act par. 404 (kortweg SOx) en de Revised Turnbull Guidance on internal control (kortweg Turnbull). Verder heeft de Commissie zich een oordeel gevormd over de aansprakelijkheidsrisico's voor bestuurders en commissarissen ten gevolge van de II.1.4 gevraagde verklaring.

In paragraaf 4.2 wordt aangegeven op welke wijze de Commissie te werk is gegaan. In paragraaf 4.3 worden de belangrijkste bevindingen gepresenteerd. Paragraaf 4.4. sluit af met een aantal aandachtspunten.

Het onderwerp “interne risicobeheersings- en controlesystemen” zal voorts expliciet in dit rapport terugkomen in de hoofdstukken 2 en 3.

#### *4.2 Aanpak*

Allereerst is er literatuurstudie verricht op het gebied van interne risicobeheersings- en controlesystemen. Hierbij is onder andere aandacht besteed aan de op dit moment bestaande systemen, zoals bijvoorbeeld de aanbevelingen van de 'Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission' (kortweg COSO), SOx en Turnbull.

Daarnaast is er geput uit diverse onderzoeken die in opdracht van de Commissie zijn verricht. Het gaat hier om de eerder genoemde onderzoeken van de Rijksuniversiteit Groningen, RSM Erasmus University en de Universiteit van Tilburg.

Verder zijn ronde tafel bijeenkomsten gehouden met leden van raden van bestuur van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, met Nederlandse beleggersorganisaties en met Nederlandse accountantskantoren.

#### 4.3 Belangrijkste bevindingen

Uit de in opdracht van de Commissie verrichte onderzoeken naar de jaarverslagen (Rijksuniversiteit Groningen) en naar de activiteiten van aandeelhouders (RSM Erasmus University) komt met betrekking tot de toepassing van best practice bepaling II.1.4 het volgende beeld naar voren.

Bij circa eenderde deel van de onderzochte vennootschappen ontbreekt een expliciete verklaring van het bestuur dat het systeem adequaat en effectief is. Een minderheid daarvan leeft de Code op dit punt na door uit te leggen waarom deze best practice bepaling niet wordt toegepast. De uitleg betreft in bijna alle gevallen dat de vennootschap hiermee bezig is en verwacht in 2006 (over boekjaar 2005) een en ander te kunnen rapporteren. Tweederde deel van de onderzochte vennootschappen geeft wel een verklaring af, zij het sterk geclausuleerd.

Bijna een kwart van de vennootschappen geeft geen uitleg voor afwijking van de Code en leeft daarmee de bepaling niet na. In de helft van de gevallen gaat hier om lokale fondsen. Echter, ook voor AMX en AMS fondsen blijkt de bepaling op dit onderdeel door een hoog percentage niet te worden nageleefd. Voor buitenlandse fondsen geldt hier zelfs een percentage van ruim 40 procent. Circa tweederde van de onderzochte vennootschappen voldoet aan de verplichting dat expliciet gerapporteerd wordt over de werking van het systeem in het jaarverslag. Voor vrijwel alle AEX, AMX en (in mindere mate) AMS fondsen geldt dat een dergelijke rapportage te vinden is in de jaarverslagen. Rapportage ontbreekt echter nogal eens bij buitenlandse en lokale fondsen. De cijfers voor de vereisten ten aanzien van de bespreking van aangebrachte en geplande verbeteringen van het risicobeheersings- en controlesysteem geven aan dat deze elementen relatief vaak ontbreken in de rapportage.

Uit de onderzoeken blijkt verder dat er betreffende II.1.4 weinig vragen gesteld zijn op de aandeelhoudersvergaderingen.

Geen enkele beursvennootschap heeft een onbeperkte verklaring van adequaatheid en effectiviteit afgegeven. In de *bijeenkomst met leden van raden van bestuur* blijkt dat de precieze bewoordingen van de verklaring uitgebreid onderwerp van gesprek zijn geweest van de bestuursorganen van de beursvennootschappen, in samenspraak met hun accountants en juridisch adviseurs. Een ongeclausuleerde verklaring van adequaatheid en effectiviteit die de indruk vestigt dat er niets mis kan gaan en dat er zich in de praktijk geen risico's en onvolkomenheden kunnen voordoen, wordt onmogelijk geacht. Immers in de praktijk zal er altijd wel iets misgaan en zullen zich altijd wel onvolkomenheden voordoen; dat is inherent aan ondernemen. Restriscio's zullen nooit kunnen worden uitgesloten. De indruk wekken dat dit wel mogelijk zou zijn, zou de beleggers op het verkeerde been zetten. Bovendien blijken de beursvennootschappen beducht voor het risico om aansprakelijk gesteld te worden. Zeker met internationale beleggers is dit een belangrijk aandachtspunt. De beursvennootschappen blijken aan de gevraagde verklaring van II.1.4 invulling gegeven te hebben door een inventarisatie van de risico's en een beschrijving van de risicobeheersing en

controlesystemen in hun jaarverslag te presenteren. In de bijeenkomst met de leden van raden van bestuur wordt de behoefte kenbaar gemaakt aan meer guidance bij de toepassing van II.1.4 voor wat betreft de inhoud van de verklaring.

De reikwijdte van de verklaring komt overeen met de brede inventarisatie van risico's die II.1.4 voorschrijft. Uit de bijeenkomst van de Commissie met leden van raden van bestuur blijkt dat zij, ondanks de vragen die er bestaan ten aanzien van de inhoud van de verklaring, best practice bepaling II.1.4 met inbegrip van de brede reikwijdte als nuttig beoordelen. Het heeft naar verluid de besturen ertoe aangezet om nog eens extra en nauwkeuriger de risico's en beheersingsystemen na te gaan, in aansluiting overigens op de normale praktijk, waarbij de besturen toch al zich telkens vergewissen van deze materie, ook vanwege het risico van persoonlijke aansprakelijkheid. In feite leidt het tot een verscherpte bewustwording en een versnelling van de gangbare praktijk, waarbij risico's worden geïdentificeerd en beheerst en de interne processen worden aangescherpt. Dit wordt over het algemeen gezien als een gezonde ontwikkeling. De verklaring betreffende de interne risicobeheersings- en controlesystemen heeft in de aandeelhoudersvergaderingen geen problemen gegeven. Er worden hierover zoals ook uit onderzoek blijkt in de aandeelhoudersvergadering weinig vragen gesteld.

In de *bijeenkomst van de Commissie met beleggersorganisaties* blijkt dat ook zij II.1.4 een belangrijke bepaling vinden. Zij hebben in de jaarverslagen over 2004 veel informatie aangetroffen over de risico's die de onderneming loopt. Dat is een belangrijke stap voorwaarts. De brede reikwijdte van de risico's waarover gerapporteerd moet worden, wordt zeer nuttig geacht. Een inperking van de risico's tot financiële verslaggeving risico's, zoals in SOx, zou een verarming zijn, omdat juist die andere risico's veelal zeer bepalend blijken te zijn voor de "gezondheid" van de onderneming. Beleggers hebben een duidelijke uiteenzetting door het bestuur van de materiële risico's en van de risicobeheersings- en controlesystemen nodig om zich een goed beeld te kunnen vormen van het risicoprofiel en de waarde van de onderneming. Het wordt daarom door de beleggersorganisaties als een groot gemis ervaren dat de verstrekte informatie naar hun oordeel niet specifiek genoeg is om in de aandeelhoudersvergadering gerichte vragen over de verklaring aan het bestuur en de externe accountant te kunnen stellen. De antwoorden die nu op vragen verkregen worden, worden als weinig zeggend gekwalificeerd. Verder vinden zij het een gemis dat niet één beursvennootschap onomwonden heeft verklaard dat de risicobeheersings- en controlesystemen adequaat en effectief zijn. Om hierin verbeteringen te bereiken achten zij het noodzakelijk dat guidance gegeven wordt ten aanzien van de inhoud van de begrippen adequaat en effectief in de bepaling. Ondernemingsbesturen hebben naar hun oordeel een punt als zij zeggen niet goed te weten wat de verklaring inhoudt. Wat betreft de financiële verslaggeving risico's moet verklaard kunnen worden dat deze onder controle zijn. Ten aanzien van operationele, wet- en regelgeving en strategische risico's ligt dat anders. Hier zal de informatie er op gericht moeten zijn een beschrijving van de risico- en controlesystemen te geven. Aangegeven kan worden wat de sterke en zwakke punten zijn in het systeem en welke (verbeter-) stappen de basis hebben gevormd voor de verklaring van het bestuur. Soms is het mogelijk om

risico's te kwantificeren en marges aan te geven. Sommige risico's zijn te beïnvloeden, andere niet. Sommige risico's zijn beter te kwantificeren (bijvoorbeeld het valutarisico; welke marges worden vooraf gesteld) dan andere (bijvoorbeeld het concurrentie risico). Het bestuur moet per onderneming zelf normen stellen en die expliciet aangeven; voor elke onderneming kunnen deze anders liggen. Hierdoor zal de informatieve waarde van de verklaring betreffende de interne risicobeheersings- en controlesystemen toenemen en kunnen over de aspecten van adequaatheid en effectiviteit meer gerichte vragen in de aandeelhoudersvergadering gesteld worden. Verder wordt opgemerkt dat de informatie betreffende II.1.4 veelal zeer verspreid in het jaarverslag is opgenomen. Een vaste plaats hiervoor in het jaarverslag creëert helderheid en wordt daarom wenselijk geoordeeld.

Eensluidend wordt gedacht over de rol van de externe accountant. Voor de externe accountant wordt geen uitbreiding van zijn huidige rol wenselijk geoordeeld. Een verklaring van de accountant op de verklaring van adequaatheid en effectiviteit van het bestuur wordt niet wenselijk gevonden.

De uitkomsten van de bijeenkomst van de Commissie met *accountants* komen in grote lijnen overeen met de uitkomsten van de bijeenkomsten die de Commissie gehouden heeft met leden van de raden van bestuur en met beleggersorganisaties. De accountants geven aan dat er in hun ogen sprake is van een matige naleving van de bepaling. Verder is er sprake van een grote diversiteit aan formuleringen die gebruikt worden bij de uitleg die gegeven wordt door ondernemingen. De klanten van accountants (de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen) zien "interne risicobeheersings- en controlesystemen" echter wel als een belangrijk aandachtsgebied en de breedte van de bepaling wordt positief gewaardeerd. Gebruikers (aandeelhouders) hebben naar de ervaring van accountants ook behoefte aan de brede scope van de bepaling.

Wel bestaat er naar het oordeel van de accountants een duidelijke behoefte aan guidance op deze bepaling. Daarnaast wordt nadrukkelijk naar voren gebracht dat een duidelijk normenkader voor de toepassing van deze best practice bepaling ontbreekt. In de hoofdstukken 2 en 3 komt de Commissie hierop terug.

#### 4.4 Aandachtspunten

De Commissie komt naar aanleiding van het door haar gedane onderzoek tot de volgende aandachtspunten.

Beursvennootschappen en beleggersorganisaties verwachten een positieve impuls van II.1.4. op de kwaliteit van risicobeheersing en verslaggeving. Het is te vroeg om de vraag te kunnen beantwoorden of deze best practice bepaling daadwerkelijk leidt tot een betere risicobeheersing en een betere verslaggeving. De eerste indicatie is positief maar op termijn zijn verdere verbeteringen mogelijk en noodzakelijk. De reikwijdte van de bepaling – niet alleen financiële verslaggeving risico's – maar ook operationele/strategische en wet- en regelgeving risico's, wordt door beursvennootschappen en beleggersorganisaties positief beoordeeld.

Beursvennootschappen en beleggersorganisaties hebben behoefte aan meer guidance ten aanzien van de verklaring van adequaatheid en effectiviteit.

De Commissie heeft zich verder de vraag gesteld wat de aansprakelijkheidsrisico's voor bestuurders en commissarissen zijn op basis van de verklaring die op grond van best practice bepaling II.1.4 moet worden afgegeven. Op basis van de wet kan misleidende informatie in het jaarverslag leiden tot persoonlijke aansprakelijkheid van de bestuurders en commissarissen. De rechter heeft een zekere discretionaire bevoegdheid bij de vaststelling of sprake is van misleiding. De Code Tabaksblad draagt hiervoor met II.1.4 een norm aan. Bij beursvennootschappen bestaat vanwege de aansprakelijkheid- en procesrisico's (hoge kosten, reputatierisico) grote aarzeling bij toepassing van II.1.4. De vraag is wat deze bepaling (aan de beleggers) belooft.

De aansprakelijkheidsrisico's nemen sterk toe indien de begrippen "adequaat" en "effectief" als een absolute verplichting zouden worden uitgelegd. Een dergelijke uitleg vloeit echter niet noodzakelijk voort uit II.1.4. Dezelfde bepaling vraagt het bestuur aan te geven welke significante wijzigingen zijn aangebracht en welke eventuele verbeteringen zijn gepland. Dit kan geïnterpreteerd worden als een relativering van de norm. Deze benadering spoort met de internationaal gangbare normstelling. In het licht van internationaal gangbare best practices en heersende opvattingen over de praktische uitwerking van het in control statement is in de verklaring van het management uit hoofde van II.1.4 een differentiatie naar soort risico wenselijk.

## Hoofdstuk 2 - Beoordeling en analyse

## 1. Certificering van aandelen

In dit onderdeel zal worden ingegaan op de naleving van de Code in relatie tot certificering van aandelen. In paragraaf 1.1 wordt kort stilgestaan bij het systeem van certificering van aandelen. In paragraaf 1.2 gaat aandacht uit naar ter zake doende bepalingen uit de Code. In de laatste paragraaf gaat de aandacht uit naar de rol en het functioneren van het administratiekantoor.

### *1.1 Certificering van aandelen en beschermingsconstructies*

Certificering is een systeem waarbij een splitsing bestaat tussen de economische en de juridische eigendom van aandelen. In dit systeem worden de aandelen van een vennootschap overgedragen aan een stichting, het administratiekantoor. In ruil voor die aandelen geeft het administratiekantoor certificaten van aandelen aan de vennootschap terug. De certificaten kunnen vervolgens door de vennootschap middels een effectenemissie worden uitgegeven via de beurs. Het resultaat is dat het stemrecht op de aandelen bij het administratiekantoor berust, en niet bij de certificaathouder. De vermogenswaarde die aan de aandelen verbonden is, wordt belichaamd in de certificaten van de aandelen. Hierdoor hebben de certificaten eenzelfde waarde als de aandelen. Het administratiekantoor betaalt aan de certificaathouder het dividend in zijn geheel uit.

In oktober 2004 is het structuurregime aangepast. Deze aanpassing brengt veranderingen teweeg in de uitoefening van het stemrecht door administratiekantoren. Als gevolg van de aanpassing van het structuurregime kunnen houders van certificaten in normale omstandigheden<sup>12</sup> verzoeken om een stemvolmacht van het administratiekantoor. Het administratiekantoor is tot het verstrekken van een dergelijke volmacht wettelijk verplicht. Een soortgelijke wettelijke plicht bestaat niet in het kader van een overnamesituatie. Het kabinet heeft kenbaar gemaakt om de introductie van een plicht tot verstrekking van een volmacht aan certificaathouders in overnamesituaties te behandelen in de op handen zijnde implementatievoorstellen van de overnamerichtlijn. Deze richtlijn dient uiterlijk in mei 2006 door de EU-Lidstaten te zijn geïmplementeerd.

---

<sup>12</sup> Artikel 2:118a BW vermeldt dat de certificaathouder, op verzoek, kan worden gevolmachtigd om het stemrecht (verbonden aan de aandelen) uit te oefenen. De stemgerechtigde (zijnde het administratiekantoor) kan de volmacht beperken in een aantal situaties, zijnde:

- i. een overnamesituatie;
- ii. een situatie waarin houders van certificaten invloed heeft over meer dan 25% van het geplaatst kapitaal;
- iii. een situatie van wezenlijk belang.



## 1.2 De code Tabaksblad over certificering

Zoals aangegeven worden in preambule nr. 3 van de Code twee steunpilaren benoemd waarop goede corporate governance rust. Het betreffen:

- i. goed ondernemerschap, waaronder integer en transparant handelen van het bestuur; en
- ii. goed toezicht, inclusief het afleggen van verantwoording over het uitgeoefende toezicht.

De steunpilaren dragen bij aan het intern functioneren van de checks and balances van een vennootschap. Op het terrein van verantwoording en toezicht is een prominente rol toegekend aan de aandeelhouders en de aandeelhoudersvergadering. Een aantal vennootschappen heeft niet (alleen) te maken met aandeelhouders. Deze vennootschappen kennen (naast aandeelhouders) certificaathouders.

In de vorige paragraaf is aangegeven dat het systeem van certificering van aandelen invloed heeft op stemverhoudingen en daarmee het toezicht en verantwoordingsmechanisme. Ter ondersteuning van goed functionerend toezicht binnen een vennootschap is in de Code rekening gehouden met het certificeren van aandelen. De Code stelt in het principe behorend bij hoofdstuk IV.2 het volgende over de certificering van aandelen:

*“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 gevlmachtigde 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.”*

Toepassing van de Code behelst een onder alle omstandigheden en onbeperkt te verstrekken volmacht aan, daarom verzoekende, certificaathouders. Door toepassing van dit principe (dat onder andere nader is omschreven in codebepaling IV.2.8) is het voor de certificaathouder mogelijk om in alle situaties gebruik te maken van het stemrecht. Dit gaat verder dan de in paragraaf 1.2 omschreven wettelijke plicht tot het verstrekken van volmachten. In beide situaties oefent het administratiekantoor het stemrecht uit verbonden aan die aandelen waarover geen stemvolmachten zijn uitgegeven.

Het is, in het kader van goed functionerende checks and balances, van belang dat de uitvoerende macht (het bestuur) kan worden gecontroleerd door commissarissen en aandeelhouders. In het kader van certificering van aandelen berust het toezicht op het bestuur in beginsel bij het

administratiekantoor. Om deze rol uit te voeren is het nodig dat het administratiekantoor een goed functionerende interne governance heeft. Ten behoeve van de governance van een administratiekantoor zijn in de Code een aantal best practice bepalingen opgenomen.

### 1.3 Administratiekantoren

Administratiekantoren hebben een belangrijke plek in de corporate governance van certificerende vennootschappen. Acht codebepalingen hebben betrekking op het functioneren van administratiekantoren. Uit het onderzoek, verricht door RSM Erasmus University, blijkt dat drie codebepalingen veelvuldig niet worden toegepast. Het gaat om codebepaling:

- IV.2.1 betreffende het vertrouwen in het bestuur van het administratiekantoor en de onafhankelijkheid van het kantoor ten opzichte van de vennootschap.
- IV.2.2 inzake de benoeming van bestuurders van het administratiekantoor.
- IV.2.8 over de verlening van stemvolmachten aan certificaathouders.

In paragraaf 2.6 van hoofdstuk 1 is aangegeven dat het functioneren van administratiekantoren een duidelijk aandachtspunt is. Het niet toepassen van codebepalingen die betrekking hebben op administratiekantoren, doet afbreuk aan de interne checks and balances van een vennootschap. De Commissie roept administratiekantoren op om de op hen betrekking hebbende codebepaling toe te passen. Volgend jaar zal de Commissie terugkomen op de toepassing van de Code door administratiekantoren. Daarnaast zullen in het komende jaar marktconsultaties worden georganiseerd omtrent de toepassing van de Code door administratiekantoren.

Tot slot van deze paragraaf, het volgende. In enkele gevallen is aangevoerd dat codebepalingen aangaande de certificering van aandelen niet kunnen worden toegepast omwille van strijdigheid met het Algemeen Reglement (voorheen Fondsenreglement genaamd) van Euronext. Het betreft hier bijvoorbeeld codebepaling IV.2.5 waarin wordt gesteld dat het administratiekantoor zich bij de uitoefening van het stemrecht primair richt naar het belang van certificaathouders. Artikel 6 van bijlage X, hoofdstuk B van het Algemeen Reglement van Euronext bepaalt dat de administratievoorwaarden van het administratiekantoor een norm dienen te bevatten voor het stemgedrag van het administratiekantoor. Daarbij wordt aangegeven dat deze norm moet toezien op het behartigen van de belangen van de uitgevende instelling, de met haar verbonden onderneming en alle daarbij betrokkenen.

Met het oog op de hierboven gesignaleerde strijdigheid tussen de codebepalingen en het Algemeen Reglement van Euronext, heeft Euronext ter verheldering van de door haar gevoerde praktijk middels mededeling 2005-043 (d.d. 24 juni 2005) aangegeven dat: *"...bij de handhaving van het Algemeen Reglement de (toekomstige) bepalingen van de Code en die van (toekomstige) wetgeving prevaleren boven die bepalingen uit het Algemeen Reglement die daarmee conflicteren, waarmee in ieder geval wordt bedoelt artikel 6, van hoofdstuk B, Bijlage X van het Algemeen Reglement"*.<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> De mededeling van Euronext is terug te vinden op de website van de Commissie ([www.commissiecorporategovernance.nl](http://www.commissiecorporategovernance.nl))

## 2. Interne risicobeheersings- en controlesystemen

Best practice bepaling II.1.4 blijkt bij de toepassing in 2005 vragen opgeroepen te hebben met betrekking tot de inhoud van de verklaring. Er bestaat onduidelijkheid over de reikwijdte en onderbouwing van de benodigde verklaring omtrent interne beheersing die door de Code wordt vereist. Daarbij komt de vraag op of het wel mogelijk is te verklaren dat de risicobeheersing en controlesystemen adequaat en effectief zijn. Wordt met een dergelijke verklaring niet de indruk gewekt dat er zich in de toekomst geen risico's en onvolkomenheden kunnen voordoen? Wat is de maatvoering om te kunnen stellen dat er sprake is van adequaatheid en effectiviteit? In de toepassingspraktijk blijkt behoefte te zijn aan meer handvatten hoe deze bepaling moet worden toegepast.

Voor de beoordeling van deze vragen is het van belang na te gaan hoe het COSO raamwerk is samengesteld, waarnaar in de toelichting op de Code als voorbeeld van een raamwerk of normenkader wordt verwezen. Het COSO model wordt ook door SOx en Turnbull als raamwerk gehanteerd. Mede daardoor is het COSO model de geaccepteerde standaard op het gebied van interne beheersing geworden.

In het COSO rapport uit 1992 is een raamwerk ontwikkeld voor de opzet van de interne beheersing en een raamwerk voor de opzet voor de rapportage over interne beheersing. Onder interne beheersing wordt in het COSO rapport verstaan: "Een proces dat wordt uitgevoerd door het toezichthoudende orgaan, de leiding en het overige personeel dat is ontworpen om redelijke zekerheid te verkrijgen over de mate waarin de volgende doelstellingen worden bereikt:

- de effectiviteit en efficiency van de bedrijfsprocessen (operations);
- betrouwbaarheid van financiële verslaggeving (financial reporting);
- naleving van wet- en regelgeving (compliance)."

De uiteindelijke concrete uitwerking van SOx en Turnbull verschillen aanzienlijk van elkaar. Qua diepte gaat SOx verder dan Turnbull en qua breedte gaat Turnbull verder dan SOx:

- *Diepte*. SOx eist een zeer specifieke en gedetailleerde vastlegging van alle controle maatregelen, waar Turnbull een high level benadering verlangt en geen vergaande documentatie eisen kent.
- *Breedte*. SOx gaat in artikel 404 niet verder dan de interne beheersingsmaatregelen met betrekking tot de financiële informatie, waar Turnbull ingaat op alle interne controle maatregelen aanwezig.

Hiermee samenhangend verschillen de door SOx en Turnbull gevraagde verklaringen van het management eveneens aanzienlijk:

- SOx vereist kort gezegd een verklaring van het management dat de internal control inzake financiële rapportage adequaat en effectief is en dat het management hiervoor verantwoordelijk is, alsmede een verklaring dat de externe accountant een beoordelingsrapport heeft uitgebracht over de beoordeling door het management van de *internal control* inzake financiële rapportage. Het gaat hierbij om "reasonable assurance".
- *Turnbull* vereist kort gezegd een beschrijving van de hoofdkenmerken van het *internal control* systeem inzake financiële rapportage- operationele- en compliance risico's en een verklaring van het management dat het hiervoor verantwoordelijk is. Dit is eveneens gericht op adequaatheid en effectiviteit maar een verklaring van het management hierover wordt niet vereist, evenmin als een beoordelingsrapport van de externe accountant.

De Code Tabaksblat combineert in de gevraagde verklaring een brede reikwijdte van de risico's zoals in Turnbull met de eis dat ten aanzien van deze risico's de risicobeheersing- en controlesystemen adequaat en effectief zijn, zoals in SOx vereist wordt ten aanzien van financiële verslaggeving risico's. Naast interne beheersingmaatregelen over financiële informatie is voor investeerders (zo blijkt ook uit de Turnbull Review) ook informatie over de andere doelstellingen van COSO van belang. Om zo veel mogelijk aan te sluiten bij internationaal gangbare best practices en heersende opvattingen over de praktische uitwerking daarvan ligt het naar het oordeel van de Commissie in de rede om in de verklaring van het management uit hoofde van II.1.4 te differentiëren naar soort risico in die zin dat ten aanzien van financiële verslaggeving risico's het management met een "redelijke mate van zekerheid" verklaart dat de beheersingssystemen adequaat en effectief zijn terwijl ten aanzien van operationele en compliance risico's de beheersingssystemen op hoofdlijnen worden beschreven.

Aanbevelingen inzake de interne risicobeheersings- en controlesystemen worden in hoofdstuk 3 gedaan.

## 3. Beloningsbeleid

### 3.1 Inleiding

De afgelopen jaren is er in Nederland steeds meer discussie ontstaan over de beloning van bestuurders van grote ondernemingen en het onderwerp heeft grote maatschappelijke aandacht gekregen. De maatschappelijke discussie over de wijze van totstandkoming, de relatie tussen prestaties en beloning en vooral het niveau van de beloning laait elk jaar weer op. In lijn met de maatschappelijke discussie trekt het onderwerp ook politieke aandacht. De aandacht van de politiek gaat verder dan de naleving van relevante codebepalingen (zie hiervoor hoofdstuk 1, paragraaf 1.7). Het betreft ook de toereikendheid en effectiviteit van de Code.

Voor alle duidelijkheid wordt erop gewezen dat de Commissie, conform de reikwijdte van de Code, alleen rapporteert over beursgenoteerde vennootschappen. Er worden geen uitspraken gedaan over niet-beursgenoteerde ondernemingen noch over de (semi-)publieke sector. Volgens de Commissie dient een onderscheid te worden gemaakt tussen de beloning van bestuurders in marktsector en in de (semi-)publieke sector. Het salaris van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen komt tot stand in een vrije marktsector. Voorts bestaan er ook niet-financiële inkomensbestanddelen (intrinsieke motivatie, risico's, status en macht) waardoor er geen goede vergelijking te maken is tussen beloningen van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen en bestuurders in de (semi-)publieke sector.

De onderstaande analyse is deels gebaseerd op het onderzoek dat de Rijksuniversiteit Groningen in opdracht van de Commissie heeft uitgevoerd. De opzet van dit onderzoek is in hoofdstuk 1, paragraaf 1.2, reeds uiteengezet. In paragraaf 3.2 zal aandacht worden besteed aan factoren die een rol spelen bij de bepaling van de beloning van bestuurders en de hoogte ervan. In paragraaf 3.3 worden een aantal bevindingen gedaan ten aanzien van het beloningsbeleid.

### 3.2 Welke factoren bepalen de (hoogte van de) beloning van bestuurders?

De Code stelt in het principe behorend bij hoofdstuk II.2 (bezoldiging), het volgende aangaande de hoogte en samenstelling van de bezoldiging:

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

*De bezoldigungsstructuur, met inbegrip van ontslagvergoeding, is zodanig dat zij de belangen van de vennootschap op middellange en lange termijn bevordert, niet aanzet tot gedrag van bestuurders in hun eigen belang met veronachtzaming van het belang van de vennootschap en falende bestuurders bij ontslag niet ‘beloont’. Bij de vaststelling van de hoogte en structuur van bezoldiging worden onder meer de resultatenontwikkeling, de ontwikkeling van de beurskoers van de aandelen, alsmede andere voor de vennootschap relevante ontwikkelingen in overweging genomen... ”*

Uit het bovenstaande kan worden afgeleid dat de Code, aangaande het belonen van bestuurders, een onderscheid maakt tussen enerzijds de hoogte van de beloning en anderzijds de relatie tussen beloning en prestatie. In lijn met codebepaling II.2.10 (inzake het bezoldigingsbeleid) dient de hoogte van de beloning marktconform te zijn. De relatie tussen beloning en prestatie dient, volgens de Code, duidelijk aanwezig te zijn

Factoren die een rol spelen bij de beloning maar zich geheel of grotendeels afspelen buiten het invloedsterrein van de Commissie zijn: het belang van de externe arbeidsmarkt van bestuurders; de internationalisatie; en de (toename van) afbreukrisico's voor bestuurders. Deze factoren hebben voornamelijk (doch niet uitsluitend) betrekking op de hoogte van de beloningen.

#### Belang externe arbeidsmarkt

De arbeidsmarkt voor bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen wordt gekenmerkt door ingrijpende veranderingen aan de vraag- en aanbodzijde. Aan de aanbodzijde valt de toenemende internationalisatie van de arbeidsmarkt op, waardoor het voor (potentiële) Nederlandse bestuurders aantrekkelijk kan zijn om voor een carrière in het buitenland te kiezen. De toenemende frequentie waarmee ondernemingen te maken krijgen met een herstructurering leidt tot extra vraag naar ervaren bestuurders. De steeds groter wordende dynamiek van het bedrijfsleven waarbij veelal snel nieuwe bestuurders moeten worden aangetrokken maakt dat bewezen expertise een grote rol speelt. Bestuurders met een bewezen 'track record' zijn echter schaars. Om aansluiting te vinden op de

specifieke wensen van een onderneming wordt daarom vaak gezocht naar succesvolle bestuurders bij andere bedrijven in dezelfde bedrijfstak, in binnen- en buitenland.

Dan is er de vraag naar de wijze waarop de arbeidsmarkt functioneert. Er is geen sprake van een perfecte markt met volledige mededinging. We zagen al dat commissarissen de neiging hebben te kiezen voor bewezen kwaliteiten als bestuurder bij andere ondernemingen. Voorts zijn er aanwijzingen dat de door wetgeving of codes geëiste transparantie over de hoogte en de structuur van de beloning van bestuurders invloed heeft op de beloning van bestuurders<sup>14</sup>. Door de steeds groter wordende transparantie van de beloning van bestuurders is onderlinge vergelijkbaarheid mogelijk. Doordat deze onderlinge vergelijking, ook door de inschakeling van remuneratie-experts, een toenemende rol speelt is er sprake van zelf-referentie en ontbreekt een extern anker. Dit kan leiden tot een spiraalwerking waarbij het optrekken van de beloningen die onder het gemiddelde liggen leidt tot een voortdurende stijging van het gemiddelde zelf. Voorzover er sprake is van een extern anker zal dat voor Nederlandse bestuurders toch vooral het beloningsniveau van bestuurders in het buitenland zijn. Dat ligt nog steeds (aanzienlijk) hoger dan in Nederland zodat hiervan ook geen matigende invloed verwacht mag worden.

#### Internationalisatie

De arbeidsmarkt voor bestuurders verschilt per land. Onder invloed van de toegenomen internationale integratie is bovendien de omgeving van de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen in de laatste jaren sterk veranderd. Deze internationalisatie zien we terug in de samenstelling van het bestuur<sup>15</sup>. Vaak worden buitenlandse bestuurders aangetrokken wier beloning vaak op een hoger niveau ligt dan de beloning van Nederlandse bestuurders. Dat geldt in het bijzonder voor bestuurders uit de Verenigde Staten en (in iets mindere mate) het Verenigd Koninkrijk. Hierdoor stijgt de gemiddelde beloning van de raad van bestuur in Nederland, daar er nog steeds grote verschillen bestaan in de beloning van bestuurders in Nederland ten opzichte van de Verenigde Staten en een aantal van de ons omringende landen. In de tweede plaats hebben grote Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen steeds meer buitenlandse aandeelhouders. Uit recent onderzoek van het Financieel Dagblad blijkt bijvoorbeeld dat gemiddeld 80% van de aandeelhouders van de AEX-fondsen buitenlanders zijn. Vooral Amerikaanse aandeelhouders willen bestuurders met een beloningspakket waarbij het variabele deel het grootst is. Indien een bestuurder goed presteert, dient daar, volgens deze aandeelhouders, ook een hoge beloning tegenover staan waarbij het adagium "pay for performance" een belangrijke rol speelt.

---

<sup>14</sup> Zie bijvoorbeeld Cools, *Controle is goed, vertrouwen is beter* (2005) en het advies van de Raad van State bij het Voorstel van de wet openbaarmaking van topinkomens (Kamerstukken II, 2004/2005, 30 189 nr.5)

<sup>15</sup> Vanaf 1999 is het aantal buitenlanders in de raden van bestuur van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen toegenomen van éénenderde naar de helft. Bron: Towers Perrin.



### De (toename van) afbreukrisico's voor bestuurders

Bij tegenvallende prestaties is de kans dat bestuurders worden aangesproken op slecht bestuur steeds groter. De toenemende transparantie en afrekenbaarheid verhogen het risico voor bestuurders, vooral voor bestuursvoorzitters en CFO's. Daar staat een hogere risicopremie (beloning) tegenover. De steeds groter wordende dynamiek van het bedrijfsleven die zich uit in fusies, overnames en herstructureringen kan hierbij een rol spelen. Hierdoor is de zittingsduur van bestuurders korter geworden hetgeen zich weerspiegelt in een hogere beloning van bestuurders. Voorts kan de maximering van de vergoeding bij onvrijwillig ontslag het neerwaartse risico vergroten.

Bovengenoemde factoren vormen een gedeeltelijke verklaring voor de uitbundige stijgingen van de beloningen van bestuurders. Toch rijst de vraag of er niet ook sprake is geweest van tekort schietende corporate governance. Eind jaren '90 van de vorige eeuw werd duidelijk dat de structuur van het beloningspakket van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen tekortkomingen had en dat de checks and balances met betrekking tot de vaststelling van de beloning niet afdoende waren. Zo werden bij de toekenning van opties geen prestatiecriteria toegepast en werd soms overgegaan tot tussentijdse aanpassingen van de uitoefenprijs van opties. Het klassieke corporate governance probleem met betrekking tot de beloning van bestuurders is mogelijke zelfverrijking door bestuurders. Dit probleem kan ook worden gekenschetst als het probleem dat de inkomens van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen niet het resultaat vormen van scherp inkopen van toptalent door onafhankelijke commissarissen, maar in meer of mindere mate door die bestuurders zelf wordt bepaald. Een goed werkend corporate governance systeem kan dit probleem voorkomen.

Een goed werkend corporate governance systeem houdt namelijk rekening met het proces van beloning en de structuur van het beloningspakket. Aandeelhouders hebben belang bij inspraak in de besluitvorming over de elementen en het niveau van de beloning. Effectieve inspraak is alleen mogelijk indien aandeelhouders voldoende inzicht krijgen in het beloningspakket van bestuurders. De Code is expliciet over het beloningsbeleid en de verantwoordelijkheden van de aandeelhoudersvergadering en de raad van commissarissen hierbij. De raad van commissarissen is veelal het statutair bevoegde orgaan van een vennootschap dat de beloning van een individuele bestuurder vaststelt, op voorstel van de remuneratiecommissie. Daarnaast stelt de wet vergaande eisen aan transparantie van de hoogte en structuur van de beloning van bestuurders. Verder zijn de bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering wettelijk verankerd. De aandeelhoudersvergadering dient het beloningsbeleid van bestuurders vast te stellen en aandelen- en optieregelingen (met begrip van het aantal opties en de criteria voor toekenning) goed te keuren. De interne checks and balances zijn derhalve geregeld in de wet en de Code waarbij een steeds groter wordende rol is weggelegd voor de raad van commissarissen/ remuneratiecommissie en de aandeelhouders.

Voor aandeelhouders is vooral de structuur van de beloning relevant. Dit blijkt ook uit onderzoek in het buitenland<sup>16</sup>. De beloning van bestuurders is veelal verdeeld in verschillende beloningscomponenten en bestaat uit de vaste beloning, de variabele cash bonus, de variabele lange termijnen componenten zoals aandelen en opties en de overige componenten waaronder het pensioen en de uitkering bij “change of control”. Aandeelhouders hebben belang bij een beloningspakket voor bestuurders dat uitdagend is en gericht op de lange termijn strategische doelstelling van de onderneming waarbij een relatie bestaat tussen de variabele beloning van de bestuurders en de prestaties van de onderneming (waaronder wordt verstaan lange termijn waardetoevoeging, te meten als een mix van korte en lange termijn doelstellingen). Om toe te kunnen zien op de beloning van bestuurders die de raad van commissarissen heeft vastgesteld is van belang dat aandeelhouders inzicht hebben in het beloningspakket van bestuurders. Bovendien dient, ingeval van uitkering van de variabele beloning door de commissarissen, te worden aangegeven dat er een relatie is met de lange termijn waardecreatie.

---

<sup>16</sup> Jensen en Murphy, *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them* (2004)

### 3.3 Bevindingen ten aanzien van het beloningsbeleid

#### Transparantie en verantwoording

De transparantie ten aanzien van de naleving van de Code en het beloningsbeleid is bij de AEX, AMX en AMS fondsen groot. In het algemeen geldt dat in de jaarverslagen veelal conform de Code wel het beleid omtrent beloning wordt beschreven, maar veelal de door de Code gevraagde verantwoording niet wordt gegeven<sup>17</sup>. Ook de transparantie ten aanzien van de prestatiecriteria voor het variabele deel van de beloning is groot, vooral bij de AEX fondsen. De verantwoording van de gehanteerde prestatiecriteria wordt verschaft door een meerderheid van de AEX, AMX en AMS fondsen, terwijl buitenlandse en lokale fondsen in mindere mate transparant zijn.

#### Ontwikkeling van de totale beloning en de afzonderlijke componenten

Er is differentiatie in de totale beloning van bestuurders van de verschillende soorten beursgenoteerde ondernemingen. Uit onderstaande tabellen<sup>18</sup> blijkt dat er opmerkelijke verschillen bestaan op het punt van de beloning van bestuurders van AEX fondsen en AMX fondsen. In de eerste plaats ligt de beloning bij de AEX fondsen hoger dan bij AMX fondsen. Ook vindt vooral bij de AEX fondsen optie- en aandelentoekenning plaats en ligt ook de cash bonus hoger. Voorts ligt de gemiddelde vaste beloning van bestuursvoorzitters van AEX fondsen hoger dan die van de bestuursvoorzitters van AMX fondsen.

Er is ook differentiatie in de totale beloning binnen de raad van bestuur. Dit is vooral het geval bij AEX fondsen. Bestuursvoorzitters van AEX fondsen ontvangen een beloning die gemiddeld sterk hoger (twee keer) ligt dan die van de overige bestuursleden (€ 4,07 miljoen vs € 2,04 miljoen). De grootste verschillen, zowel absoluut als relatief, worden daarbij genoteerd voor de waarde van de opties en aandelen (circa € 1,75 miljoen vs circa € 0,9 miljoen voor opties respectievelijk € 0,9 miljoen vs € 0,4 miljoen). De beloning van de bestuursvoorzitter bestaat voor gemiddeld 21% uit de vaste beloning. Voor de overige componenten ('cash bonus', opties en aandelen) bedragen de percentages 14, 43 en 22%<sup>19</sup>. De vaste beloning van de overige bestuursleden is gemiddeld 26% van de totale beloning. De aandelen van de overige componenten in de totale beloning zijn 11, 43 en 20%. Uit deze percentages blijkt dat de verschillende componenten een vergelijkbaar aandeel hebben in de totale beloning van beide groepen van bestuursleden.

---

<sup>17</sup> Hoewel de Code op een aantal punten wordt nageleefd is een vraag die rijst of daarmee ook inzicht wordt gegeven in de relatie tussen de variabele beloning en de ondernemingsresultaten.

<sup>18</sup> Het cijfermateriaal dat voor deze tabellen is gebruikt, is afkomstig van de Hay Group en is te raadplegen op [www.haygroup.nl](http://www.haygroup.nl). Het datamateriaal betreft de cijfers van de beloning van de bestuurders van alle AEX- en AMX-fondsen voor de jaren 2003 en 2004.

<sup>19</sup> Pensioen en andere secundaire elementen van de beloning ontbreken.

**Beloning van bestuursvoorzitters (V) en overige leden van de raad van bestuur (O)  
van de AEX fondsen, 2004**

	n	Mediaan	Standaarddeviatie	Scheefheid
Vaste beloning (V)	24	761.000	329.303	0,691
Vaste beloning (O)	23	507.333	171.936	0,698
'Cash bonus' (V)	24	445.911	559.142	0,964
'Cash bonus' (O)	23	202.319	182.736	0,660
Waarde opties (V)	24	726.532	2.931.262	2,656
Waarde opties (O)	23	379.700	1.350.120	2,808
Waarde aandelen (V)	24	241.618	1.410.451	1,910
Waarde aandelen (O)	23	138.993	584.764	2,070

Noot: alle cijfers in de tabel zijn uitgedrukt in euro's met uitzondering van die voor de scheefheid

**Beloning van bestuursvoorzitters (V) en overige leden van de raad van bestuur (O)  
van de AMX fondsen, 2004**

	n	Mediaan	Standaarddeviatie	Scheefheid
Vaste beloning (V)	21	431.100	148.617	2,311
Vaste beloning (O)	20	333.500	84.835	0,137
'Cash bonus' (V)	21	147.333	154.773	1,013
'Cash bonus' (O)	20	99.500	89.209	0,840
Waarde opties (V)	21	0	471.619	3,186
Waarde opties (O)	20	0	352.167	2,940
Waarde aandelen (V)	21	0	168.629	4,130
Waarde aandelen (O)	20	0	113.727	4,212

Noot: alle cijfers in de tabel zijn uitgedrukt in euro's met uitzondering van die voor de scheefheid. Opvallend is dat de mediaan van de waarde van de opties en aandelen voor de bestuursvoorzitters en de overige bestuursleden nul is. Dit betekent dat meer dan de helft van de vennootschappen geen opties en aandelen verstrekt aan hun bestuurders. Ter illustratie, de gemiddelden waarden van de wel verstrekte opties en aandelen zijn: € 191.642 voor waarde opties (v); € 162.078 voor waarde opties (o); € 49.362 voor waarde aandelen (v); en € 32.395 voor waarde aandelen (o).

De vaststelling van de waarde van het totale beloningspakket is zeer complex, maar wel nodig om inzicht te krijgen in de totale beloning van bestuurders. Deze vaststelling geschiedt op het tijdstip van toekenning van de beloning, maar de uiteindelijke uitkomsten kunnen hiervan scherp afwijken. Dit is vooral het geval bij opties. Doordat in de loop der tijd steeds meer voorwaarden zijn gesteld aan de toekenning van beloning is een goede vergelijking van de totale beloning in de tijd niet eenvoudig. De Commissie beschikt thans over onvoldoende informatie over de waarde die is toegekend aan aandelen en aan overige beloningscomponenten. Voor een goede vergelijking in de tijd is echter een vergelijking van de waarde van de totale beloning noodzakelijk.

### Relatie tussen de variabele beloning en resultaten van de onderneming

De Code geeft aan dat er een duidelijke relatie moet bestaan tussen de prestaties van de onderneming en de variabele beloning van bestuurders. Binnen het kader van de Code bestaan twee instrumenten om die relatie te realiseren: het *proces* waarmee de variabele beloning wordt vastgesteld en de *structuur* van het beloningscontract.

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

- a) inzicht in (transparantie van) de structuur van het beloningscontract, zoals met name weergegeven in best practice bepaling II.2.10;
- b) volstreekte onafhankelijkheid van zowel de remuneratiecommissie als de eventueel betrokken remuneratie-expert; en
- c) zeggenschap van de aandeelhouders, over de verantwoording van de wijze waarop het beloningsbeleid in de praktijk is gebracht aan de hand van het remuneratierapport van de commissarissen.

Inzicht in de structuur van het beloningscontract is in veel gevallen nog onvolledig en onvolkomen, zo blijkt uit het door de Commissie uitgezet onderzoek. Wel is het zo dat AEX fondsen voorop lopen bij het transparant en inzichtelijk maken van de (variabele) beloning.

De belangrijkste redenen voor onvolledig en onvolkomen inzicht in de structuur van het beloningscontract, zijn het vaak ontbreken van volledige en heldere informatie over de belangrijkste componenten van de waardering van de beloning, zoals voorwaardelijke opties en aandelen en ook een adequate waardering van de pensioenrechten. Het tweede element van het proces waarmee de variabele beloning wordt vastgesteld, te weten goedkeuring van het beloningsbeleid door de aandeelhouders, is sinds oktober 2004 wettelijk geregeld. Zowel bij structuurvennootschappen als bij niet-structuurvennootschappen moeten aandeelhouders het beloningsbeleid vaststellen. In een behoorlijk aantal gevallen<sup>20</sup> hebben aandeelhouders ook daadwerkelijk vragen gesteld over het beloningsbeleid. De mate waarin aandeelhouders gebruik maken van hun recht om (kritische) vragen te stellen en goedkeuring te geven of te onthouden is des aandeelhouders.

De *structuur* van het beloningsbeleid kent drie elementen (welke in best practice bepaling II.2.10 adequaat worden uitgewerkt):

- a) wat is de maximale en/of de gemiddelde variabele beloning als percentage van het vaste salaris;
- b) welk deel van de variabele beloning afhankelijk is van meetbare en vooraf vastgestelde prestatie maatstaven, welk deel van die maatstaven extern wordt gecommuniceerd en welk deel wordt vastgesteld op basis van subjectieve criteria en/of discretionair wordt vastgesteld; en
- c) welk deel van de variabele beloning afhankelijk is van de prestaties van dit jaar, welk deel afhankelijk is van de lange termijn prestaties en in hoeverre de variabele beloning voorwaardelijk wordt toegekend.

---

<sup>20</sup> Uit het onderzoek van RSM Erasmus University blijkt dat tijdens de door haar onderzochte aandeelhoudersvergaderingen er in totaal meer dan 150 vragen zijn gesteld omtrent het belonen van bestuurders. De categorie beloningen is hiermee het onderdeel van de corporate governance waarover de meeste vragen zijn gesteld.

Een helder inzicht in de beloningsstructuur is een belangrijke aanzet om te komen tot een directe relatie tussen de prestaties en de (variabele) beloning van bestuurders (zie het principe behorend bij hoofdstuk II.2. van de Code inzake de hoogte en samenstelling van de bezoldiging). In hoeverre de beloningsstructuur ook leidt tot een feitelijke koppeling tussen beloning en prestatie kan slechts worden vastgesteld door over een reeks van jaren empirisch vast te stellen in welke mate de beloning van bestuurders en de prestaties van de ondernemingen gecorreleerd zijn. Een dergelijk grondig empirisch onderzoek onder Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen bestaat niet<sup>21</sup>. De Commissie overweegt om in 2006 een dergelijk onderzoek te laten uitvoeren. In dat geval zal over de feitelijke relatie tussen prestatie en beloning bij Nederlandse beursfondsen worden gerapporteerd in het 2006-rapport van de Commissie.

---

<sup>21</sup> Wel zijn voor de Verenigde Staten dergelijke studies verricht, een goed voorbeeld is de studie van Hall en Liebman (1998).

## Hoofdstuk 3 – Conclusies

## Conclusies

Corporate governance staat volop in de maatschappelijke belangstelling. Aandeelhouders stellen zich steeds actiever op, de kwestie topbeloningen krijgt veel aandacht in de media en gedragscode's op het terrein van ordentelijk bestuur schieten als paddestoelen uit de grond.

Wat kunnen we concluderen na "één jaar Tabaksblad"? Ondanks het feit dat de ervaringen met de Code pril zijn, is het duidelijk dat nagenoeg iedereen zijn best doet om corporate governance tot een succes te maken. De naleving en toepassing van de Code is hoog. Goede corporate governance zorgt voor vertrouwen in bedrijven, een goed vestigingsklimaat en voor vertouwen in de economie. Hiervan plukt iedereen uiteindelijk de vruchten.

Ondanks het feit dat het beeld overwegend positief is zijn er over de naleving desalniettemin een aantal aandachtspunten te noemen. Het volledige overzicht met aandachtspunten is terug te vinden in hoofdstuk 1 van dit rapport. Hieronder volgen een aantal in het oog springende aandachtspunten.

- Kleine fondsen en primair in het buitenland genoteerde fondsen blijven relatief wat achter met de naleving van de Code.
- Door vennootschappen uit alle categorieën bedrijven worden codebepalingen niet nageleefd. Opgemerkt is dat de Commissie geen rechtvaardiging ziet voor het niet-naleven van codebepalingen. Indien van een codebepaling wordt afgeweken dan dient deze afwijking te worden toegelicht. De veelvuldig niet nageleefde codebepalingen zullen, evenals de veelvuldig uitgelegde bepalingen, in het monitoringrapport van volgend jaar extra aandacht krijgen.
- De naleving en toepassing is, voor wat betreft het hoofdstuk uit de Code inzake de bezoldiging van bestuurders (onderdeel II.2 van de Code), lager dan die van de overige hoofdstukken uit de Code. Het inzicht in de relatie tussen de variabele beloning en het ondernemingsresultaat is nog onvolkomen. Hiervoor is meer inzicht nodig in de structuur van het beloningscontract.
- De toegang tot aandeelhoudersvergaderingen dient te worden verbeterd. In dit verband is het noodzakelijk dat de Nederlandse regering het (grensoverschrijdend) stemmen op afstand hoog op de (internationale) agenda zet. Ook dient aandacht uit te gaan naar tijdige beschikbaarstelling van vergaderstukken aan aandeelhouders ten behoeve van de aandeelhoudersvergadering. De Commissie benadrukt voorts het belang van een goede dialoog tussen bestuurders en aandeelhouders.
- Institutionele beleggers leven de Code relatief minder goed na dan vennootschappen. De institutionele beleggers worden opgeroepen de informatie omtrent de naleving van de Code publiek te maken aan de hand van duidelijke (liefst standaard) formats.



### Aanbeveling inzake interne risicobeheersings- en controlesystemen (good practice)

De Commissie acht het wenselijk om op het terrein van best practice bepaling II.1.4 te komen met aanbevelingen omtrent de toepassing van dit principe. In dit geval spreekt de Commissie van *good practice*.

De Commissie is van oordeel dat aan best practice bepaling II.1.4 wordt voldaan indien:

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

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

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

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

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

De Commissie tekent aan dat nog slechts één jaar ervaring met best practice bepaling II.1.4 is opgedaan. Behoeften en ervaringen ontwikkelen zich in de loop van de tijd, evenals wat op dit gebied als "good practice" wordt beschouwd. Monitoring door de Commissie in de komende jaren kan de behoefte aan verdere verheldering en/of bijstelling van II.1.4. aan het licht brengen. De Commissie zal daarom op dit terrein de komende tijd de vinger aan de pols houden.

## Aanbeveling inzake het beloningsbeleid (good practice)

### *Hoogte van beloningen*

De Code stelt ten aanzien van de hoogte van de beloning van bestuurders dat deze zodanig dient te zijn dat gekwalificeerde en deskundige bestuurders kunnen worden aangetrokken en behouden. De Code verschaft geen norm waaraan de hoogte kan worden getoetst. Het ontwikkelen van een dergelijke toetsingsnorm voor de hoogte van beloningen is volgens de Commissie niet mogelijk. De Nederlandse situatie kenmerkt zich door de aanwezigheid van een sterk internationale markt, niet alleen voor bestuurders van ondernemingen maar ook voor ondernemingen zelf. Het introduceren van een nationale normstelling is in een dergelijke omgeving niet effectief.

### *Vaststelling beloningsbeleid*

De Code concentreert zich op het proces rondom de vaststelling van het beloningsbeleid en op de structuur van de beloning. Hoewel op deze punten de naleving hoog is, wordt er veelvuldig met uitleg afgeweken van de in de Code aangegeven best practice bepalingen. Naar de mening van de Commissie is het gewenst dat met name op dit gebied de codebepalingen breder worden toegepast. Voorts doet de Commissie de volgende aanbevelingen.

Ten aanzien van het remuneratieproces pleit de Commissie voor grotere eenvoud en meer uniformiteit in de rapportage over de feitelijke beloningen. De Commissie stelt zich voor hierover volgend kalenderjaar in overleg te treden met vennootschappen en andere belanghebbenden.

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

De Commissie vindt het vervolgens belangrijk dat de remuneratiecommissie van de raad van commissarissen op adequate wijze in haar werkzaamheden wordt ondersteund. Dit zal in de regel inhouden dat de remuneratiecommissie een remuneratie-expert zal betrekken bij zijn werkzaamheden. Deze expert dient zijn werkzaamheden in opdracht van de remuneratiecommissie te verrichten. Daarbij dient het uitgangspunt te zijn dat eventuele belangenconflicten bij de remuneratie-expert worden vermeden.

### *Structuur van beloningen*

Inzake de structuur van de beloningen kan allereerst worden geconstateerd dat de variabele beloning een zeer substantieel onderdeel vormt van de totale beloning. De variabele beloning valt (in het algemeen) uiteen in een korte termijn bonus, die vooral individuele prestaties beloont, en een lange termijn beloning waarbij de nadruk ligt op de prestatie van de onderneming als geheel.

Zowel ten aanzien van de korte als de lange termijn variabele beloning zou het remuneratierapport een inzicht moeten verschaffen in de volgende drie elementen:

- a) het maximum van de variabele beloning, bijvoorbeeld als percentage van het vaste inkomen;
- b) welk deel van de variabele beloning is gekoppeld aan kwantitatief meetbare prestatiecriteria en targets en welk deel discretionair door de raad van commissarissen wordt bepaald;
- c) een aanduiding van de kwantitatief meetbare prestatiecriteria voorzover overwegingen van concurrentiegevoeligheid zich daar niet tegen verzetten.

Het verdient aanbeveling om bij de vaststelling van het variabele deel van de beloning niet af te wijken van de vooraf bepaalde kwantitatief meetbare prestatiecriteria en targets en uitsluitend binnen het discretionair bepaalde deel van de variabele beloning rekening te houden met bijzondere omstandigheden. Achteraf dient de raad van commissarissen zich over het gevoerde beleid te verantwoorden.

Ten aanzien van de lange termijn incentive constateert de Commissie dat beursgenoteerde vennootschappen, in lijn met de Code, steeds vaker overgaan naar voorwaardelijke optie- c.q. aandelenplannen. Voorwaarde voor toekenning dan wel uitoefening is daarbij de realisatie van vooraf aangegeven, duidelijk kwantificeerbare en uitdagende doelen. Naar de mening van de Commissie dienen deze doelen in directe relatie te staan tot de creatie van lange termijn aandeelhouderswaarde.

## Toekomstige werkzaamheden

In 2006 zal de Commissie haar werkzaamheden voortzetten. De werkzaamheden in 2005 stonden in het teken van het opmaken van de balans, met als centraal thema: de naleving van de Code in de praktijk.

In het komende jaar wordt het monitoren van de naleving van de Code en de best practice bepalingen voortgezet. Speciale aandacht gaat daarbij in ieder geval uit naar:

- naleving van de Code door lokale en de primair in het buitenland genoteerde “Nederlandse” fondsen;
- codebepalingen die betrekking hebben op (het functioneren van de raad van) commissarissen;
- beloningenbeleid;
- beschermingsconstructies en de governance van administratiekantoren;
- aandeelhoudersvergaderingen (voorbereiding en effectiviteit); en
- interne risicobeheersings- en controlesystemen.

Het accent van de werkzaamheden zal in 2006 worden verlegd van het laten verrichten van onderzoek naar het organiseren van marktconsultaties. De accentverschuiving is mede ingegeven door de positieve ervaringen die zijn opgedaan met de marktconsultaties op het terrein van interne risicobeheersings- en controlesystemen. In 2006 zullen (in ieder geval) marktconsultaties worden gehouden op de volgende terreinen:

- naleving van de Code door lokale en in het buitenland genoteerde fondsen;
- beloningen en beloningsbeleid (informatieformat, waardering, effectiviteit en verantwoording);
- governance van administratiekantoren; en
- aandeelhoudersvergaderingen (voorbereiding en effectiviteit).

Uit het bovenstaande valt af te leiden dat het thema beloningen en beloningenbeleid in 2006 nader in kaart zal worden gebracht. Doel is om in 2006 te komen met concrete aanbevelingen ter verbetering van de informatieverstrekking over de hoogte en samenstelling van beloningen. Daarnaast wordt een onderzoek overwogen over de feitelijke relatie tussen prestatie en beloning bij Nederlandse beursfondsen.

Tot slot wordt in aanvulling op het bovenstaande opgemerkt dat de Commissie in 2006 expliciet aandacht zal besteden aan de dialoog tussen de onderneming en aandeelhouders.

# Samenstelling Monitoring Commissie Corporate Governance Code

## **Voorzitter**

Prof. dr. Jean Frijns

*Hoogleraar investments Vrije Universiteit van Amsterdam*

*Voormalig directeur vermogensbeheer en lid Directieraad ABP*

## **Leden**

Prof. dr. Kees Cools RA

*Hoogleraar ondernemingsfinanciering en -strategie Rijksuniversiteit Groningen*

*Partner The Boston Consulting Group*

Ir. Gert-Jan Kramer

*President-directeur Fugro NV*

*Voorzitter raad van commissarissen Koninklijke BAM Groep NV*

Prof. dr. Jaap van Manen RA

*Hoogleraar accountantscontrole Rijksuniversiteit Groningen*

*Partner PricewaterhouseCoopers Accountants NV*

Prof. mr. drs. Henri Ophof

*Emeritus hoogleraar burgerlijk recht en handelsrecht Erasmus Universiteit*

*Rotterdam*

*Voorzitter Vereniging van Effectenbezitters*

Mw. drs. Kitty Roozmond

*Directeur Interprovinciaal Overleg*

*Voormalig vice-voorzitter FNV*

Drs. Jos Streppel

*Voorzitter Stichting Communicatiekanaal Aandeelhouders*

*Chief Financial Officer Aegon NV*

*Lid raad van commissarissen KPN NV*

Prof. mr. Albert Verdam

*Hoogleraar ondernemingsrecht Vrije Universiteit van Amsterdam*

*Legal adviser Koninklijke Philips Electronics NV*

## **Secretaris**

Drs. Wicief Poesiat

*Directie Financiële Markten, Ministerie van Financiën*

Mr. Marco Knubben (adjunct)

*Directie Ondernemerschap, Ministerie van Economische Zaken*

Mr. Wim Helmink (adjunct)

*Directie Ondernemerschap, Ministerie van Economische Zaken*

## Bijlage

### *Onderzoeken (verricht in opdracht van de Commissie)*

- Rijksuniversiteit Groningen, *Corporate Governance in Nederland, een onderzoek naar de stand van zaken in het boekjaar 2004, alsmede naar de verklaring van verschillen tussen beursgenoteerde vennootschappen*. Afgerond: november 2005.
- RSM Erasmus University, *Activiteiten van aandeelhouders 2005*. Afgerond: 21 oktober 2005.
- Mevrouw dr. C.M. van Praag, *Relatie beloning van topbestuurders en bedrijfsprestaties*. Afgerond: november 2005.
- Universiteit van Tilburg, *Internationale ontwikkelingen en gebruiken in verband met corporate governance in 2004/2005*. Onderzoek loopt nog.

### *Marktconsultaties inzake interne risicobeheersings- en controlesystemen*

- Bijeenkomst met leden van raden van bestuur.
- Bijeenkomst met vertegenwoordigers van beleggerorganisaties.
- Bijeenkomst met accountants.

### *Ingekomen schriftelijke reacties*

- Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen (SCGOP), eenmaal in september 2005 en eenmaal in november 2005
- Vereniging van Effectenbezitters (VEB), december 2005.

### *Overige reacties van instellingen*

Verschillende reacties van instelling zijn ontvangen, waaronder die van: SCGOP, VEB, het Nederlands Centrum van Directeuren en Commissarissen, de Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen, de Vereniging VNO-NCW, Towers Perrin, Hay en Hewitt.