

# **Monitoring Commissie Corporate Governance Code**

Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en  
over het toepassingsbereik van de Code

mei 2007

secretariaat: postbus 20201, NL 2500 EE Den Haag

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

## **INHOUDSOPGAVE**

I Samenvatting	5
II Het Nederlandse kader	11
III Ervaringen met de Code	13
IV Nadere uitwerkingen van de Code	15
V Aanbevelingen aan de wetgever	21
VI Verantwoording	29
Samenstelling Monitoring Commissie	33

## I Samenvatting

### Algemene bevindingen

De Nederlandse corporate governance code (hierna: de Code) heeft als doel behoorlijk ondernemingsbestuur bij Nederlandse beursvennootschappen te bevorderen. De keuze voor zelfregulering door middel van de Code vloeit voort uit de wens om maatwerk te kunnen leveren en snel te kunnen inspelen op veranderende marktomstandigheden en praktijken. De Code staat niet op zichzelf, maar vormt met de wetgeving en jurisprudentie op het terrein van corporate governance een bouwwerk dat in zijn geheel moet worden gezien. In dat stelsel is het stakeholdersmodel leidend. In het stakeholdersmodel is de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband van diverse bij de vennootschap betrokken partijen waaronder werknemers, aandeelhouders en overige kapitaalverschaffers, klanten en leveranciers. Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn.

Sinds de totstandkoming van de Code hebben aandeelhouders zich actiever opgesteld. In enkele gevallen hebben zich conflicten tussen vennootschap en aandeelhouders voorgedaan over de strategie van de onderneming. De Monitoring Commissie ziet hierin geen aanleiding om het Nederlandse corporate governance stelsel fundamenteel te wijzigen. In de ogen van de Monitoring Commissie beantwoordt de Code nog steeds aan haar doelstellingen.

De Monitoring Commissie acht het van belang dat Nederlandse vennootschappen aantrekkelijk blijven voor (buitenlandse) beleggers en dat tegelijkertijd wordt voorkomen dat vennootschappen speelbal worden van korte termijn beleggingsstrategieën op de financiële markten. Een toenemend gebruik van (structurele) beschermingsmaatregelen is volgens de Monitoring Commissie geen adequaat middel om dit doel te bereiken. Wel acht de Monitoring Commissie nadere spelregels nodig voor de verhouding tussen de vennootschap en haar aandeelhouders, teneinde de processen tussen bestuur, raad van commissarissen en (algemene vergadering van) aandeelhouders zorgvuldig te laten verlopen en een optimale belangenafweging mogelijk te maken. Goede onderlinge verhoudingen tussen de verschillende stakeholders kunnen daarbij van grote waarde zijn, in het bijzonder door het voeren van een continue en constructieve dialoog tussen de vennootschap en haar aandeelhouders.

De Monitoring Commissie heeft spelregels opgesteld in de vorm van nadere uitwerkingen van de Code en aanbevelingen aan de wetgever. Deze spelregels worden hieronder samengevat.

### Nadere uitwerkingen van de Code

#### 1. Gesprekken met aandeelhouders

*De Monitoring Commissie beveelt aan dat gesprekken met aandeelhouders in beginsel worden gevoerd door het bestuur. De voorzitter van de raad van commissarissen is terughoudend in het voeren van gesprekken met aandeelhouders. Dat laat onverlet dat de voorzitter van de raad van*

*commissarissen in voorkomende gevallen, met name indien aandeelhouders geen gehoor vinden bij het bestuur of er sprake is van een (dreigend) conflict tussen het bestuur en een of meer aandeelhouders, gesprekken kan voeren met aandeelhouders ten einde kennis te nemen van hun standpunten, met medeweten van de raad van commissarissen en in aanwezigheid van een andere commissaris of van een lid van het bestuur. Dergelijke gesprekken kunnen plaatsvinden zowel op initiatief van een aandeelhouder als op initiatief van de raad van commissarissen.*

## 2. Samenstelling van de raad van commissarissen

*De Monitoring Commissie beveelt aan dat de raad van commissarissen streeft naar een gemengde samenstelling. Op dit thema zal de Monitoring Commissie in haar derde jaarrapport, uit te brengen in december 2007, nader ingaan.*

## 3. Communicatie buiten het kader van de algemene vergadering

*De Monitoring Commissie beveelt aan dat de vennootschap een beleid op hoofdlijnen formuleert inzake bilaterale contacten met aandeelhouders en dit beleid publiceert op haar website.*

## 4. Responstijd

*De Monitoring Commissie acht het good practice dat een aandeelhouder het agenderingsrecht slechts uitoefent nadat hij daaromtrent in dialoog is getreden met het bestuur van de onderneming. Indien de agendering van een onderwerp naar verwachting kan leiden tot wijziging van de strategie van de onderneming, waaronder het ontslag van zittende bestuurders en/of commissarissen en de benoeming van andere bestuurders en/of commissarissen, dan neemt de Monitoring Commissie als vuistregel aan dat een termijn van 180 dagen (hierna: de "responstijd") toereikend is voor het bestuur om een mening te vormen over de opvatting van de aandeelhouder en eventuele alternatieven in kaart te brengen en te verkennen. Het bestuur zal de responstijd daadwerkelijk moeten benutten voor nader beraad en constructief overleg, in de eerste plaats (maar niet uitsluitend) met de aandeelhouder die zijn wens tot agendering tot uitdrukking heeft gebracht. Uiteraard dragen het bestuur en de raad van commissarissen ook tijdens de responstijd de integrale verantwoordelijkheid voor een zorgvuldige afweging van alle bij de vennootschap betrokken belangen, doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming, waarbij de vennootschap streeft naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. Daaruit volgt dat het bestuur en de raad van commissarissen de wachttijd niet zullen gebruiken om hun eigen positie veilig te stellen. De Monitoring Commissie gaat ervan uit dat het bestuur de responstijd daadwerkelijk aanwendt voor dialoog, beraad en verkenning van de alternatieven en dat de raad van commissarissen hierop toeziet en het bestuur met raad terzijde staat. Een zelfde responstijd geldt mutatis mutandis voor het verzoek tot bijeenroepen van een algemene vergadering.*

## 5. Deponeren uitkomsten stemvolmachten bij onafhankelijke derde

*De Monitoring Commissie beveelt aan dat de vennootschap aan beleggers de mogelijkheid biedt om voorafgaand aan de algemene vergadering stemvolmachten bij een onafhankelijke derde te*

*deponeren. De Monitoring Commissie meent dat de bij de vennootschap bekende stemmen en/of stemvolmachten niet voorafgaand aan de AvA behoeven te worden gepubliceerd.*

#### 6. Beperken van de spreektijd ter vergadering

*De Monitoring Commissie beveelt aan dat de voorzitter van de AvA de spreektijd in het kader van het bewaken van een goede vergaderorde kan beperken ter bevordering van een efficiënte en inhoudelijk zinvolle AvA, mits deze bevoegdheid in redelijkheid wordt uitgeoefend.*

#### 7. Openbaarmaking change of control clauses

*De Monitoring Commissie beveelt aan om de voorwaarden van change of control clauses in contracten met bestuurders en van andere aan bestuurders in het vooruitzicht gestelde vergoedingen (al dan niet luidende in effecten) onverwijld openbaar te maken (vgl. best practice bepaling II.2.11 van de Code). Daarnaast dient dergelijke informatie te worden verstrekt bij een besluit of voorstel van het bestuur over een overname of andere belangrijke wijziging in het karakter van de vennootschap, dat aan de AvA wordt voorgelegd en dat kan leiden tot de toepasselijkheid van de clause of tot verstrekking van de vergoeding.*

### Aanbevelingen aan de wetgever

#### 1. Meldingsplicht voor aandeelhouders

*De Monitoring Commissie beveelt aan de drempel van 5% voor het melden van de zeggenschap te verlagen naar 3% met een meldingsplicht bij elke wijziging van 1%. Daarmee wordt ook in internationaal verband aansluiting gevonden.*

#### 2. Intenties van aandeelhouders

*De Monitoring Commissie beveelt aan om een aandeelhouder met een belang van een bepaalde omvang in een Nederlandse vennootschap te verplichten te openbaren wat zijn intenties zijn. De Monitoring Commissie denkt hierbij aan een drempel van 5%. De Monitoring Commissie geeft daarbij in overweging bij het ontwerpen van een regeling nadrukkelijk aandacht te schenken aan de uitvoeringsaspecten, in het bijzonder aspecten als wijzigingen van intenties, de samenhang met 'acting in concert' en het stemmen vóór voorstellen van aandeelhouders die andere intenties hebben gemeld. Voorts kan worden overwogen het agenderingsrecht uitsluitend toe te kennen aan aandeelhouders die hun intenties hebben bekend gemaakt.*

#### 3. Empty voting/securities lending

*De Monitoring Commissie meent dat in de Code de veronderstelling besloten ligt dat het zeggenschapsbelang zoveel mogelijk dient te sporen met het financiële belang. De Monitoring Commissie acht 'empty voting' derhalve ongewenst. Tegelijkertijd erkent de Monitoring Commissie dat de mogelijkheden om 'empty voting' tegen te gaan beperkt zijn. De Monitoring Commissie stelt vast dat de problematiek van securities lending met uitsluitend oogmerk om stemrecht te verkrijgen op dit*

*moment onvoldoende te overzien is. De Monitoring Commissie beveelt daarom aan de mogelijkheden voor ontmoediging van securities lending met het (uitsluitend) oogmerk stemrechten te verkrijgen nader te onderzoeken. Daarbij dient nadrukkelijk aandacht te worden besteed aan internationale ontwikkelingen.*

#### 4. Identificatie van aandeelhouders

*De Monitoring Commissie beveelt aan wetgeving te ontwikkelen ten einde de vennootschap in staat te stellen de identiteit van de aandeelhouder (economisch gerechtigde op de aandelen) te achterhalen.*

#### 5. Agenderingsrecht

*De Monitoring Commissie beveelt aan in overweging te nemen om met betrekking tot het agenderingsrecht internationaal aansluiting te zoeken en de drempel te verhogen tot 3%. Het alternatieve criterium van het nominale bedrag kan daarbij vervallen. De drempel van 3% sluit aan bij de door de Monitoring Commissie voorgestelde drempel voor het melden van de zeggenschap.*

#### 6. Ontslag/opzegging vertrouwen raad van commissarissen

*De Monitoring Commissie beveelt aan de statutaire vrijheid van vennootschappen om nadere eisen te stellen aan de besluitvorming bij het ontslag van bestuurders en/of commissarissen te handhaven. De Monitoring Commissie geeft in overweging deze statutaire vrijheid ook voor structuurvennootschappen in te voeren.*

#### 7. Toepassing Code op alternatieve handelsplatformen

*De Monitoring Commissie beveelt aan dat naleving van de Code niet wettelijk verplicht wordt gesteld voor de verhandeling op alternatieve handelsplatformen van aandelen in vennootschappen, behorend tot het MKB. Voorts roept de Monitoring Commissie de houders van de voornoemde handelsplatformen op om duidelijk te maken dat op hun platformen een corporate governance kader van toepassing is dat afwijkt van het kader dat geldt voor vennootschappen waarvan effecten worden verhandeld op de gereguleerde markt.*

#### 8. Lokale fondsen

*De Monitoring Commissie meent dat de Code voor lokale fondsen voldoende mogelijkheden biedt om conform de Code uit te leggen waarom bepalingen niet worden toegepast. Een aanbeveling aan de wetgever kan daarom achterwege blijven.*

#### 9. Nederlandse fondsen met uitsluitend een notering in het buitenland

*De Monitoring Commissie meent dat de bestaande "pas toe of leg uit"-regel voldoende mogelijkheden voor Nederlandse fondsen met een buitenlandse notering biedt om de Code na te leven door een buitenlandse corporate governance code toe te passen. Een aanbeveling aan de wetgever kan daarom achterwege blijven.*

## II Het Nederlandse kader

De Nederlandse corporate governance code (hierna: de Code) is een instrument van zelfregulering dat als doel heeft behoorlijk ondernemingsbestuur bij Nederlandse beursvennootschappen te bevorderen. De Code bevat principes, uitgewerkt in concrete best practice bepalingen, die zich richten op de bij de vennootschap betrokken personen (onder meer bestuurders en commissarissen) en overige partijen (inclusief institutionele beleggers).

De Code is opgesteld met inachtneming van het Nederlandse vennootschapsrechtelijke systeem. Dit houdt in dat het *stakeholdersmodel* leidend is: het richtsnoer voor het handelen van het bestuur en de raad van commissarissen is het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. De Code gaat er derhalve vanuit dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen waaronder werknemers, aandeelhouders en overige kapitaalverschaffers, klanten en leveranciers. Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn.

De Code staat niet op zichzelf, maar vormt met de (nationale en Europese) wetgeving en jurisprudentie op het terrein van corporate governance een bouwwerk dat in zijn geheel moet worden gezien. Op het terrein van de wetgeving zijn Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (vennootschapsrechtelijke bepalingen en jaarrekeningrecht), onderdelen van de nieuwe Wet op het financieel toezicht (marktmisbruik, melding zeggenschap en prospectusregels) en de nieuwe Wet toezicht financiële verslaggeving van bijzonder belang. De Autoriteit Financiële Markten heeft bij de laatste twee wetten een toezichthoudende taak. Voor wat betreft de ontwikkeling van het ondernemingsrecht hebben de uitspraken van de Ondernemingskamer en de Hoge Raad grote betekenis. De Ondernemingskamer beoordeelt in een enquêteprocedure of het beleid van een vennootschap de toets der kritiek kan doorstaan en heeft de bevoegdheid zondig (onmiddellijke) voorzieningen te treffen. In dat kader kan de bevoegdheidsuitoefening van het bestuur en de raad van commissarissen worden gewogen alsmede die van (de algemene vergadering van) aandeelhouders. Deze bij de vennootschap betrokkenen dienen ten opzichte van elkaar de maatstaven van redelijkheid en billijkheid in acht te nemen.

In de vennootschappelijke verhoudingen heeft het bestuur een centrale positie: het bepaalt de strategie en is daarbij - anders dan aandeelhouders - gebonden aan het belang van de continuïteit van de vennootschap en het afwegen van de belangen van alle bij de vennootschap betrokkenen. De raad van commissarissen houdt toezicht op het beleid van het bestuur en staat het bestuur met raad terzijde. Het is de taak van het bestuur en de raad van commissarissen om conform de hierboven genoemde principes tot een belangenafweging te komen met betrekking tot de strategie. Beide organen leggen over deze belangenafweging verantwoording af aan de algemene vergadering van aandeelhouders.

Dit Nederlandse kader van wetgeving, Code en jurisprudentie draagt bij aan een goede governance van vennootschappen, gericht op de creatie van aandeelhouderswaarde op lange termijn. Dit betekent enerzijds dat Nederlandse vennootschappen aantrekkelijk dienen te blijven voor (buitenlandse) beleggers, anderzijds dient voorkomen te worden dat zij speelbal worden van korte termijn beleggingsstrategieën op de financiële markten. De Commissie meent dat het niet in de rede ligt deze doelstellingen te bereiken door een toenemend gebruik van (structurele) beschermingsmaatregelen. De Commissie beveelt nadere spelregels aan voor de verhoudingen tussen de vennootschap en haar aandeelhouders, teneinde de processen tussen bestuur, raad van commissarissen en (algemene vergadering van) aandeelhouders zorgvuldig te laten verlopen en een optimale belangenafweging mogelijk te maken. Goede onderlinge verhoudingen tussen de verschillende stakeholders kunnen daarbij van grote waarde zijn, in het bijzonder door het voeren van een continue en constructieve dialoog tussen de vennootschap en haar aandeelhouders.



### III Ervaringen met de Code

De Code is in 2003 tot stand gekomen om het vertrouwen in het Nederlandse ondernemingsbestuur en het toezicht daarop te herstellen en de Nederlandse corporate governance regels en praktijken in lijn te brengen met de beste in de Westerse wereld. In de Code zijn principes en best practice bepalingen neergelegd om de positie van zowel de raad van commissarissen als de algemene vergadering van aandeelhouders te versterken, waardoor een te grote machtsconcentratie bij het bestuur wordt vermeden. De onafhankelijkheid van de externe accountant is versterkt door hem rechtstreeks te laten rapporteren aan de raad van commissarissen.

De keuze voor zelfregulering door middel van de Code vloeit voort uit de wens om maatwerk te kunnen leveren en snel te kunnen inspelen op veranderende marktomstandigheden en praktijken. De Code is niet vrijblijvend: vennootschappen dienen de Code toe te passen of uit te leggen waarom zij de Code niet toepassen. In dat kader is de Monitoring Commissie ingesteld. De Commissie heeft tot taak de actualiteit en bruikbaarheid van de Code te bevorderen, onder meer door de naleving en toepassing van de Code te inventariseren, internationale ontwikkelingen en praktijken te volgen en eventuele leemtes of onduidelijkheden in de Code te signaleren. Naar de opvatting van de Monitoring Commissie beantwoordt de Code nog steeds aan haar doelstellingen.

Sinds de totstandkoming van de Code hebben aandeelhouders zich actiever opgesteld. In enkele gevallen hebben zich conflicten tussen vennootschap en aandeelhouders voorgedaan over de strategie van de onderneming. Dit "aandeelhoudersactivisme" was voor de Monitoring Commissie mede aanleiding in december 2006 een consultatiedocument uit te brengen over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders in het Nederlandse corporate governance model. Tevens is de Monitoring Commissie hierover bevraagd door de ministers van Economische Zaken, van Financiën en van Justitie. In het consultatiedocument is tevens ingegaan op het toepassingsbereik van de Code met betrekking tot niet-gereguleerde financiële markten, lokale fondsen en Nederlandse fondsen die uitsluitend in het buitenland zijn genoteerd.

Marktpartijen zijn tot 15 maart 2007 in de gelegenheid gesteld te reageren op het consultatiedocument. In totaal zijn er 29 reacties ontvangen. Ook heeft de Monitoring Commissie gesprekken gevoerd met diverse maatschappelijke belangenorganisaties en overheidsinstanties. Ter afsluiting van de consultatie is op 17 april 2007 een symposium gehouden over de onderwerpen die in het consultatiedocument aan de orde zijn gesteld.

Uit de reacties op de consultatie en tijdens het symposium is gebleken dat de meeste voorstellen van de Monitoring Commissie in het consultatiedocument op een groot draagvlak kunnen rekenen. Respondenten en deelnemers aan het symposium hebben tevens een aantal interessante suggesties gedaan. De Monitoring Commissie adresseert de naar haar mening belangrijkste suggesties in de

paragrafen IV en V. In paragraaf IV worden nadere uitwerkingen van de Code gegeven. Paragraaf V bevat enkele aanbevelingen gericht aan de wetgever.

## **IV Nadere uitwerkingen van de Nederlandse corporate governance code**

### 1. De rol van de raad van commissarissen.

De raad van commissarissen houdt toezicht op het beleid van het bestuur en staat het bestuur met raad terzijde. De rol van de commissarissen wordt in de praktijk steeds belangrijker. Daarin speelt de omstandigheid dat aandeelhouders meer gebruik maken van hun rechten dan voorheen mede een rol. Meer in het algemeen is sprake van een brede invulling van de verantwoording die door bestuur en raad van commissarissen dient te worden afgelegd. Hierdoor krijgt de toezichhoudende taak van de commissarissen meer gewicht.

Niet alleen op indirecte wijze, maar ook op directe wijze heeft de raad van commissarissen, en dan met name de voorzitter, te maken met aandeelhouders. In de contacten met aandeelhouders treedt de voorzitter van de raad van commissarissen naar voren als voorzitter van de algemene vergadering van aandeelhouders (hierna: AvA). Ook buiten het verband van de AvA hebben aandeelhouders, met name degenen die gewend zijn aan een one-tier systeem, de neiging de voorzitter van de raad van commissarissen te benaderen.

*De Monitoring Commissie beveelt aan dat gesprekken met aandeelhouders in beginsel worden gevoerd door het bestuur. De voorzitter van de raad van commissarissen is terughoudend in het voeren van gesprekken met aandeelhouders. Dat laat onverlet dat de voorzitter van de raad van commissarissen in voorkomende gevallen, met name indien aandeelhouders geen gehoor vinden bij het bestuur of er sprake is van een (dreigend) conflict tussen het bestuur en een of meer aandeelhouders, gesprekken kan voeren met aandeelhouders ten einde kennis te nemen van hun standpunten, met medeweten van de raad van commissarissen en in aanwezigheid van een andere commissaris of van een lid van het bestuur. Dergelijke gesprekken kunnen plaatsvinden zowel op initiatief van een aandeelhouder als op initiatief van de raad van commissarissen.*

### 2. Samenstelling van de raad van commissarissen

Naast deskundigheid is onafhankelijkheid een cruciale eigenschap voor een goed functionerende raad van commissarissen (Principe III.2). Een belangrijk middel ter verdere bevordering van een onafhankelijk optreden van de raad van commissarissen is diversiteit in de samenstelling van de raad van commissarissen.

*De Monitoring Commissie beveelt aan dat de raad van commissarissen streeft naar een gemengde samenstelling. Op dit thema zal de Monitoring Commissie in haar derde jaarrapport, uit te brengen in december 2007, nader ingaan.*

### 3. Communicatie buiten het kader van de algemene vergadering

De Monitoring Commissie onderstreept dat een dialoog met de aandeelhouders en andere marktpartijen buiten het kader van de AvA nuttig kan zijn. Een belangrijke functie van één-op-één

gesprekken met beleggers kan zijn dat beleggers hun standpunten onder de aandacht kunnen brengen en daarover met de vennootschap van gedachten kunnen wisselen. Uiteraard geldt als voorwaarde dat bij het voeren van deze gesprekken in het bijzonder de wettelijke regels met betrekking tot marktmisbruik volledig worden nageleefd. Het blijft de verantwoordelijkheid van - in eerste instantie - de vennootschap om steeds te beoordelen of bepaalde informatie al dan niet koersgevoelig is.

De zorgvuldigheid die de vennootschap en haar aandeelhouders bij het aangaan van de dialoog dienen te betrachten vereist dat koersgevoelige informatie niet wordt verstrekt dan nadat partijen elkaar over en weer in de gelegenheid hebben gesteld maatregelen te treffen met het oog op een verantwoorde omgang met voorwetenschap. De weigering om koersgevoelige informatie te ontvangen dient uiteraard te worden gerespecteerd. De bereidheid om met individuele aandeelhouders te spreken laat de verantwoordingsplicht van het bestuur en de raad van commissarissen jegens de AvA onverlet.

Vanwege de mogelijke spanning tussen dialoog en het gevaar van marktmisbruik heeft de Monitoring Commissie gesuggereerd dat de vennootschap een beleid formuleert inzake bilaterale contacten met aandeelhouders en dit beleid publiceert op haar website. Dit betreft in de opvatting van de Monitoring Commissie een beleid op hoofdlijnen, gericht op het verduidelijken van de procedure die de vennootschap hanteert. Een dergelijke transparantie stelt aandeelhouders in staat om hun gedrag daarop aan te passen.

De onderneming zou onder meer kunnen verduidelijken of zij dergelijke contacten onderhoudt, of zij zich daarin actief dan wel passief opstelt (benadert de vennootschap aandeelhouders of laat zij zich benaderen) op welke aandeelhouders zij zich richt, in welke periode van het jaar zij bereid is dergelijke gesprekken te voeren en of zij dergelijke gesprekken al dan niet uitsluitend wil voeren in aanwezigheid van analisten.

*De Monitoring Commissie beveelt aan dat de vennootschap een beleid op hoofdlijnen formuleert inzake bilaterale contacten met aandeelhouders en dit beleid publiceert op haar website.*

#### 4. Responstijd

In gesprekken naar aanleiding van de consultatie is naar voren gekomen dat het bestuur, geconfronteerd met onverwachte acties van aandeelhouders, zich gedwongen kan voelen overhaaste beslissingen te nemen waarvan het de vraag is of deze in het belang van de vennootschap zijn. In de consultatie is de wens geuit dat het bestuur tijd wordt gegund om op verantwoorde wijze af te wegen hoe het moet reageren op de geuite wensen van aandeelhouders onder gelijktijdige afweging van de belangen van alle stakeholders.

*De Monitoring Commissie acht het good practice dat een aandeelhouder het agenderingsrecht slechts uitoefent nadat hij daaromtrent in dialoog is getreden met het bestuur van de onderneming. Indien de agendering van een onderwerp naar verwachting kan leiden tot wijziging van de strategie van de*

*onderneming, waaronder het ontslag van zittende bestuurders en/of commissarissen en de benoeming van andere bestuurders en/of commissarissen, dan neemt de Monitoring Commissie als vuistregel aan dat een termijn van 180 dagen (hierna: de “responstijd”) toereikend is voor het bestuur om een mening te vormen over de opvatting van de aandeelhouder en eventuele alternatieven in kaart te brengen en te verkennen. Het bestuur zal de responstijd daadwerkelijk moeten benutten voor nader beraad en constructief overleg, in de eerste plaats (maar niet uitsluitend) met de aandeelhouder die zijn wens tot agendering tot uitdrukking heeft gebracht. Uiteraard dragen het bestuur en de raad van commissarissen ook tijdens de responstijd de integrale verantwoordelijkheid voor een zorgvuldige afweging van alle bij de vennootschap betrokken belangen doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming, waarbij de vennootschap streeft naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. Daaruit volgt dat het bestuur en de raad van commissarissen de wachttijd niet zullen gebruiken om hun eigen positie veilig te stellen. De Monitoring Commissie gaat ervan uit dat het bestuur de responstijd daadwerkelijk aanwendt voor dialoog, beraad en verkenning van de alternatieven en dat de raad van commissarissen hierop toeziet en het bestuur met raad terzijde staat. Een zelfde responstijd geldt mutatis mutandis voor het verzoek tot bijeenroepen van een algemene vergadering.*

#### 5. Deponeren uitkomsten stemvolmachten bij onafhankelijke derde

Uit het oogpunt van zorgvuldigheid verdient het aanbeveling dat de vennootschap aan beleggers de mogelijkheid biedt om voorafgaand aan de algemene vergadering stemvolmachten bij een onafhankelijke derde te deponeren. Dit laat onverlet dat het aan aandeelhouders vrij staat het bestuur te informeren over hun (voorgenomen) stemgedrag. Dit kan behulpzaam zijn bij een goede voorbereiding van de AvA en bij het vaststellen van de juiste vergaderorde.

Uit de consultatiereacties is naar voren gekomen dat het deponeren van stemrechten bij een derde reeds een gangbare praktijk is. Het komt de Monitoring Commissie voor dat het nuttig kan zijn om de vennootschappen en de aandeelhouders die nog niet gebruik maken van deze mogelijkheid hierop te attenderen.

*De Monitoring Commissie beveelt aan dat de vennootschap aan beleggers de mogelijkheid biedt om voorafgaand aan de algemene vergadering stemvolmachten bij een onafhankelijke derde te deponeren. De Monitoring Commissie meent dat de bij de vennootschap bekende stemmen en/of stemvolmachten niet voorafgaand aan de AvA behoeven te worden gepubliceerd.*

#### 6. Beperken van de spreektijd ter vergadering

De Monitoring Commissie is van opvatting dat het beperken van de spreektijd van individuele aandeelhouders dienstig kan zijn voor het bevorderen van een efficiënte en inhoudelijk zinvolle AvA. De voorzitter van de AvA dient de vergaderorde te bewaken. Hij kan daartoe voorafgaand aan of gedurende de vergadering de vergaderorde vaststellen en daarbij de spreektijd beperken, ook per aandeelhouder of per onderwerp, mits deze bevoegdheden in redelijkheid worden uitgeoefend. In

voorkomende gevallen verdient het aanbeveling dat de voorzitter hiervan meer gebruik maakt dan tot op heden het geval was.

*De Monitoring Commissie beveelt aan dat de voorzitter van de AvA de spreektijd in het kader van het bewaken van een goede vergaderorde kan beperken ter bevordering van een efficiënte en inhoudelijk zinvolle AvA, mits deze bevoegdheid in redelijkheid wordt uitgeoefend.*

#### 7. Openbaarmaking change of control clauses

Of een openbaar overnamebod op een vennootschap slaagt, hangt in de praktijk mede af van de opstelling van het bestuur van de vennootschap. De opvatting van het bestuur is voor de aandeelhouders van de vennootschap een voornamelijk leidraad bij hun beslissing om hun aandelen aan te bieden aan de biedende partij. Hetzelfde geldt bij andere pogingen om zeggenschap te verwerven in de vennootschap of onderdelen daarvan, die een belangrijke verandering in het karakter van de vennootschap kunnen meebrengen. Ook dan is de opstelling van het bestuur van belang voor aandeelhouders bij hun beslissing om hun medewerking te verlenen aan de transactie.

De Monitoring Commissie meent dat voldoende duidelijk dient te zijn welk belang bestuurders zelf hebben bij het slagen van een openbaar overname bod of andere voorgenomen transacties waarmee een belangrijke verandering in het karakter van de vennootschap gemoeid is.

Het komt voor dat bestuurders in hun contract met de vennootschap een clause hebben vastgelegd inhoudende dat zij een bepaalde vergoeding ontvangen in geval van een overname of een belangrijke verandering van zeggenschap (zgn. change of control clause). Daarnaast valt niet uit te sluiten dat een derde (de bieder of een ander die zeggenschap wenst) aan een bestuurder vergoedingen in het vooruitzicht stelt wanneer het bod of de transactie waarmee een belangrijke verandering van zeggenschap is gemoeid zou slagen. Dit betekent dat een bestuurder met een dergelijk contract of een dergelijke in het vooruitzicht gestelde vergoeding een tegenstrijdig belang kan hebben.

*De Monitoring Commissie beveelt aan om de voorwaarden van change of control clauses in contracten met bestuurders en andere aan bestuurders in het vooruitzicht gestelde vergoedingen (al dan niet luidende in effecten) onverwijld openbaar te maken (vgl. best practice bepaling II.2.11 van de Code). Daarnaast dient dergelijke informatie te worden verstrekt bij een besluit of voorstel van het bestuur over een overname of andere belangrijke wijziging in het karakter van de vennootschap, dat aan de AvA wordt voorgelegd en dat kan leiden tot de toepasselijkheid van de clause of tot verstrekking van de vergoeding.*

#### 8. Overige aandachtsgebieden

##### *a. Lange termijn aandeelhouderschap*

Een ruime meerderheid van de respondenten meent dat het ontwikkelen van initiatieven om lange termijn aandeelhouderschap te bevorderen aan de markt dient te worden overgelaten. Een klein aantal respondenten heeft gepleit voor ondersteunende wetgeving.

De Monitoring Commissie heeft geconstateerd dat een recent initiatief om het lange termijn aandeelhouderschap te bevorderen de toets van de Ondernemingskamer niet heeft kunnen doorstaan.

De Monitoring Commissie meent dat haar aanbevelingen aan de wetgever voor meer transparantie aan de zijde van de aandeelhouder (zie paragraaf V) en haar oproep tot een dialoog tussen de vennootschap en de aandeelhouders kunnen bijdragen aan een constructieve relatie tussen de aandeelhouder en de vennootschap. De Monitoring Commissie ziet daarenboven geen rol voor de wetgever om een onderscheid te maken tussen lange termijn en korte termijn aandeelhouders. Dit laat onverlet dat de Monitoring Commissie positief staat tegenover initiatieven van ondernemingen om lange termijn aandeelhouderschap te bevorderen.

#### *b. Rol en besluitvorming in de AvA*

De Monitoring Commissie constateert dat de algemene vergadering van aandeelhouders veelal niet langer kan worden gezien als het forum waarin besluitvorming tot stand komt als “vrucht van onderling overleg”. De Monitoring Commissie meent dat er voldoende behoefte blijft bestaan aan de fysieke aandeelhoudersvergadering als platform voor verantwoording. Zij beschouwt de fysieke aandeelhoudersvergadering als een belangrijk sluitstuk van het besluitvormingsproces van de AvA, waarbij geldt dat de dialoog met de aandeelhouders ook buiten het kader van de AvA een nuttige rol kan spelen.

Een ruime meerderheid van de respondenten onderschrijft deze visie van de Monitoring Commissie op de AvA als orgaan en op de noodzaak van een fysieke aandeelhoudersvergadering. Een aantal respondenten meent dat de AvA bij uitstek de plaats is om de dialoog te voeren tussen vennootschap en aandeelhouders. De reacties hebben de Monitoring Commissie geen aanleiding gegeven tot een andere opvatting te komen.

#### *c. Verschijningsplicht en het stellen van vragen vooraf aan de AvA*

De Monitoring Commissie ziet geen aanleiding om aandeelhouders te verplichten op de algemene vergadering te verschijnen, dan wel daar het woord te voeren, ook niet voor aandeelhouders die een zeker percentage van de aandelen en/of stemrechten houden.

De Monitoring Commissie meent dat het voorafgaande aan de vergadering indienen van vragen dienstig kan zijn aan het bevorderen van de efficiëntie van de vergadering, omdat dit het aantal gestelde vragen tijdens de vergadering kan verminderen. De vragen kunnen dan ook voorafgaande aan de vergadering worden beantwoord.

De Monitoring Commissie meent dat, naast het voorafgaande stellen van vragen, het uiteraard ook mogelijk is dat de vennootschappen aandeelhouders de mogelijkheid geven om voorafgaande aan de vergadering aan te geven welke vragen deze aandeelhouders ter vergadering willen stellen. Dit kan de efficiënte afhandeling van de vragen ten goede komen, doordat het de voorzitter de mogelijkheid biedt om vragen te clusteren of een bepaalde volgorde aan te brengen in de behandeling van de vragen. Een en ander laat onverlet het recht van aandeelhouders om ter vergadering additionele vragen te stellen, met inachtneming van de vergaderorde.



## V Aanbevelingen aan de wetgever

### Algemeen

De Monitoring Commissie is van opvatting dat terughoudendheid dient te worden betracht met voorstellen voor nieuwe wetgeving op het terrein van corporate governance. Wetgeving leidt bij vennootschappen of de daarbij betrokken partijen, afhankelijk van de adressanten van de regelgeving, al gauw tot hoge nalevingskosten. Bovendien bergt het overnemen in wetgeving van bepaalde elementen uit buitenlandse rechtssystemen naar de opvatting van de Monitoring Commissie het risico in zich dat de samenhang binnen het Nederlandse systeem onvoldoende tot haar recht komt en dat cumulatie optreedt van regelingen binnen het Nederlandse systeem. Voorzichtigheid moet worden betracht ten aanzien van een verdere uitbreiding van wettelijke regels, opdat een evenwicht in het systeem – in vergelijking tot andere landen - zoveel mogelijk kan worden gehandhaafd.

Regulering in de Code volgens de “pas toe of leg uit regel” geniet naar de opvatting van de Monitoring Commissie de voorkeur. In paragraaf IV zijn diverse aanbevelingen gedaan die strekken tot nadere uitwerking van de Code. Voor sommige onderwerpen is het evenwel wenselijk om de werking van de Code met wetgeving te faciliteren. In deze paragraaf worden daarvoor enkele concrete voorstellen gedaan.

### 1. Meldingsplicht voor aandeelhouders

Aandeelhouders en andere stemgerechtigden die – reëel of potentieel – meer dan 5% van de aandelen of stemrechten in een beursvennootschap houden, dienen hun belang op basis van de Wet op het financieel toezicht (voorheen de Wet melding zeggenschap) te melden.

De Monitoring Commissie meent dat het van belang is dat vennootschappen de identiteit van hun aandeelhouders met een belang van een bepaalde omvang kennen, en dat ook (potentiële) aandeelhouders bij hun beleggingsbeslissingen voldoende kennis hebben van (wijzigingen in) stemverhoudingen en belangrijke kapitaalbewegingen. Een verlaging van de drempel en een meldingsplicht bij elke belangrijke wijziging in stemverhoudingen of kapitaalbewegingen kan daaraan bijdragen. Een verlaging van de drempel tot 1%, zoals door sommigen voorgesteld, zal naar de opvatting van de Monitoring Commissie evenwel teveel lasten voor de meldingsplichtigen veroorzaken, mede gelet op de vergaande consequenties die overtreding van de meldingsplicht mee kan brengen. Om aantrekkelijk voor (buitenlandse) investeerders te blijven, verdient het aanbeveling om aan te sluiten bij de drempels die worden gehanteerd in de ons omringende landen. Een drempel van drie procent wordt in het Verenigd Koninkrijk en Duitsland gehanteerd. De Monitoring Commissie heeft daarbij de bezwaren van beleggerszijde tegen een verlaging van de drempel afgewogen tegen de verzoeken om verdere verlaging van de drempel tot 1%.

*De Monitoring Commissie beveelt aan de drempel van 5% voor het melden van de zeggenschap te verlagen naar 3% met een meldingsplicht bij elke wijziging van 1%. Daarmee wordt ook in internationaal verband aansluiting gevonden.*

## 2. Intenties van aandeelhouders

Naast het melden van zeggenschap kan kennis van intenties van aandeelhouders met een aanzienlijk belang nuttig zijn voor vennootschappen. Het kan voor de uitvoering van bestuurstaken relevant zijn om te weten of een aandeelhouder met een aanzienlijk belang moet worden beschouwd als een “passieve” belegger is of als een die voornemens is actief invloed uit te oefenen op de strategie van de onderneming of anderszins.

Ook voor (potentiële) aandeelhouders kan kennis van de intenties van andere aandeelhouders belangrijke informatie vormen waarop zij hun beleggingsbeslissingen en hun stemgedrag kunnen baseren. Andere landen, zoals de VS en Frankrijk, kennen reeds normen op grond waarvan een aandeelhouder met een aanzienlijk belang gehouden is zijn beleggingsdoeleinden te openbaren.

*De Monitoring Commissie beveelt aan om een aandeelhouder met een belang van een bepaalde omvang in een Nederlandse vennootschap te verplichten te openbaren wat zijn intenties zijn. De Monitoring Commissie denkt hierbij aan een drempel van 5%. De Monitoring Commissie geeft daarbij in overweging bij het ontwerpen van een regeling nadrukkelijk aandacht te schenken aan de uitvoeringsaspecten, in het bijzonder aspecten als wijzigingen van intenties, de samenhang met 'acting in concert' en het stemmen vóór voorstellen van aandeelhouders die andere intenties hebben gemeld. Voorts kan worden overwogen het agenderingsrecht uitsluitend toe te kennen aan aandeelhouders die hun intenties hebben bekend gemaakt.*

## 3. Empty voting/securities lending

De Monitoring Commissie meent dat in de Code de veronderstelling besloten ligt dat het zeggenschapsbelang zoveel mogelijk dient te sporen met het financiële belang (vgl. bepalingen IV.1.2 en IV.2.8). Eén van de wijzen waarop ‘empty voting’ kan plaatsvinden is door middel van securities lending. De Monitoring Commissie meent daarom dat securities lending met het oogmerk om zeggenschap uit te oefenen moet worden ontmoedigd. In de reacties op de consultaties zijn hiervoor verschillende suggesties gedaan, zoals het vervroegen van de registratiedatum, het invoeren van een specifieke meldingsplicht voor degenen die stemmen op geleende aandelen, of van een regeling die ervoor zorgt dat het stemrecht bij uitlener blijft.

Niet veronachtzaamd dient te worden dat securities lending op zich ook positieve kanten heeft. Er wordt liquiditeit verschaft aan “de markt” waardoor een efficiënte prijsvorming wordt bevorderd en leveringsverplichtingen kunnen worden nagekomen. De Monitoring Commissie is daarom van opvatting dat securities lending als zodanig niet onmogelijk moet worden gemaakt.

De problematiek van securities lending met het oogmerk om zeggenschap uit te oefenen kan slechts op internationaal niveau worden aangepakt, vanwege het grensoverschrijdend karakter van het kapitaalverkeer. Inmiddels heeft de Europese Commissie een consultatiedocument uitgebracht over een aanbeveling over aandeelhoudersrechten, waarin zij de problematiek van securities lending adresseert. Ook de ontwikkelingen op dit terrein in de VS verdienen nadrukkelijk de aandacht.

*De Monitoring Commissie meent dat in de Code de veronderstelling besloten ligt dat het zeggenschapsbelang zoveel mogelijk dient te sporen met het financiële belang. De Monitoring Commissie acht 'empty voting' derhalve ongewenst. Tegelijkertijd erkent de Monitoring Commissie dat de mogelijkheden om 'empty voting' tegen te gaan beperkt zijn. De Monitoring Commissie stelt vast dat de problematiek van securities lending met uitsluitend oogmerk om stemrecht te verkrijgen op dit moment onvoldoende te overzien is. De Monitoring Commissie beveelt daarom aan de mogelijkheden voor ontmoediging van securities lending met het (uitsluitend) oogmerk stemrechten te verkrijgen nader te onderzoeken. Daarbij dient nadrukkelijk aandacht te worden besteed aan internationale ontwikkelingen.*

#### 4. Identificatie van aandeelhouders

Op verscheidene plaatsen in de Code komt tot uiting dat een dialoog tussen de vennootschap en haar aandeelhouders wenselijk is. De anonimiteit van de aandeelhouders wordt door veel vennootschappen gezien als een obstakel om die dialoog tot stand te brengen. In verschillende rechtsstelsels zijn op nationaal niveau regels gecreëerd om de identiteit van de (economische) aandeelhouders te achterhalen, die internationale doorwerking hebben. De Europese Commissie heeft onlangs een consultatiedocument uitgebracht over een aanbeveling over aandeelhoudersrechten, waarin de problematiek van het doorgeven van de stemmen door intermediairs wordt geadresseerd.

Een ruime meerderheid van de respondenten heeft positief gereageerd op de vraag of het aanbeveling verdient om de vennootschap in staat te stellen de identiteit van de aandeelhouder te achterhalen. De Commissie Tabaksblat heeft reeds een aanbeveling in deze richting gedaan (aanbeveling 6 aan de wetgever). Ook de Werkgroep aandelen aan toonder heeft in 2001 voorstellen, met evenwel slechts een nationale reikwijdte, voor een regeling ontwikkeld. De Commissie meent dat het overweging verdient om dergelijke regels met internationale doorwerking ook in Nederland te introduceren, met verwijzing naar het Engelse en/of Franse systeem. Een dergelijke regeling zou voorts een positieve werking kunnen hebben op de aantrekkelijkheid van de Nederlandse beurs voor vennootschappen.

In sommige reacties werd aandacht gevraagd voor de privacy van de aandeelhouder. De Monitoring Commissie meent dat, mede in het licht van de toegenomen transparantie van vennootschappen, ook de aandeelhouders niet ontkomen aan meer openheid, zeker als zij een actieve rol in de vennootschap willen vervullen.

*De Monitoring Commissie beveelt aan wetgeving te ontwikkelen ten einde de vennootschap in staat te stellen de identiteit van de aandeelhouder (economisch gerechtigde op de aandelen) te achterhalen.*

#### 5. Agenderingsrecht

Hoewel dit onderwerp niet specifiek aan de orde kwam in het consultatiedocument, is door sommige respondenten gepleit voor een hogere drempel voor het agenderingsrecht. Aandeelhouders die 1% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of 50 miljoen euro, kunnen op grond van artikel 2:114a BW verzoeken dat een onderwerp op de agenda van de algemene vergadering wordt geplaatst.

In omliggende landen wordt een hogere drempel voor het agenderingsrecht gehanteerd. Zo hebben in Duitsland en Frankrijk aandeelhouders een agenderingsrecht bij 5%. Ook in het VK ligt de drempel bij 5%, of bij 100 aandeelhouders die ieder gemiddeld ten minste 100 pond hebben geïnvesteerd. In Italië ligt het agenderingsrecht bij 2,5%. In de Europese richtlijn aandeelhoudersrechten die binnenkort in Nederlandse wetgeving dient te worden omgezet wordt de drempel voor het agenderingsrecht op ten hoogste 5% gesteld.

*De Monitoring Commissie beveelt aan in overweging te nemen om met betrekking tot het agenderingsrecht internationaal aansluiting te zoeken en de drempel te verhogen tot 3%. Het alternatieve criterium van 50 miljoen euro kan daarbij vervallen. De drempel van 3% sluit aan bij de door de Monitoring Commissie voorgestelde drempel voor het melden van de zeggenschap.*

#### 6. Ontslag/opzegging vertrouwen raad van commissarissen

In het huidige Nederlandse recht kan de algemene vergadering het bestuur en de raad van commissarissen ontslaan met volstreekte meerderheid van stemmen. In de statuten kunnen vennootschappen hogere eisen aan ontslagbesluiten stellen. Voor structuurvennootschappen geldt dat de algemene vergadering het vertrouwen in de raad van commissarissen kan opzeggen met een besluit genomen met meerderheid van stemmen op een vergadering waar ten minste een derde van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is. De Ondernemingskamer benoemt vervolgens commissarissen voor een bepaalde tijd. Bij structuurvennootschappen bestaat geen ruimte om in de statuten af te wijken van de wettelijke regeling.

Uit de reacties op de consultatie is gebleken dat er bij sommige respondenten behoefte bestaat om verhoogde wettelijke eisen te stellen voor het opzeggen van vertrouwen in de raad van commissarissen bij structuurvennootschappen. Tevens is geopperd om bij niet-structuurvennootschappen voor ontslagbesluiten te vereisen dat ten minste de helft van het geplaatste kapitaal ter vergadering aanwezig is, opdat besluitvorming door "toevallige" meerderheden op de AvA als gevolg van aandeelhoudersabsenteïsme kan worden voorkomen.

*De Monitoring Commissie beveelt aan de statutaire vrijheid van vennootschappen om nadere eisen te stellen aan de besluitvorming bij het ontslag van bestuurders en/of commissarissen te handhaven. De Monitoring Commissie geeft in overweging deze statutaire vrijheid ook voor structuurvennootschappen in te voeren.*

#### 7. Toepassing Code op alternatieve handelsplatformen

De Monitoring Commissie is van opvatting dat de Corporate Governance Code niet verplicht van toepassing hoeft te zijn op de verhandeling op alternatieve handelsplatformen van effecten van bedrijven afkomstig uit het middelgrote en kleine ondernemingen. Voorbeelden van handelsplatformen die zijn toegesneden op de verhandeling van aandelen van MKB-bedrijven zijn Alternext (Amsterdam, Brussel en Parijs) en AIM (Londen). Reden hiervoor is dat deze platformen zijn beoogd als 'kweekvijver' voor de gereglementeerde markt.

Indien echter effecten worden verhandeld op alternatieve handelsplatformen van vennootschappen die niet kunnen worden beschouwd als MKB-bedrijven zou de Code wel verplicht toepasbaar dienen te zijn, teneinde te voorkómen dat door de verhandelbaarheid op alternatieve handelsplatformen de verplichting tot naleving van de Code kan worden ontweken. Als onderscheidend criterium kan bijvoorbeeld worden gedacht aan het hebben van een balanstotaal dat niet boven een bepaalde omvang uitkomt (bijvoorbeeld 500 mln. euro).

*De Monitoring Commissie beveelt aan dat naleving van de Code niet wettelijk verplicht wordt gesteld voor de verhandeling van aandelen in vennootschappen, behorend tot het MKB op alternatieve handelsplatformen. Voorts roept de Monitoring Commissie de houders van de voornoemde handelsplatformen op om duidelijk te maken dat op hun platformen een corporate governance kader van toepassing is dat afwijkt van het kader dat geldt voor vennootschappen waarvan effecten worden verhandeld op de gereglementeerde markt.*

#### 8. Lokale fondsen

Lokale fondsen<sup>1</sup> scoorden in het boekjaar 2005 voor wat betreft de naleving van de Code gemiddeld net meer dan 90%. De toepassing van codebepalingen bedroeg in dat jaar gemiddeld 86%. De gemiddelde toepassing van de Code door lokale fondsen laat uitschieters naar beneden zien op een aantal terreinen. Het gaat hier met name om de codebepalingen betreffende:

- de interne risicobeheersings- en controlesystemen;
- de bezoldiging van bestuurders;
- de taak en werkwijze van de raad van commissarissen; en
- de (logistiek en informatieverschaffing aan de) algemene vergadering van aandeelhouders.

---

<sup>1</sup> Onder lokale fondsen worden de Nederlandse fondsen verstaan die genoteerd zijn aan Euronext Amsterdam en die niet behoren tot de AEX-, AMX-, of ASX-fondscategorie.

De Monitoring Commissie is van mening dat er van uit moet worden gegaan dat (potentiële) aandeelhouders in lokale fondsen behoefte hebben aan dezelfde informatieverschaffing door deze fondsen als (potentiële) aandeelhouders in AEX-, AMX en ASX-fondsen. Anderzijds kan worden geconstateerd dat lokale fondsen over minder middelen en over kleinere organisatie beschikken dan grotere fondsen. In de reacties op de consultatie zijn geen specifieke bepalingen genoemd die in het bijzonder knelpunten zouden opleveren.

*De Monitoring Commissie meent dat de Code voor lokale fondsen voldoende mogelijkheden biedt om conform de Code uit te leggen waarom bepalingen niet worden toegepast. Een aanbeveling aan de wetgever kan daarom achterwege blijven.*

#### 9. Nederlandse fondsen met uitsluitend een notering in het buitenland

De Code is van toepassing op alle vennootschappen met statutaire zetel in Nederland en waarvan aandelen of certificaten van aandelen zijn toegelaten tot de officiële notering op een markt in financiële instrumenten. Dit betekent dat de Code ook van toepassing is op Nederlandse vennootschappen waarvan de aandelen of certificaten van aandelen uitsluitend zijn genoteerd aan één of meer buitenlandse, van overheidswege erkende, markten in financiële instrumenten.

De commissie Tabaksblat heeft destijds voor dit toepassingsbereik gekozen om te voorkomen dat de concurrentiepositie van de Nederlandse effectenbeurs onder druk zou komen te staan. Immers, met de huidige internationalisering van de effectenbeurzen kunnen vennootschappen relatief eenvoudig hun notering verplaatsen wanneer zij de Code niet zouden willen naleven.

Sommige Nederlandse fondsen met uitsluitend een buitenlandse notering stellen in hun jaarverslagen de Code na te leven. Andere fondsen met uitsluitend een buitenlandse notering geven vaak aan dat zij de in dat land geldende corporate governance code naleven. Sommige van de fondsen uit deze categorie passen meer dan één corporate governance code toe.

Indien fondsen met uitsluitend een buitenlandse notering in plaats van de Code een buitenlandse corporate governance code willen naleven, dienen zij hiervoor uitleg te geven in hun jaarverslag. De "pas toe of leg uit regel" biedt hiervoor het kader.<sup>2</sup>

*De Monitoring Commissie meent dat de bestaande "pas toe of leg uit"regel voldoende mogelijkheden voor Nederlandse fondsen met een buitenlandse notering biedt om de Code na te leven door een buitenlandse corporate governance code toe te passen. Een aanbeveling aan de wetgever kan daarom achterwege blijven.*

---

<sup>2</sup> Zie hierover ook de toelichting van minister Donner: "Voor beursvennootschappen naar Nederlands recht geldt de "pas toe of leg uit"-regel, ook als die vennootschap tevens genoteerd is in bijvoorbeeld New York. Een vennootschap kan echter uitleggen dat in plaats van Tabaksblat een buitenlandse code wordt gevolgd om te voorkomen dat tweemaal hetzelfde moet worden uitgelegd. Men past immers Tabaksblat ook toe door uit te leggen waarom men met betrekking tot de principes en best practices andere regels volgt." Handelingen EK 2003-2004, 28179, nr. 38.

## **VI Verantwoording**

### Taak en rol van Monitoring Commissie

De Commissie is in december 2004 ingesteld door de Minister van Financiën, de staatssecretaris van Economische Zaken en de minister van Justitie ter bevordering van het gebruik van de Code en ter controle van de naleving en toepassing ervan. De Commissie brengt jaarlijks verslag uit van haar bevindingen op het terrein van de naleving, actualiteit en bruikbaarheid van de Code. Daarnaast onderzoekt de Monitoring Commissie op incidentele basis specifieke thema's op het terrein van corporate governance en rapporteert het daarover aan het kabinet.

### Consultatiedocument

In haar eerste rapport, dat is verschenen in december 2005, heeft de Monitoring Commissie aangekondigd in 2006 aandacht te besteden aan de voorbereiding en effectiviteit van de algemene vergadering van aandeelhouders, de dialoog tussen de onderneming en haar aandeelhouders en de naleving van de code Tabaksblad (Code) door lokale en primair in het buitenland genoteerde "Nederlandse" fondsen.

Tegen die achtergrond heeft de Monitoring Commissie in april 2006 een enquête gehouden over de rol van aandeelhouders. Mede op basis van de respons op die enquête heeft de Monitoring Commissie in december 2006 een consultatiedocument gepubliceerd over de rol van aandeelhouders en het toepassingsbereik van de Code voor lokale en uitsluitend in het buitenland genoteerde fondsen en op niet-gereguleerde markten. Aan marktpartijen, belangenorganisaties en andere belangstellenden is vervolgens ruime gelegenheid gegeven (tot 15 maart 2007) om op het consultatiedocument te reageren.

### Vragen Kabinet

Bij brief van 7 november 2006 heeft de Minister van Financiën, mede namens de Ministers van Economische Zaken en Justitie, vragen gesteld aan de Monitoring Commissie over het toegenomen aandeelhoudersactivisme in Nederland sinds de totstandkoming van de Nederlandse Corporate Governance Code.

Deze vragen zijn door de Monitoring Commissie in december 2006 beantwoord. De beantwoording droeg in zekere zin een voorlopig karakter omdat in de antwoorden op enkele onderdelen is verwezen naar het bovengenoemde consultatiedocument.

De Minister van Financiën heeft de antwoorden van de Monitoring Commissie samen met het tweede rapport van de Monitoring Commissie en het bovengenoemde consultatiedocument vervolgens aan de Tweede Kamer toegezonden.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Brief van de Minister van Financiën van 9 februari 2007 (Kamerstukken II 2006/07, 30 111, nr. 15).

### Reacties consultatiedocument

Er zijn in de consultatieperiode (januari-maart 2007) 29 reacties ontvangen door de Monitoring Commissie. De Monitoring Commissie dankt alle respondenten voor hun waardevolle inbreng.

Reacties zijn ontvangen van:

AEGON, Arcadis, Boskalis, CSM, De Brauw Blackstone Westbroek (vertegenwoordigt aantal NL vennootschappen met uitsluitend notering in het buitenland), DLA Piper, Eumedion, Euronext, FNV, Getronics, HES Beheer, Het Governance Platform, KAS BANK, Macintosh, Mazar, Nauta Dutilh, Nevir, Nederlands Centrum van Directeuren en Commissarissen, Nederlandse Vereniging van Banken (NVB), Randstad, Rematch, Rinnooy Kan & Partners, Robeco, SBM Offshore, Van Lanschot, VEB, Vedior, Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO) en VNO-NCW.

De reacties, met uitzondering van de reacties van Van Lanschot en Rinnooy Kan & Partners, zijn raadpleegbaar op de website van de Monitoring Commissie ([www.commissiecorporategovernance.nl](http://www.commissiecorporategovernance.nl)).

Daarnaast heeft de Monitoring Commissie in voorbereiding op haar advies op informele basis enkele bilaterale gesprekken gevoerd over de in consultatiedocument behandelde onderwerpen. Het betrof gesprekken met een vertegenwoordiging van leden van de Tweede Kamer, een vertegenwoordiging van president-commissarissen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, Euronext, FNV en de Sociaal Economische Raad (SER).

### Symposium

Ter afsluiting van de consultatieperiode heeft de Monitoring Commissie op 17 april 2007 in een symposium gehouden over "de rol van aandeelhouders". Vertegenwoordigers van beursgenoteerde ondernemingen, institutionele en particuliere beleggers, vakbonden, de advocatuur, accountantsorganisaties, de Tweede Kamer, het Europese Parlement, ministeries en toezichthouders waren daarbij aanwezig.

Prof. mr. H.J. de Kluiver fungeerde tijdens het symposium als dagvoorzitter. De heer mr. M. Tabaksblat heeft tijdens het seminar de inleiding gegeven. Vervolgens hebben paneldiscussies plaatsgevonden over:

- de verdeling van bevoegdheden tussen vennootschapsorganen met:

1. mr. P.N. Wakkie, lid van de raad van bestuur van Koninklijke Ahold N.V.
2. mr. P.C. van den Hoek, president-commissaris van o.m. ASM International N.V. en Buhrmann N.V.
3. W. Rosingh, M.Sc. MBA, managing director van Hermes Focus Asset Management Europe

- rechten en verplichtingen van aandeelhouders, identificatie van aandeelhouders en lange termijn aandeelhouderschap met:

1. drs. P.P.F. de Vries, directeur van de Vereniging voor Effectenbezitters
2. mr. C.W. de Monchy, lid van de raad van commissarissen van Van Lanschot N.V.



3. mr. P. Gortzak, algemeen secretaris en penningmeester van FNV

- communicatie tussen vennootschap en aandeelhouders met:

1. drs. J.S.T. Tiemstra RA, bestuurslid van de VEUO en Chief Financial Officer van Hagemeyer N.V.

2. P.M. Koster RA, bestuurslid van de Autoriteit Financiële Markten

3. drs. R. Abma, directeur Eumedion

Het symposium is afgesloten door prof. dr. J.M.G. Frijns, voorzitter van de Monitoring Commissie Nederlandse Corporate Governance Code

#### Advies

Het consultatiedocument, de ontvangen reacties, de bilaterale gesprekken en de discussies tijdens het symposium hebben de basis gevormd voor het onderhavige advies.

# Samenstelling Monitoring Commissie Corporate Governance Code

## **Voorzitter**

Prof. dr. Jean Frijns

*Hoogleraar investments Vrije Universiteit van Amsterdam*

*Voormalig directeur vermogensbeheer en lid Directieraad ABP*

## **Leden**

Prof. dr. Kees Cools RA

*Hoogleraar ondernemingsfinanciering en -strategie Rijksuniversiteit Groningen*

*Partner The Boston Consulting Group*

Ir. Gert-Jan Kramer

*Voorzitter raad van commissarissen Koninklijke BAM Groep NV*

*Voormalig president-directeur Fugro NV*

Prof. mr. René Maatman

*Hoogleraar Vermogensbeheer Radboud Universiteit Nijmegen*

*Hoofd afdeling juridische en fiscale zaken van ABP Vermogensbeheer*

Prof. dr. Jaap van Manen RA

*Hoogleraar accountantscontrole Rijksuniversiteit Groningen*

*Partner PricewaterhouseCoopers Accountants NV*

Drs. Kitty Roozmond

*Directeur Interprovinciaal Overleg*

*Voormalig vice-voorzitter FNV*

Drs. Jos Streppel

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

*Lid raad van commissarissen KPN NV*

*Lid raad van commissarissen Van Lanschot NV*

*Voorzitter Stichting Communicatiekanaal Aandeelhouders*

Prof. mr. Albert Verdam

*Hoogleraar ondernemingsrecht Vrije Universiteit van Amsterdam*

*Legal adviser Koninklijke Philips Electronics NV*

## **Secretariaat**

Mr. Wouter Kuijpers

*Directie Financiële Markten, Ministerie van Financiën*

Mr. Martha Meinema

*Directie Ondernemerschap, Ministerie van Economische Zaken*

Mr. Wim Helmink

*Directie Ondernemerschap, Ministerie van Economische Zaken*