

# **Monitoring Commissie Corporate Governance Code**

Consultatiedocument

december 2006

secretariaat: postbus 20201, NL 2500 EE Den Haag

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

**[Antwoorden H.E.S. Beheer N.V., Rotterdam](#)**

# Hoofdstuk 1 - Aandeelhouders

## I. ALGEMEEN

### 1. Rolverdeling tussen bestuur, RvC en AvA

#### a. Centrale positie bestuur

1. De Code bevat een duidelijk principe over de taak van het bestuur binnen de beursvennootschap. Principe II.1, dat geheel in lijn is met de wettelijke bepalingen rond het bestuur, geeft de centrale positie die het bestuur inneemt weer, ook met betrekking tot de ontwikkeling van beleid en strategie. Deze centrale positie houdt nauw verband met het richtsnoer dat voor het bestuur bij zijn handelen geldt, te weten het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, alsook met de daaraan verbonden taak tot belangenafweging.

2. Conform het in Nederland gehanteerde uitgangspunt gaat de Code ervan uit dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen; zie ook Preambule no. 3 van de Code. Het bestuur heeft – aldus de Preambule - de integrale verantwoordelijkheid voor de afweging van deze belangen doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming, waarbij de vennootschap streeft naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. Het bestuur staat niet alleen in zijn taak. Immers, de raad van commissarissen houdt daarop toezicht en staat het bestuur met raad terzijde. Zie in dit verband ook principe III.1 van de Code. De Monitoring Commissie meent dat dit uitgangspunt nog steeds valide is.

3. Anders dan het bestuur en de raad van commissarissen, zijn de overige betrokkenen bij de vennootschap niet gebonden aan het richtsnoer van het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Zo geldt voor aandeelhouders dat ze bij hun handelen in beginsel hun eigen belang mogen nastreven.

In de praktijk zijn gevallen te zien waarin (bepaalde) aandeelhouders invloed wensen uit te oefenen op het beleid en de strategie van de vennootschap. Deze aandeelhouders hebben eigen belangen die niet noodzakelijkerwijs samenvallen met belangen van andere aandeelhouders of andere bij de vennootschap betrokken partijen. Het is de taak van het bestuur en de raad van commissarissen om conform de genoemde principes tot een belangenafweging te komen met betrekking tot de strategie. In deze belangenafweging dienen de belangen van alle aandeelhouders te worden betrokken. Voorts dienen ook de belangen van andere bij de vennootschap betrokken partijen te worden meegewogen.

4. Over deze belangenafweging legt het bestuur tezamen met de raad van commissarissen verantwoording af aan de algemene vergadering van aandeelhouders als vennootschappelijk orgaan. Dat orgaan beslist of hij de afgelegde verantwoording aanvaardt.

De algemene vergadering van aandeelhouders kan de verantwoording afwijzen en heeft instrumenten in handen om deze afwijzing kracht bij te zetten, zoals de weigering om decharge te verlenen of de mogelijkheid om de raad van commissarissen en/of het bestuur te ontslaan. Zolang evenwel het bestuur in functie is, heeft het bestuur de leiding, op de wijze die het bestuur nodig acht in het belang van de vennootschap.

In het kader van de verantwoording wijst de Monitoring Commissie erop dat tegenstrijdige belangen van bestuurders en commissarissen met het belang van de vennootschap dienen te worden gepubliceerd in het jaarverslag (vgl. Code bepalingen II.3.4 en III.6.3). Aanbeveling verdient om daarenboven *change of control* clausules in contracten met bestuurders openbaar te maken, wanneer besluiten van het bestuur over belangrijke wijzigingen in het karakter van de vennootschap aan de algemene vergadering ter goedkeuring worden voorgelegd die leiden

tot toepasselijkheid van de clause. Overigens wijst de Monitoring Commissie erop dat vanaf 1 januari 2007 iedere overeenkomst met een bestuurder en/of werknemer die voorziet in een uitkering bij beëindiging dienstverband nadat een openbaar bod is uitgebracht in het jaarverslag dient te worden bekendgemaakt.

5. Het bestuur en de raad van commissarissen leggen verantwoording af aan de algemene vergadering als vennootschappelijk orgaan en niet zozeer aan individuele aandeelhouders. Individuele aandeelhouders kunnen in de aandeelhoudersvergadering hun argumenten uiten en hun stemrecht uitoefenen. Voorts komt hun conform de wettelijke regeling een agenderingsrecht toe. Aan individuele aandeelhouders staan onder omstandigheden ook rechtsmiddelen open, zoals een enquêteverzoek bij de Ondernemingskamer. Ook staat het individuele aandeelhouders in beginsel vrij om buiten het kader van de algemene vergadering van aandeelhouders een dialoog met de ondernemingsleiding aan te gaan (zie paragraaf 4 van dit hoofdstuk).

*1. Onderschrijft u de beschrijving op hoofdlijnen van de vennootschappelijke ordening van taken en bevoegdheden?*

Antwoord HES Beheer: ja.

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

6. De Code gaat uit van een *two-tier* regime met een bestuur en een raad van commissarissen. In de preambule van de Code wordt vermeld dat de bepalingen voor bestuurders en commissarissen op overeenkomstige wijze van toepassing zijn voor uitvoerende resp. nietuitvoerende bestuurders in een *one-tier* bestuursstructuur. Principe III.8 ziet uitdrukkelijk op de samenstelling en het functioneren van de raad van bestuur in een one-tier bestuursstructuur.

7. Zoals hierboven vermeld, staat de raad van commissarissen het bestuur met raad terzijde en houdt hij toezicht op het bestuur (vgl. principe III.1 van de Code). De rol van de raad van commissarissen wordt in de praktijk steeds belangrijker. Voor een deel wordt dit veroorzaakt doordat aandeelhouders meer gebruik maken van hun rechten dan voorheen. Ook meer in het algemeen is er sprake van een bredere invulling van de verantwoording af te leggen door bestuur en raad van commissarissen. Hierdoor krijgt de toezichthoudende taak van commissarissen meer gewicht. De Monitoring Commissie meent dat de Code voldoende ruimte biedt aan een zwaardere invulling van de rol van de raad van commissarissen.

8. 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. De meer geprononceerde rol van de voorzitter komt vooral naar voren in de gevallen waarin aandeelhouders het beleid en de strategie van het bestuur ter discussie stellen.

9. Met name buitenlandse aandeelhouders, die gewend zijn aan een one-tier bestuursstructuur, hebben de neiging de voorzitter van de raad van commissarissen te benaderen. Het vergt soms enige uitleg dat in het Nederlandse two-tier systeem het primaire aanspreekpunt de voorzitter van het bestuur is of de CFO. In de praktijk komt het voor dat de voorzitter van de raad van commissarissen contact heeft met aandeelhouders buiten de algemene vergadering om, bij voorkeur wel geflankeerd door de voorzitter van de raad van bestuur of de CFO om mogelijke nuanceverschillen in de communicatie te voorkomen. De Monitoring Commissie meent dat het in het Nederlandse two-tier systeem aanbeveling dat de voorzitter van de raad van commissarissen slechts tezamen met een lid van het bestuur gesprekken voert met aandeelhouders.

2. Bent u het eens met bovenstaande beschrijving van de rol van de raad van commissarissen en zijn voorzitter? Deelt u de opvatting van de Monitoring Commissie dat het aanbeveling verdient dat de voorzitter van de raad van commissarissen slechts tezamen met een lid van het bestuur gesprekken voert met aandeelhouders?

Antwoord HES Beheer: ja, eens met de beschrijving en de opvatting over gesprekken met aandeelhouders. Slechts in uitzonderlijke situaties is een gesprek tussen de voorzitter van de RvC en aandeelhouders buiten aanwezigheid van een lid van het bestuur denkbaar (voorbeeld: bij het vermoeden van een misstand waarbij een lid van het bestuur mogelijk betrokken is).

### c. Systemen van corporate governance

10. Het Nederlandse corporate governance model heeft zich ontwikkeld onder invloed van andere corporate governance modellen en rechtssystemen. De Monitoring Commissie heeft zich afgevraagd of het Nederlandse model de "juiste mix" bevat van regelingselementen in het licht van buitenlandse ontwikkelingen en heeft daarover ook gesprekken gevoerd met deskundigen. Het is daarbij van belang een onderscheid te maken tussen Europese corporate governance modellen, waaronder ook het Britse, en het Amerikaanse corporate governance model.

11. Het Europese model is van oudsher gericht op sterke *checks and balances* in de interne bevoegdheidsverdeling tussen de vennootschapsorganen. Versterking van de positie van aandeelhouders wordt bereikt door het versterken van de bevoegdheden van de algemene vergadering en het uitbreiden van rechten van individuele aandeelhouders met betrekking tot de algemene vergadering.

12. Binnen Europa neemt het Verenigd Koninkrijk een bijzondere positie in. Aandeelhouders hebben er relatief veel invloed; er is sterk verspreid aandeelhouderschap en er wordt weinig gebruik gemaakt van beschermingsconstructies. Het aandeelhoudersbestand bestaat grotendeels uit Britse institutionele beleggers. Er lijkt een sterke sociale controle te heersen die ervoor zorgt dat spelers die zich begeven op de kapitaalmarkt zich conformeren aan informele gedragslijnen. In tegenstelling tot de VS worden conflicten in het VK niet primair beslecht via juridische procedures.

13. In de Verenigde Staten wordt er een vrij strikt onderscheid gemaakt tussen het vennootschapsrecht op het niveau van de staat en het federale effectenrecht. Op basis van het vennootschapsrecht hebben aandeelhouders in de praktijk weinig bevoegdheden: de Algemene Vergadering kan weliswaar leden van de *board* ontslaan, maar de *board* kan zich daar in de praktijk tegen beschermen. Feitelijke zeggenschap wordt met name bereikt door het instrument van een (zeer kostbare) *proxy fight* en/of een *hostile take-over*. Het federale effectenrecht is sterk gericht op *disclosure* teneinde aandeelhouders voldoende geïnformeerd hun beleggingsbeslissingen te laten nemen. Op de naleving van deze *disclosure* verplichtingen wordt toegezien door de SEC, die hoge boetes kan uitdelen. Daarnaast bestaan in de VS tal van prikkels voor aandeelhouders om achteraf schadevergoeding te eisen (*class action, no cure no pay, appraisal rights, derivative suit*). Zowel in het vennootschapsrecht als in het effectenrecht wordt sterk het conflictmodel gehanteerd.

14. Inmiddels zijn ook op Europees niveau stringentere *disclosure* verplichtingen gecreëerd, zowel in het effectenrecht (vgl. het *Financial Services Action Plan*) als in het vennootschapsrecht (vgl. aanpassingen van de Vierde en Zevende Richtlijn en van de Achtste Richtlijn). De effectenrechtelijke en vennootschapsrechtelijke verordeningen en richtlijnen zijn en worden opgenomen in de Nederlandse rechtsorde.

15. Het Nederlandse corporate governance model heeft zich de laatste jaren ontwikkeld door de uitbreiding van zowel de bevoegdheden van aandeelhouders als door

disclosureverplichtingen (met name Europese), gekoppeld aan een eenvoudige toegang tot de rechter, via het enquêterecht maar ook via de Wet collectieve afwikkeling van massaschade, en een versterkte rol voor de toezichthouder (AFM). De rechtsgang in Nederland heeft in vergelijking tot andere landen een sterk open karakter, door de ruime discretionaire bevoegdheid van de Ondernemingskamer, in combinatie met de mogelijkheid tot het treffen van voorlopige voorzieningen.

16. De Monitoring Commissie meent dat het overnemen van bepaalde elementen uit buitenlandse rechtssystemen het risico in zich bergt dat de samenhang binnen het Nederlandse systeem onvoldoende tot haar recht komt en dat cumulatie optreedt van elementen van regelingen in het Nederlandse model. Mede in het licht van de reeds ingezette uitbreiding van de rechten van aandeelhouders alsook van de disclosureverplichtingen, komt het de Monitoring Commissie voor dat voorzichtigheid moet worden betracht ten aanzien van een verdere uitbreiding van regels, opdat een evenwicht in het systeem – in vergelijking tot andere landen – zoveel mogelijk kan worden gehandhaafd.

*3. Onderschrijft u de opvatting van de Monitoring Commissie dat in Nederland voorzichtigheid moet worden betracht ten aanzien van een verdere uitbreiding van regels die de verhouding beheersen tussen de onderneming en haar beleggers, teneinde evenwicht in het corporate governance systeem te handhaven?*

Antwoord HES Beheer: ja, volledig. Met een nog verdere uitbreiding van regels en mogelijk nog meer toezichthoudende organen, resteert er nauwelijks nog tijd om te ondernemen (regeldruk is al te hoog). In sommige landen mogen dan de rechten van aandeelhouders nog sterker zijn dan in Nederland, maar dit gaat veelal niet op voor de rechten van andere vennootschapsorganen (bv. ondernemingsraden).

## **2. Rechten en verplichtingen van aandeelhouders**

### a. meldingsplicht voor aandeelhouders

17. Aandeelhouders die meer dan 5% van de aandelen en/of de stemrechten in een beursgenoteerde vennootschap houden, dienen hun belang op basis van de Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende instellingen, die in werking is getreden op 1 oktober 2006, te melden. Sanctie op het niet (correct) melden is onder meer schorsing van het stemrecht en het schorsen en vernietigen van besluiten die met de stemmen van de meldingsplichtige zijn genomen.

18. Veel vennootschappen hebben echter ook beneden die drempel behoefte om hun aandeelhouders te kennen. Dit blijkt ook uit de reacties op de vragenlijst over de rol van de aandeelhouders. Van verschillende zijden wordt gepleit voor een verlaging van de drempel naar 3%.

19. In het Verenigd Koninkrijk ligt de drempel op 3%. Boven deze drempel dient iedere procentpunt stijging of daling te worden gemeld. De Financial Services Authority, die in 2006 een consultatie over de implementatie van de Transparantierichtlijn heeft uitgevoerd, stelt voor dit systeem te handhaven. In het VK wordt het niet (correct) melden bestraft met een boete en/of gevangenisstraf. Daarnaast mogen vennootschappen in hun statuten sancties, zoals het schorsen van het stemrecht, neerleggen. In Duitsland heeft de regering voorgesteld om de drempel te verlagen van 5% naar 3%. Niet (correct) melden wordt daar bestraft met een geldboete van ten hoogste 1 miljoen euro. In Frankrijk ligt de wettelijke drempel op 5%, maar mogen vennootschappen in hun statuten de drempel verlagen tot 0,5%. Indien niet (correct) is gemeld, verliezen de aandelen boven de aanmeld drempel automatisch het stemrecht voor iedere algemene vergadering tot twee jaar na het herstel van de melding.

20. De Monitoring Commissie heeft de indruk dat een verlaging van de Wmz-drempel naar 3%

dienstig kan zijn voor vennootschappen en de markt om te weten welke aandeelhouder een bepaald belang in de vennootschap houdt. In dat geval ligt het in de rede dat iedere wijziging van het belang met één procentpunt eveneens wordt gemeld. Hiermee wordt ook internationaal aansluiting gevonden.

*4. Deelt u de opvatting van de Monitoring Commissie dat het dienstig kan zijn om de Wmz-drempel te verlagen naar 3% met voorts een meldingsplicht bij elke wijziging van 1%?*

Antwoord HES Beheer: ja (2x), vooral met betrekking tot de meldingsplicht bij elke wijziging van 1%

#### b. intenties van aandeelhouders

21. De Monitoring Commissie constateert dat in verschillende jurisdicties wordt vereist dat een aandeelhouder bij het verkrijgen van een bepaald percentage aandelen in een vennootschap zijn intenties bekend maakt.

22. In de VS dient een aandeelhouder die direct of indirect meer dan 5% van een klasse aandelen bezit binnen 10 dagen bij de SEC te melden of hij van plan is invloed in de vennootschap uit te oefenen (Rule 13D). Tenzij de aandeelhouder verklaart de aandelen uitsluitend voor beleggingsdoeleinden te houden, is een gedetailleerde beschrijving vereist van het doel van de aankoop, bijvoorbeeld reorganisatie, fusie, overname etc. Op het niet nakomen van deze verplichting staan civielrechtelijke sancties (schadevergoeding), strafrechtelijke sancties (boetes) en bestuursrechtelijke sancties (handhaving door SEC).

23. In het VK bestaat geen disclosureverplichting voor intenties van aandeelhouders. Wel kan de vennootschap de aandeelhouders vragen naar de "nature of the interest in the shares" (zie model 212 notice in paragraaf 3).

24. In Frankrijk moet een aandeelhouder die alleen of gezamenlijk meer dan 10% van de aandelen of de stemrechten houdt, verklaren welke doelstellingen hij van plan is na te streven tijdens de komende twaalf maanden. De verklaring dient te preciseren of de verkrijger alleen of in onderling overleg handelt, of hij van plan is nog meer aandelen of stemrechten te verwerven, of hij al dan niet de zeggenschap over de vennootschap probeert te verkrijgen en of hij zal eisen dat hij of een of meer andere personen als bestuurder of commissarissen worden benoemd. De Autorité des Marchés Financiers (AMF) maakt de verklaring openbaar. Op het niet naleven van de verplichting tot de 'intentieverklaring' staat als sanctie de schorsing van het stemrecht (zie de *Loi pour la confiance et la modernisation de l'économie* van 26 juli 2005).

25. De Monitoring Commissie constateert dat de eisen die in buitenlandse rechtsstelsels aan aandeelhouders worden gesteld blijkbaar geen noemenswaardige complicaties met zich meebrengen. De invoering van een dergelijke *disclosure* verplichting kan naar de opvatting van de Monitoring Commissie ook voor Nederland aanbevelenswaardig zijn. Vraagpunt is of de drempel zou moeten aansluiten bij de Wmz-drempel of hoger zou moeten liggen. De Monitoring Commissie denkt aan een drempel van 5% voor de initiële verplichting tot disclosure en aan vervolgmeldingen ingeval de intenties wijzigen.

*5. De Monitoring Commissie meent dat het aanbevelenswaardig kan zijn om een aandeelhouder in Nederlandse vennootschappen te verplichten bekend te maken wat zijn intenties zijn met een aandelenbelang van bepaalde omvang. De Monitoring Commissie denkt aan een drempel van 5% voor de initiële verplichting tot openbaarmaking en aan vervolgmeldingen ingeval de intenties wijzigen. Bent u het met beide aanbevelingen eens?*

Antwoord HES Beheer: ja. Aan het niet nakomen van deze verplichting dienen sancties te worden gekoppeld (bv. schorsing stemrecht). Met de tweede aanbeveling zijn wij het volledig eens.

### c. Securities lending

26. "Securities lending" of kortweg "seclending" is een activiteit die sinds begin jaren negentig van de vorige eeuw gemeengoed is onder institutionele beleggers. De belegger die beschikt over een grote veelal "vaste" voorraad van effecten kan een deel daarvan ter beschikking stellen aan marktpartijen die leveringsverplichtingen zijn aangegaan zonder zélf over voldoende effecten te beschikken ("short selling"). *Short selling* vervult een rol in het kader van een betere prijsvorming van overgewaardeerde aandelen en is bovendien een algemeen aanvaarde handelstechniek.

27. Door effecten te "lenen" kan een marktpartij aan zijn leveringsverplichtingen voldoen zonder dat daarvoor beurstransacties noodzakelijk zijn die een sterk koersopdrijvend effect hebben. Bovendien leiden transacties op de openbare markt niet altijd tot het gewenste resultaat; het aanbod is soms ontoereikend en de prijsvorming inefficiënt. Dit vormt een risico, aangezien het niet-nakomen van leveringsverplichtingen kan leiden tot problemen in een keten van marktpartijen en tot instabiliteit op financiële markten.

28. De institutionele belegger die zijn aandelen "uitleent" levert derhalve een bijdrage aan de liquiditeit en efficiëntie van de financiële markten. Het uitlenen is voor hem ook financieel aantrekkelijk, aangezien hij over de waarde van de uitgeleende effecten een vergoeding ontvangt. In economische zin behoren die effecten niettemin onverminderd tot zijn vermogen, aangezien hij de effecten van gelijke soort en aantal teruggeleverd krijgt, na het verstrijken van de duur van de "lening". De juridische "eigendom" gaat echter tijdelijk verloren; securities lending vereist een juridische overdracht van aandelen waardoor alle rechten verbonden aan het aandeelhouderschap, waaronder ook het stemrecht, overgaan op de verkrijger (de "inlener"). Dit vormt een belangrijke keerzijde van securities lending.

29. Verlies van het stemrecht is moeilijk te verenigen met intensieve betrokkenheid bij de gang van zaken in een onderneming. Bovendien zijn er aanwijzingen dat de leenfaciliteit door bepaalde partijen wordt misbruikt. Het vermoeden bestaat dat zij aandelen lenen, niet om aan leveringsverplichtingen te voldoen maar om het stemrecht te verkrijgen dat aan de aandelen is verbonden, teneinde zodoende de uitkomst van de stemming in een AvA te kunnen beïnvloeden.

30. De Monitoring Commissie constateert dat de Code als zodanig geen bepalingen bevat over securities lending. Zij meent dat de veronderstelling die in de Code kan worden gelezen is dat zeggenschapsbelang zoveel mogelijk dient te sporen met het kapitaalbelang (vgl. bepaling IV.1.2). De Monitoring Commissie is voorshands van mening dat securities lending met het oogmerk om stemrecht te verkrijgen moet worden ontmoedigd. Er is echter meer onderzoek nodig, ook in internationaal verband, om de voor- en nadelen van seclending in kaart te brengen. Indien maatregelen worden overwogen, zullen deze rekening moeten houden met de positieve aspecten van securities lending. Voorts constateert de Monitoring Commissie met instemming dat initiatieven tot zelfregulering worden ontplooid. Het International Corporate Governance Network heeft daarvoor nuttige aanbevelingen gedaan, onder meer ten aanzien van transparantie (zie ICGN Stock Lending Code of Best Practice, te vinden op [www.icgn.org](http://www.icgn.org)).

*6. Deelt u de mening van de Monitoring Commissie dat securities lending met het oogmerk om stemrecht te verkrijgen, moet worden ontmoedigd? Zo ja, hebt u ideeën om dat ontmoedigingsbeleid vorm te geven? Bent u van mening dat vooralsnog kan worden volstaan met zelfregulering?*

Antwoord HES Beheer:

1. Ja, stemrecht moet gekoppeld zijn aan kapitaalbelang
2. Nee, vanwege onvoldoende kennis over dit onderwerp
3. Over het algemeen voorstander van zoveel mogelijk zelfregulering

#### d. transparantie stembeleid institutionele beleggers

31. De Code bevat een aantal bepalingen dat specifiek is gericht tot institutionele beleggers. Deze bepalingen hebben betrekking op de verslaggeving van institutionele beleggers over de vormgeving van hun stembeleid, over de uitvoering van dat stembeleid en over het stemgedrag tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders.

32. De Commissie Tabaksblad heeft de wetgever aanbevolen om deze bepalingen wettelijk te verankeren. De Monitoring Commissie constateert dat het voornemen bestaat daaraan uitvoering te geven door wijziging van de Wet financieel toezicht. Het resultaat daarvan zal zijn dat het "pas toe of leg uit"-beginsel ook krachtens wettelijke verplichting zal gelden voor institutionele beleggers.

33. De Monitoring Commissie concludeerde in haar 2005-rapport dat institutionele beleggers de Code minder goed toepassen dan beursgenoteerde vennootschappen. Voorts was zij van mening dat de informatie van institutionele beleggers inzake de naleving van de Code niet inzichtelijk is en de gebruiksvriendelijkheid te wensen overlaat. Vervolgens heeft zij de institutionele beleggers opgeroepen om de inzichtelijkheid van de informatie omtrent de naleving van de Code te verbeteren. De Monitoring Commissie stelt vast dat initiatieven zijn ontplooid (o.a. door Eumedion) die institutionele beleggers behulpzaam zijn te rapporteren over hun stembeleid, de uitvoering daarvan en over het stemgedrag. De Monitoring Commissie verwacht dat één en ander ertoe bijdraagt dat – in ieder geval Nederlandse – institutionele beleggers de Code beter gaan naleven.

### **3. Toegang tot/identificatie van aandeelhouders**

34. Uit de reacties op de vragenlijst over de rol van de aandeelhouders blijkt dat vennootschappen vaak onvoldoende zicht hebben op wie hun aandeelhouders zijn en dat veel vennootschappen dit als een belemmering ervaren. De Monitoring Commissie heeft zich afgevraagd of deze problematiek regelgeving op nationaal en/of Europees niveau vereist.

35. De problematiek van de gebrekkige identificeerbaarheid van aandeelhouders, mede vanwege de (grensoverschrijdende) ketens van intermediairs die tussen de vennootschap en de uiteindelijke investeerders in staan, werd reeds onderkend in de High Level Expert Group. Deze groep pleitte voor Europese regelgeving op dit terrein. Het richtlijnvoorstel aandeelhoudersrechten bevat echter geen voorstellen hierover. De Monitoring Commissie heeft kennis genomen van de Nederlandse initiatieven om op Europees niveau tot een regeling te komen en moedigt deze initiatieven aan. Tezelfdertijd kan worden geconstateerd dat in Europa vooralsnog weinig vooruitgang op dit punt wordt geboekt.

36. De Monitoring Commissie constateert dat in verschillende rechtsstelsels op nationaal niveau regels zijn gecreëerd die internationale doorwerking hebben.

37. In het Engelse systeem kan de vennootschap de identiteit achterhalen van de uiteindelijke belanghebbenden op de aandelen in de vennootschap door de geregistreerde aandeelhouder te benaderen met het verzoek informatie te verschaffen over het aantal aandelen en over de identiteit van de persoon voor wie de formele aandeelhouder de aandelen houdt (vgl. section 212 Companies Act 1985). Deze persoon is op haar beurt verplicht desgevraagd soortgelijke informatie te geven. Omdat ook stemovereenkomsten moeten worden meegedeeld, kan voorts worden nagegaan wie uiteindelijk de uitoefening van het stemrecht beheerst.

38. Naast strafrechtelijke sancties die uit hun aard niet verder reiken dan Engeland, voorziet de Engelse regeling in civielrechtelijke sancties, waaronder een verbod op de uitoefening van het stemrecht op de betrokken aandelen en een stopzetting van dividendbetalingen en andere kapitaaluitkeringen op de aandelen. Deze civielrechtelijke sancties worden doorgezet ongeacht de nationaliteit of de vestigingsplaats van degene die het belang heeft in de vennootschap.

39. Ook in Frankrijk kent men een soortgelijke regeling als hierboven beschreven, met dien verstande dat bij aandelen aan toonder de vennootschap informatie kan opvragen bij de

centrale deponhouder, die deze vraag doorstuurt aan betrokken rekeningbewaarders en doorleidt naar de vennootschap. De vennootschap kan ook aan volgende schakels in de keten informatie vragen over degene voor wie zij deze aandelen houden. Zolang niet aan de verplichtingen is voldaan, zijn het stemrecht en het recht op dividend opgeschort.

20

40. Zolang onvoldoende zicht is op een Europese regeling, meent de Monitoring Commissie dat het aanbeveling verdient ook in Nederland een regeling te introduceren geïnspireerd op het Engelse en/of Franse systeem. Daarbij dienen uiteraard zorgvuldig de voor- en nadelen van een dergelijke regeling met inbegrip van het nationale karakter ervan, te worden afgewogen.

41. In dit verband merkt de Monitoring Commissie op dat, in het licht van de vrijwel volledige giralisering van het effectenverkeer in Nederland, Nederlandse vennootschappen bekend moeten kunnen raken met degenen die juridisch als aandeelhouder moeten worden aangemerkt, welke personen dan als eerste aanknopingspunt kunnen gelden voor een verder onderzoek naar de uiteindelijke economisch gerechtigden op de aandelen. De Monitoring Commissie wijst in dit verband ook op de aanbevelingen van de Werkgroep Effecten aan toonder uit december 2001.

42. Het komt de Monitoring Commissie vooralsnog voor dat het vervangen van een systeem met aandelen aan toonder door aandelen op naam niet zonder meer een oplossing biedt voor het gesignaleerde probleem dat aandeelhouders moeilijk kunnen worden geïdentificeerd. Immers, juist in verband met de liquiditeit en de verhandelbaarheid van de aandelen zal dit er toe leiden dat aandelen worden gesteld op naam van een financieel intermediair die aandelen voor een ander houdt. Dikwijls worden aandelen op naam gehouden via een keten van intermediairs. In dit verband zij gewezen op de regeling die thans geldt krachtens de Wet Giraal Effectenverkeer, die inhoudt dat aandelen op naam die zijn opgenomen in het giraal effectenverkeer zijn gesteld op naam van de bank of een andere intermediair. Deze tussenpersoon treedt vervolgens op als vertegenwoordiger van de gezamenlijke gerechtigden tot die aandelen. Dit betekent dat aandelen op naam in combinatie met het giraal effectenverkeer nog geen directe identificatie oplevert van de uiteindelijk gerechtigden tot de aandelen.

*7. De Monitoring Commissie meent dat het aanbeveling verdient om de vennootschap in staat te stellen de identiteit van de aandeelhouder te achterhalen, bijvoorbeeld geïnspireerd op het Engelse of Franse systeem. Deelt u deze mening van de Monitoring Commissie?*

Antwoord HES Beheer: ja.

#### **4. Lange termijn aandeelhouderschap**

43. De Monitoring Commissie stelt vast dat in Nederland een discussie gaande is over de wijze waarop de ondernemingsleiding zich moet positioneren in een krachtenveld van belanghebbenden die blijf geven van uiteenlopende visies op de wenselijke strategie en de activiteiten van de onderneming. Die discussie wordt vooral gevoerd naar aanleiding van de activiteiten van hedge funds en private equity funds die door uitoefening van hun aandeelhoudersrechten hun eigen doelstellingen met kracht bepleiten bij de ondernemingsleiding.

De vraag gerezen is of het Nederlandse recht, in samenhang met de Code, het bestuur van de vennootschap voldoende mogelijkheden biedt om een langetermijnstrategie van de vennootschap te ontwikkelen en ten uitvoer te brengen.

44. Het debat daarover wordt gevoerd tegen de achtergrond van reeds eerder geconstateerde systeemfouten die ten grondslag liggen aan de toename van boekhoudschandalen en "earnings management" sinds 1997. Gevoed door onder meer verkeerde prikkels van beloningssystemen heeft dit tot een vertrouwenscrisis geleid. De bezinning op de oorzaken hiervan heeft velen ervan overtuigd dat het wenselijk is een oriëntatie op langere termijn te bevorderen, zowel aan de zijde van ondernemingen als aan de zijde van - met name - institutionele aandeelhouders.

45. De Monitoring Commissie constateert dat internationaal initiatieven worden ontplooid om een oriëntatie op langere termijn te stimuleren. Zo is in het wetsvoorstel tot herziening van het Engelse vennootschapsrecht uitdrukkelijk opgenomen dat het bestuur in zijn besluitvorming de consequenties op lange termijn dient te betrekken. De achterliggende idee is dat het primaat van het aandeelhoudersbelang niet kan dienen als rechtvaardiging voor kortetermijndenken. Gelijktijdig wordt dit primaat in het VK onmisbaar geacht vanuit een oogpunt van *accountability*; de wens om verantwoording *aan* en correctie *door* de AvA rechtens te verankeren.

46. Een betere jaarverslaggeving, waarin meer aandacht wordt gegeven aan kansen en risico's op lange termijn, kan er eveneens aan bijdragen dat de vennootschap en de aandeelhouders elkaar vinden op gezamenlijke langetermijndoelstellingen. Het verdient in dit kader wellicht overweging om in het jaarverslag van de vennootschap meer aandacht te besteden aan feiten en ontwikkelingen die naar verwachting van grote betekenis zullen zijn voor de toekomstige ontwikkeling, positionering en prestaties van de onderneming. Daarmee kan tevens nader inhoud worden gegeven aan best practice-bepalingen II.1.2 en II.1.5. van de Code. De Monitoring Commissie acht het voorts van belang dat de vennootschap en haar aandeelhouders over dergelijke langetermijntrends in een dialoog van gedachten kunnen wisselen, ook buiten het verband van de AvA. Die dialoog kan de vertrouwensbasis versterken (zie paragraaf 5 van dit hoofdstuk).

47. Ook in de Code ligt de nadruk op de lange termijn. In paragraaf 1.2 werd gememoreerd dat de Code uitgaat van het in Nederland gehanteerde uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen. Bestuur en raad van commissarissen hebben een integrale verantwoordelijkheid om de belangen van deze partijen af te wegen, doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming. "Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn", aldus de preambule.

48. De Monitoring Commissie meent dat er veel kracht schuilt in deze benadering. De Commissie onderkent dat niettemin grote inspanningen zijn vereist om binnen dit kader een vertrouwensbasis tot stand te brengen tussen vennootschap en aandeelhouders die ook op lange termijn houdbaar is. Een heldere communicatie van een eenduidige ondernemingsstrategie, gepaard gaande met disclosure over de aan die strategie verbonden kansen en risico's, kunnen daaraan bijdragen. Het verdient voorts aanbeveling dat ondernemingsleiding en aandeelhouders daarover in een dialoog van gedachten kunnen wisselen (zie paragraaf 5 van dit hoofdstuk).

49. De Monitoring Commissie constateert voorts dat ideeën worden gelanceerd om aandeelhouderschap op lange termijn te stimuleren, vooral door financiële prikkels. Zo overweegt DSM een registratiedividend te introduceren. Dit kan ook de identificatie van aandeelhouders faciliteren (zie paragraaf 3 van dit hoofdstuk). Een ander voorstel betreft een door aandeelhouders vrijwillig te aanvaarden lock up, in ruil voor extra dividend. Dit is wettelijk verankerd in het Franse recht en wordt in de praktijk daadwerkelijk toegepast. Voorts leven er gedachten om aandeelhouders een progressief stemrecht toe te kennen, naarmate zij zich voor langere duur verbinden aan de onderneming. In het verleden is tevens de gedachte geopperd van een "attendance fee" of "stemdividend". De aandeelhouder die gebruik maakt van zijn stemrecht, krijgt daarvoor een beloning in de vorm van extra dividend. Zij stelt de institutionele belegger in staat om aandeelhoudersrechten deskundig en geïnformeerd te gebruiken. De daarmee gemoeide kortetermijnkosten worden door het stemdividend vergoed. In Spanje is de attendance fee een bekend fenomeen.

50. De Monitoring Commissie volgt deze ontwikkelingen met belangstelling. Zij meent dat het de moeite waard kan zijn om te bezien of dergelijke "incentives" in de praktijk werken. Daarbij acht de Monitoring Commissie het van belang dat de eventueel in Nederland toe te passen

technieken in het buitenland herkenbaar zijn en in brede kring worden begrepen. In een klein land met een open economie hebben Nederlandse ondernemingen geen werkelijke mogelijkheid te kiezen voor maatregelen waarmee zij zich internationaal isoleren.

*8. Vindt u dat de wetgever en/of Monitoring Commissie een taak heeft om een langetermijnrelatie tussen vennootschap en aandeelhouder te bevorderen of vindt u dat dit van marktwerking afhankelijk moet zijn? Indien u van mening bent dat hier een taak voor de wetgever en/of de Monitoring Commissie ligt, op welke wijze zou de lange termijn betrokkenheid van aandeelhouders naar uw opvatting het best kunnen worden gestimuleerd?*

Antwoord HES Beheer: een onderzoek door de Monitoring Commissie of bepaalde incentives in de praktijk werken, zou nuttig kunnen zijn, maar wetgeving op dit gebied vinden wij onwenselijk. Bij incentives als vrijwillig te aanvaarden lock ups in ruil voor extra dividend moet worden bedacht dat ook aandeelhouders die de vennootschap niet welgevallig zijn, hiervan gebruik kunnen maken. Registratiedividend/attendance fee of stemdividend lijken ons bevorderlijk voor de aanwezigheidsscore tijdens de AvA, maar of hiermee een langetermijnrelatie wordt bereikt, betwijfelen wij. E.e.a. zal ons inziens dus sterk afhankelijk zijn van marktwerking, betrokkenheid bij bedrijf, ontwikkeling winst, beurskoers etc.

## **II. COMMUNICATIE TUSSEN VENNOOTSCHAP EN AANDEELHOUDERS**

### **5. Communicatie door het jaar heen/buiten AvA**

51. Op verschillende plaatsen in de Code (zoals in Principes IV.3 en IV.4 en best practice bepalingen IV.3.1 en IV.3.2) wordt gesproken van communicatie met aandeelhouders of anderen buiten het kader van de AvA. Er zijn ook overigens geen codebepalingen die zich verzetten tegen één op één gesprekken tussen vennootschap en aandeelhouders.

52. Van wezenlijk belang is het uitgangspunt verwoord in principe IV.3 van de Code, dat aandeelhouders en andere partijen op financiële markten gelijkelijk en gelijktijdig worden geïnformeerd over koersgevoelige informatie. In de Wet toezicht effectenverkeer 1995 ("Wte") wordt bepaald dat indien koersgevoelige informatie aan een derde wordt meegedeeld, deze onverwijld moet worden openbaar gemaakt. Dit betekent dat overleg tussen de vennootschap en aandeelhouders of anderen zijn begrenzing vindt in het eventuele koersgevoelige karakter van een mededeling. Het toezicht op de naleving van de Wte berust bij de AFM. De uitgangspunten van de regeling in de Wte (als implementatie van de Europese harmonisatie van regelgeving) vertonen grote gelijkenis met de eerder (in 2000) in de VS van kracht geworden regelgeving van de SEC, bekend als "Regulation FD – Fair Disclosure". In het kader van de dialoog tussen vennootschap en aandeelhouder is ook van belang onder welke omstandigheden het polsen van aandeelhouders gelegitimeerd kan zijn teneinde – kort gezegd – een indruk te krijgen van het stemgedrag van de aandeelhouder indien de opstelling van die aandeelhouder naar verwachting van wezenlijke betekenis zal zijn voor de uitslag van de stemming. Het Besluit marktmisbruik Wft van 12 oktober 2006 zal daaromtrent duidelijkheid moeten verschaffen.

53. Uit de reacties op de vragenlijst van de Monitoring Commissie inzake de rol van de aandeelhouders, is gebleken dat door verschillende partijen de regelgeving inzake marktmisbruik als een obstakel wordt ervaren bij de informatievoorziening aan aandeelhouders. Dit obstakel wordt zowel door ondernemingen genoemd als door beleggers, omdat de angst voor overtreding van de regels het bestuur terughoudender maakt om informatie te verstrekken. Mogelijk is dit voor een belangrijk deel toe te schrijven aan de betrekkelijke onzekerheid die de nieuwe (inbedding van de) regelgeving rond marktmisbruik met zich brengt.

54. Op 20 oktober 2006 heeft de AFM een standpunt uitgevaardigd over aandeelhoudersactivisme en one-on-ones. Volgens de AFM is er geen wettelijk beletsel voor contacten tussen vennootschap en aandeelhouders. De beslissing om een dialoog aan te

gaan acht de AFM de verantwoordelijkheid van de vennootschap en de aandeelhouders. De Monitoring Commissie onderstreept dat een dialoog met aandeelhouders en andere marktpartijen buiten het kader van de AvA nuttig kan zijn. Ook elders wordt het nut van dialoog onderkend (vgl. OECD Principles of Corporate Governance en de Revised Combined Code).

55. De Monitoring Commissie meent dat een belangrijke functie van gesprekken met beleggers kan zijn het onder de aandacht van de onderneming brengen van standpunten door de belegger en daarover van gedachten te wisselen. Het is van belang dat daarover vrijelijk - binnen de grenzen die de wet en Code stellen - kan worden gesproken. Zulke gesprekken kunnen de ondernemingsleiding en beleggers dichter tot elkaar brengen en kunnen tot een meer open discussie met een breder karakter leiden dan wanneer deze binnen de aandeelhoudersvergadering zou worden gevoerd. Daarbij geldt dat het voor de ondernemingsleiding veelal van belang zal zijn om ook gedurende het jaar te horen wat er in de markt aan opvattingen over de onderneming leeft.

56. Uiteraard geldt als voorwaarde dat bij het voeren van deze gesprekken in het bijzonder de wettelijke regels volledig worden nageleefd. Daarbij zij opgemerkt dat deze naleving minder snel in het geding zal zijn indien het gesprek niet zozeer gericht is op informatievergaring door de beleggers, maar op het onder de aandacht brengen van standpunten met betrekking tot de onderneming. Afhankelijk van de omstandigheden kan ook een reactie daarop van de zijde van de onderneming en de discussie over deze standpunten mogelijk zijn binnen het kader van deze regels. Hetzelfde kan het geval zijn ten aanzien van gesprekken met beleggers en analisten waarin bijvoorbeeld naar buiten gebrachte financiële berichten nader worden toegelicht. Afhankelijk van de omstandigheden kan een dergelijke toelichting worden gegeven zonder dat er sprake is van belangrijke niet openbare additionele informatie.

57. Voor gesprekken met individuele beleggers en analisten blijft gelden dat de nodige voorzichtigheid moet worden betracht waarbij steeds zorgvuldig zal moeten worden afgewogen of informatie die van de zijde van de onderneming wordt verstrekt, hetzij in reactie op vragen of standpunten met betrekking tot de corporate governance dan wel ter zake van meer concrete naar buiten gebrachte informatie, in strijd komt met de geldende regels. Het blijft de verantwoordelijkheid van - in eerste instantie - de onderneming om steeds te beoordelen of bepaalde informatie al dan niet koersgevoelig is.

58. De zorgvuldigheid die vennootschap en 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.

59. Voornoemde uitgangspunten gelden ook in geval van gesprekken met een grootaandeelhouder die bepaalde wijzigingen in de corporate governance structuur of de strategie van de onderneming voor ogen staat. Daarbij komt het de Monitoring Commissie voor dat naarmate meer specifieke wensen naar voren worden gebracht en een reactie van ondernemingszijde hierop wordt gegeven, de grenzen die de regels stellen sterker in het geding kunnen zijn. In die zin is er sprake van een zekere mate van verdichting van de voorzichtigheid die zal moeten worden betracht.

60. Voorts geldt, in het bijzonder bij de hiervoor bedoelde gesprekken met grootaandeelhouders, dat deze onverlet laten de verantwoordingsplichten die bestuur en commissarissen hebben jegens de algemene vergadering van aandeelhouders. Die verantwoordingsplicht kan in het bijzonder in het geding zijn indien op aandrang van een of meerdere beleggers bepaalde wijzigingen in de corporate governance structuur of de strategie van de onderneming worden voorgesteld of doorgevoerd. Het feit dat zulks mogelijk gebeurt op initiatief of aandrang van een of meerdere aandeelhouders, doet niet af aan een onverkorte verantwoordingsplicht ter zake jegens de AvA.

61. De Monitoring Commissie onderkent dat er een zekere spanning lijkt te bestaan tussen enerzijds de oproep van de Commissie om bij te dragen aan een actieve dialoog tussen de vennootschap en aandeelhouders en anderzijds bepalingen (waaronder IV.3.1 en IV.3.4 van de Code) die marktmisbruik willen tegengaan. De Monitoring Commissie denkt dat deze spanning kan worden teruggedrongen indien de vennootschap een beleid formuleert inzake bilaterale contacten met aandeelhouders en dit beleid publiceert op haar website. 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. Een dergelijke transparantie stelt aandeelhouders in staat om hun gedrag daarop aan te passen.

62. De vraag rijst of extra spelregels nodig zijn. Wet- en regelgeving inzake marktmisbruik wordt reeds als uitgebreid en gecompliceerd ervaren. In de praktijk kan de concrete invulling daarvan op problemen stuiten. In die zin is het nuttig als de AFM richting blijft geven over de toepassing van de regels, opdat eenduidigheid ontstaat.

*9. Bent u van mening dat een dialoog tussen vennootschap en aandeelhouder, ook buiten het verband van de AvA, nuttig kan zijn en niet moet worden ontmoedigd? Acht u het – zowel vanuit het perspectief van de vennootschap als van de aandeelhouder - nuttig indien de vennootschap haar beleid inzake bilaterale contacten met aandeelhouders publiceert op haar website?*

Antwoord HES Beheer:

1. Ja
2. Nee, wat ons betreft niet nodig. Niet alles hoeft binnen een bepaald stramien, zodat hier geen "beleid" voor ontwikkeld hoeft te worden. Er moet ruimte blijven voor spontane bilaterale contacten.

## **6. Communicatie in het kader van de AvA**

### a. Rol en besluitvorming

#### *Inleiding*

63. De Code stelt de algemene vergadering als besluitvormings-, verantwoordings- en beïnvloedingsorgaan centraal. Door de wet tot aanpassing van de structuurregeling en de Code heeft de algemene vergadering meer invloed gekregen. Zo dient de algemene vergadering besluiten die een belangrijke wijziging in de identiteit of het karakter van de vennootschap met zich meebrengen goed te keuren, evenals het bezoldigingsbeleid. Ook kan het corporate governance beleid aan de algemene vergadering ter stemming worden voorgelegd. Aandeelhouders hebben een agenderingsrecht gekregen indien zij 1% van het geplaatste kapitaal of 50 miljoen euro vertegenwoordigen. De bovengenoemde ontwikkelingen maken een goed functioneren van de algemene vergadering extra van belang.

64. De besluitvorming door de algemene vergadering als orgaan vindt plaats in de fysieke aandeelhoudersvergadering. De wet tot bevordering van elektronische communicatiemiddelen, die op 1 januari 2007 in werking treedt, biedt vennootschappen daarnaast de mogelijkheid hun vergadering open te stellen voor participatie door aandeelhouders langs elektronische weg.

65. De vergadering biedt direct voorafgaande aan de totstandkoming van het besluit de mogelijkheid tot overleg. Aandeelhouders zijn echter niet verplicht om deel te nemen aan dat overleg, noch om op de vergadering te verschijnen. De Code bevat evenmin een bepaling met deze strekking.

66. In de praktijk hebben vele aandeelhouders, met name institutionele beleggers, hun standpunt

ten aanzien van de agendapunten reeds voorafgaande aan de vergadering bepaald. Dit komt bijvoorbeeld tot uiting in de volmachten met gerichte steminstructies die worden afgegeven. De mogelijkheid en de praktische toepassing van een standpuntbepaling voorafgaande aan de vergadering krijgt extra accent doordat de wet tot bevordering van elektronische communicatiemiddelen in de algemene vergadering erin voorziet dat aandeelhouders reeds voorafgaande aan de vergadering formeel hun stem kunnen uitbrengen.

67. De Monitoring Commissie constateert dat deze ontwikkelingen accentueren dat AvA's veelal niet langer kunnen worden gezien als fora waarin besluitvorming tot stand komt als "vrucht van onderling overleg". De Monitoring Commissie meent dat dit inherent is aan de verdergaande internationalisering, institutionalisering en nog grotere spreiding van aandelenkapitaal, alsmede de massaliteit van de vergadering en het publieke karakter ervan. Zij deelt echter niet de scepsis over de rol die de fysieke vergadering in de toekomst nog te spelen heeft. 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 algemene vergadering, waarin de dialoog met aandeelhouders ook buiten het kader van de algemene vergadering een nuttige rol kan spelen.

*10. Onderschrijft u de visie van de Monitoring Commissie op de algemene vergadering van aandeelhouders als orgaan en op de fysieke aandeelhoudersvergadering?*

Antwoord HES Beheer: ja, volledig.

*Toelichten stemgedrag*

68. In de reacties op de vragenlijst over de rol van de aandeelhouders is gesuggereerd dat aandeelhouders hun stemgedrag dienen toe te lichten op de algemene vergadering. Een aantal respondenten meldt niet te weten waarom aandeelhouders stemmen zoals ze doen en willen dit wel graag weten. In paragraaf 1 van dit hoofdstuk is reeds het stembeleid van institutionele beleggers aan de orde gesteld. In het verlengde daarvan rijst de vraag of aandeelhouders die een bepaald percentage van de aandelen vertegenwoordigen ter vergadering dienen bekend te maken hoe zij stemmen.

69. Voor zover bij de Monitoring Commissie bekend, bestaat er in de ons omringende landen geen verplichting om op de algemene vergadering de stemkeuze te motiveren. Wel geven sommige institutionele beleggers achteraf informatie over de wijze waarop zij hun stemrecht hebben uitgeoefend.

70. Mogelijk voordeel van het motiveren van de stemkeuze tijdens de algemene vergadering is dat dit de discussie op de algemene vergadering kan verhelleren en inzichtelijker kan maken welke afwegingen worden gemaakt.

71. Een nadeel van een dergelijke regeling is dat deze in internationaal verband ongebruikelijk is. Dit zou ertoe kunnen leiden dat aandeelhouders ervan afzien deel te nemen aan het debat in de AvA en bij voorkeur in anonimiteit op afstand stemmen. Voorts zijn er praktische implicaties. In de praktijk hebben veel aandeelhouders hun keuze reeds vooraf gemaakt, toen zij de volmacht afgaven. Dit zal worden versterkt doordat vanaf 1 januari 2007 stemmen ook voorafgaande aan de vergadering kunnen worden uitgebracht. Het verplichten van het motiveren van stemgedrag op de algemene vergadering zou betekenen dat effectief de stemmen niet vóór de vergadering zouden kunnen worden uitgebracht en dat gevolmachtigden meer inspanningen zouden moeten leveren, hetgeen een stijgend effect zou hebben op de kosten van het stemmen via volmacht.

72. Een alternatief zou kunnen zijn om op de website van de vennootschap een gedeelte in te richten waar aandeelhouders hun stemkeuze kunnen toelichten. Uiteraard kunnen beleggers

hun stemgedrag ook op hun eigen website verantwoorden of daaraan anderszins publiciteit geven. Voorts wordt van institutionele aandeelhouders verwacht dat zij ten opzichte van hun achterliggende begunstigen verantwoording afleggen van hun stemgedrag. In dit verband is ook relevant of bepaalde aandeelhouders zullen worden verplicht hun intenties bekend te maken, vergelijk de punten 21-25 van dit document.

73. De Monitoring Commissie ziet in het licht van het voorgaande geen aanleiding om aandeelhouders te verplichten – al dan niet langs elektronische weg - 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.

*11. 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. Bent u het eens met deze opvatting?*

Antwoord HES Beheer: ja.

Motivatie van stemkeuze stimuleren lijkt ons prima, maar geen verplichting.

*Deponeren en publiceren uitkomsten stemvolmachten*

74. In de reacties op de vragenlijst werd door een aantal respondenten gesuggereerd om de uitkomsten van stemvolmachten te deponeren bij een onpartijdige derde, zoals de notaris, opdat het bestuur niet voorafgaand aan de AvA reeds bekend is met de vermoedelijke uitslag.

75. Met de inwerkingtreding van de wet bevordering elektronische communicatiemiddelen zal naar verwachting vaker voorafgaand aan de vergadering de stem worden uitgebracht. Het afleggen van verantwoording in de fysieke algemene vergadering blijft een belangrijke pijler van ons systeem van *checks and balances* in de onderneming. De verantwoording in de fysieke vergadering mag niet minder worden indien tevoren bekend is dat het bestuur zal worden gedechargeerd.

76. De Monitoring Commissie merkt op dat institutionele beleggers in het algemeen hun eigen gevolmachtigden kiezen, veelal via het bancaire circuit. Particuliere beleggers kunnen veelal via het Communicatiekanaal Aandeelhouders eenvoudig een gemachtigde aanwijzen. De vennootschap kan gevraagd worden als gemachtigde op te treden; dit lijkt echter minder vaak voor te komen dan voorheen het geval was. Voor deze laatste categorie gevallen meent de Monitoring Commissie dat het uit een oogpunt van zorgvuldigheid aanbeveling verdient 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 vergadering en bij het vaststellen van de vergaderorde.

77. Voor zover het bestuur bekend is met de stemmen en/of stemvolmachten die voorafgaand aan de vergadering zijn uitgebracht c.q. afgegeven, betekent dit in de opvatting van de Monitoring Commissie niet dat deze stemmen en/of stemvolmachten ook reeds voorafgaand aan de vergadering zouden moeten worden gepubliceerd. Naar de mening van de Monitoring Commissie kan het zijn dat de vergadering als sluitstuk van het besluitvormingsproces minder tot zijn recht komt indien reeds voor de vergadering mededeling wordt gedaan over bij de vennootschap bekende vooraf afgegeven steminstructies en stemmen. Daarbij geldt voor stemvolmachten dat tot het moment van het uitbrengen van de stem de volmachtgever zelf in plaats van de gemachtigde kan stemmen of zijn instructies wijzigen en kan de gemachtigde in het belang van de volmachtgever vanwege nieuwe omstandigheden anders stemmen dan voorgenomen.

12. *Deelt u de opvatting van de Monitoring Commissie dat het aanbeveling verdient dat de vennootschap aan beleggers de mogelijkheid biedt om voorafgaande aan de algemene vergadering afgegeven stemvolmachten bij een onafhankelijke derde te deponeren? Deelt u voorts de opvatting van de Monitoring Commissie dat bij de vennootschap bekende stemmen en/of stemvolmachten voorafgaande aan de algemene vergadering niet te hoeven worden gepubliceerd?*

Antwoord HES Beheer:

1. Nee, aandeelhouders regelen dit zelf
2. Ja

b. informatieverschaffing en oproepingstermijn

78. Uit de reacties op de vragenlijst blijkt dat een ruime meerderheid van de respondenten van beleggerszijde een oproepingstermijn van vier weken of een maand wenst. Dit standpunt wordt gedeeld door de meeste respondenten uit de AEX, maar een aantal overige respondenten meent dat een kortere datum kan volstaan. Door respondenten werd opgemerkt dat als uitgangspunt dezelfde termijnen voor een BAvA dienen te gelden als voor een jaarlijkse AvA, maar er zou wel ruimte moeten zijn voor uitzonderingen.

79. De Monitoring Commissie wijst erop dat het voorstel voor een richtlijn aandeelhoudersrechten een uniforme oproepingstermijn voor alle vergaderingen bevat van 30 dagen. Thans is de wettelijke oproepingstermijn 15 dagen.

80. De laatste jaren valt een toename te zien van bijzondere algemene vergaderingen (BAVA's). Dit wordt deels veroorzaakt doordat de algemene vergadering sinds 2004 haar goedkeuring moet geven aan ingrijpende besluiten, maar ook doordat vennootschappen meer dan voorheen waarde hechten aan de opinie van de aandeelhoudersvergadering. Juist op BAVA's staan onderwerpen geagendeerd die controversieel kunnen zijn, zoals een besluit tot fusie of overname. Aandeelhouders hebben er derhalve juist ook bij BAVA's belang bij tijdig te worden geïnformeerd. Anderzijds kan de aard van de agendapunten ook meebrengen dat een BAVA snel wordt gehouden, bijvoorbeeld bij het sluiten van belangrijke transacties. Bovendien vinden veel BAVA's buiten het jaarvergaderingseizoen plaats, zodat beleggers sneller de informatie kunnen verwerken. De Monitoring Commissie ziet de ontwikkelingen op Europees niveau op dit punt met belangstelling tegemoet.

c. het verloop van de vergadering

81. De wet ter bevordering van het gebruik van elektronische communicatiemiddelen laat vennootschappen de keuze om, naast de fysieke vergadering, aandeelhouders ook langs elektronische weg te laten participeren. Deze wetgeving is faciliterend van aard.

82. Uit de reacties op de vragenlijst blijkt dat een ruime meerderheid van de ondernemingen de AvA niet webcast. Een aanzienlijk deel daarvan (met name small caps) zegt dit ook niet in de toekomst te zullen doen, met name vanwege de kosten en de omvang van het fonds. Een aantal respondenten van beleggerszijde meent dat webcasting van AvA's standaard zou moeten plaatsvinden.

83. Het (toekomstig) gebruik van elektronische middelen, zoals het stemmen op afstand, wordt zowel door ondernemingen als beleggers als positief beoordeeld, omdat men verwacht dat het de participatie van aandeelhouders bevordert.

84. De Monitoring Commissie is benieuwd naar de ervaringen rond het gebruik van elektronische communicatiemiddelen in de toekomst. Uit de ervaringen zal moeten blijken welke elektronische communicatiemiddelen kunnen bijdragen aan een verbetering van het functioneren van de AvA.

d. de vergaderorde

### *Inleiding*

85. De Code bevat geen best practice bepalingen over de vergaderorde.

86. Uit de reacties op de vragenlijst blijkt dat veel respondenten, zowel van ondernemings- als beleggerszijde, het verloop van de algemene vergadering voor verbetering vatbaar achten. Een aantal respondenten heeft suggesties gedaan om de kwaliteit van de algemene vergadering te verbeteren.

### *Beperken spreektijd*

87. Zo is gesuggereerd om de spreektijd van aandeelhouders te beperken, bijvoorbeeld gekoppeld aan het percentage stemrechten dat de aandeelhouder vertegenwoordigt. Daarbij werd ook de mogelijkheid geopperd dat de voorzitter van de algemene vergadering de spreektijd van aandeelhouders inperkt in verband met een goede vergaderorde.

88. In Duitsland is expliciete regelgeving op dit terrein tot stand gekomen; met de invoering van het UMAG (Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts) is in 2005 het informatierecht van de aandeelhouder aangepast. De statuten of het vergaderreglement kunnen de voorzitter van de vergadering toestaan om het vraag- en spreekrecht van de aandeelhouders in de tijd te beperken en kunnen hiervoor een nadere uitwerking geven.

89. De Duitse Corporate Governance Kodex is op 12 juni 2006 ook aangepast met als doel het bevorderen van de vergaderefficiëntie; de Kodex beveelt aan dat een normale algemene vergadering na vier tot zes uur beëindigd zou moeten zijn (§ 2.2.4). De Commissie Cromme beoogt hiermee de algemene vergadering als belangrijk besluitvormend orgaan weer sterker in het bewustzijn te brengen. Daarom acht de Commissie het zinvol de duur van de vergadering te beperken en haar inhoudelijk terug te brengen tot de beraadslaging over wezenlijke strategische vragen van de onderneming.

90. De Monitoring Commissie meent dat het beperken van de spreektijd van individuele aandeelhouders dienstig kan zijn voor het bevorderen van een efficiënte en inhoudelijk zinvolle algemene vergadering. Het lijkt niet nodig om daarvoor een wettelijke regeling in het leven te roepen. De voorzitter van de algemene vergadering dient de vergaderorde te bewaken. Hij kan daartoe voorafgaande 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.

*13. Deelt u de opvatting van de Monitoring Commissie dat het beperken van de spreektijd van individuele aandeelhouders dienstig kan zijn voor het bevorderen van een efficiënte en inhoudelijk zinvolle algemene vergadering? Zo ja, deelt u de opvatting van de Monitoring Commissie dat het aan de voorzitter van de algemene vergadering is om in voorkomende gevallen de spreektijd te beperken, mits in redelijkheid uitgeoefend?*

Antwoord HES Beheer:

1. Ja, gerelateerd aan percentage stemrecht
2. Ja

*Vooraf stellen van vragen*

91. Uit de reacties op de vragenlijst over de rol van de aandeelhouders blijkt dat een meerderheid van de respondenten het een verbetering acht als er voorafgaande aan de algemene vergadering vragen kunnen worden gesteld.

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

93. 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 additionele vragen te stellen, met inachtneming van de vergaderorde.

94. Overigens wijst de Monitoring Commissie erop dat ook het voorstel voor een richtlijn aandeelhoudersrechten een recht op het indienen van vragen voorafgaande aan de algemene vergadering bevat.

*14. Deelt u de opvatting van de Monitoring Commissie dat het voorafgaande aan de vergadering indienen van vragen dienstig kan zijn aan het bevorderen van de efficiëntie van de vergaderorde? Zo ja, deelt u de opvatting van de Monitoring Commissie dat de vragen dan ook voorafgaande aan de vergadering kunnen worden beantwoord?*

Antwoord HES Beheer:

1. ja, maar het moet niet ertoe leiden dat de AvA uitsluitend een volledig tevoren geregisseerde bijeenkomst wordt.
2. ja, in specifieke gevallen, bv. wanneer de vragen betrekking hebben op onderwerpen die al eerder behandeld of gepubliceerd zijn.

## Hoofdstuk 2 - Toepassingsbereik van de Code

### Toepassingsbereik van de Code

In dit hoofdstuk staat het toepassingsbereik van de Code centraal. Specifieke aandacht gaat daarbij uit naar consultatievragen betreffende het gebruik van een corporate governance code door Nederlandse fondsen met uitsluitend een notering in het buitenland, door lokale fondsen (d.w.z. fondsen die aan Euronext Amsterdam zijn genoteerd en niet zijn opgenomen in de AEX, AMX of ASC index) en door Nederlandse fondsen die breed verhandelbaar zijn op een niet-gereguleerde beurs.

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

1. 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 van een van overheidswege erkende effectenbeurs.

2. De Code is niet van toepassing op beleggingsinstellingen die als financiële producten kunnen worden aangemerkt. Een beleggingsinstelling is derhalve in beginsel uitgezonderd van verplichte toepassing van de Code, tenzij het gaat om een beursgenoteerde vennootschap die

(ook) beheerder is.

3. Bovenstaande betekent dat niet alleen de Nederlandse vennootschappen waarvan aandelen of certificaten van aandelen zijn genoteerd aan een Nederlandse effectenbeurs (Euronext Amsterdam) onder het toepassingsbereik vallen, maar ook de Nederlandse vennootschappen waarvan de aandelen of certificaten van aandelen uitsluitend zijn genoteerd aan één of meer buitenlandse, van overheidswege erkende, effectenbeurzen. De commissie Tabaksblat heeft expliciet voor dit toepassingsbereik gekozen om te voorkomen dat de concurrentiepositie van de Nederlandse effectenbeurs onder druk komt te staan. Immers, met de huidige internationalisering van de effectenbeurzen kunnen vennootschappen relatief eenvoudig hun notering verplaatsen wanneer zij de Code niet zouden willen toepassen. Voorts speelt mee dat de corporate governance code wettelijk is verankerd in boek 2 BW, dat van toepassing is op Nederlandse vennootschappen ongeacht de plaats van notering.

4. In 2005 en 2006 heeft de Monitoring Commissie rapportages uitgebracht inzake de naleving van de Code door Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Grondslag voor de rapportages ter zake is (in opdracht van de Monitoring Commissie) uitgevoerd onderzoek door de Rijksuniversiteit Groningen. Dit onderzoek wijst uit dat de naleving en toepassing van de Code achter blijft voor Nederlandse fondsen met uitsluitend noteringen in het buitenland.

5. Veel Nederlandse fondsen met uitsluitend een buitenlandse notering stellen in het jaarverslag (in algemene termen) de Code toe te passen. Hiernaast wordt, binnen de categorie Nederlandse fondsen met uitsluitend een buitenlandse notering, veelvuldig aangegeven dat een (buitenlandse) corporate governance code wordt nageleefd die gebruikt wordt op de effectenmarkt waar men genoteerd is. Sommige van de fondsen uit deze categorie passen meer dan één corporate governance code toe.

6. Uit onderzoek verricht in opdracht van de Monitoring Commissie blijkt overigens dat bijna een derde van de buitenlandse fondsen (dus fondsen met hun statutaire zetel in het buitenland) die genoteerd zijn aan Euronext Amsterdam aangeven dat zij de Code naleven.

7. Het boven (onder punt 5 en 6) gestelde is aanleiding voor de Monitoring Commissie om aandacht te besteden aan de knelpunten bij de toepassing van de Code door Nederlandse fondsen met uitsluitend een notering in het buitenland.

8. Een mogelijke aanpak is om een onderneming met uitsluitend een notering in het buitenland, vrij te laten in het kiezen welke corporate governance code men wenst na te leven: de Nederlandse corporate governance code dan wel de corporate governance code van het land waarin het fonds genoteerd is. Dit is echter een kwestie waarover de Monitoring Commissie zich moeilijk kan uitlaten, onder andere omdat de wettelijke verankering van de Code<sup>1</sup> een dergelijke expliciete keuzevrijheid niet toelaat. Indien fondsen met uitsluitend een buitenlandse notering een buitenlandse corporate governance code, in plaats van de Code, willen naleven dienen zij hiervoor uitleg te geven. Voorts dient de introductie van een dergelijke keuzevrijheid te worden bezien in de internationale (en voornamelijk Europese) context.

*15. Deelt u de opvatting van de Monitoring Commissie terughoudendheid geboden is bij een eenzijdige introductie van expliciete keuzevrijheid voor Nederlandse fondsen met uitsluitend een buitenlandse notering over welke corporate governance code zij wensen na te leven?*

**Antwoord HES Beheer: hier hebben wij geen uitgesproken mening over, alhoewel wij ons wel kunnen voorstellen dat een fonds met uitsluitend een buitenlandse notering een dergelijke keuzevrijheid wil hebben.**

<sup>1</sup> Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag (Staatsblad 2004, 747).

## II. Lokale fondsen

11. Lokale fondsen<sup>2</sup> scoren in het boekjaar 2005 voor wat betreft de naleving van de Code gemiddeld net meer dan 90%. De toepassing van codebepalingen is in 2005 gemiddeld 86%. De nalevings- en toepassingscijfers zijn verbeterd ten opzichte van 2004. In 2004 kwam de gemiddelde toepassing van codebepalingen door lokale fondsen uit op circa 77%. De gemiddelde naleving bedroeg 83%.

12. 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 informatievervalsing aan de) algemene vergadering van aandeelhouders.

13. Volgens de Monitoring Commissie is het geven van voldoende en gefundeerde uitleg de enige uitweg voor het niet onverkort toepassen van codebepalingen. De principes (die betrekking hebben op de onderdelen met lage toepassing) dienen echter overeind te blijven staan:

- Een onderneming moet een adequaat systeem van risicobeheersing hebben. Hierover moet in het jaarverslag worden gerapporteerd.
- (De uitvoering van) het bezoldigingsbeleid dient transparant te zijn.
- De raad van commissarissen en de aandeelhoudersvergadering dienen optimaal te functioneren.

14. De Monitoring Commissie is van mening dat er van uit moet worden gegaan dat (potentiële) aandeelhouders in lokale fondsen behoefte hebben aan dezelfde informatievervalsing door deze fondsen als (potentiële) aandeelhouders in AEX-, AMX en ASX-fondsen. Anderzijds kan worden geconstateerd dat lokale fondsen over beperktere middelen en organisatie beschikken dan grotere fondsen. Verschillende verplichtingen die voortvloeien uit de toepassing van de Code belasten lokale fondsen relatief zwaarder door hun beperktere omvang. Dit brengt de Commissie tot de volgende vraagstelling die zij ter consultatie voorlegt.

<sup>2</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.

*16. Kunnen lokale fondsen voldoende uit de voeten met de Code Tabaksblad of bent u de mening toegedaan dat er voor lokale fondsen een specifieke corporate governance code moet worden opgesteld waarin rekening wordt gehouden met kenmerken van lokale fondsen? Indien u van mening bent dat er voor lokale fondsen specifieke corporate governance code moet worden opgesteld: aan welke minimale vereisten dient een dergelijke code dan te voldoen (o.a. inzake de borging van checks and balances tussen aandeelhouders, de raad van bestuur en de raad van commissarissen)?*

Antwoord HES Beheer: ons inziens zou voor lokale fondsen met een aanzienlijk lichter regime moeten worden volstaan, vooral op die onderdelen die (niet voor niets!) op dit moment een lage toepassing hebben. De Code zou zich moeten beperken tot regels rond fatsoenlijk bestuur. Hierbij moet rekening worden gehouden met de kenmerken van deze fondsen, met name de kleinere omvang/organisatie en beperktere financiële middelen in vergelijking met de AEX-, AMX- en ASX-fondsen. De kosten en management tijd gemoeid met corporate governance (en andere regelgeving) drukken nu onevenredig zwaar op de lokale fondsen.

## III Niet-gereguleerde effectenmarkten

15. Sinds november 2006 is in Nederland een niet-gereguleerde effectenbeurs actief. De

opzet van deze effectenbeurs, Alternext genaamd, is een initiatief van Euronext Amsterdam. Alternext is gericht op de verhandeling van aandelen van kleine fondsen, die afkomstig zijn uit het segment van het Midden- en Kleinbedrijf (MKB). Omdat Alternext (anders dan Euronext Amsterdam) geen gereguleerde effectenmarkt is, geldt een aantal regels en wetten niet op Alternext, zoals IFRS. Ook de wettelijke verankering van de Code wordt niet toegepast op aandelen die op Alternext worden verhandeld. Reden hiervoor is dat in de context van Alternext niet gesproken wordt van het hebben van 'een officiële notering', hetgeen het aanknopingspunt is voor toepassing van de Code.

16. Niet-gereguleerde effectenbeurzen (zoals Alternext) bestaan ook in landen als Frankrijk, Duitsland, België en het Verenigd Koninkrijk. Op die markten zijn de in het land geldende corporate governance regels van de gereguleerde effectenbeurs niet verplicht van toepassing. De op handen zijnde implementatie (in 2007) van de EU-richtlijn 'Markets in Financial Instruments Directive' zal het opzetten vergemakkelijken van multilaterale handelsfaciliteiten (MTH) die gericht zijn op de verhandeling van aandelen. Net als Alternext zijn de MTH's niet-gereguleerde effectenmarkten. Nationale overheden kunnen zelf bepalen om het naleven van corporate governance codes (zoals de Code Tabaksblat) verplicht te stellen bij verhandeling van aandelen op niet-gereguleerde effectenmarkten.

17. Aandelen in vennootschappen die worden verhandeld op niet-gereguleerde effectenmarkten kunnen vrijelijk door het brede publiek worden verkregen en verhandeld, evenals op een gereguleerde markt. Verhandeling van aandelen aan een effectenmarkt betekent een wijziging in de relatie tussen aandeelhouder en bestuurder ten opzichte van de situatie waarin de aandelen niet of beperkt handelbaar zijn (de aandeelhouder heeft bijvoorbeeld een gemakkelijker exit, door zijn aandelen via de beurs te verkopen). Aandeelhouders zonder een gemakkelijke exit zijn in de regel nauwer betrokken bij het management. De verandering in de relatie tussen de aandeelhouder en de bestuurder stelt voorts verscherpte eisen aan transparantie van het bestuur en het afleggen van verantwoording. Daar komt bij dat het onderscheid tussen een gereguleerde en een niet-gereguleerde effectenmarkt voor het brede publiek niet direct duidelijk is: dit leidt mogelijk tot verwarring en verkeerde verwachtingen.

18. De Commissie acht het wenselijk dat vennootschappen waarvan de aandelen worden verhandeld op een voor het brede publiek toegankelijke niet-gereguleerde effectenmarkt onderworpen zijn aan een (op hen toegespitste) corporate governance code en dat voor beleggers duidelijk is wat de reikwijdte van een dergelijke code is.

*17. Acht u het wenselijk dat ondernemingen waarvan van aandelen verhandeld worden op niet-gereguleerde markten onderworpen zijn aan een (op hen toegespitste) code? Bent u van mening dat er regelgeving moet zijn/komen die het naleven van bepaalde corporate governance normen verplicht stelt voor ondernemingen waarvan de aandelen enkel worden verhandeld op niet-gereguleerde effectenmarkten?*

Antwoord HES Beheer: nee, voor niet-gereguleerde markten zou o.i. geen Code moeten worden ingesteld.

## Samenstelling Monitoring Commissie Corporate Governance Code

### **Voorzitter**

Prof. dr. Jean Frijns

*Hoogleraar investments Vrije Universiteit van Amsterdam*

*Voormalig directeur vermogensbeheer en lid Directieraad ABP*

### **Leden**

Prof. dr. Kees Cools RA

*Hoogleraar ondernemingsfinanciering en -strategie Rijksuniversiteit Groningen*

*Partner The Boston Consulting Group*

Ir. Gert-Jan Kramer  
*Voorzitter raad van commissarissen Koninklijke BAM Groep NV*  
*Voormalig president-directeur Fugro NV*

Prof. mr. René Maatman  
*Hoogleraar Vermogensbeheer Radboud Universiteit Nijmegen*  
*Hoofd afdeling juridische en fiscale zaken van ABP Vermogensbeheer*

Prof. dr. Jaap van Manen RA  
*Hoogleraar accountantscontrole Rijksuniversiteit Groningen*  
*Partner PricewaterhouseCoopers Accountants NV*

Mw. drs. Kitty Roozemon  
*Directeur Interprovinciaal Overleg*  
*Voormalig vice-voorzitter FNV*

Drs. Jos Streppel  
*Lid raad van bestuur en Chief Financial Officer Aegon NV*  
*Lid raad van commissarissen KPN NV*  
*Lid raad van commissarissen Van Lanschot NV*  
*Voorzitter Stichting Communicatiekanaal Aandeelhouders*

Prof. mr. Albert Verdam  
*Hoogleraar ondernemingsrecht Vrije Universiteit van Amsterdam*  
*Legal adviser Koninklijke Philips Electronics NV*

**Secretariaat**

Drs. Wicief Poesiat  
*Directie Financiële Markten, Ministerie van Financiën*

Mw. mr. Martha Meinema  
*Directie Ondernemerschap, Ministerie van Economische Zaken*