

Mr. B.E.M. Wientjes
voorzitter

De heer W. Poesiat
De Monitoring Commissie
Postbus 20201
2500 EE DEN HAAG

Adres
'Maliatoren'
Bezuidenhoutseweg 12
Den Haag
Postadres
Postbus 93002
2509 AA Den Haag
Telefoon
..-31 (0)70 349 03 87
Telefax
..-31(0)70 349 02 85

Briefnummer
07/10.611/SD/Noc

Den Haag
14 maart 2007

Geachte heer Poesiat,

./.

Hierbij zend ik u de reactie van VNO-NCW op het Consultatiedocument van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (de 'Monitoring Commissie') van december 2006.

In het Consultatiedocument staan twee onderwerpen centraal:

De voorbereiding en effectiviteit van de algemene vergadering van aandeelhouders en de dialoog tussen ondernemingen en hun aandeelhouders;
De naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code ('de Code') door lokale fondsen en primair in het buitenland genoteerde Nederlandse fondsen.

VNO-NCW stelt het op prijs dat de Monitoring Commissie heeft besloten over deze onderwerpen de praktijk te consulteren. Zo kan een goed beeld worden verkregen van knelpunten die ondernemingen en hun aandeelhouders ervaren en van mogelijke oplossingen daarvoor.

VNO-NCW heeft er geen bezwaar tegen dat deze reactie op het Consultatiedocument wordt gepubliceerd op de website van de Monitoring Commissie.

VNO-NCW is gaarne bereid over haar bijdrage aan deze consultatie en over de andere werkzaamheden van de Monitoring Commissie, nader met de Monitoring Commissie van gedachten te wisselen.

In haar reactie op het Consultatiedocument heeft VNO-NCW de volgorde daarvan aangehouden.

Hoogachtend,

Bijlage



**Reactie VNO - NCW d.d. 14 maart 2007
op het consultatiedocument van december 2006
van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code**

Hoofdstuk 1 – Aandeelhouders

I. Algemeen

1. Rolverdeling tussen bestuur, RvC en AvA

a. Centrale positie bestuur

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

Ja.

Het bestuur van de onderneming is verantwoordelijk voor het bepalen van het beleid en de strategie van de onderneming. De raad van commissarissen houdt toezicht op de wijze waarop het bestuur zich van deze verantwoordelijkheid kwijt en geeft het bestuur daarover advies.

Daarbij dienen bestuur en raad van commissarissen zich elk te richten naar hetgeen naar hun mening wordt gevorderd door het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming. Hun beslissingen dienaangaande vergen een afweging van de belangen van alle aandeelhouders en andere bij de vennootschap betrokken partijen.

Aandeelhouders en andere belanghebbenden bij de onderneming zoals werknemers hebben veelal verschillende belangen bij en in de onderneming. Dat geldt ook voor aandeelhouders onderling. Zo verschillen aandeelhouders in de beleggingshorizon die zij hanteren (korte en lange(re) termijn) en beoordelen aandeelhouders het nemen van risico's verschillend (hetgeen zich onder andere uit in een grotere of juist kleinere bereidheid tot het nemen van risico's). Bovendien beschikken aandeelhouders onderling doorgaans niet allen over dezelfde informatie ook al is die informatie voor alle aandeelhouders gelijkelijk beschikbaar (zoals al blijkt uit het verschil tussen professionele en particuliere beleggers), en beschikken aandeelhouders niet over de gedetailleerde en diepgaande kennis die bestuurders en commissarissen hebben over de gang van zaken in de onderneming, de markten waarop de onderneming actief is en de concurrentie die zich daar afspeelt.

Het is daarom aan het bestuur en de raad van commissarissen om in die verscheidenheid van belangen van aandeelhouders en andere betrokkenen eenheid te brengen. Dat doen zij door het nemen van besluiten die zij in het belang van de vennootschap als geheel achten.

Bij het aldus uitoefenen van hun bevoegdheden komt aan het bestuur en de raad van commissarissen een eigen beoordelingsvrijheid toe. Binnen deze beoordelingsvrijheid en met gebruikmaking daarvan dienen bestuurders en commissarissen zelf concreet invulling te geven aan de algemene taak die wet en statuten op hen leggen.

Over hun handelwijze en hun keuzes leggen bestuur en raad van commissarissen verantwoording af aan de aandeelhouders gezamenlijk in de algemene vergadering van aandeelhouders. Individuele aandeelhouders kunnen bestuur en raad van commissarissen niet ter verantwoording roepen.

(Individuele) aandeelhouders die zich niet kunnen vinden in de wijze waarop bestuur en raad van commissarissen hun bevoegdheden uitoefenen, kunnen de rechten uitoefenen die zij aan de wet en de statuten van de vennootschap kunnen ontleen. Daartoe behoren het recht vragen terzake te stellen in de algemene vergadering van aandeelhouders en suggesties te doen en in uitzonderlijke gevallen: het agenderingsrecht, het recht aandeelhoudersvergaderingen bijeen te roepen en, uiteindelijk, ook het recht de vennootschap en de leden van haar organen in rechte te betrekken.

b. De rol van de raad van commissarissen

2. Bent u het eens met bovenstaande beschrijving van de rol van de raad van commissarissen en zijn voorzitter?

VNO-NCW hecht eraan dat Nederlandse ondernemingen – maar ook ondernemingen die zich als vennootschap in Nederland (willen) vestigen – kunnen kiezen tussen het *one-tier* en het *two-tier* bestuursmodel. Dit komt ook in de Code tot uitdrukking. Op dit moment hebben Nederlandse vennootschappen de keuze tussen beide modellen en verscheidene soms grote ondernemingen hebben die keuze ook gemaakt of overwogen dat te doen.

In het *one-tier* model wordt tegenwoordig een onderscheid gemaakt tussen de *chief executive officer*, die (als *primus inter pares*) verantwoordelijk is voor het dagelijks bestuur van de onderneming, en de voorzitter of *chairman* die eerstverantwoordelijke is voor het functioneren van het bestuur en de bestuurders en bestuurscommissies. Allen zijn lid van hetzelfde orgaan, maar nemen daarbinnen verschillende posities in. Niet-uitvoerend bestuurders hebben een andere taakopdracht dan uitvoerend bestuurders. Dat komt ook tot uitdrukking in het feit dat de belangrijke bestuurscommissies veelal uitsluitend uit niet-uitvoerend bestuurders bestaan en de niet-uitvoerend bestuurders regelmatig buiten aanwezigheid van de uitvoerend bestuurders vergaderen.

In het *two-tier* bestuursmodel, waar van oudsher een groter onderscheid bestond tussen bestuurders en commissariaat, wordt de laatste jaren meer nadruk gelegd op de rol en de positie van commissarissen. Zij zijn enigszins dichter bij het management komen te staan en worden extern eerder aangesproken op hun functioneren. De rol van de voorzitter van de raad van commissarissen is meer pregnant geworden.

In die zin groeien beide bestuursmodellen naar elkaar toe.

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?

In de contacten die zij onderhouden met anderen, zoals aandeelhouders, dienen bestuur en raad van commissarissen hun eigen afwegingen te maken. De voorzitter van de raad van commissarissen kan niet worden belet of beperkt in het hebben van contacten met aandeelhouders. Er is op dit moment geen regel van Nederlandse corporate governance of *best practice* dat de voorzitter van de raad van commissarissen hierbij moet worden vergezeld door een lid van de raad van bestuur. Omgekeerd is het niet zo dat een commissaris gehouden is om een verzoek tot overleg buiten het bestuur om te honoreren.

Buiten Nederland is het zeer gebruikelijk dat de voorzitter van de toezichhoudende functie binnen de vennootschap rechtstreeks contacten met aandeelhouders onderhoudt. De Britse Combined Code verlangt dit zelfs van niet-uitvoerend bestuurders (supporting principle D.1):

"Whilst recognising that most shareholder contact is with the chief executive and finance director, the chairman (and the senior independent director and other directors as appropriate) should maintain sufficient contact with major shareholders to understand their issues and concerns."

VNO-NCW onderschrijft de opvatting van de Monitoring Commissie, maar is er geen voorstander van dat als algemene regel te formuleren, omdat dat geen recht zou doen aan de verscheidenheid van situaties waarmee bestuurders en commissarissen kunnen worden geconfronteerd. Een algemene regel past ook niet bij de eigen verantwoordelijkheid die bestuurders en commissarissen dienaangaande hebben.

Aan bestuurders en commissarissen dient vrijheid te worden gelaten in de wijze waarop zij invulling geven aan hun contacten met aandeelhouders. Zo kunnen zij ook rekening houden met hetgeen buiten Nederland gebruikelijk is. Dit is van belang gezien de verhoudingsgewijs grote participatie van buitenlandse beleggers in Nederlandse ondernemingen.

c. Systemen van corporate governance

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?

Ja.

VNO-NCW is in het algemeen voorstander van een vermindering van regeldruk voor ondernemingen, ook waar het gaat om (veelal: aanvullende) regels van corporate governance. Dat geldt zowel voor rechtsregels als voor bepalingen op basis van het 'pas toe of leg uit'-beginsel.

VNO-NCW meent dat een geringere regeldruk het concurrentievermogen van Nederlandse ondernemingen versterkt en het ondernemingsbestuur slagvaardiger kan maken. Dat is in het belang van deze ondernemingen zelf, maar ook van hun aandeelhouders en bijvoorbeeld van werknemers.

VNO-NCW maakt drie kanttekeningen bij het huidige Nederlandse corporate governance model.

In de eerste plaats de ontwikkelingen in de laatste jaren. In de afgelopen jaren zijn Nederlandse ondernemingen op het gebied van corporate governance geconfronteerd met een forse groei van de toepasselijke regelgeving. Naast de voordelen die bijvoorbeeld het introduceren van de Code heeft gehad, bestaat het risico dat verdergaande regelgeving remmend werkt op het ondernemingsklimaat.

Naar de mening van VNO-NCW is het in het belang van vennootschappen en hun aandeelhouders en werknemers om in het corporate governance debat te benadrukken dat corporate governance ten dienste staat van vergroting van de concurrentiekracht van het Nederlandse bedrijfsleven. Daarbij past voorzichtigheid met nieuwe regelgeving en nadruk op het verminderen van regeldruk.

In de tweede plaats is de aard van het Nederlandse corporate governance model gewijzigd. Vanouds werd in Nederland de relatie tussen ondernemingen en hun aandeelhouders beheerst door het vennootschapsrecht. Het vennootschapsrecht voorziet in 'checks and balances' tussen de posities van bestuurders, commissarissen en aandeelhouders door hun posities inhoudelijk in wet- en regelgeving te normeren.

Hierin verschilde het Nederlandse vennootschapsrecht bijvoorbeeld met dat van de Verenigde Staten, waar de verhoudingen binnen de vennootschap veelal niet gereguleerd worden, maar de nodige 'checks and balances' worden verzorgd door transparantieplichtingen. In de afgelopen jaren zijn voor Nederlandse beursondernemingen evenwel – in navolging van de regelgeving in de Verenigde Staten – veel aanvullende openbaarmakingsverplichtingen in het leven geroepen.

Daar komt bij hetgeen VNO-NCW hier in de derde plaats zou willen vermelden, te weten de aanwezigheid van vooral open normen in het Nederlandse vennootschapsrecht en in aansluiting daarop de inrichting van het enquêterecht.

Voor een goede werking van het Nederlands corporate governance model is voorspelbaarheid van rechterlijke beslissingen als elementair onderdeel van de rechtszekerheid van groot belang. Dit geldt voor bestuurders en commissarissen, die dienen te (kunnen) weten wat in concrete situaties van hen mag worden verwacht, althans waartoe zij bevoegd zijn in termen van handelen en nalaten. Het geldt evenzeer voor aandeelhouders en andere stakeholders zoals werknemers, die belang hebben bij het in acht nemen door anderen van hun gerechtvaardigde belangen, juist ook omdat hun belangen onderling uiteen kunnen lopen.

In dit licht bezien is het de vraag of de Nederlands regelgeving aan de verschillende actoren in en bij de onderneming voldoende duidelijkheid biedt. Anderzijds moeten eisen worden gesteld aan flexibiliteit. Hierover bestaat geen eenduidige opvatting in Nederland, terwijl er geen inzicht is in de wijze waarop het Nederlandse governance model zich verhoudt tot dat van ons omringende landen en bijvoorbeeld de Verenigde Staten.

VNO-NCW geeft de Monitoring Commissie daarom in overweging een vergelijkend onderzoek te (laten) verrichten naar de inhoudelijke regels en de regels met betrekking tot openbaarmakingsverplichtingen die in Nederland, de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk gelden voor beursvennootschappen. Doel van het onderzoek zou kunnen zijn te onderzoeken of voor Nederlandse vennootschappen niet meer en zwaardere regels gelden. Daarin zou in het bijzonder de rol van de rechter en de inkleding van de enquêteprocedure kunnen worden betrokken. Dit klemt temeer nu de enquêteprocedure voor vele partijen toegankelijk is wat Nederlandse ondernemingen kwetsbaar kan maken.

2. Rechten en verplichtingen van aandeelhouders

a. meldingsplicht voor aandeelhouders

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%?

Ja.

VNO-NCW is een voorstander van transparantie van aandeelhouderschap van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, zoals die transparantie ook in ons omringende landen en de Verenigde Staten is gewaarborgd. Voor ondernemingen bestaan inmiddels vergaande transparantieverplichtingen. Desondanks wordt vanuit de institutionele beleggers gepleit voor meer transparantie. VNO-NCW is een voorstander van transparantie, maar is van mening dat er sprake moet zijn van meer evenwicht in die zin dat ook voor institutionele beleggers transparantieverplichtingen dienen te gelden.

Het is belangrijk dat ondernemingen de identiteit van hun aandeelhouders kunnen kennen en dat aandeelhouders, eventuele toekomstige investeerders en andere stakeholders, een goed inzicht kunnen hebben in het aandeelhoudersbestand van de onderneming. Dat geldt in elk geval waar het gaat om houders van grotere aantallen aandelen.

Het ligt hierbij voor de hand aansluiting te kiezen bij reeds werkende en internationaal erkende systemen zoals dat van het Verenigd Koninkrijk.

De ervaringen in andere landen laten zien dat het voldoen aan deze meldingsplichten door aandeelhouders geen grote administratieve kosten met zich brengt, terwijl professionele beleggers sowieso voortdurend op de hoogte zullen zijn van hun economische en aandeelhoudersbelangen in de ondernemingen waarin zij beleggen. Melding daarvan leidt niet tot grote administratieve lasten en zeker niet tot lasten die dermate groot zijn dat zij zwaarder moeten wegen dan het belang van een grotere mate van transparantie.

Een bezwaar tegen een dergelijke meldingsplicht dat soms naar voren wordt gebracht is dat aandeelhouders die bezig zijn een 5%-deelneming in een vennootschap op te bouwen, aldus worden gedwongen tussentijds melding van hun inkoopactiviteiten te doen. Dit zou een opwaarts effect op de koers van het aandeel hebben.

Naar de mening van VNO-NCW is de vrees hiervoor ongegrond. Zo zijn ondernemingen onder omstandigheden gehouden eventuele inkoopprogramma's van hun eigen aandelen bekend te maken. Het gaat dan vaak om vergelijkbare aantallen aandelen die over een vergelijkbare periode worden ingekocht. Bovendien geschieden dergelijke aankopen veelal zodanig dat daarvan juist géén koersopdrukkend effect uitgaat, door gedurende een zekere periode een groot aantal kleinere orders in te leggen. De effectenmarkt wordt daardoor niet verstoord.

Een meldingsplicht in dit kader dient te worden gecomplementeerd met regels die verplichten tot het melden van stemafspraken of anderszins op elkaar afgestemd gedrag van aandeelhouders (acting in concert).

b. Intenties van aandeelhouders

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?

Ja.

Om dezelfde reden als hiervoor uiteengezet is VNO-NCW voorstander van een dergelijke regel, die het aan alle bij de vennootschap betrokkenen – waaronder bestuurders, commissarissen, mede aandeelhouders en andere belanghebbenden – mogelijk maakt zich een oordeel te vormen over intenties van grotere aandeelhouders ter zake hun aandelenbelegging in de vennootschap en de invloed die zij desgewenst in de vennootschap kunnen aanwenden.

Daarbij is enigszins arbitrair bij welk percentage een dergelijke notificatieplicht geldt. Deze dient zodanig te zijn dat aandeelhouders die enige invloed op de gang van zaken in de vennootschap kunnen uitoefenen melding doen.

VNO-NCW kan zich vinden in een percentage van 5%, maar vraagt zich tegelijkertijd af of het niet logischer zou zijn om aan te sluiten bij de in de Wet Financieel Toezicht genoemde drempel en indien die drempel zou wijzigen in 3% ook hier een percentage van 3% te hanteren. Een zodanig kapitaalbelang geeft een zekere invloed in de algemene vergadering van aandeelhouders, zeker gezien het nog steeds grote absentisme van aandeelhouders in aandeelhoudersvergaderingen.

Bovendien kennen Nederlandse vennootschappen verhoudingsgewijs veel 5%-aandeelhouders vanwege de fiscale deelnemingsvrijstelling. Het is voor de vennootschap en haar aandeelhouders en eventuele toekomstige beleggers van belang te weten of een aandeelhouder zo'n belang aanhoudt als lange termijn-belegger met het oog op deze fiscale

vrijstelling of dat dit geschiedt om daarmee actief invloed uit te kunnen oefenen op de gang van zaken in de vennootschap en haar onderneming.

c. Securities lending

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?

Ja, securities lending met het oogmerk om stemrecht te verkrijgen moet worden ontmoedigd.

VNO-NCW erkent dat er voordelen zijn van securities lending anders dan in gevallen waarin dit uitsluitend of mede geschiedt met het oog op het verwerven van stemrechten in de algemene vergadering van aandeelhouders.

Bij het inlenen van aandelen wordt de inlener weliswaar juridisch rechthebbende op de aandelen en dus stemgerechtigd, maar het economisch belang blijft berusten bij de uitlener die recht houdt op (door)betaling van dividend en teruglevering van de aandelen. Het uitoefenen van stemrecht is een vorm van uitvoering van het corporate governance beleid. De uitlener raakt het stemrecht kwijt en kan dat beleid dus niet meer uitvoeren. Het stemrecht wordt uitgeoefend door de inlener die dit economisch belang niet heeft en de aandelen na afloop van de inleenperiode ook weer terug moet leveren. In gevallen waarin het inlenen van aandelen plaatsvindt uitsluitend of mede met het oog op het verkrijgen van stemrecht om de besluitvorming te kunnen beïnvloeden is in wezen sprake van stemmenkoop.

Er zijn verscheidene maatregelen denkbaar die het gebruik van securities lending zouden kunnen ontmoedigen of mitigeren. Zo is denkbaar dat van institutionele beleggers wordt gevraagd transparantie te betrachten over de mate waarin zij hun aandelen in (Nederlandse) genoteerde vennootschappen uitlenen. Van hen zou kunnen worden verwacht dat zij met de inlener overeenkomen dat deze het stemrecht verbonden aan de aandelen niet zal mogen uitoefenen. Daardoor zou het inlenen van aandelen uitsluitend om door het verkrijgen van stemrecht de besluitvorming te kunnen beïnvloeden onaantrekkelijk worden en uitsluitend interessant zijn o.a. voor de – wel nuttige – functie van het verschaffen van liquiditeit in de financiële markten.

Een andere optie zou kunnen zijn de ex dividend datum van aandelen naar achteren te verplaatsen, zodat deze enigszins los van de aandeelhoudersvergadering komt te staan. Hierdoor wordt duidelijker of aandelen worden ingeleend met het oog op het ex-dividend gaan van het aandeel dan wel (mede) vanwege het aan de aandelen verbonden stemrecht, maar bezien zou moeten worden of Nederland zich daarmee buiten een gangbare internationale praktijk begeeft.

Ten slotte zou kunnen worden gedacht aan een regeling die van aandeelhouders verlangt aan de effectenmarkt te melden als zij stemmen op geleende aandelen of als zij anderszins maatregelen hebben genomen om hun economisch kapitaalbelang in de vennootschap af te dekken, waardoor hun stemrecht in feite niet meer overeenkomt met hun kapitaaldeelname.

d. transparantie stembeleid institutionele beleggers

VNO-NCW constateert dat de Monitoring Commissie heeft vastgesteld dat institutionele beleggers de Code nog steeds onvoldoende naleven.

VNO-NCW vindt het teleurstellend dat de naleving van de Code door institutionele beleggers achterblijft. Zij roept institutionele beleggers op de Code na te leven.

3. Toegang tot/identificatie van aandeelhouders

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?

Ja.

Verwezen zij naar het antwoord op vragen 4 en 5.

Een eerste aanzet voor een antwoord op de door de Monitoring Commissie gesignaleerde beperkingen van het Nederlandse systeem van het houden van aandelen op naam, te weten dat vennootschappen ook in die gevallen niet bekend zijn met de identiteit van hun aandeelhouders, is gegeven in het rapport van de door de Monitoring Commissie reeds genoemde Werkgroep Effecten aan toonder uit december 2001.

Het rapport van de Werkgroep is nog steeds actueel, vooral omdat moet worden geconstateerd dat er, overigens ondanks diverse pogingen daartoe in internationaal verband, sedert dien geen wezenlijke vooruitgang is geboekt op dit terrein.

Naar de mening van VNO-NCW verdient het overweging in ieder geval de aanbevelingen van de Werkgroep alsnog op te volgen en van een internationale dimensie te voorzien zoals ook geldt in het Engelse en Franse systeem, zodat alsnog duidelijke vooruitgang kan worden geboekt en Nederland ook op dit punt aansluiting vindt bij de internationale praktijk.

VNO-NCW zou het bijzonder op prijs stellen als ook de Monitoring Commissie zich in deze zin zou kunnen uitlaten.

4. Lange termijn aandeelhouderschap

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?

VNO-NCW meent dat het bevorderen van lange termijn aandeelhouderschap een aangelegenheid is van de individuele vennootschap en degenen die bij die vennootschap zijn betrokken.

Wel is VNO-NCW van mening dat flexibilisering van wetgeving op dit terrein mogelijk is en dan vooral faciliterend van aard dient te zijn.

Zo staat het Nederlandse vennootschapsrecht niet toe dat ten aanzien van het stemrecht onderscheid wordt gemaakt tussen verschillende soorten aandeelhouders en aandelen, terwijl dat in andere landen wel mogelijk is en sommige ondernemingen en hun aandeelhouders daarin wel geïnteresseerd zullen zijn.

Ook bij het maken van onderscheid tussen aandeelhouders waar het gaat om financiële rechten verbonden aan het aandeel kunnen vennootschappen en hun aandeelhouders hun onderlinge samenwerking maar in geringe mate naar hun eigen behoeften structureren.

Of een vennootschap en haar aandeelhouders daarbij kiezen voor een structuur die in internationaal verband of in een bepaald buitenland minder gangbaar is, is naar de mening van VNO-NCW een oordeel dat aan hen is voorbehouden. Daarbij geldt wellicht dat een zekere standaardisering het internationaal aandeelhouderschap vergemakkelijkt, maar meent VNO-NCW dat de contractsvrijheid en de individuele omstandigheden van een vennootschap en haar aandeelhouders de doorslag moeten krijgen. Dat geldt naar de mening van VNO-NCW in zijn algemeenheid voor de statutaire inrichting van de vennootschap.

Daarnaast blijft van eminent belang voor het onderhouden van een goede band met aandeelhouders dat besturen van vennootschappen overleg kunnen voeren met hun aandeelhouders, ook buiten het verband van de jaarlijkse algemene vergadering van aandeelhouders. Verwezen zij naar het antwoord op vraag 9.

II. Communicatie tussen vennootschap en aandeelhouders

5. Communicatie door het jaar heen/buiten AvA

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?

VNO-NCW is van mening dat het van belang is dat vennootschappen – en hun raad van bestuur en raad van commissarissen – ook buiten het verband van de jaarlijkse algemene vergadering van aandeelhouders in de gelegenheid zijn van gedachten te wisselen met hun aandeelhouders en eventuele toekomstige beleggers.

Dat geldt ook voor het eventueel polsen van (groot)aandeelhouders teneinde een indruk te krijgen van hun mogelijke stemrechtuitoefening in de aandeelhoudersvergadering in gevallen waarin die stemrechtuitoefening invloed kan hebben op de besluitvorming in de vergadering.

Daarbij is het voor VNO-NCW buiten discussie dat alle geldende wet- en regelgeving, ook waar het gaat om omgang met koersgevoelige informatie, dient te worden nageleefd.

VNO-NCW constateert met de Monitoring Commissie dat ook de Autoriteit Financiële Markten deze mening is toegedaan.

Aandeelhouders zijn (lange of kortere termijn) verschaffers van risicodragend kapitaal van de vennootschap. Bestuur en raad van commissarissen moeten in staat zijn te vernemen welke gedachten aandeelhouders hebben over de gang van zaken in de vennootschap en haar onderneming.

Nederlandse vennootschappen concurreren voor het verkrijgen van risico dragende financiering op de internationale kapitaalmarkt. In internationaal verband is het *best practice* dat ondernemingen hun aandeelhouders ook buiten de aandeelhoudersvergadering om kunnen spreken, wederom met inachtneming van daarvoor geldende regels.

(Internationale) aandeelhouders verwachten soms ook dat zij in de gelegenheid worden gesteld met het management of de toezichthouders van de vennootschap overleg te plegen of hun zienswijzen aan hen bekend te maken.

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?

Naar de mening van VNO-NCW kan het voor de vennootschap en haar aandeelhouders nuttig zijn indien rondom het hebben van contacten met aandeelhouders duidelijke afspraken worden gemaakt, ook om eventuele misverstanden of wellicht (onaangename) verrassingen zoals het delen van koersgevoelige informatie te voorkomen.

Het is naar de mening van VNO-NCW evenwel niet nodig dit verdergaand te reguleren, bijvoorbeeld door de genoemde openbaarmakingsverplichting, ook niet omdat niet de indruk bestaat dat dit in de praktijk tot problemen leidt en wet- en regelgeving op dit punt inmiddels voldoende duidelijk zijn ontwikkeld.

6. Communicatie in het kader van de AvA

a. rol en besluitvorming

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

Ja.

VNO-NCW constateert dat met name bij vennootschappen met een verspreid of internationaal georiënteerd aandelenbezit de aandeelhoudersvergadering het sluitstuk is van het proces van besluitvorming door aandeelhouders.

In veel gevallen "stemmen" aandeelhouders reeds enige tijd voorafgaand aan de feitelijke aandeelhoudersvergadering, al dan niet door hun stemmen op afstand uit te brengen of een gevolmachtigde te instrueren op een bepaalde wijze voor hen te stemmen in de aandeelhoudersvergadering, die dan later plaatsvindt.

Dit is in internationaal verband gangbare praktijk, en wordt mede ingegeven door kostenoverwegingen en doordat (grote) institutionele beleggers aandelen houden in een groot aantal vennootschappen over de gehele wereld.

Omdat het van groot belang is dat ook deze aandeelhouders hun stemrecht in de algemene vergadering van aandeelhouders kunnen uitoefenen meent VNO-NCW dat het stemmen op afstand door aandeelhouders niet dient te worden ontmoedigd, integendeel dat het stemmen door aandeelhouders verder dient te worden gefaciliteerd.

Veel vennootschappen streven ernaar hier zoveel mogelijk op in te spelen door ervoor te zorgen dat aandeelhouders reeds voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering zodanig voldoende zijn geïnformeerd over de onderwerpen die op de agenda voor de vergadering staan, dat wordt voorkomen dat zij die "reeds hebben gestemd" geconfronteerd worden met nieuwe informatie die ter vergadering wordt openbaargemaakt en die van belang is voor het bepalen van het stemgedrag.

Bij het gebruikmaken van nieuwe communicatiemiddelen dient voorop te staan dat de betrouwbaarheid van de besluitvorming goed gewaarborgd is zodat achteraf geen twijfel of discussie kan ontstaan of een bepaald besluit rechtsgeldig tot stand is gekomen. Dergelijke twijfel is niet in het belang van de vennootschap en de medeaandeelhouders, en ook niet in het belang van de aandeelhouder om wiens stemmen het gaat.

Ondernemingen dienen een afweging te maken van de kosten die verbonden zijn aan het gebruik van moderne communicatiemiddelen en het aantal "extra" stemmen dat op deze wijze wordt uitgebracht (gedacht kan bijvoorbeeld worden aan het webcasten van vergaderingen). Naar verwachting leidt het openstellen van additionele systemen voor het uitoefenen van stemrecht tot een mogelijk zelfs aanzienlijke stijging van de kosten van de jaarlijkse algemene vergadering van aandeelhouders. Vennootschappen zullen hier, ook ten behoeve van hun aandeelhouders, een kosten-baten analyse moeten maken, waarbij ook de afweging van risico's als hiervoor bedoeld zal moeten worden betrokken.

De fysieke aandeelhoudersvergadering blijft evenwel voor veel vennootschappen een vast onderdeel van de jaarlijkse agenda en het proces van besluitvorming door aandeelhouders. Aandeelhouders hebben de mogelijkheid het bestuur en de raad van commissarissen van de vennootschap te ontmoeten en hen daarover vragen te stellen.

VNO-NCW meent dat ook hier geldt dat het zoveel mogelijk aan vennootschappen en hun aandeelhouders moet worden overgelaten hoe zij hun interne besluitvorming vormgeven, mits aandeelhouders in redelijkheid en zonder onnodige hindernissen op eenvoudige wijze gebruik kunnen maken van het aan hen toekomende stemrecht.

Toelichten stemgedrag

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?

Ja.

Een verplichting (fysiek) deel te nemen aan de aandeelhoudersvergadering en/of daar zelfs het woord te voeren zou beleggen in Nederlandse aandelen minder aantrekkelijk kunnen maken.

Het is niet uitgesloten dat een dergelijke verplichting de kosten verbonden aan het aandeelhouderschap (aanzienlijk) zal verhogen, waardoor Nederlandse ondernemingen een concurrentienadeel zouden hebben op de internationale kapitaalmarkt vergeleken met hun buitenlandse concurrenten.

Een punt dat wel aandacht verdient en behoeft is de wijze waarop met name institutionele beleggers in en buiten Nederland gebruik maken van het aan hen toekomende stemrecht.

De laatste jaren is de rol van stemadviseurs en *corporate governance raters* aan belang toegenomen. Naar de indruk van VNO-NCW baseert een niet onaanzienlijk aantal Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers zich bij het uitbrengen van hun stemmen op adviezen van dergelijke zakelijke dienstverleners. Er zijn ook institutionele beleggers die het stemmen op hun aandelen geheel of gedeeltelijk aan dergelijke dienstverleners hebben uitbesteed.

Het is de vraag of hier spanning optreedt met het door de Monitoring Commissie genoemde uitgangspunt dat aandeelhouders het aan hun aandelen verbonden stemrecht hebben vanwege het kapitaalbelang dat zij in de vennootschap hebben.

Het gebruikmaken van dergelijke dienstverleners plaatst de discussie over het versterken van aandeelhoudersrechten in een ander licht.

Bovendien rijzen systeemvragen over corporate governance als beleggers niet zelf op hun aandelen stemmen maar dit (al dan niet systematisch) door externe dienstverleners laten doen.

Dit klemmt bovendien te meer als dergelijke dienstverleners geen of weinig bekendheid hebben met het in Nederland geldende systeem van corporate governance.

VNO-NCW geeft de Monitoring Commissie daarom in overweging om de invloed van dergelijke dienstverleners en hun werkwijze op de besluitvorming door aandeelhouders te (laten) onderzoeken. In een dergelijk onderzoek zou ook moeten worden betrokken hoeveel Nederlandse en voor Nederland in het bijzonder van belang zijnde (grote) buitenlandse beleggers van hun diensten gebruik maken.

Deponeren en publiceren uitkomsten stemvolmachten

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?

VNO-NCW meent dat het niet nodig is een algemene (pas toe of leg uit) regel te formuleren die vennootschappen aanbeveelt om hun aandeelhouders in de gelegenheid te stellen om voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering een stemvolmacht af te geven aan een onafhankelijke derde.

Naar de mening van VNO-NCW is dit bij veel vennootschappen reeds gangbare praktijk en kunnen vennootschappen en hun aandeelhouders onderling terzake tot goede regels komen zonder een dergelijke aanbeveling.

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?

Ja.

Naar de mening van VNO-NCW kunnen vennootschappen zelf beslissen hoe zij omgaan met stemmen of stemvolmachten die zij voor de stemming in de aandeelhoudersvergadering ter inzage krijgen aangeboden.

Aandeelhouders kunnen hun stemgedrag tot het moment van de stemming herzien, terwijl dient te worden voorkomen dat de vennootschap door het publiceren van een mogelijk onderdeel van de stemuitslag een verkeerd beeld schetst van de uitkomst van een stemming die nog dient plaats te vinden.

Aandeelhouders die hun stemmen of stemvolmachten voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering aan de vennootschap mededelen kunnen er desgewenst zelf toe besluiten daarvan mededeling aan derden te doen. Vennootschappen zullen zich in elk individueel geval moeten afvragen of het aan hen is daarover naar buiten te treden.

c. het verloop van de AvA

De Monitoring Commissie geeft aan geïnteresseerd te zijn in ervaringen in de praktijk met het gebruik van moderne communicatiemiddelen door aandeelhouders.

VNO-NCW zou het bijzonder waarderen indien die Monitoring Commissie genegen zou zijn daarnaar feitelijk onderzoek te (laten) doen. Ondernemingen – zowel kleinere, grotere als grote – dienen bij het inzetten van extra middelen rondom de aandeelhoudersvergadering een afweging te maken van de (te verwachten) opbrengsten en de daaraan verbonden kosten.

Ook de mogelijk inherente risico's aan het gebruik van moderne communicatiemiddelen dienen daarbij in ogenschouw te worden genomen. Zo maken veel ondernemingen inmiddels gebruik van systemen om in de fysieke aandeelhoudersvergadering door middel van stemkastjes stem uit te brengen. Daarbij hebben veel ondernemingen ervaringen met storingen die in dergelijke stelsystemen kunnen optreden. Het is de vraag hoe dit zit als aandeelhouders van buiten de fysieke vergadering (al dan niet "live") stemmen of anderszins op afstand aan de vergadering deelnemen. Daarbij zij erop gewezen dat er ook in het buitenland maar beperkte ervaring is met het stemmen op afstand langs elektronische weg.

Onderzoek hiernaar zal ondernemingen in staat stellen de door hen te maken keuze beter gemotiveerd te maken. Dat is zowel in hun belang als in dat van hun aandeelhouders.

d. vergaderorde

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?

Ja.

Voor een goed verloop van de aandeelhoudersvergadering en een voldoende representatie van aandeelhouders tijdens de vergadering is een efficiënt verloop van de vergadering een eerste vereiste.

VNO-NCW moet, tezamen met vele anderen en tezamen met de Monitoring Commissie, constateren dat de gang van zaken en het verloop van veel aandeelhoudersvergaderingen niet altijd optimaal is. Zowel bestuurders, commissarissen als aandeelhouders spreken hun zorg uit over het feit dat vergaderingen niet zelden door één of enkele aandeelhouders worden gedomineerd. In een vrij groot aantal gevallen is sprake van zich herhalende discussies, al dan niet omdat een individuele aandeelhouder zich niet kan vinden in het antwoord dat op zijn vragen wordt gegeven, zelfs niet na motivering daarvan door bestuur en/of raad van commissarissen. Niet zelden betreft het daarbij aandeelhouders die een relatief beperkte kapitaaldeelname hebben of representeren, ook als het gaat om personen die optreden als behartigers van belangen van anderen.

Illustratief in dit verband is dat sommige aandeelhoudersvergaderingen inmiddels langer dan 4 uur en soms zelfs langer dan 8 uur duren. Voor veel aandeelhouders is dit prohibitief om de vergadering te bezoeken. Er is naar de mening van VNO-NCW dan ook sprake van een situatie die voor vennootschappen en hun aandeelhouders als ongewenst moet worden bestempeld.

VNO-NCW is met de Monitoring Commissie van mening dat de voorzitter van de algemene vergadering van aandeelhouders verantwoordelijk is voor de orde in de vergadering. Daarbij is de voorzitter bevoegd in redelijkheid de spreektijd per aandeelhouders te beperken indien dit bijdraagt aan een efficiënt en ordelijk verloop van de vergadering.

Hierbij dient wel in ogenschouw te worden genomen dat de voorzitter soms opereert in een spanningsveld tussen de diverse partijen die aan de discussie ter vergadering deelnemen. Voor een ordelijk verloop van de vergadering is het evenwel van belang dat al deze personen de positie van de voorzitter respecteren.

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?

Ja.

Een aantal vennootschappen stelt aandeelhouders reeds voorafgaand aan de vergadering in staat vragen te stellen, waarbij vragen soms al voorafgaand aan de vergadering worden beantwoord.

Naar de mening van VNO-NCW is het niet nodig hiervoor op dit moment aanvullende aanbevelingen of regels te stellen.

Hoofdstuk 2 - Toepassingsbereik van de Code

I. Nederlandse fondsen met uitsluitend een notering in het buitenland

15. Deelt u de opvatting van de Monitoring Commissie dat 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?

Nederland kent een aantal vennootschappen die hun beursnotering in het buitenland hebben. In een [groot] aantal gevallen gaat het hierbij om vennootschappen waarvan de onderneming niet in Nederland is gevestigd, en die om andere redenen ervoor kiezen hun onderneming in een Nederlandse vennootschap onder te brengen. In een aantal gevallen hebben dergelijke vennootschappen ook hun hoofdkantoor in Nederland.

Voor VNO-NCW staat voorop dat de aanwezigheid in Nederland van dergelijke ondernemingen een positieve invloed heeft op de Nederlandse economie en de relatieve aantrekkelijkheid van Nederland als vestigingsplaats benadrukken.

In gevallen waarin sprake is van een geringe band van dergelijke vennootschappen met het Nederlandse corporate governance model en klimaat, is begrijpelijk dat zij ervoor kiezen de Nederlandse Corporate Governance Code niet te zien als het primaire toetsingskader van hun ondernemingsbestuur.

De Nederlandse wetgever houdt hiermee ook rekening. In hun nalevingsverklaring kunnen dergelijke ondernemingen voor het afwijken van (bepalingen van) de Nederlandse Code (volstaan met het) verwijzen naar een andere Governance Code die wordt toegepast.

Uit het bovenstaande volgt dat dergelijke ondernemingen een zekere mate van flexibiliteit hebben. Voor wat betreft de eenzijdige introductie van keuzevrijheid is VNO-NCW van mening dat dit in internationaal verband moet worden gezien. VNO-NCW onderschrijft dus het standpunt van de Monitoring Commissie.

II. Lokale fondsen

16. Kunnen lokale fondsen voldoende uit de voeten met de Code Tabaksblat 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)?

De Monitoring Commissie signaleert in haar tweede rapport dat lokale fondsen voor wat betreft de naleving van de Code achterblijven. VNO-NCW gaat ervan uit dat dit grotendeels het gevolg is van beperkte middelen binnen die fondsen en dat niet uit principiële redenen de Code niet wordt nageleefd. VNO-NCW vraagt zich daarom af of voor lokale fondsen niet een algemene beschrijving van de naleving van een nader aan te geven aantal onderdelen van de Code zou kunnen volstaan.

III. Niet-gereguleerde effectenmarkten

17. Acht u het wenselijk dat ondernemingen waarvan 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?

VNO-NCW verwijst in de eerste plaats naar haar antwoord op vraag 15.

In de tweede plaats dient erop gewezen te worden dat het bij ondernemingen waarvan de aandelen verhandeld worden op de niet-gereguleerde markt veelal gaat om, althans verhoudingsgewijs, kleine tot zelfs zeer kleine ondernemingen.

Voor dergelijke ondernemingen kunnen de kosten die verbonden zijn aan het toepassen van een corporate governance code verhoudingsgewijs hoog zijn.

Dit is mede het geval omdat bij het opstellen van nalevingsverklaringen soms een beroep wordt gedaan op externe deskundigen.

VNO-NCW is van mening dat de genoemde ondernemingen een gerespecteerd belang kunnen hebben bij flexibiliteit in het al dan niet hanteren van een corporate governance code. Dat geldt evenzeer voor de aandeelhouders van dergelijke ondernemingen, die uiteindelijk met de desbetreffende nalevingskosten worden geconfronteerd.

Om deze reden beantwoordt VNO-NCW de twee gestelde vragen ontkennend, en neemt zij daarbij in acht dat de naleving van de Code bij dergelijke vennootschappen een onderdeel kan zijn van het debat met hun aandeelhouders.

Daarbij zij er wederom op gewezen dat het hier niet gaat om een groot aantal vennootschappen en dat het beslag dat zij leggen op de Nederlandse kapitaalmarkt (zeer) beperkt is.

* * * *