26 augustus 1999

Corporate Governance: hoe verder?

Arnoud W.A. Boot

Hoogleraar Ondernemingsfinanciering
en Financiële Markten aan de
Universiteit van Amsterdam

Deze studie is gebaseerd op het, in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken uitgebrachte onderzoekrapport: "Corporate Governance in Nederland: Een beoordeling van de aanbevelingen en monitoring resultaten van de Commissie Corporate Governance en de Monitoring Commissie"

Universiteit van Amsterdam
Finance Group
Roetersstraat 11
1018 WB Amsterdam

telefoon: 020-525 4272
fax: 020-525 5285
E-mail: awaboot@fee.uva.nl

Corporate Governance: hoe verder?

Samenvatting

Welke lessen zijn er te trekken uit de discussie over corporate governance die nu al enige jaren in Nederland (en daarbuiten) wordt gevoerd? In dit artikel wordt de huidige stand van zaken geïnventariseerd en bekeken welke veranderingen in de Nederlandse corporate governance-structuur wenselijk en haalbaar zijn. Hierbij wordt gesteund enerzijds op de ervaringen van de Commissie Peters (de Commissie Corporate Governance) en de Monitoring Commissie, en anderzijds op een eigen analyse naar mogelijke knelpunten. Ook zal worden aangesloten op de reactie van het Kabinet (brief aan de Tweede Kamer, d.d. 10 mei 1999). Het artikel sluit af met een concrete agenda.

1. Inleiding

In navolging van verschillende andere landen is in Nederland in 1996 een Commissie Corporate Governance (de Commissie Peters) ingesteld. De Commissie is een uitvloeisel van een eerdere - zeer langdurige - discussie over beschermingsconstructies, wat onder andere geleid heeft tot een bijlage bij het fondsreglement (Bijlage X) in 1988 en meer recentelijk een wetsontwerp over beschermingsconstructies. Deze langdurige fixatie op beschermingsconstructies die primair betrekking hebben op het verhinderen van vijandige overnames was aanleiding om ook corporate governance in "vredestijd" (dat wil zeggen, in situaties waarin geen sprake is van vijandige overnames) ter discussie te stellen. Hiertoe werd de Commissie Peters geïnstalleerd.

De Commissie Peters presenteerde op 25 juni 1997 haar rapport "Aanbevelingen inzake corporate governance in Nederland". Eén van haar veertig aanbevelingen stelde: "De Commissie stelt voor om te komen tot een door betrokkenen verder te regelen, eenmalige wijze van monitoring van de nakoming van haar aanbevelingen na het jaarverslagseizoen van 1998" (aanbeveling 39). Met het oog hierop werd na het uitkomen van het rapport van de Commissie Peters een monitoring commissie ingesteld. Deze Commissie heeft op 3 december j.l. haar bevindingen gerapporteerd. Tegelijkertijd zijn verschillende andere publicaties verschenen, die zich eveneens richten op de effectuering van de aanbevelingen van de Commissie Peters[1].

In dit artikel wordt de huidige stand van zaken geïnventariseerd en bekeken welke veranderingen in de Nederlandse corporate governancestructuur wenselijk en haalbaar zijn. Hierbij wordt gesteund enerzijds op de ervaringen van de Commissie Peters en de Monitoring Commissie, en anderzijds op een eigen analyse naar mogelijke knelpunten. Inmiddels heeft ook het Kabinet gereageerd op de uitkomsten van de monitoring rapportages (brief van de Minister van Financiën aan de Tweede Kamer d.d. 10 mei 1999). In de afsluitende paragraaf kom ik hierop terug.

De indeling van het artikel is als volgt. In Paragraaf 2 geef ik enige achtergronden bij de discussie over corporate governance, met ook een beschrijving van de belangrijkste kenmerken van de Nederlandse wetgeving (zie Box 1). De invalshoek van de Commissie Peters en uitkomsten van de monitoringrapportages worden besproken in Paragraaf 3. Mijn analyse met suggesties voor verbeteringen ("actiepunten") zijn opgenomen in de Paragrafen 4 en 5. In de slotparagraaf worden de actiepunten samengevat (zie Tabel 1) en er wordt een verband gelegd met de hierboven genoemde kabinetsreactie.

2. Achtergronden bij de corporate governance discussie

De Nederlandse structuur van corporate governance is bijzonder. De bestaande constellaties van verplicht structuurregime, verlicht structuurregime en vrijwillig structuurregime zijn naar internationale maatstaven uniek. De Nederlandse inrichting geeft de Raad van Commissarissen een zeer belangrijke rol als *het* toezichtorgaan binnen de onderneming. Het structuurregime verschaft de Raad van Commissarissen veel taken en bevoegdheden die oorspronkelijk bij de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AvA) lagen. Een overzicht van de wetgeving inzake het structuurregime is opgenomen in Box 1.

voeg toe Box 1

Naast het raamwerk dat verschaft wordt door het structuurregime bestaan er in de Nederlandse praktijk allerlei specifieke constructies, zoals certificering en prioriteitsaandelen, die eveneens de invloed van aandeelhouders beperken.

De invalshoek van deze studie is dat de sterke punten van de inrichting van corporate governance in Nederland moeten worden veiliggesteld. Ik reken hieronder het autonome en onafhankelijke toezicht dat de Nederlandse *two-tier* structuur met een van het management afgescheiden Raad van Commissarissen mogelijk maakt. De *two-tier* structuur met een belangrijke rol voor de Raad van Commissarissen verschaft een krachtig fundament voor een effectieve corporate governance. Velen hebben ook, mijns inziens terecht, gewezen op de hoge integriteit en kwaliteit van commissarissen en bestuurders in het algemeen (zie bijvoorbeeld Van Manen, 1999)[2]. Dit mag echter geen reden zijn om het vraagstuk van corporate governance niet aan de orde te stellen. Eerder moet het als een voordeel gezien worden dat hier ten lande in enige rust kan worden nagedacht over de inrichting van corporate governance; dit is in tegenstelling tot Engeland waar deconfitures en fraude met bedrijfspensioengelden (Maxwell) een directe aanleiding waren tot de instelling van het Cadbury Committee.

Eén van de potentiële aandachtspunten in de Nederlandse praktijk van corporate governance is hoe een orgaan waaraan veel bevoegdheden zijn toegekend (de Raad van Commissarissen) kan worden

---

[1] Een van de beoordelingen betreft het rapport "Corporate Governance bij AEX fondsen" van de Vereniging van Effectenbezitters (VEB, 1998). Andere (deel)beoordelingen zijn te vinden in Weimer (1998), Van Manen (1999), en allerlei andere, meer populaire en opiniërende publicaties.

[2] Ook is er geen reden om aan te nemen dat de praktijk van corporate governance in Nederland negatief afsteekt bij andere continentaal-Europese landen. Integendeel, de afwezigheid van een *two-tier* structuur (of bijzondere invulling daarvan (Duitsland)) en ondoorzichtige eigendomsverhoudingen (*cross holdings* en piramide

bijgestuurd in die gevallen dat zij haar werk niet goed uitvoert. Enige wettelijke mogelijkheden bestaan hiertoe, bijvoorbeeld het recht van bezwaar dat aandeelhouders en de ondernemingsraad via de Ondernemingskamer kunnen uitoefenen. Daarnaast zouden aandeelhouders van zich kunnen doen horen op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders, de AvA. De praktijk is dat deze mogelijkheden als weinig effectief en/of toegankelijk worden gezien. In ieder geval wordt er geen of slechts zelden gebruik van gemaakt. In dit kader pleiten sommigen er voor om het recht van bezwaar een betere invulling te geven, of om aan het structuurregime te sleutelen (bijvoorbeeld alleen het verlichte regime - zie Box 1 - toe te staan waardoor aandeelhouders grip houden op de benoeming van bestuurders).

Een principiëler punt is waar de macht in de onderneming überhaupt zou moeten liggen. Een belangrijke vraag die hierbij naar voren komt is of aandeelhouders de eigenaren van de onderneming zijn[3]. Deze vraag is interessant doch onnodig polariserend. Velen hebben belangen bij de onderneming, en het is niet meer dan redelijk dat met die belangen rekening wordt gehouden[4]. Een belangrijke rol voor aandeelhouders is echter zeker wenselijk. Aandeelhouders hebben onder alle omstandigheden een groot financieel belang bij een effectieve corporate governance[5]. De betrokkenheid van aandeelhouders kan corporate governance dus ten goede komen. Dit betekent niet dat er geen afstand zou moeten bestaan tussen aandeelhouders en ondernemingsbestuur. Verscheidene wetenschappelijke studies laten zien dat enige afstand wenselijk is, ook voor de aandeelhouders zelf[6].

Voor wat betreft de Nederlandse praktijk van corporate governance is het van belang dat we ons niet kunnen onttrekken aan internationale normen en trends. Er is sprake van een toenemende internationalisatie die een grote druk legt op ons systeem van corporate governance. Een belangrijke internationale ontwikkeling is het toenemende belang van *shareholder value*[7]. In dit kader is het niet verwonderlijk dat de beperkingen op de invloed van aandeelhouders die ons systeem van corporate

---

structuren, zie Franks en Mayer, 1997), trekken mijns inziens een zware wissel op de effectiviteit van corporate governance elders.

[3] De OECD voorstellen spreken over aandeelhouders “as the legally recognised owners of the corporation” (OECD, 1998).

[4] In de finale versie van de OECD voorstellen is de exclusieve focus op aandeelhouders afgezwakt (OECD, 1999).

[5] Voor vele andere participanten maakt het bijvoorbeeld weinig verschil of de onderneming goed of zeer goed functioneert (bijvoorbeeld crediteuren: zij zijn in beide gevallen verzekerd van terugbetaling). Voor aandeelhouders is er echter wel degelijk een verschil. Daarnaast zorgt het koersverloop van aandelen voor een objectieve (doch ook nogal wispelturige) beoordeling van de stand van zaken in de onderneming. Deze *shareholder value* informatie is een nuttig instrument voor het bewerkstelligen van een effectieve corporate governance (Tirole, 1999).

[6] Burkart, Gromb en Panunzi (1997), laten zien dat “nabije” aandeelhouders door excessief toezicht en inmenging het management van ondernemingen kunnen verstoren. Voldoende autonomie voor het management zelf is gewenst, zie ook Inderst en Müller (1999). Daarnaast kan te nabij toezicht leiden tot een gebrek aan objectiviteit in het toezicht (Boot en Macey, 1999).

[7] Een goed voorbeeld is OECD (1998), en ook het advies van de Business Sector Advisory Group on Corporate Governance (1998).

governance kenmerken ter discussie staan. Het belang van *shareholder value* en de "herwaardering van de factor kapitaal" staan dan ook nadrukkelijk centraal in de rapportage van de Commissie Peters. Het vraagstuk waarvoor wij staan is hoe de effectiviteit van corporate governance verder kan worden verhoogd. Centraal staan hierbij de begrippen *transparantie*, *verantwoording* en *zeggenschap*.

3. Invalshoek Commissie Peters

De Commissie Peters stelt zich ten doel om te komen tot een herwaardering van de factor kapitaal. Zij stelt dat in het Nederlandse *stakeholder model* de invloed van aandeelhouders te veel is teruggedrongen. De Commissie heeft zich willen beperken tot aanbevelingen die geen wetswijzigingen vereisen. Zij heeft zich hierdoor voornamelijk beperkt tot aanbevelingen die gericht zijn op een betere transparantie en verantwoording. Het aspect zeggenschap komt alleen indirect aan bod. Zij doet geen *concrete* aanbevelingen die daadwerkelijk de invloed van aandeelhouders vergroten. Wel geeft zij ondernemingen in overweging dat de financierings- en zeggenschapsfuncties in elkaars verlengde zouden moeten liggen (aanbeveling 26). Bovendien zou aangegeven moeten worden hoe, indien nodig, de invloed van kapitaalverschaffers toe kan nemen (aanbeveling 29).

De Commissie Peters beperkt zich voor wat betreft de concrete aanbevelingen tot bestuurders en commissarissen, en adviseert een grotere openheid en een meer systematische wijze van werken. Openheid betreft onder andere het publiek maken van de bezoldiging en het effectenbezit van bestuurders en suggesties voor het opnemen van rapportages in het jaarverslag inzake het corporate governance beleid. De systematische wijze van werken komt onder meer tot uitdrukking in aanbevelingen betreffende de frequentie van het vergaderen en gewenste jaarlijkse besprekingen inzake strategie en risico's. Daarnaast zijn er aanbevelingen die expliciet gericht zijn op het vertrouwen dat bestuurders en commissarissen moeten hebben. Deze stellen dat de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen het vertrouwen moeten hebben van de aandeelhoudersvergadering. Ook wordt gewezen op de gewenste onafhankelijkheid van commissarissen en het voorkomen van (de schijn van) belangentegenstellingen.

De samenstelling en werkwijze van de Raad van Commissarissen, en de eisen die aan haar mogen worden gesteld, beslaan de eerste 20 van de 40 aanbevelingen[8]. Aan de Raad van Bestuur zijn een vijftal aanbevelingen besteed. De kapitaalverschaffers (aandeelhouders) zelf komen aan bod in een achttal aanbevelingen. De overige zeven aanbevelingen bevatten een allegaartje van suggesties

[8] Aanbeveling 19 stelt dat de décharge in de AvA van bestuurders en commissarissen gescheiden zou moeten worden van de goedkeuring van de jaarrekening. Deze aanbeveling betreft veeleer de (invulling van de) rechten van de kapitaalverschaffers en zal in dat kader door mij worden besproken.

3.1 Inzichten betreffende de Raad van Commissarissen en Raad van Bestuur

Het kwantitatief hoge aantal aanbevelingen betreffende de Raad van Commissarissen geeft een enigszins vertekend beeld. Bijna al deze aanbevelingen betreffen een nadere detaillering, en veelal zelfs een voor de handliggende uitwerking of interpretatie van bestaande wetgeving. In dit verband is het zinvol om naar het SER-advies van 1969 te verwijzen dat ten grondslag lag aan de structuurregeling, en naar de bestaande wetgeving in het algemeen. Conform het SER-advies en de bestaande wetgeving moet de Raad van Commissarissen zich richten "naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming". Uit het genoemde SER-advies en de wetgeving blijkt duidelijk de wenselijkheid van een evenwichtige samengestelde Raad van Commissarissen met het oog op de gewenste afdekking van verschillende expertises. Ook wordt geëist dat de Raad van Commissarissen zonder mandaat, dat wil zeggen onafhankelijk van welke achterban dan ook, toezicht houdt op het bestuur. Deze doelstellingen liggen ook ten grondslag aan vele aanbevelingen van de Commissie Peters; alle richten zich op een effectievere taakuitoefening van commissarissen binnen het bestaande wettelijke kader.

De conclusie die getrokken kan worden is dat de wetgever en de Commissie Peters een zeer belangrijke rol toekennen aan de Raad van Commissarissen. Hierover bestaat weinig controverse. Ook de monitoring rapportages suggereren grote instemming. Wel vraag ik specifiek aandacht voor aanbeveling 14. Deze aanbeveling geeft ondermeer in overweging om de "Raad van Commissarissen te laten overwegen of het wenselijk is een regeling in het reglement op te nemen voor zijn omgang met de Raad van Bestuur, de ondernemingsraad en de kapitaalverschaffers". Deze aanbeveling heeft uit de eerste categorie van twintig aanbevelingen de meeste weerstand opgeroepen. Jammer genoeg wordt er in de monitoring rapportages weinig aandacht aan besteed. Mijns inziens is het cruciaal dat de Raad van Commissarissen duidelijk communiceert naar haar belangrijkste *constituencies* hoe zij met hen zal omgaan. Er is niets op tegen dat zij vast legt hoe zij invulling geeft aan haar verantwoordelijkheden en verplichtingen. Mijns inziens is deze aanbeveling van groot belang voor het op zinvolle wijze afleggen van verantwoording. Het mag dan ook zeker niet zo zijn dat aan deze aanbeveling voorbij wordt gegaan.

Een vraagstuk waar ik in de komende paragrafen op terugkom is hoe bij de autonome positie van de Raad van Commissarissen, inclusief grote bevoegdheden en coöptatie (zie Box 1), een effectieve disciplinering van de Raad van Commissarissen zelf kan worden bewerkstelligd. Met andere woorden, wat zijn de mogelijkheden om deze krachtige en autonome Raad van Commissarissen te corrigeren bij slecht functioneren?

Voor wat betreft de Raad van Bestuur vragen de aanbevelingen om openheid over bezoldiging, effectenbezit en beheersing van belangentegenstellingen. Tevens wordt aangedrongen op rapportages inzake ondernemingsdoelstellingen, strategie en beheersing van risico's. Ook hier geldt dat de aanbevelingen *grosso modo* de instemming dragen van ondernemingen. Dit betekent niet dat de rapportages al tot tevredenheid stemmen. De invulling van de rapportages over strategie en dergelijke laat veel te wensen over. Openheid over bezoldiging is eveneens een heikel punt.

3.2 Monitoring rapportage en kapitaalverschaffers

Deze aanbevelingen zijn het meest controversieel. De Monitoring Commissie concludeert dat "ten aanzien van de herwaardering van de factor kapitaal nauwelijks beweging valt waar te nemen". De VEB (1998) en andere rapportages komen met vergelijkbare negatieve conclusies.

Zoals eerder is verwoord valt vanuit een internationaal perspectief niet te ontkomen aan de herwaardering van de factor kapitaal die de Commissie Peters voorstelt. Deze problematiek kan niet los worden gezien van de prominente rol van de Raad van Commissarissen in ons bestel. Deze Raad heeft onder het structuurregime vele bevoegdheden "overgenomen" van de AvA. De belangrijkste aandachtspunten zijn hoe zij hiermee omgaat, en hoe zij, indien nodig, kan worden gecorrigeerd.

De Commissie Peters doet verschillende suggesties. Haar aanbeveling 19 verzoekt om een scheiding tussen goedkeuring van de jaarrekening en décharge van bestuurders en commissarissen. Deze aanbeveling is veelal eenvoudig in te passen, zeker indien de statuten bepalen dat "goedkeuring van de jaarrekening *zonder voorbehoud* strekt tot décharge". Implementatie van de aanbeveling betekent dat de AvA ter goedkeuring overgaat onder het voorbehoud dat daaraan geen décharge is verbonden. Deze aanbeveling dient mijns inziens door elke vennootschap te worden opgevolgd. De verschillende monitoring verslagen zijn hier hoopvol over; overigens is het voor vele ondernemingen al de praktijk. Maar nu de belangrijkste vraag: hoe kan de invloed van kapitaalverschaffers worden geëffectueerd?

De Commissie Peters stelt dat financierings- en zeggenschapsfuncties in elkaars verlengde dienen te liggen (aanbeveling 26). Uit de monitoring rapportages blijkt een vooral stilzwijgend verzet tegen dit algemene principe. Certificering, bijzondere preferente aandelen en prioriteitsaandelen zijn in de Nederlandse praktijk algemeen ingeburgerd. Daarnaast ontneemt ook het structuurregime zeggenschap van de aandeelhouders. Op dit punt zijn geen vrijwillige veranderingen te verwachten. Het probleem bestaat op twee niveaus. Enerzijds moet gekeken worden of de kapitaalverschaffers

überhaupt *zeggenschapsrechten* hebben (certificering, bijvoorbeeld, ontneemt hen deze)[9]. Anderzijds, zelfs als de zeggenschapsrechten bij aandeelhouders liggen, welke bevoegdheden hebben aandeelhouders? Dit laatste betreft de vraag welke invulling er is gegeven aan de zeggenschapsrechten. Hierop hebben met name het structuurregime en prioriteitsaandelen grote invloed. Hoe kan een grotere invloed van aandeelhouders worden geëffectueerd?

De aanbeveling die hierop primair betrekking heeft is aanbeveling 29. Deze aanbeveling stelt dat de ondernemingsleiding in de AvA in 1998 moet rapporteren over hoe het met de invloed van kapitaalverschaffers in de onderneming is gesteld, en - zo nodig - hoe deze kan worden verbeterd. De Commissie Peters heeft hiertoe een aantal onderwerpen gespecificeerd waaraan de invloed van kapitaalverschaffers kan worden getoetst, bijvoorbeeld bij majeure wijzijgingen in de aard en omvang van de onderneming[10]. Aan deze algemene aanbeveling, die in wezen niets aanbeveelt maar eerder een toelichting/verantwoording vraagt, is proportioneel veruit het grootste deel in de hoofdtekst van het rapport van de Commissie Peters besteed (6 pagina's uit een totaal van ongeveer 24). De achterliggende gedachte is dat de Commissie Peters als algemene norm *one-share-one vote* aanbeveelt (conform aanbeveling 26). De Commissie Peters spreekt echter in algemeenheden en komt niet tot aanbevelingen die een concrete invloed hebben op de zeggenschap van aandeelhouders. Voor zover er tussen de regels door suggesties worden gedaan ("in overweging genomen zou kunnen worden…") is de vrijblijvendheid groot. De monitoring rapportages signaleren dan ook weinig veranderingen ten goede en zijn niet buitengewoon optimistisch over de effectuering van de herwaardering van de factor kapitaal. Tevens wordt enigszins fatalistisch geconcludeerd dat de meeste ondernemingen van mening zijn dat er voldoende beïnvloeding door aandeelhouders mogelijk is, en dat gewone aandeelhouders zich (gezien hun passiviteit?) in grote mate aan deze opvatting conformeren.

Een actievere betrokkenheid van aandeelhouders is derhalve noodzakelijk. De Commissie Peters doet in dit verband een duidelijke suggestie om te komen tot een systeem van *proxy solicitation.* Een pilot initiatief in deze richting loopt en de resultaten ervan worden door de meeste ondernemingen afgewacht. Dit initiatief alsmede de aanbeveling om het plaatsen van onderwerpen door aandeelhouders op de agenda van de AvA (aanbeveling 30) te vergemakkelijken zijn gericht op het vergroten van de betrokkenheid van aandeelhouders en het efficiënter en effectiever laten verlopen van de AvA[11].

---

[9] Onder bepaalde omstandigheden kunnen certificaathouders de Ondernemingskamer vragen tot royering van certificaten over te gaan. Overigens is het mogelijk dat het administratiekantoor dat de certificaten beheert, steminstructies aanvaardt van certificaathouders en/of stemvolmachten verleent.

[10] De Commissie Peters stelt in Paragraaf 5.5 van haar rapport dat kapitaalverschaffers invloed zouden moeten kunnen uitoefenen op ondermeer het strategisch beleid, majeure wijzigingen in de aard en omvang van de onderneming, het dividend beleid, omvang van het aandelenkapitaal en wijzigingen in de statuten.

[11] De monitoring rapportages wijzen uit dat ondernemingen zeer terughoudend zijn in het vergemakkelijken van agendering door aandeelhouders. Aanbeveling 30 is dan ook controversieel.

4. Een nadere analyse

De begrippen transparantie, verantwoording en zeggenschap staan centaal in het corporate governance debat. In het algemeen stemmen ondernemingen in met de noodzaak van transparantie en verantwoording. Het vraagstuk van zeggenschap - met name voor aandeelhouders - is veruit het meest controversieel. Op dit punt is geen sprake van wezenlijke vooruitgang. Een nadere analyse is gewenst.

4.1 De wenselijkheid van certificering

De Commissie Peters acht het wenselijk dat de financiering- en zeggenschapfunctie in elkaars verlengde liggen. *One-share-one-vote* zou moeten worden nagestreefd. De uitgifte van certificaten, met uitoefening van het stemrecht door het administratiekantoor, is hiermee in strijd. Toch is enige nuancering gewenst. Het *one-share-one-vote* principe suggereert een bepaalde eerlijkheid maar is niet *a-priori* of als vanzelfsprekend optimaal. Elders bestaan *dual class shares*. Hiervan is sprake als er aandelen met en zonder stemrecht uitstaan. Dit is niet *per se* inefficiënt, maar aan te tonen valt dat onder veel omstandigheden *one-share-one-vote* en dus een evenredigheid tussen financiële en zeggenschapsinbreng beter is[12]. Ook is er in toenemende internationale druk om *dual class shares* af te schaffen. Vanuit deze ontwikkeling bezien zijn certificaten ongewenst. Hierbij komt ook dat certificaten schadelijker zijn omdat het aandelen met stemrecht betreft die *verworden* zijn tot aandelen zonder stemrecht. Dit stemrecht bestaat nog steeds maar is in handen gelegd van ‘derden’ (het bestuur van het administratiekantoor). Hoewel, zoals aangegeven, enige beperkingen op de invloed van aandeelhouders gewenst kunnen zijn, is hierin al op vele andere manieren voorzien, met name via het meestal gelijktijdig met certificaten bestaan van het structuurregime en het uitstaan van prioriteitsaandelen. Aan een prioriteitsaandeel zijn bijzondere rechten verbonden, veelal met betrekking tot benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen, en vaak ook rechten inzake statutenwijzigingen. Ook moet een besluit tot uitgifte van nieuwe aandelen vaak worden voorgelegd aan de houders van prioriteitsaandelen. Prioriteitsaandelen kunnen veelal worden gezien als *substituut* voor het volledige structuurregime; vaak worden hiermee vergelijkbare rechten ontnomen aan de aandeelhouder.

De cumulatie van beperkingen veroorzaakt een meervoudige zeggenschapsbarrière, vaak met betrekking tot dezelfde bevoegdheid. In een onderneming met zowel structuurregime, certificaten als

[12] Zie voor een nadere analyse Boot en Verheyen (1997, hoofdstuk 5), en Moerland (1997, hoofdstuk 7).

prioriteitsaandelen (wat niet ongebruikelijk is) betekent dit dat de kapitaalverschaffer eerst zijn wens gehonoreerd moet zien door het administratiekantoor (dat de certificaten uitgeeft), vervolgens is van belang of het administratiekantoor de betreffende bevoegdheid heeft (het prioriteitsaandeel kan deze hebben toegeëigend), en vervolgens is van belang of het structuurregime überhaupt bevoegdheden ter zake laat bij de aandeelhouders (inclusief prioriteitsaandeelhouders). De meervoudige ontmanteling van zeggenschapsrechten is moeilijk te verenigen met de herwaardering van de factor kapitaal. Actie is gewenst omdat de organen die de zeggenschap hebben verkregen (administratiekantoor voor de certificaten, beheersorgaan voor de prioriteitsaandelen en de Raad van Commissarissen) nauwelijks meer aanspreekbaar zijn voor de kapitaalverschaffer. Ook juridische procedures hebben dan vaak geen zin omdat tenminste een dubbele juridische slag nodig is om iets te kunnen veranderen[13,14].

4.2 En financieringspreferente aandelen?

De problematiek van certificering speelt ook bij financieringspreferente aandelen. Deze zijn vaak gecertificeerd en uit dien hoofde geldt in principe hetzelfde als voor certificering van gewone aandelen. Een drietal zaken kan echter de verstoring in zeggenschapsverhoudingen in het geval van preferente aandelen verergeren Ten eerste, preferente aandelen worden vaak ver beneden de beurskoers uitgegeven. Dit betekent dat ze een disproportioneel stemrecht hebben. Ten tweede, het beheersorgaan dat de certificaten uitgeeft (en de preferente aandelen in handen heeft) is in het algemeen nagenoeg geheel in handen van het bestuur van de onderneming. In het geval van het administratiekantoor dat staat voor de certificaten van gewone aandelen regelt Bijlage X van het fondsenreglement enige onafhankelijkheid. Ten derde, de overdracht van preferente aandelen is veelal onderworpen aan duurzame contractuele en statutaire bepalingen.

In mijn optiek is met name de uitgifte tegen soms een fractie van de beurswaarde ongewenst. Deze verstoring van de zeggenschapsverhoudingen is een direct gevolg van de fiscale deelnemingsvrijstelling die geldt indien tenminste een vijfprocent belang wordt verworven (als percentage van het *nominale* aandelenkapitaal). De Commissie Peters wil terecht paal en perk stellen

[13] Een kleine uitzondering is het gestelde in het nieuwe wetsontwerp beschermingsconstructies. Certificaten tellen mee in het bepalen van het noodzakelijke 70% belang om via de Ondernemingskamer eventueel zeggenschap te verkrijgen over de onderneming.

[14] Een rechtvaardiging die door sommige juristen wordt aangedragen is dat certificering in het geval van een familievennootschap wenselijk kan zijn. De bestaande directeur-eigenaar zou zich zorgen kunnen maken over de continuïteit van de onderneming, wanneer hij komt te overlijden. Het *economisch eigendom* zou hij willen leggen bij zijn erfgenamen, maar hij is er niet gerust op om bij hen ook de zeggenschap te leggen. Dit zou certificering wenselijk kunnen maken. Mijn kritiek hierop is dat deze casus volstrekt anders is dan de “publieke vennootschap” die centraal staat in het corporate governance debat. Voor de juridische verankering zal deze kritiek waarschijnlijk niet steekhoudend zijn. De wet- en regelgeving zal hier immers moeilijk tussen kunnen differentiëren. Belangrijk is dan een tweede argument. Een prioriteitsaandeel dat onder bepaalde omstandigheden acceptabel kan zijn kan tegemoetkomen aan de problematiek van de familievennootschap en certificering is daarmee overbodig.

aan de verstoringen die preferente aandelen veroorzaken. Ook vanuit de Europese Commissie (concept 13e Richtlijn) liggen de preferente aandelen onder vuur. Mijns inziens moet de overheid iets doen aan het oneigenlijk gebruik van de deelnemingsvrijstelling. Deze is niet bedoeld voor "goedkoop" verworven, al dan niet fiscaal-gemotiveerde emissies van preferente aandelen. Mochten er andere financieringsvoordelen verbonden zijn aan preferente aandelen (wat goed mogelijk is; het is een bijzondere vermogenstitel) dan moet de zeggenschap in overeenstemming worden gebracht met dat van de gewone aandelen[15,16].

4.3 Is bescherming gewenst?

Sommigen achten certificering acceptabel als bescherming tegen vijandige overnames. Het probleem met dit standpunt is dat het geen rechtvaardiging biedt voor het *permanente* karakter van certificering. Dit laatste ligt ten grondslag aan de besproken verstoring van de zeggenschapsverhoudingen. Ik ben wel bereid om beschermingsmaatregelen toe te staan. Een onderneming mag zich mijns inziens beschermen tegen een overval. Zij kan zich hiermee een betere onderhandelingspositie verschaffen vis-à-vis de agressor. Wél moet het tijdelijke karakter voorop staan. De onderneming zal ook gedegen naar haar aandeelhouders moeten communiceren om deze te overtuigen van de juistheid van haar strategie vis-à-vis deze agressor. Een voorbeeld van een dergelijke beschermingsmaatregel is de uitgifte van preferente beschermingsaandelen ten tijde van een overnamedreiging. De uitgifte op dat moment is bedoeld om extra tijd in te bouwen. De taak van de onderneming is om in deze periode te komen tot een juiste afweging inzake de overname in het bijzonder en de toekomst van de onderneming in het algemeen. De eisen die hieraan worden gesteld moeten vergelijkbaar zijn met die gesteld in het wetsontwerp inzake beschermingsmaatregelen.

Naast deze vormen van bescherming gaat er een beschermde werking uit van de combinatie structuurregime en prioriteitsaandelen. Een vraag is of deze extra vorm van bescherming ook effectief is in het geval dat het structuurregime onverhoopt geen bescherming zou bieden[17]. In principe is het

[15] In principe zou het duale karakter van preferente aandelen -- het heeft karakteristieken van zowel het eigen als vreemd vermogen -- eerder moeten leiden tot minder dan meer zeggenschap dan dat op gewone aandelen.
[16] Een iets positievere interpretatie van de huidige praktijk is dat de certificering van de financieringspreferente aandelen er voor zorgt dat de betrokken kapitaalverschaffers hun disproportioneel stemrecht niet kunnen uitoefenen. Hiermee zou de mogelijke verstoring van de zeggenschap van de gewone aandeelhouders (veelal het administratiekantoor) worden voorkomen. Merk echter op dat deze positieve interpretatie alleen valide is als ook het beheersorgaan dat het stemrecht van de financieringspreferente aandelen heeft toegeëigend dit stemrecht niet kan uitoefenen. Dit is echter niet de praktijk.
[17] Zoals volgt uit Box 1 kunnen internationale holdings er voor kiezen om zich te onttrekken aan het structuurregime.

antwoord bevestigend. Prioriteitsaandelen kunnen zo worden ingevuld dat het volledige structuurregime wordt geïmiteerd[18].

4.4 Gewenste actie

De meervoudige permanente ontmanteling van zeggenschap via structuurregime en prioriteitsaandelen enerzijds en certificering anderzijds is het primaire struikelblok. Welke veranderingen zijn mogelijk én haalbaar?
Op een aantal niveaus is mijns inziens actie gewenst. We ontkomen er niet aan om de praktijk van certificering drastisch te veranderen. De meervoudige ontmanteling van de zeggenschapsrechten van aandeelhouders is onhoudbaar. Een haalbare oplossing is om vast te leggen dat het administratiekantoor uitsluitend de belangen van certificaathouders dient (zij is *trustee* van de kapitaalverschaffer) en steminstructies aanvaardt van certificaathouders en/of stemvolmachten aan de certificaathouders verleent[19]. De Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen kiest in haar "IJkpunten" ook voor deze weg. Dit alternatief biedt minder houvast, doch bij een goede uitvoering ervan biedt het voldoende perspectief. Wel is het wenselijk om ook gelijktijdig paal en perk te stellen aan een gelaagde en doublerende zeggenschapsbeperking via zowel prioriteitsaandelen als het structuurregime. Deze laatste zouden alleen als substituut van elkaar mogen dienen. Unilever is een bekend voorbeeld van een onderneming die via transparante certificaten zonder structuurregime en verstorende prioriteitsaandelen een goede invulling geeft aan de herwaardering van de factor kapitaal. Het is maar zeer de vraag of minder welwillende ondernemingen *vrijwillig* bereid zijn het administratiekantoor "open te gooien"[20] Regelgeving op dit punt is dus wenselijk.

Tevens is het is noodzakelijk om het structuurregime nader onder de loep te nemen. Het is mijns inziens gewenst aandeelhouders de gelegenheid te bieden de herbenoeming van niet-functionerende commissarissen te laten blokkeren. Dit, in combinatie met korte benoemingstermijnen, zou het mogelijk maken om benoeming via coöptatie in stand te houden[21]. Dit zou een concrete versterking

---

[18] Een gekwalificeerde meerderheid van gewone aandeelhouders kan tegen de prioriteitsaandeelhouders stemmen, en bijvoorbeeld in het geval van een benoeming van bestuurders of commissarissen de prioriteitsaandeelhouders dwingen om met een andere bindende voordracht te komen. Er is dus sprake van een effectievere check door gewone aandeelhouders dan bijvoorbeeld in het geval van het structuurregime voor wat betreft de benoeming van commissarissen. Voor wat betreft de benoeming van bestuurders hangt het af van de invulling van het structuurregime.
[19] Ook wordt hiermee tegemoet gekomen aan de randvoorwaarde die vraagt om "minimale representativiteit" Als dit *het* argument zou zijn voor certificering van aandelen, dan is sprake van een "paardenmiddel". Aan deze randvoorwaarde kan op allerlei minder ingrijpende manieren invulling worden gegeven
[20] Daarnaast bestaan er algemene stemrechtbeperkingen (maximum stemrecht-percentage). Onder "normale" omstandigheden kunnen deze zeer verstorend zijn. Deze lijken dus niet gewenst.
[21] De moeizame juridische weg via de Ondernemingskamer hoeft dan alleen gevolgd te worden voor tussentijds ontslag. Het is mijn inschatting dat een exclusieve focus op een juridische procedure partijen dwingt conflicten te doen escaleren (zie het "Frank en Ronald de Boer conflict" met Ajax).

zijn van de bevoegdheden van aandeelhouders zonder dat het systeem van coöptatie hoeft te worden aangepast. Bovendien respecteert deze aanpassing de primaire rol van de Raad van Commissarissen in ons bestel. Ook zou deze voorgestelde bescheiden verandering relatief weinig "politiseringsgevaar" kunnen opleveren, bijvoorbeeld ongewenste politieke suggesties voor rechtstreekse verkiezing van vertegenwoordigers van belangengroepen in de Raad van Commissarissen.

In dit verband is het eveneens van belang om de gewenste invloed van aandeelhouders nader te specificeren. Zoals aangegeven hierboven acht ik het van primair belang dat zij invloed hebben op de Raad van Commissarissen. Daarnaast acht ik het – in navolging van de Commissie Peters – noodzakelijk dat aandeelhouders worden geraadpleegd bij majeure wijzigingen in de aard en omvang van de onderneming. Tevens moet verantwoording worden afgelegd, en moet periodiek worden gecommuniceerd over het strategisch beleid en de aspiraties van de onderneming. Voorop staat dat het management en de commissarissen het vertrouwen moeten hebben van de aandeelhouders.

Met de door mij bepleite grotere disciplinerende invloed van aandeelhouders op de Raad van Commissarissen kunnen aandeelhouders indien nodig voor hun rechten opkomen. Dit echter zonder dat aandeelhouders op de stoel van bestuurder hoeven te gaan zitten (zie Paragraaf 2 voor de besproken wenselijke afstand tussen aandeelhouders en ondernemingsbestuur). Mijns inziens is op deze manier ook een actievere opstelling van de aandeelhouders te verwachten. In een eerdere analyse in dit blad (Boot, 1996) heb ik beargumenteerd dat het gebrek aan mogelijkheden om daadwerkelijk te kunnen ingrijpen een grote rem zet op de wenselijke betrokkenheid van aandeelhouders.

5. Overige suggesties

5.1 Effectiviteit van beschermingsconstructies

Ik heb aangegeven dat ik het opbouwen van een tijdelijk beschermingsmuur in het geval een vijandige overname acceptabel acht. Dit echter is geen rechtvaardiging voor de veelheid van beschermingen die Nederlandse ondernemingen kenmerken, en die nota bene veelal permanent van kracht zijn.

Het moet mogelijk zijn om duidelijkheid te verschaffen over de combinatie van instrumenten die een effectieve, tijdelijke bescherming faciliteren. De reden waarom dit niet is gebeurd heeft mijns inziens te maken met de wens van vele ondernemingen om beschermingsinstrumenten hoe dan ook te cumuleren. Er is sprake van een grote duplicatie van beperkingen waardoor kapitaalverschaffers geconfronteerd worden met meervoudige ontmantelingen van nota bene dezelfde bevoegdheden. In dat geval is het niet verwonderlijk dat effectieve disciplinering ontbreekt en kapitaalverschaffers niet worden geïnviteerd om een actieve rol te spelen. Een nadere studie op dit punt is gewenst. Mijn advies is om vast te laten stellen welke beperkingen noodzakelijk zijn om een effectieve beschermingsmuur op te bouwen tegen vijandige overnames. Met deze analyse kan vervolgens worden bepaald welke ruimte er kan worden verschaft aan beschermingsconstructies.

5.2 Structuurregime

Naast de besproken noodzakelijke veranderingen betreffende certificering ontkomen we niet aan verdere discussies over het structuurregime. De kracht van het Nederlandse corporate governance systeem is de sterke en autonome positie van de Raad van Commissarissen. De sterkte van ons systeem is tevens haar zwakte. Een orgaan met grote verantwoordelijkheden en autonomie moet effectieve verantwoording afleggen met een correctie mogelijkheid in het geval zij mocht falen. Het structuurregime voorziet hier onvoldoende in. Vandaar mijn advies om aandeelhouders daadwerkelijk invloed te geven op de herbenoeming van commissarissen. Deze problematiek is echter veelomvattend. Ook andere bezwaren bestaan tegen het structuurregime. Zoals uiteengezet in Box 1 zijn er verschillende vormen van het structuurregime, al naar gelang de internationale oriëntatie van de onderneming. In het bijzonder geldt dat aandeelhouders in een op Nederland georiënteerde onderneming (volledig regime) minder zeggenschapsrechten hebben dan een overwegend op het buitenland gerichte Nederlandse holding (verlicht regime, of zelfs volledige vrijstelling). Deze “grabbelton” van regimes gebaseerd op de mate van internationale oriëntatie valt met het wegvallen van grenzen en toenemende grensoverschrijdende beleggingen steeds moeilijker te legitimeren. Een afgebakende studie over noodzakelijke aanpassingen in het structuurregime is mijns inziens gewenst.

5.3 AvA als forum

Ten slotte, wat te doen met de AvA? De AvA als fysieke ontmoetingsplaats voor een constructieve gedachtewisseling en bijbehorende besluitvorming is gezien de veelheid aan aandeelhouders een illusie. De door de Commissie Peters voorgestelde *proxy solicitation* kan een stap in de goede richting zijn. Er is op dit moment een *pilot*-initiatief om te zien hoe *proxy solicitation* kan worden geëffectueerd. De problematiek is echter breder. Het forum dat de AvA verschaft is niet meer dan een

metafoor. De algehele problematiek van communicatie tussen onderneming en aandeelhouders in beide richtingen behoeft nadere structurering. De aanbevelingen van de Commissie Peters die hierover gaan, aanbeveling 14 (omgangsvormen en communicatie: hoe ga je om met ondermeer aandeelhouders?) en aanbeveling 16 (recht van agendering voor aandeelhouders) roepen grote weerstand op terwijl deze mijns inziens slechts marginale suggesties zijn om de aandeelhouder beter bij de onderneming te betrekken. Het lijkt mij absoluut noodzakelijk dat nader wordt onderzocht hoe de interacties met aandeelhouders kunnen worden geëffectueerd.

6. Ten slotte

Issue	Status	Probleem	Suggestie
Certificering	Actie	• Gelaagde en doublerende zeggingschapsbeperking moet ongedaan worden gemaakt	• Administratiekantoor heeft *fiduciary duty* naar aandeelhouders
Structuurregime	Actie	• Minimale invloed van participanten (i.h.b. aandeelhouders) op benoeming/ontslag commissarissen	• Geef aandeelhouders invloed op herbenoeming van commissarissen (tezamen met korte benoemingstermijnen
	Nadere studie	• "Grabbelton" aan regimes naar gelang internationale oriëntatie onhoudbaar	• Nader te bepalen
Beschermingsmuur	Nadere studie	• Onduidelijkheid over effectiviteit van veelheid aan beschermings-constructies en -maatregelen	• Nader te bepalen
AvA	Nadere studie	• AvA kan geen effectieve ontmoetingsplaats zijn voor constructieve gedachtewisseling en bijbehorende besluitvorming; is slechts een metafoor. Hoe tweerichtingsverkeer in communicatie te effectueren?	• *Proxy-solicitation* eerste stap. Maar hoe is dialoog mogelijk?
Monitoring	Actie	• Aandacht voor corporate governance mag geen modeverschijnsel zijn	• Jaarlijkse monitoring; mogelijk met een onder de STE te situeren onafhankelijke commissie

Tabel 1: *Actiepunten voor een betere corporate governance*

In Tabel 1 zijn de verschillende actiepunten samengevat. Hierin is ook opgenomen een suggestie voor een jaarlijks terugkerende rapportage over de corporate governance praktijk van Nederlandse

ondernemingen. Ik stel mij voor dat een onder de STE te situeren onafhankelijke commissie hiertoe in het leven wordt geroepen. Deze commissie zou ook nadrukkelijk de verslaggeving van ondernemingen moeten toetsen. Transparantie en openheid laten, zoals geconstateerd in Paragraaf 3.1, nog veel te wensen over. De kabinetsreactie (brief van de Minister van Financiën aan de Tweede Kamer d.d. 10 mei 1999) legt dan ook hierop terecht grote nadruk. In het algemeen kan worden gesteld dat de kabinetsreactie een redelijk gebalanceerd beeld geeft van de problematiek van corporate governance, waarbij aan veel van de in Tabel 1 genoemde actiepunten wordt gerefereerd. Wat veelal ontbreekt is een concrete uitwerking of actieplan. Een vervolg is te verwachten.[22]

[22] Ik ben niet ingegaan op de biedplicht bij een controlerend belang. Deze kan noodzakelijk zijn om minderheidsaandeelhouders te beschermen en maakt ook onderdeel uit van de 13e Europese richtlijn. Het belang hiervan is aanwezig doch wordt echter veelal overtrokken. Een van de problemen met een zinvolle effectuering van de biedplicht is dat veelal het controlerend belang zelf niet kan worden opgekocht. Hierdoor is de aandelenkoers laag en is er sprake van een biedplicht met een lage prijs.

BOX 1

Wetgeving

In Nederland bestaan voor ondernemingen met beperkte aansprakelijkheid in principe twee regimes voor de inrichting van corporate governance: het regime voor respectievelijk structuurvennootschappen en niet-structuurvennootschappen. De Structuurwet uit 1971 bepaalt dat ondernemingen met gestort kapitaal van ten minste *f* 25 miljoen, ten minste 100 werknemers in Nederland en met ondernemingsraad vallen onder het structuurregime. Dit zijn de zogenaamde structuurvennootschappen. Wordt aan deze criteria niet voldaan dan is er sprake van een niet-structuurvennootschap.

Een structuurvennootschap is verplicht om een Raad van Commissarissen te hebben. Deze raad kiest haar leden bij coöptatie, met aanbeveling- en bezwaarbevoegdheid bij AvA en OR. Management (de Raad van Bestuur) heeft het recht om nieuwe leden van de Raad van Commissarissen voor te stellen. De Raad van Commissarissen benoemt en ontslaat leden van de Raad van Bestuur. De Raad van Commissarissen stelt ook de jaarrekening vast (met goedkeuring door AvA) en ratificeert belangrijke management beslissingen (fusies, nieuwe emissies en dergelijke).

Een onderneming die niet aan de eisen voor een structuurvennootschap voldoet is een niet-structuurvennootschap. Deze onderneming kan er voor kiezen (elementen van) het structuurregime over te nemen. In principe is ze echter alleen onderhevig aan enige algemene verplichtingen. Deze vereisen niet dat een dergelijke onderneming een Raad van Commissarissen heeft. Als zij er wel voor kiest om een Raad van Commissarissen te installeren dan is de onderneming verplicht belangrijke managementbeslissingen aan deze Raad voor te leggen voor ratificatie. Alle andere bevoegdheden (benoeming/ontslag RvB, vaststellen jaarrekening en dergelijke) zijn in handen van de AvA. De AvA benoemt ook de leden van de Raad van Commissarissen.

Een tussenvorm betreft het verlichte structuurregime. Deze geldt voor ondernemingen die voldoen aan de eisen voor het structuurregime, maar welke voor ten minste 50% in bezit zijn van een onderneming die meer dan de helft van zijn werknemers in het buitenland heeft. Voor deze internationaal georiënteerde vennootschappen behouden de aandeelhouders meer rechten, namelijk, de AvA benoemt en ontslaat bestuurders en stelt de jaarrekening vast. Coöptatie met betrekking tot de leden van de Raad van Commissarissen blijft wel gehandhaafd en ook de goedkeuring van belangrijke bestuursbesluiten blijft bij de Raad van Commissarissen. Er bestaat ook de mogelijkheid dat er sprake is van volledige vrijstelling. Dit geldt voor een Nederlandse vennootschap die aan de top staat van een internationaal concern en waarvan de werknemers in meerderheid buiten Nederland werkzaam zijn.

LITERATUUR:

Boot, A.W.A. en J.R. Macey, *Objectivity, Proximity and Adaptability in Corporate Governance*, University of Amsterdam, working paper, 1999.

Boot, A.W.A. en P. Verheyen, *Financiering en macht; van financiële structuur tot beheersstructuur*, Kluwer Bedrijfsinformatie, Deventer, 1997.

Boot, A.W.A., Corporate governance: een breder perspectief, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, december 1996.

Boot, A.W.A., Corporate governance en de financiering van het bedrijfsleven, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, december 1994.

Burkart, M.D., D. Gromb en F. Panunzi, Large Shareholders, Monitoring and the Value of the Firm, *Quarterly Journal of Economics*, 112, 1997, pp. 693-728.

Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, *Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets*, Parijs, 1998.

Cadbury Committee (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance), *Code of Best Practice*, Gee, London, 1992.

Commissie Corporate Governance (Commissie Peters), *Corporate governance in Nederland*, rapport, 25 juni 1997.

Dortmond, P.J., Corporate governance en certificering van aandelen, *De Naamlooze Vennootschap*, 74, december 1996, pp. 314-318.

Economist, A Survey of Corporate Governance, bijlage van *The Economist*, 29 januari 1994.

Franks, J. en C. Mayer, Ownership, Control and the Performance of German Corporations, London Business School, working paper, 1997.

Inderst, R. en H.M. Müller, Delegation of Control Rights, Ownership Concentration, and the Decline of External Finance, University of Mannheim, working paper, 1999.

International Capital Markets Group, *Who Holds the Reins?*, rapport van de International Task Force on Corporate Governance of the ICMG, International Bar Association, London, 1995.

Kabinetsreactie op het rapport van de Commissie Corporate Governance, Boeknummer 97-2352, 1997.

Kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance, Boeknummer 99-25732, 10 mei 1999.

Koning, F., Corporate governance en het recht van bezwaar in de structuurregeling, *De Naamlooze Vennootschap*, 75, januari 1997, pp. 13-20.

Maatman, R.H., Corporate governance en het structuurregime, *De Naamlooze Vennootschap*, 76, september 1998, pp. 181-185.

Manen, J.A. van, *Monitor in het belang van de vennootschap: een analyse van de functie van commissarissen*, academisch proefschrift, Rijksuniversiteit Groningen, 1999.

Moerland, P.W., *Corporate governance: theorie en praktijk in internationaal perspectief*, Wolters-Noordhoff, Groningen, 1997.

OECD, Draft OECD Corporate Governance Guidelines, Parijs, 24 september 1998.

OECD, Eindrapport OECD Corporate Governance Guidelines, Parijs, april 1999.

Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen, IJkpunten 1999.

Tirole, J., Corporate Governance, IDEI en GREMAQ, Toulouse, working paper, 1999.

VEB, Corporate governance bij AEX-fondsen: evaluatie en rating van de corporate governance inspanningen van 25 AEX-fondsen, 22 oktober 1998.

Weimer, J., Reacties van AEX-fondsen op de aanbevelingen van de Commissie Corporate Governance, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, december 1998, pp. 618-629.