

Auteursrechterlijke overeenkomst

Opdat de Universiteit Hasselt uw eindverhandeling wereldwijd kan reproduceren, vertalen en distribueren is uw akkoord voor deze overeenkomst noodzakelijk. Gelieve de tijd te nemen om deze overeenkomst door te nemen, de gevraagde informatie in te vullen (en de overeenkomst te ondertekenen en af te geven).

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling met

Titel: Internationale ontwikkelingen op het terrein van goed ondernemingsbestuur : een vergelijkende studie tussen de code Lippens en de code Tabaksblat

Richting: 3de jaar handelsingenieur - major accountancy en financiering

Jaar: 2009

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Ik ga akkoord,

NEVEN, Sofie

Datum: 14.12.2009

Internationale ontwikkelingen op het terrein van goed ondernemingsbestuur

***Een vergelijkende studie tussen de code Lippens en de
code Tabaksblat***

Sofie Neven

promotor :

Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

Voorwoord

Deze eindverhandeling vormt het sluitstuk van mijn opleiding als Handelsingenieur aan de Universiteit Hasselt. Bij deze wil ik dan ook even een woord van dank betuigen aan diegenen die mij doorheen de totstandkoming van deze thesis hebben bijgestaan.

Allereerst gaat bijzondere dank uit naar mijn promotor, Prof. dr. Sigrid Vandemaele. Haar deskundig advies en begeleiding tijdens het schrijfproces hebben een belangrijke toegevoegde waarde geleverd aan deze eindverhandeling. Verder wil ik mijn ouders bedanken voor hun morele en financiële steun gedurende mijn educatieve loopbaan aan de Universiteit Hasselt. Tot slot richt ik nog een woordje van dank tot mijn vrienden en collega's voor hun steun de afgelopen maanden .

Samenvatting

Sinds de opkomst van het begrip corporate governance zo een twintigtal jaar geleden heeft deugdelijk bestuur een belangrijke plaats ingenomen in de mondiale bedrijfswereld. Uit de huidige economische en financiële situatie blijkt dat in dit beleidsveld nog veel ruimte is voor verbeteringen. Een treffend voorbeeld hiervan is het Fortis-verhaal van het afgelopen jaar dat in het eerste hoofdstuk van deze eindverhandeling wordt aangehaald. Zo heeft de kapitaalsverhoging en de schrapping van het interim-dividend door de Nederlands-Belgische bank-verzekeraar veel kritiek opgewekt bij beleggingsorganisaties. Enkele maanden voordien had de Fortis-top immers laten blijken dat financiële ingrepen niet vereist waren als gevolg van de overname van ABN Amro. Dit gebrek aan goede communicatie en transparantie in het ondernemingsbeleid liggen mee aan de basis van de huidige onzekere toekomst van de bank-verzekeraar.

Bovenstaand praktijkprobleem heeft vele vragen doen rijzen over de implementatie van corporate governance in ondernemingen. Deze eindverhandeling wenst dan ook de bepalingen van goed bestuur dieper te bestuderen en dit meer bepaald voor België en Nederland. Doorheen de verschillende fasen van de eindverhandeling zal getracht worden de verschillen en overeenkomsten tussen de Belgische code Lippens en de Nederlandse code Tabaksblat te achterhalen. Om deze doelstellingen te realiseren, wordt eerst het theoretische kader rond corporate governance onderzocht. In hoofdstuk twee komen verschillende definiëringen van deugdelijk ondernemingsbestuur aan bod. Corporate governance kan namelijk vanuit verschillende perspectieven benaderd worden die visueel voor te stellen zijn op een continuüm. Aan het ene uiteinde van dit continuüm dient corporate governance enkel aandacht te besteden aan de relatie tussen de vennootschap en de aandeelhouders. De andere extreme positie beschouwt goed bestuur vanuit een bredere invalshoek waar alle stakeholders van de vennootschap meetellen. Naast verschillende visies bevat de literatuur diverse theoretische denkkaders die van invloed zijn op de evolutie van corporate governance. De voornaamste van deze theorieën zijn opgenomen in het tweede hoofdstuk. Tot slot wordt de theoretische studie afgerond met een korte evolutieschets van deugdelijk ondernemingsbestuur.

Na deze kennismaking met deugdelijk bestuur worden in hoofdstuk drie enkele classificaties van corporate governance codes besproken. Dit onderdeel van de eindverhandeling vormt een brug tussen de theoretische beschouwingen in hoofdstuk twee en de corporate governance bepalingen die van toepassing zijn in België en Nederland. Een eerste classificatiemodel deelt de bestaande codes in op basis van oorsprong en wettelijke status waaruit blijkt dat België en Nederland in dit opzicht verschillen. Een tweede model deelt de nationale codes van deugdelijk ondernemingsbestuur in op grond van een negental variabelen zoals de bestuursstructuur en belangrijkheid van aandelenmarkten in de nationale economie. Deze veranderlijken weerspiegelen de wettelijke, institutionele en culturele factoren die eigen zijn aan een land en die de stakeholders toelaten beslissingen van het ondernemingsbestuur te beïnvloeden.

Hoofdstuk drie bevat vervolgens de bestudering van de Belgische en Nederlandse corporate governance codes. Hierbij wordt van elke code onder andere de doelstelling, het toepassingsgebied en de opbouw besproken. Daarnaast zijn de principes van de code Lippens en Tabaksblat weergegeven om inzicht te verwerven in de belangrijke thema's van beide landen. Deze thema's vormen de basis voor de volgende fase in de eindverhandeling. Per thema worden de beginselen van de Belgische en Nederlandse code vergeleken om zo eventuele overeenkomsten en verschilpunten tussen beide landen vast te stellen.

De bevindingen van de vergelijkende studie tussen de Belgische en Nederlandse corporate governance codes worden in het vierde hoofdstuk getoetst aan de praktijk. Hiervoor is een willekeurige steekproef van vijfendertig Belgische en Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen opgesteld. De belangrijkste variabele in deze opzet is de marktkapitalisatie van de vennootschappen. Om de naleving aan de beginselen van deugdelijk bestuur te onderzoeken in de steekproefondernemingen, zijn de zogenaamde corporate governance hoofdstukken geraadpleegd. Volgens de code Lippens en Tabaksblat dienen beursgenoteerde ondernemingen immers een deel in het jaarverslag te wijden aan het gevoerde ondernemingsbeleid inzake deugdelijk bestuur. De bestudering van deze hoofdstukken gebeurt ook hier aan de hand van de eerder vermelde thema's. Tot slot wordt de eindverhandeling afgerond met algemene conclusies die voortvloeien uit de vergelijkende

studie tussen zowel de code Lippens en Tabaksblat als de corporate governance hoofdstukken. Daarnaast worden in hoofdstuk vijf nog enkele aanbevelingen geformuleerd voor verder onderzoek in het veld van corporate governance.

INHOUDSOPGAVE

Voorwoord

Samenvatting

Inhoudsopgave

Hoofdstuk 1: Probleemstelling en werkwijze.....	8
1.1 Onderzoeksontwerp	8
1.1.1 Praktijkprobleem: Omschrijving en situering	8
1.1.2 Centrale onderzoeksvraag.....	10
1.1.3 Deelvragen	11
1.2 Doelstelling en werkwijze	12
Hoofdstuk 2: Corporate Governance	14
2.1 Definiëring van corporate governance	14
2.2 Theorieën	20
2.2.1 Agency theorie	21
2.2.2 Stakeholder theorie.....	24
2.3 Evolutie van corporate governance	28
Hoofdstuk 3: Vergelijkende studie tussen de Belgische en de Nederlandse Corporate Governance Code	34
3.1 Inleiding: Categorisering van corporate governance codes.....	34
3.1.1 Indeling van codes op basis van oorsprong en wettelijke status.....	34
3.1.2 Globale systemen	36

3.2 Bespreking Belgische Corporate Governance Code.....	41
3.2.1 Situering van Belgische Corporate Governance Code	41
3.2.2 Bespreking van code Lippens	42
3.3 Bespreking Nederlandse Corporate Governance Code.....	44
3.3.1 Situering van Nederlandse Corporate Governance Code.....	44
3.3.2 Bespreking code Tabaksblad	46
3.4 Vergelijking tussen code Lippens en code Tabaksblad	50
3.4.1 Algemene vergelijking tussen code Lippens en code Tabaksblad.....	50
3.4.2 Specifieke vergelijking tussen code Lippens en code Tabaksblad	55
3.4.2.1 Principes en bepalingen in verband met bestuursstructuur	56
3.4.2.2 Principes en bepalingen in verband met kerncommissies.....	59
3.4.2.3 Principes en bepalingen in verband met remuneratiebeleid.....	63
3.4.2.4 Principes en bepalingen in verband met aandeelhouders	67
3.4.2.5 Principes en bepalingen in verband met openbaarmaking	68
Hoofdstuk 4: Praktijkstudie van Belgische en Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen	70
4.1 Verantwoording en opstelling van de steekproef	70
4.2 Bestudering van de jaarverslagen van de steekproef.....	75
4.2.1 De bestuursstructuur	76
4.2.1.1 Bevoegdheden en samenstelling van bestuursorganen	76
4.2.1.2 Benoeming en duur van mandaat van de bestuursorganen.....	83
4.2.2 Kerncommissies.....	86
4.2.2.1 Auditcommissie	89
4.2.2.2 Benoemings- en remuneratiecommissie	92
4.2.2.3 Bijkomende comités	97
4.2.3 Remuneratiebeleid	98
4.2.3.1 Remuneratiebeleid niet-uitvoerende bestuurders	99
4.2.3.2 Remuneratiebeleid uitvoerende bestuurders	102

4.2.3.3 Remuneratiebeleid duale bestuursorganen	104
4.2.4 De aandeelhouders	110
Hoofdstuk 5: Conclusies en aanbevelingen voor verder onderzoek	118
5.1 Algemene conclusie	118
5.2 Aanbevelingen voor verder onderzoek.....	124
Lijst van geraadpleegde werken	
Lijst van tabellen	
Lijst van figuren	
Bijlagen	

Hoofdstuk 1: Probleemstelling en werkwijze

1.1 Onderzoeksonderwerp

1.1.1 Praktijkprobleem: omschrijving en situering

De Belgisch-Nederlandse bank-verzekeraar Fortis heeft het afgelopen jaar veel publieke opschudding veroorzaakt in België en Nederland. De voornaamste oorzaken voor dit ongenoegen waren de remuneratiepolitiek en het beleid omtrent de overname van ABN AMRO. De afgelopen maanden is de kritiek op Fortis rijkelijk in de media naar voor geschoven.

De bezoldiging van voorzitter van de raad van bestuur Maurice Lippens, maar vooral van gedelegeerd bestuurder Jean-Paul Votron zorgde voor publieke opschudding. Zo heeft Votron vorig jaar genoten van een forse loonsstijging van 73%, dat leidde tot een salaris van 1,3 miljoen euro. Daarnaast heeft de ceo een bonus van 2,5 miljoen euro ontvangen voor zijn geleverde prestaties in de complexe overname van ABN AMRO. In het huidige klimaat van de aanslepende kredietcrisis en de dalende aandelenkoers van Fortis werd dit remuneratiebeleid echter niet goed ontvangen door de aandeelhouders. Het verlies voor deze groep van stakeholders was immers al opgelopen tot 15 miljard euro (Netto, 2008). Daarnaast konden de aandeelhouders rekenen op steun van de vakbonden. Door het invoeren van een nieuw evaluatiesysteem heeft het personeel van Fortis moeten inboeten op het variabele loon terwijl de bezoldiging van het topmanagement fors steeg (De Tijd, 2008). Tot slot beweert de Nederlandse Vereniging van Effectenbezitters (VEB) dat de uitgekeerde bonus aan Votron dubbel zoveel bedraagt dan het bedrag dat overeengekomen was met de aandeelhouders. Deze vereniging heeft Votron dan ook bovenaan de lijst van beloningsschandalen geplaatst (Netto, 2008).

Verder waren de bovenvermelde stakeholders niet tevreden met het beleid inzake de overname van ABN AMRO. Fortis heeft namelijk vorig jaar samen met Royal Bank of Scotland en Banco Santander de Nederlandse grootbank ABN AMRO gekocht voor 71 miljard euro. Van deze totale som nam Fortis 24 miljard euro voor zijn rekening (De Tijd, 2008). In

juni van dit jaar kondigde Fortis onverwacht een noodingreep aan om de kapitaalbuffer te versterken met ruim 8 miljard euro. Op deze manier moesten financieringstekorten en de solvabiliteit van de bank-verzekeraar opgevangen worden. Deze versterking bestond onder meer uit een kapitaalverhoging van 1,5 miljard euro. Bovendien mochten enkel nieuwe beleggers inschrijven op deze kapitaalverhoging en dit tegen een zeer aantrekkelijke prijs. Verder besliste de Fortis-top het interim-dividend ten bedrage van 1,3 miljard euro in contanten te schrappen. Deze beslissingen kwamen hard aan bij de aandeelhouders, zeker nadat Fortis in januari had meegedeeld dat er geen plannen waren voor een kapitaalverhoging en een wijziging in het dividendbeleid (Trends.be, 2008 a). De aankondigingen in juni hebben dan ook tot een val van de beurskoers van het aandeel geleid (Trends.be, 2008 b).

De weken na deze aankondigingen werden de gevolgen voor de Fortis-top duidelijk. Zo groeide de kritiek van zowel Belgische als Nederlandse beleggersorganisaties op het beleid van de bank-verzekeraar. De Vlaamse Federatie van Beleggingsclubs en Beleggers VFB eiste dat de Fortis-top zou opstappen terwijl de Nederlandse Vereniging van Effectenbezitters VEB in een mildere reactie een extra algemene vergadering voorstelde (De Morgen, 2008). Daarnaast werden de consumentenorganisatie Test-Aankoop en adviesbureau Deminor gecontacteerd door tal van aandeelhouders en institutionele investeerders. Beide organisaties hebben dan ook in een open brief aan topman Votron en voorzitter Lippens verzocht naar meer duidelijkheid over het beleid bij Fortis. Tijdens een buitengewone algemene vergadering zou de Fortis-top meer uitleg dienen te verschaffen over onder meer de gebrekkige communicatie en de uitsluiting van de bestaande aandeelhouders in de kapitaalverhoging. Bovendien zou een vertrouwensstemming in het management van Fortis plaats vinden tijdens deze bijeenkomst (Het Nieuwsblad, 2008 a).

Deze verzoeken van aandeelhouders veranderden al gauw in strengere acties. Zo hebben Nederlandse beleggers een miljoenenclaim ingediend tegen Votron. Zij achten de Fortis-topman immers hoofdelijk aansprakelijk voor de geleden schade. De juridische basis voor deze claim is het verstrekken van onjuiste informatie, met name dat Votron meedeelde dat alles goed ging terwijl Fortis te kampen had met een miljardentekort (Het Nieuwsblad, 2008 b). In navolging van deze claim, overweegt de Belangenvereniging Spaarverlies vzw

Dolor zowel een burgerrechtelijke als een strafrechtelijke klacht neer te leggen tegen de Fortis-top (De Standaard Online, 2008 a). De raad van bestuur heeft gereageerd door het contract van Votron te beëindigen en een interim-ceo aan te duiden. Votron ontving als vertrekpremie een jaarsalaris van 1,3 miljoen euro. Daarnaast moest de ex-topman de bonus van 2,5 miljoen euro voor zijn aandeel in de overname van ABN AMRO niet inleveren (Het Nieuwsblad, 2008 c).

Het ontslag van Votron bood echter geen oplossing voor de onrust omtrent Fortis. Test-Aankoop en Deminor lieten immers weten dat met het vertrek van Votron de aandeelhouders niet gesust waren. Deze organisaties betreurden dat de raad van bestuur geen voorstellen had geformuleerd om het vertrouwen in Fortis te herstellen. De eis voor een buitengewone algemene vergadering, waarbij de raad van bestuur toelichting geeft over beslissingen, bleef dan ook gelden. De Nederlandse Vereniging van Effectenbezitters VEB drong bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM) ook aan op een onderzoek bij Fortis naar mogelijke misleiding en het niet tijdig informeren van beleggers (Het Nieuwsblad, 2008 c).

1.1.2 Centrale onderzoeksvraag

Bovenstaand praktijkprobleem illustreert de noodzaak van een goed en transparant ondernemingsbeleid. Dergelijk beleid bevordert niet enkel een effectieve interne werking van de onderneming, maar beoogt ook vruchtbare, lange termijn relaties met andere omgevingspartijen op te bouwen en te onderhouden. Deze partijen kunnen, zoals in het praktijkprobleem vermeld, uit talrijke stakeholders bestaan zoals werknemers, aandeelhouders en externe verenigingen.

De opkomst van corporate governance en de vertaling ervan in codes hebben het nastreven van een goed ondernemingsbeleid aanzienlijk gestimuleerd. Baltussen et al. (2003) merken echter op dat de implementatie van dergelijke codes in het bedrijfsleven geen voldoende voorwaarde vormt voor lange termijn succes. Corporate governance biedt enkel een kompas voor het bestuur van een onderneming. Op deze manier wordt getracht schandalen en fraude te minimaliseren, maar een absolute uitsluiting wordt niet gegarandeerd. Verder kan het toepassen van corporate governance soms tot averechtse effecten leiden. Zo reageert Lutgart Van den Berghe, directeur van Guberna, op de toelopen van Fortis met de stelling

dat meer transparantie leidt tot een opwaartse druk op de lonen. Managers zijn immers geneigd hun bezoldigingen te vergelijken met die van collega's. Bovendien verschaffen verscheidene bureaus rapporten over de gemiddelde bezoldiging in een bepaalde sector. Aangezien de meeste managers zichzelf hoger waarderen dan het gemiddelde, zullen de lonen steeds verder stijgen (De Standaard, 2008).

Deze reactie illustreert dat corporate governance ook in de toekomst een actuele topic zal blijven in het ondernemerslandschap. Bovendien laat de huidige samenleving van globalisatie en multinationals toe dat stakeholders van over de hele wereld gemakkelijker kunnen deelnemen aan het bedrijfsleven. Het ondernemingsbestuur zal dan ook met hun stem rekening moeten houden in het uitstippelen van de bedrijfsstrategie en de uitvoering ervan. In het praktijkprobleem werd dit duidelijk doordat ook Nederlandse aandeelhouders hun krachten bundelden om acties te ondernemen tegen het beleid van Fortis. Notie van de buitenlandse invulling van het begrip corporate governance is dus geen overbodige kennis. Deze vaststelling leidt dan ook tot de volgende centrale onderzoeksvraag:

Welke zijn de overeenkomsten en verschillen tussen de code Lippens en de code Tabaksblat?

1.1.3 Deelvragen

Om bovenvermelde centrale onderzoeksvraag zo optimaal mogelijk te beantwoorden, wordt gebruik gemaakt van een aantal deelvragen. Deze vragen zijn specifiek en bestuderen de verschillende aspecten van de centrale onderzoeksvraag.

- Verschaft elke code een invulling van het begrip corporate governance? Indien ja, is er een verschil in interpretatie tussen België en Nederland?
- Hoeveel en welke principes zijn opgenomen in respectievelijk de code Lippens en de code Tabaksblat? Stellen beide codes dezelfde principes centraal of ligt de nadruk op andere thema's?
- Hoe zijn beide codes opgebouwd? Worden naast de principes ook adviezen geformuleerd voor een praktische uitwerking van de principes?

- Welke achterliggende doelstelling wenst elke code te behartigen? Zijn de code Lippens en de code Tabaksblad opgesteld vanuit een verschillende visie, een verschillend denkkader?
- Hoe wordt naleving aan de corporate governance code in België en in Nederland nagestreeft?

1.2 Doelstelling en werkwijze

Deze eindverhandeling wenst een concreet beeld te schetsen van zowel de Belgische als de Nederlandse codes van corporate governance. Zoals reeds in de deelvragen aangegeven, wordt getracht de verschillen en overeenkomsten tussen beide codes te achterhalen. Op deze manier kan geconcludeerd worden of beide buurlanden een verschillende invulling geven aan het begrip corporate governance. Om deze doelstelling zo goed mogelijk te realiseren, bestaat het vervolg van deze eindverhandeling uit twee belangrijke onderdelen.

De eerste component bestaat uit een literatuurstudie omtrent corporate governance. Voor deze studie werd relevante literatuur geselecteerd die daarna onderworpen werd aan een grondige bestudering. Dit mondde uit in een uitgebreide definiëring van het concept corporate governance in hoofdstuk twee. Daarnaast worden in datzelfde hoofdstuk enkele achterliggende theorieën en een evolutie van corporate governance weergegeven. Dit eerste onderdeel van de eindverhandeling laat niet enkel toe vertrouwd te raken met de materie, maar verschaft ook een goed onderbouwd begrip van corporate governance. Vanuit deze literatuurstudie wordt dan ook de basis gelegd voor het vervolg van deze eindverhandeling.

Vooraleer de eigenlijke praktijkstudie aan te vatten, worden in hoofdstuk drie enkele classificatiemodellen van corporate governance codes bestudeerd. Deze modellen verschaffen enkele algemene inzichten in de Belgische en Nederlandse codes van deugdelijk bestuur en bieden dan ook ondersteuning voor het praktijkdeel. De praktijkstudie begint met een afzonderlijke bestudering van de Belgische code Lippens en de Nederlandse code Tabaksblad. Deze codes, die gericht zijn op beursgenoteerde ondernemingen, vormen immers de basis van corporate governance in respectievelijk België en Nederland. Zoals reeds vermeld, tracht deze studie verschillen en overeenkomsten te achterhalen omtrent de

invulling van corporate governance in beide landen. Dit zal gebeuren door het voeren van een algemene en een specifieke vergelijking tussen de code Lippens en Tabaksblat. In de algemene vergelijking worden onder meer het toepassingsgebied, de opbouw en doelstelling van beide codes onderzocht. Het specifieke deel besteedt dan weer aandacht aan de principes en bepalingen van elke code.

Vervolgens wordt in het vierde hoofdstuk de toepassing van de codes bestudeerd. Deze toetsing gebeurt aan de hand van jaarverslagen van Belgische en Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Deze vennootschappen dienen namelijk in hun rapportering toelichting te geven over bijdragen tot een goed systeem van corporate governance. In het onderzoek gaat de aandacht dan ook specifiek uit naar deze secties van de jaarverslagen. Aangezien deze eindverhandeling binnen een gelimiteerde tijdspanne tot stand komt, is het onmogelijk alle beursgenoteerde ondernemingen in België en Nederland te onderwerpen aan dit onderzoek. Daarom zal eerst een wetenschappelijk verantwoorde selectie plaats vinden. Hoofdstuk vier geeft dan ook eerst de opzet van deze steekproef en een overzicht van de ondernemingen onder observatie weer.

Tot slot sluit de eindverhandeling in hoofdstuk vijf af met algemene conclusies. Deze worden geformuleerd op basis van de bevindingen van de praktijkstudie. Dit hoofdstuk wenst internationaal actieve ondernemingen inzicht te geven in een eventueel verschillende invulling van corporate governance in België en Nederland. Daarnaast worden nog enkele aanbevelingen vermeld voor verder onderzoek in de materie van corporate governance.

Hoofdstuk 2: Corporate governance

2.1 Definiëring van corporate governance

De term governance vindt zijn oorsprong in het latijnse “gubernare” wat sturen betekent (Cadbury, 2002). In de Nederlandse taal wordt corporate governance aangeduid met de officiële term deugdelijk ondernemingsbestuur. Daarnaast zijn goed bestuur of behoorlijk bestuur frequent gebruikte synoniemen. Zoals deze vertalingen aangeven, kan corporate governance algemeen omschreven worden als de manier waarop ondernemingen bestuurd, beheerst en gecontroleerd worden. Deze bestuurswijze legt de rechten en plichten vast van de verschillende participanten in de onderneming zoals de raad van bestuur en de aandeelhouders. Verder beoogt corporate governance een gepast kader te schetsen voor de besluitvorming binnen de onderneming. Hierbij dient niet enkel aandacht uit te gaan naar het bepalen van de doelstellingen, maar ook naar de wijze waarop deze verwezenlijkt worden. Kernwoorden bij deze bestuurswijze zijn responsabilisering, objectivering van de besluitvorming en meer transparantie. Op deze manier tracht deugdelijk ondernemingsbestuur een goede machtsverhouding tussen de verschillende belanghebbenden te bekomen zodat elke betrokken partij een optimaal rendement realiseert (MVO Vlaanderen Digitaal Kenniscentrum, 2008).

De groep van belanghebbenden in een onderneming kan zeer divers en uitgebreid zijn. Elk van deze deelnemers beschouwt deugdelijk ondernemingsbestuur dan ook vanuit een andere invalshoek. Bovendien heeft elk land mogelijks andere ideeën over de invulling van corporate governance. Een algemeen aanvaarde definitie is dan ook niet terug te vinden in de literatuur. De auteurs Sheridan en Kendall (1992) bevestigen dit met de stelling dat corporate governance een verschillende betekenis heeft voor verschillende mensen. In de literatuur zijn deze verscheidene visies van het concept corporate governance terug te vinden. Volgens Solomon en Solomon (2004) kan deugdelijk ondernemingsbestuur best beschouwd worden als een continuüm van relaties. Aan het ene uiteinde bevinden zich de definities vanuit een beperkt perspectief. Hierbij is enkel de relatie tussen de onderneming en zijn aandeelhouders belangrijk. Het andere extreem van het continuüm wordt gevormd door een bredere kijk op het begrip corporate governance. Niet enkel de aandeelhouders,

maar alle mogelijke stakeholders zoals werknemers, leveranciers zijn van belang voor de onderneming. Hierna volgen enkele omschrijvingen van deugdelijk ondernemingsbestuur vanuit deze verschillende standpunten.

Baltussen et al. (2003) benadrukken in hun definiëring het uitgangspunt van deugdelijk ondernemingsbestuur. De scheiding tussen eigendom en leiding van de onderneming geeft aanleiding tot allerlei belangenconflicten. De organisatie van de macht is dus een essentieel vraagstuk in een onderneming. De auteurs geven aan dat deze machtsverdeling een evenwichtige belangenbehartiging tussen beide partijen dient na te streven. Om deze behartiging te bereiken, is een goede taakverdeling tussen de aandeelhouders, de bestuurders en de managers vereist. Op deze manier wordt het voorkomen van belangenconflicten beperkt. Dit draagt bij tot het beperken van eventuele belangenconflicten. Fombrun (2006) neemt in zijn visie omtrent corporate governance een gelijkaardig beperkt perspectief aan. Deze auteur definieert deugdelijk bestuur als het systeem van structurele, procedurele en culturele maatregelen om te verzekeren dat een onderneming zo bestuurd wordt zodat de lange termijn belangen van de investeerders zo goed mogelijk behartigd worden.

Een ruimere kijk op de doelstellingen van deugdelijk ondernemingsbestuur is terug te vinden bij de auteurs Sheridan en Kendall (1992). In hun visie is het vervullen van de lange termijn strategische doelstellingen van de eigenaars niet voldoende. De auteurs verruimen daarom hun definiëring van corporate governance met nog vier elementen. Een eerste belangrijke groep zijn de werknemers van de vennootschap. Het ondernemingsbestuur dient niet enkel de huidige, maar ook de verleden en toekomstige belangen van de werknemers te beschouwen. Op deze manier wordt de hele levenscyclus van de werknemers zoals training, werkomgeving en pensioen in acht genomen. Een tweede groep van stakeholders zijn de klanten en de leveranciers van de onderneming. Dienst na verkoop, bestel- en betalingsprocedures zijn hier enkele belangrijke onderdelen van het ondernemingsbeleid. Verder dient corporate governance voldoende aandacht te besteden aan het milieu en de lokale gemeenschap. De onderneming moet zich bewust zijn van de effecten van haar operaties op de omgeving. Het laatste aandachtspunt betreft de wettelijke vereisten waaraan de onderneming moet voldoen. De handelswijze en beslissingen van de

onderneming dienen in overeenstemming te zijn met de van toepassing zijnde regelgeving. Volgens de auteurs biedt een goed corporate governance systeem dan ook een duidelijke structuur die kan bijdragen tot een effectieve werking tussen de verschillende stakeholders. Om dergelijke structuur te bekomen, is voornamelijk voldoende transparantie vereist.

Sir Adrian Cadbury (2002), die een belangrijke rol vervulde bij het stimuleren van het debat rond corporate governance, deelt deze bredere interpretatie van corporate governance. De werking van ondernemingen en hun raad van bestuur zijn vastgelegd binnen bepaalde grenzen. Deze ondernemingsgrenzen worden door tal van factoren bepaald. Zo zijn er de wettelijke bepalingen, de samenstelling van de onderneming zelf, de aandeelhouders, andere financiers en de publieke opinie. Dit werkingskader voor ondernemingen zal van land tot land verschillen omdat geschiedenis en cultuur ook van invloed zijn. Cadbury legt vooral de nadruk op de maatschappelijke rol van de onderneming. De laatste jaren hebben immers problemen zoals milieubeleid en mensenrechten hun plaats bovenaan de ondernemingsagenda opgeëist. Verder merkt de auteur op dat deze ondernemingsgrenzen continu onderhevig zijn aan verandering. Behoorlijk ondernemingsbestuur dient hier op twee manieren rekening mee te houden. Enerzijds dient de raad van bestuur een alerte houding aan te nemen ten aanzien van deze veranderingen. Anderzijds is het voorspellen van de richting van deze veranderingen gewenst in het kader van deugdelijk ondernemingsbestuur.

In het voorwoord van *Corporate Governance and Development* (IFC, 2008) beschrijft Cadbury het raakvlak van deugdelijk ondernemingsbestuur met publieke en private belangen. Corporate governance tracht de balans tussen enerzijds economische en sociale doelstellingen en anderzijds individuele en gemeenschappelijke objectieven te bewaren. Deze balans wordt bereikt door niet enkel het efficiënt gebruik van middelen te stimuleren, maar ook even veel aandacht te besteden aan de verantwoordingsplicht voor het beheer van deze middelen. Op deze manier worden de belangen van individuen, van ondernemingen en van de maatschappij zo goed mogelijk op eenzelfde lijn gebracht. Het naleven van de corporate governance standaarden zal dus zowel de eigenaars als het management van de onderneming helpen in het realiseren van hun doelen. Daarnaast heeft de implementatie van deze standaarden een positieve invloed op het aantrekken van investeringen. Op

nationaal niveau betekent dit een versterking van de economie en een meer eerlijke bedrijfscultuur.

De uitgebreidere zienswijze van Cadbury vormt een uitgangspunt voor tal van auteurs in hun opvattingen over corporate governance. Het Engelse Institute of Directors (2005) beschouwt behoorlijk bestuur als de spelregels die van toepassing zijn op een onderneming en haar uiteenlopende relaties. Financiers van de onderneming wensen dat de basisbeginselen van corporate governance toegepast worden in het bestuursbeleid. Dit houdt onder meer in dat de raad van bestuur aansprakelijk wordt gesteld, dat de relatie met de aandeelhouders eerlijk en transparant is en dat de onderneming op een verantwoordelijke manier omgaat met stakeholders. Volgens het Institute of Directors zal deze bestuurswijze de onderneming kenmerken met integriteit, efficiëntie, lange termijn groei en winstgevendheid.

Naast tal van stakeholders dient het huidig deugdelijk ondernemingsbestuur zich ook bewust te zijn van de invloeden van globalisatie. In *Corporate Governance in a Globalising World: Convergence or divergence?* (Van den Berghe, 2002) komt deze factor meer uitgesproken aan bod in de definiëring van corporate governance. Van den Berghe onderscheidt vanuit Europees perspectief vijf verschillende niveaus van behoorlijk bestuur.

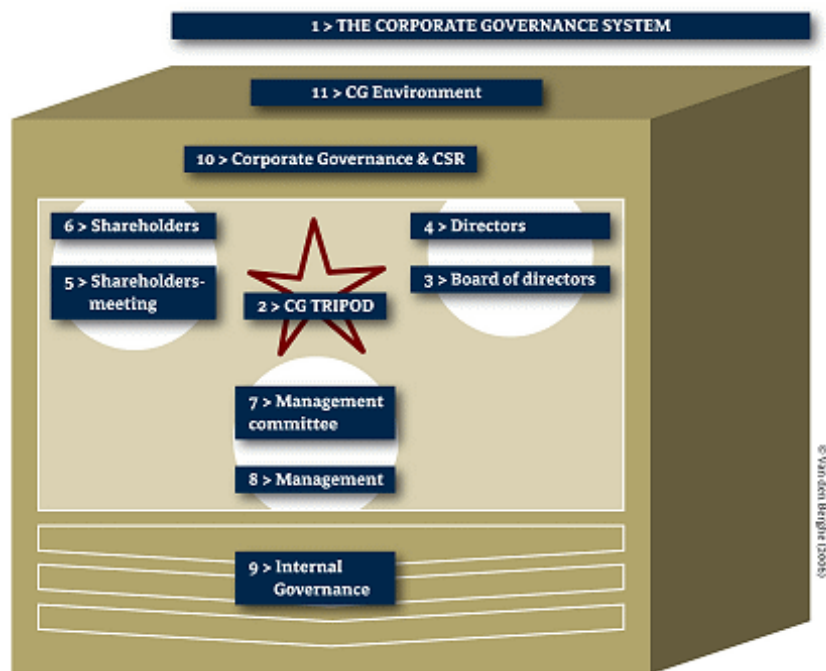
In het eerste en meest eenvoudige niveau houdt corporate governance enkel rekening met de samenstelling van de raad van bestuur. Het volgende niveau wordt gekenmerkt door de zogenaamde 'corporate governance tripod'. In deze driehoeksrelatie staan de aandeelhouders, de raad van bestuur en het management van de onderneming centraal. De eerder vermelde scheiding tussen eigendom en leiding van de onderneming is hier van toepassing. De huidige competitieve markt vereist echter een bredere benadering van de onderneming en van corporate governance (niveau drie). Doordat ondernemingen steeds meer deel uitmaken van een nationale of internationale groep, is de concurrentie verschoven naar globale schaal. Om zich te wapenen tegen deze competitie hebben ondernemingen samen met leveranciers en klanten een netwerk opgebouwd. Op vlak van management betekenen deze samenwerkingsverbanden meer complexiteit. Daarnaast is de laatste jaren ook op vlak van management van werknemers een trend vast te stellen. In de huidige

kenniseconomie wordt talent immers een zeer schaarse productiefactor. Het ondernemingsbestuur dient dus meer aandacht aan de factor werknemers te besteden.

Vanuit socio-economisch standpunt treedt een onderneming op als lid van de maatschappij. Het vierde niveau in het model van Van den Berghe beschouwt de onderneming dan ook als 'corporate citizen'. In het kader van deugdelijk bestuur dient de onderneming alle stakeholders in acht te nemen. Het principe van een gebalanceerde belangenbehartiging van alle partijen dient hier nagestreefd te worden. Deze bestuurswijze wordt vaak aangeduid met duurzaam of verantwoordelijk ondernemingsbeleid. Ten slotte staat de primaire bestaansreden van de onderneming centraal in het laatste niveau. Is de creatie van aandeelhouderswaarde of de welvaart van alle stakeholders de belangrijkste bedrijfsdoelstelling? Van den Berghe stelt dat het Anglo-Amerikaanse model van corporate governance eerder de beperkte doelstelling van waardemaximalisatie voor aandeelhouders nastreeft, terwijl verscheidene Continentaal Europese landen gekenmerkt worden door de bredere stakeholderbenadering.

Solomon en Solomon (2004) zijn echter van mening dat ondernemingen simultaan de wensen van zowel aandeelhouders als stakeholders kunnen bedienen. In hun visie bestaat corporate governance uit het systeem van controles en saldi, die zowel intern als extern plaatsvinden. Hierdoor nemen ondernemingen immers hun verantwoordingsplicht op ten aanzien van al hun stakeholders en handelen ze verantwoord in alle bedrijfsactiviteiten. Deze ondernemingen zullen, volgens de auteurs, op langere termijn meer succesvol en welvarender zijn. De belangen van de aandeelhouders zullen dan ook baat hebben bij deze bestuurswijze.

Het Belgische Instituut voor Bestuurders Guberna (Guberna, 2008) geeft aan het concept deugdelijk ondernemingsbestuur een zeer brede invulling. Dit instituut onderscheidt elf essentiële niveaus van corporate governance (Figuur 1).



Figuur 1: Elf niveaus van corporate governance (Guberna, 2008)

Het eerste niveau beschouwt corporate governance als een middel om op lange termijn succes en welvaart te creëren. Hierbij dient volgens Guberna een evenwicht gevonden te worden tussen twee componenten. Enerzijds zijn de mechanismen die ondernemerschap en strategische ontwikkelingen bevorderen belangrijk. Anderzijds is voldoende aandacht vereist voor de technieken en instrumenten om een goede controle uit te voeren. Het bereiken van dit evenwicht vergt van de onderneming een grote mate van flexibiliteit, voldoende transparantie en voldoende 'checks and balances'. Het volgende niveau beschouwt deugdelijk ondernemingsbestuur vanuit het perspectief van de zogenaamde 'corporate governance tripod'. Zoals bij Van den Berghe is een optimale structurering en samenwerking tussen de aandeelhouders, de raad van bestuur en het management gewenst. Deze drie partijen worden in de volgende niveaus verder uitgediept.

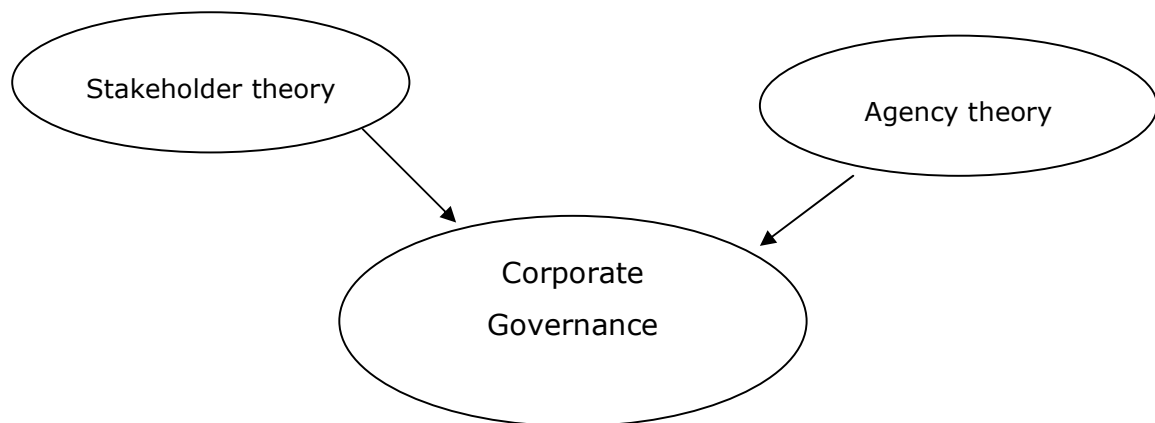
De niveaus drie en vier beschouwen de werking en de samenstelling van de raad van bestuur. Guberna stelt vast dat het belang van professionaliteit van deze raad de afgelopen jaren is toegenomen. Betrokkenheid en inzet van de bestuurders wordt immers door de

publieke opinie nauwgezet opgevolgd. Verder is de aandeelhoudersstructuur voor de onderneming van groot belang. Deze structuur oefent immers een determinerende invloed uit op de samenstelling van het bestuursmodel. Voor de aandeelhouders zelf is de organisatie van de algemene vergadering een belangrijk controle-element (niveau vijf en zes). Tot slot besteden niveau zeven en acht aandacht aan de rol, de autonomie en het statuut van het management. Het management is immers verantwoordelijk voor de operationele en dagelijkse werking van de onderneming. Daarnaast bepalen de managers in grote mate de bedrijfscultuur.

Om het intern perspectief van deugdelijk ondernemingsbestuur af te sluiten, beschouwt het Instituut voor Bestuurders niveau negen als de interne governance binnen ondernemingsgroepen. Dit perspectief heeft betrekking op onder andere belangenconflicten en bestuursprocessen in dochterondernemingen. De laatste twee niveaus interpreteren corporate governance in een ruimere context. De sociale verantwoordelijkheid van de onderneming wordt weergegeven in niveau tien. De holistische benadering van de vennootschap krijgt tegenwoordig meer aandacht. Het ondernemingsbestuur dient dus rekening te houden met alle betrokken stakeholders. Dit vergt van het topmanagement de capaciteit om met complexiteit om te gaan, aangezien een evenwichtige behartiging van alle stakeholderbelangen centraal staat in deze visie. Daarnaast wordt in het laatste niveau corporate governance bekeken vanuit een macro-invalshoek. Systemen van deugdelijk ondernemingsbestuur kunnen namelijk de groei en ontwikkeling van ondernemingen ondersteunen. Naast het nationaal niveau, kan corporate governance dus ook op Europees of zelfs mondiaal vlak voorkomen.

2.2 Theorieën

Aangezien deugdelijk ondernemingsbestuur vanuit verschillende perspectieven kan gedefinieerd worden, bestaat een uitgebreide waaier aan theoretische denkkaders. Een bespreking van alle bestaande verklaringen zou in het kader van dit werk te omslachtig zijn. Daarom worden hieronder enkel de theorieën die een belangrijke bijdrage hebben geleverd in de ontwikkeling van corporate governance toegelicht (Figuur 2).



Figuur 2: Belangrijke theorieën die van invloed zijn op de ontwikkeling van corporate governance (Mallin, 2004)

Deze theorieën beschouwen deugdelijk ondernemingsbestuur niet enkel vanuit een verschillende invalshoek, maar baseren zich ook op verschillende disciplines. Zo correspondeert de agency theory oftewel het agentprobleem met de beperkte visie van corporate governance waarbij het ondernemingsbeleid enkel rekening houdt met de aandeelhouders. Dit theoretisch kader vindt zijn oorsprong in de disciplines van financiering en economie. De uitgebreidere definiëring van deugdelijk ondernemingsbestuur is terug te vinden in de stakeholder theorie. In dit systeem wordt de onderneming beschouwd actief te zijn in een web van relaties en is dan ook gebaseerd op een meer sociale invalshoek. (Solomon en Solomon, 2004)

2.2.1 Agency theorie

De agenttheorie is mede ontstaan door de ontwikkeling van de aandelenmarkten. Vóór de opkomst van aandelen werd een onderneming gefinancierd met geld van rijke individuen. Deze personen waren meestal verwanten van de ondernemer waardoor eigendom en bestuur van de organisatie toevertrouwd waren aan dezelfde handen. Om economische expansie mogelijk te maken, had de onderneming nood aan een externe financieringsstroom afkomstig van verschillende investeerders. Het kopen van aandelen in een onderneming werd daarom gestimuleerd door het principe van beperkte aansprakelijkheid. Dit principe

kwam tot stand in 1855 in het Verenigd Koninkrijk en betekent dat de aandeelhouders niet verantwoordelijk zijn voor de schulden van de onderneming die ze financieren. Het risico van de aandeelhouders wordt met andere woorden beperkt tot hun investering in de onderneming (Solomon en Solomon, 2004).

Naast de beperkte aansprakelijkheid houdt de aankoop van aandelen in dat de investeerder gedeeltelijk eigenaar wordt van de onderneming. De leidinggevende functie wordt echter overgedragen aan de raad van bestuur. Het bestuur van de onderneming beslist dus hoe het kapitaal van de aandeelhouders zal aangewend worden. Deze scheiding tussen eigendom en leiding vormt samen met de introductie van beperkte aansprakelijkheid de basis voor het agentprobleem en heeft een grote invloed gehad op de wijze van controle van ondernemingen (Solomon en Solomon, 2004).

De mogelijke problemen ten gevolge van de scheiding tussen eigendom en bestuur werden al in de achttiende eeuw vastgesteld. Mallin (2004) vermeldt immers dat Adam Smith in *The Wealth of Nations* (1838) de aandacht vestigde op een belangrijk bestuursprobleem bij joint stock companies. Aangezien de bestuurders van deze ondernemingen het geld van andere mensen beheren in plaats van hun eigen geld, kan niet verwacht worden dat zij er met dezelfde zorg over zullen waken. Smith concludeerde hieruit dat nalatigheid en verkwisting altijd in zekere mate zal voorkomen in het management van de onderneming. Een tweede werk dat Mallin (2004) als invloedrijk voor de agency theory beschouwt, is dat van Berle en Means in 1932. Zij stelden immers dat naarmate landen meer industrialiseerden en hun markten meer ontwikkelden, de kloof tussen eigendom en controle van ondernemingen groter werd. Dit was vooral het geval in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk waar kleine aandeelhouders een goede bescherming genoten. Dit leidde tot een meer gediversifieerde en diffuse aandeelhoudersbasis.

De eerste gedetailleerde theoretische uitwerking van het agentprobleem werd gepresenteerd door Jensen en Meckling in 1976. In hun agency theory worden de managers 'agenten' genoemd en de aandeelhouders 'principalen'. De principalen delegeren de dagelijkse besluitvorming aan de agenten. Het probleem bij deze bestuurswijze ontstaat wanneer de agenten beslissingen nemen die niet de belangen van de principalen behartigen. Managers

zijn immers vaak geneigd hun eigenbelangen na te streven. Dit gebeurt bijvoorbeeld wanneer hun loon gerelateerd is aan korte termijn winsten. Hierdoor zullen managers zich eerder toeleggen op projecten en investeringen die korte termijn winsten opleveren. Dit is in strijd met de lange termijn waardemaximalisatie voor de aandeelhouders. De agenttheorie noemt deze daling in waarde voor de aandeelhouders residueel verlies (Solomon en Solomon, 2004). Naast deze opportuniteiten tot nastreving van eigenbelangen waarschuwt Mallin (2004) voor het gevaar van informatieasymmetrie. De agent heeft namelijk toegang tot meer informatie wat nadelig is voor de principaal.

Jensen onderscheidt twee belangrijke stappen om mogelijke agentproblemen te minimaliseren. De eerste stap wordt de formele agent theorie genoemd en bestaat uit het efficiënt ontwerpen van de risicodragende principaal-agentrelatie. Dit ontwerp houdt in dat onderzocht wordt hoeveel risico elke partij zou moeten dragen in ruil voor de respectievelijke aanwinst. De principaal wordt geacht sommige rechten over te hevelen naar de agent die op zijn beurt de verplichtingen vervat in deze rechten dient na te komen. Vervolgens wordt in de 'positieve agency theorie' dit ontwerp gecontroleerd. Via contractuele verbindingen worden de structuur uit stap één nagestreefd en worden potentiële oplossingen voor agentproblemen afgeleid. Bij het optreden van agentproblemen verliest de onderneming onvermijdelijk een deel van haar waarde. Dit waardeverlies vormt samen met de kosten van controle op de contracten de zogenaamde agency kosten (Solomon en Solomon, 2004).

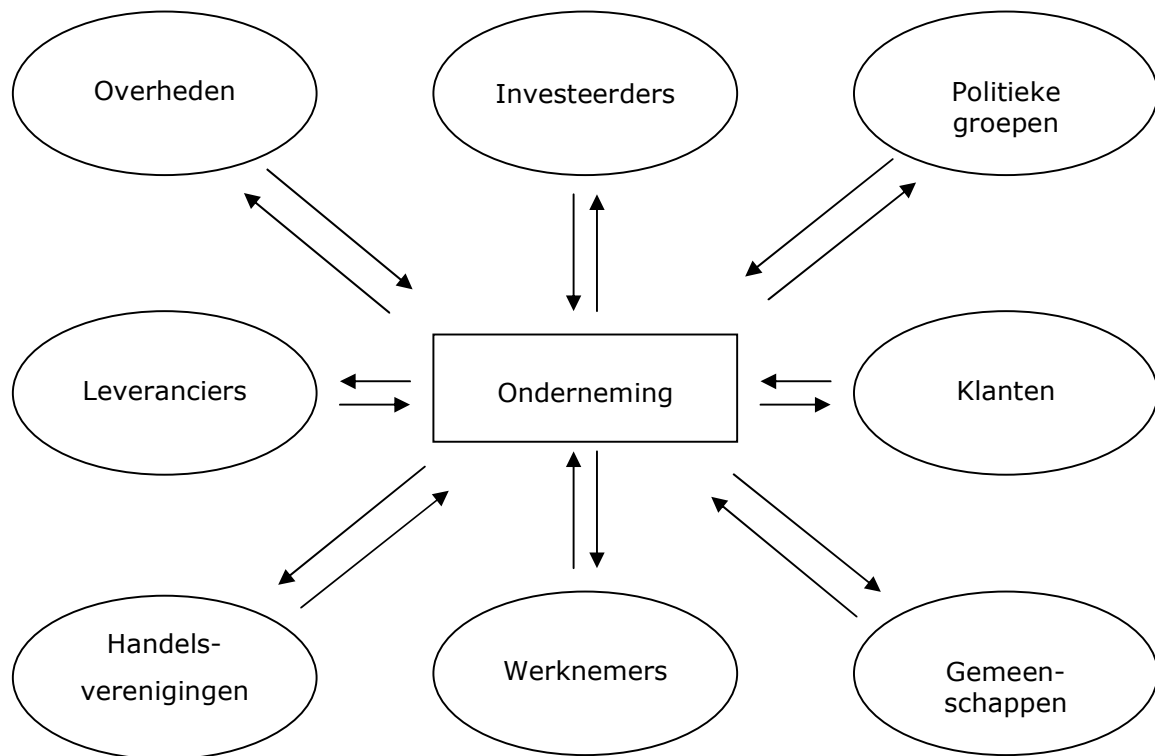
In het artikel *Agency Theory: A Cause of Failure in Corporate Governance* wordt een kritisch standpunt ingenomen ten opzichte van het agentprobleem. De auteurs Crowter en Jatana argumenteren immers dat een principaal-agentrelatie niet kan bestaan. De visie dat een onderneming enkel aandacht besteedt aan aandeelhouders komt immers niet tegemoet aan de behoeften van de maatschappij in het algemeen. Bovendien is in de huidige bedrijfswereld de loyaliteit aan de onderneming afgenomen. Managers en aandeelhouders zijn immers minder lang actief in eenzelfde onderneming. De relatie tussen agent en principaal is dan ook gericht op groei van de aandeelhouderswaarde en beloningen voor het management, maar enkel in termen van het heden. Hierdoor wordt de onderneming een 'cash cow' die bestuurd wordt om onmiddellijk voordelen te realiseren. Het organisatiebeleid

met zicht op de toekomst en waar managers bezorgd zijn om het beheer van de onderneming moet in deze visie plaats ruimen. De auteurs besluiten dan ook dat toepassing van de agency theorie in het management van de onderneming niet ten goede zal komen van corporate governance. (Social Responsibility Research Network, 2008)

2.2.2 Stakeholder theorie

Oudere benaderingen zoals het input-outputmodel van de onderneming achten een kleine groep van participanten als relevant voor de onderneming. In dit model transformeert de onderneming de input van investeerders, werknemers en leveranciers in bruikbare en verkoopbare output. Deze output zal door klanten aangekocht worden wat leidt tot inkomsten voor de onderneming. Deze benadering schenkt dus enkel aandacht aan de vier vernoemde partijen. De stakeholder theorie stelt echter dat de groep van participanten veel ruimer is. Zo kunnen onder meer overheidsinstellingen, politieke groepen, vakbonden, geassocieerde ondernemingen, potentiële werknemers, concurrenten en het algemene publiek in beschouwing worden genomen als stakeholders (Wikipedia, 2008 a). Een algemenere omschrijving van de stakeholder benadering stelt dat elke legitieme persoon of groep, die deelneemt in de activiteiten van de onderneming, voordelen wilt realiseren uit deze activiteiten. Bovendien is de rangorde in belangen van al deze stakeholders niet duidelijk. (York University, 2008)

Een belangrijke bijdrage in het ontstaan van de stakeholder theorie werd geleverd door R. Edward Freeman in 1984. Deze Amerikaanse filosoof en professor in bedrijfskunde definieert een stakeholder als volgt: *'elke groep of elk individu die beïnvloed wordt door of invloed kan uitoefenen op de verwezenlijking van de doelstellingen van de onderneming'*. (Freeman en McVea, 2001) Uit deze omschrijving blijkt enerzijds de uitwisselingsrelatie tussen de stakeholders en de onderneming en anderzijds het belang ervan voor de ondernemingsstrategie. Deze wisselwerking is ook grafisch terug te vinden in onderstaande figuur 3 van Donaldson en Preston (1995).



Figuur 3: De uitwisselingsrelatie tussen onderneming en stakeholders (Donaldson en Preston, 1995)

Freeman en McVea (2001) beschouwen de stakeholder theorie vanuit strategisch standpunt dan ook als de processen om de relaties en de belangen van aandeelhouders, werknemers, klanten, leveranciers, gemeenschappen en andere groepen te managen en te integreren. Op deze manier leveren de bedrijfsprocessen voldoening aan alle belanghebbenden. De auteurs merken wel op dat deze processen zodanig geformuleerd en geïmplementeerd dienen te worden dat het lange termijn succes van de onderneming gegarandeerd wordt. De stakeholder benadering vereist dus het actieve management van de omgeving, de relaties en de bevordering van gedeelde belangen.

Deze actie-georiënteerde managementswijze dient op minstens drie niveaus plaats te vinden. Op het relationele niveau is het de taak van de onderneming om de relaties met stakeholders te verduidelijken. Dit gebeurt door de belangrijke stakeholders visueel in kaart

te brengen. Deze 'mapping' resulteert in varianten van bovenstaande figuur 3 waarbij meer of minder stakeholdergroepen worden weergegeven. Een typische 'stakeholder map' is ook terug te vinden in bijlage 1. Het traditionele statische perspectief van de stakeholder theorie accentueert op dit niveau de huidige belanghebbenden en hun oriëntaties. Deze stakeholders kunnen immers een positieve houding aannemen voor innovaties die de huidige bedrijfsprocessen en -praktijken ondersteunen of moderniseren. Daarentegen zullen dezelfde belanghebbenden waarschijnlijk geen positieve houding aannemen voor radicale of transformerende innovaties die leiden tot een afname in hun rollen en basiscompetenties. Een meer dynamische interpretatie besteedt niet enkel aandacht aan de huidige, maar ook aan de toekomstige stakeholders. Op deze manier kan de stakeholder theorie aangewend worden om potentiële steun voor nieuwe radicale investeringen en bedrijfsmodellen te lokaliseren en de overgang te vergemakkelijken (Emerald, 2008).

Het tweede actieniveau heeft betrekking op de bedrijfsprocessen. In de stakeholder benadering dienen de strategische ondernemingsprocessen immers rekening te houden met de belangen van veelvuldige stakeholders. Tot slot impliceert het transactionele niveau het voeren van onderhandelingen tussen managers en belanghebbenden. Belangrijk hierbij is dat de onderneming vrijwillig wil onderhandelen aangezien het niet bereiken van een overeenkomst voor de onderneming kan leiden tot een opgelegde oplossing van buitenaf. In een statische benadering van deze laatste twee niveaus bestaat stakeholder management uit de allocatie van middelen en het ontwikkelen van trade-offs met bestaande belanghebbenden. Wanneer het procesniveau en het transactionele niveau vanuit dynamisch perspectief worden beschouwd, is stakeholder management veel ruimer. Naargelang de mate van radicale transformatie door een nieuwe technologie of nieuw bedrijfsmodel, kunnen immers complexe aanpassingsprocessen nodig zijn. Zo zal stakeholder management in het geval van een erg ingrijpende innovatie de overgang van de ene naar de andere fase leiden (Emerald, 2008).

De stakeholder benadering van Freeman en McVea (2001) biedt tal van inzichten. Zo heeft de theorie betrekking op het overleven van de onderneming dat beschreven wordt als het bereiken van de bedrijfsdoelstellingen. Om in de hedendaagse turbulente omgeving te kunnen overleven, is het optimaliseren van het huidige outputniveau niet voldoende. Het

management moet echter een koers uitstippelen en deze sturen. Hierbij is de steun van belangrijke stakeholders vereist. Deze personen kunnen namelijk een invloed uitoefenen op de onderneming en begrijpen ook hoe de onderneming hen zal beïnvloeden. Kennis over de stakeholder relaties draagt dan ook bij tot het realiseren van doelstellingen en het overleven van de onderneming. Bovendien geeft dit inzicht aanleiding tot het balanceren en integreren van vele relaties en verschillende objectieven. De stakeholder benadering verwerpt dus het nastreven van één enkele doelstelling, zoals waardenmaximalisatie voor de aandeelhouders, in alle managementbeslissingen. In de ontwikkeling van strategieën zal dan ook aandacht uitgaan naar het identificeren van en investeren in relaties die bijdragen tot het lange termijn succes.

Zoals hierboven vermeld, dienen de belangen van de verscheidene stakeholders geïntegreerd te worden in de bedrijfsdoelstelling. Dit is echter geen sinecure aangezien het management in staat moet zijn om verschillende belanghebbenden gelijktijdig tevreden te stellen. Succesvolle strategieën dienen dus de perspectieven van alle stakeholders te integreren in plaats van de belanghebbenden onderling af te wegen. Dit betekent echter niet dat voor alle stakeholders altijd win-win situaties bereikt worden. Bij de meeste strategieën zullen immers zowel de voordelen als de nadelen verdeeld worden tussen de verschillende stakeholdergroepen. Deze verdeling is een belangrijke taak voor het management aangezien de steun van alle belanghebbenden op lange termijn vereist is. Daarnaast moeten in het verloop der tijd de stakeholderbelangen in dezelfde richting gestuurd worden (Freeman en McVea, 2001).

Phillips (2004) stelt een aantal criteria voor om een rangorde aan te brengen in de verschillende groepen van stakeholders. Managers kunnen immers hun beperkte tijd, energie en andere schaarse middelen niet aan alle belanghebbenden besteden. Vooraleer het eerste criterium te kunnen bespreken, dienen stakeholders opgedeeld te worden in twee types. Een eerste type bestaat uit die stakeholdergroepen waarvan de onderneming vrijwillig voordelen heeft ontvangen en waaraan de onderneming dus billijke verplichtingen heeft. Financierders, klanten, leveranciers, werknemers en lokale gemeenschappen zijn voorbeelden van deze 'normatieve of legitieme stakeholders'. Bij de 'derivatieve stakeholders' is deze wisselwerking minder uitgesproken. Deze belanghebbenden hebben

macht over de onderneming en kunnen ofwel een gunstige ofwel een schadelijke invloed uitoefenen. Concurrenten en activisten kunnen ondergebracht worden in deze categorie.

Een eerste richtlijn voor rangordening van belanghebbenden plaatst de normatieve stakeholders moreel hoger ten opzichte van de derivatieve stakeholders. Deze prioriteit wordt echter vaak verstoord door derivatieve belanghebbenden die de continuïteit van de onderneming in het gedrang brengen. Zo kunnen activisten of concurrenten de vennootschap in die mate bedreigen dat het management veel tijd en middelen dient te spenderen aan deze groepen. De legitieme stakeholders aanvaarden dit meestal omdat het einde van de bedreiging in hun eigen belang is en dat van de onderneming. Dit illustreert dat de definiëring van prioriteiten contradictorisch kan zijn. Zo kunnen normatieve stakeholders het als een eigenbelang ervaren wanneer het management gedurende een beperkte tijdsperiode inspanningen levert ten aanzien van de derivatieve belanghebbenden. Phillips (2004) benadrukt dat de tijdspanne gelimiteerd is. Als een manager namelijk continu bezig is met de derivatieve stakeholders, is hij niet toegewijd aan zijn prioriteiten.

Een tweede mogelijkheid voor het aanbrengen van prioriteiten gebeurt op basis van een billijke verdeling van de ondernemingsmiddelen. De auteur beschouwt dit als het balanceren van de stakeholderbelangen. De mate van deelname in het beslissingsproces en de grootte van het aandeel in de bedrijfsoutput wordt bepaald door de bijdrage aan de onderneming. Hoe groter deze bijdrage, des te hoger belandt de stakeholder in de rangorde. Bij dit criterium treedt echter een probleem van onevenredigheid tussen de bijdrage en het resultaat. Het waarderen van de bijdrages van kapitaalverschaffers, werknemersexpertise en klantenloyaliteit is geen gemakkelijke taak voor het management (Phillips, 2004).

2.3 Evolutie van corporate governance

Hoewel de term corporate governance dateert van de laatste twintig jaar, zijn de fundamenten ervan al veel ouder. De auteurs Baltussen et al. (2003) zijn zelfs van mening dat deugdelijk ondernemingsbestuur impliciet al eeuwen aanwezig is in de bedrijfswereld. Tal van succesvolle ondernemingen zijn hier het bewijs van. Daarentegen is het expliciet ontbreken van een goed bestuur de oorzaak van vele schandalen en faillissementen. De

auteurs wijten het ontstaan van corporate governance dan ook aan dit bewustwordingsproces.

De Engelse literatuur situeert de oorsprong van ondernemingsbestuur in de zeventiende eeuw. Op 31 december 1600 verleende koningin Elisabeth I bij koninklijk besluit aan de Londense kooplieden, die 'The Company of Merchants' noemden, het recht om handel te drijven met Oost-Indië. Deze onderneming kreeg de naam Britse Oost-Indische Compagnie en groeide de volgende 250 jaar uit tot een van de machtigste commerciële entiteiten van die tijd (Wikipedia, 2008 b). Deze Compagnie had een aantal organisatiekenmerken die ook in de huidige bedrijfswereld herkenbaar zijn. Een eerste kenmerk was de zogenaamde algemene raad of de raad van eigenaars. De leden van deze raad hadden stemrecht in ruil voor een investering van £200 in die tijd. Aangezien deze raad al gauw uit vele eigenaars bestond, werd deze niet zo frequent bijeen geroepen. Verder bezat de algemene raad de hoogste autoriteit in de vennootschap en verkoos de directieleden. De directieraad vormde het tweede kenmerkende bestuursorgaan. Deze raad was het uitvoerend lichaam en was dus bevoegd voor het leiden van de Compagnie. Beslissingen aangaande het beleid moesten echter wel door de raad van eigenaars bekrachtigd worden. Aan het hoofd van de directieraad zetelde een gedelegeerd bestuurder die door de raad zelf gekozen werd. Deze aanstellingsprocedure liet de directieraad toe iemand te kiezen in wie ze vertrouwen hadden. Bovendien werd op deze manier getracht invloed van de raad van eigenaars te beperken. Verder werd de directieraad onderverdeeld in verscheidene subcomités die elk een eigen functie zoals aankoop, verkoop en correspondentie vertegenwoordigde. Een laatste karakteristiek bestond uit het vastleggen van de ondernemersgrenzen door het koninklijk besluit. Deze taak is vandaag overgenomen door de codes van deugdelijk ondernemingsbestuur (Cadbury, 2002).

Het bestaan van twee raden in de Britse Oost-Indische Compagnie illustreert de scheiding tussen eigendom en leiding over de onderneming. Dit betekent dan ook dat de Compagnie in die tijd al gevoelig was voor belangenconflicten. De directieraad werd immers geacht nieuwe reisvoorstellen bij de raad van eigenaars in te dienen. Indien de eigenaars een voorstel goedkeurden, zamelden zij het vereiste kapitaal in. Deze procedure gaf de directieleden een rechtstreekse verantwoordingsplicht ten aanzien van de raad van eigenaars. Deze

verantwoording gaf aanleiding voor misbruik aangezien de directieraad moeilijk controle kon uitoefenen op zijn leden. De veraf gelegen stations en lange reizen gaven de directieleden immers de opportuniteit om te handelen in eigenbelang. Daarnaast konden de eigenaars onderling verschillende belangen nastreven. Korte termijn investeerders wensten immers een rendement te realiseren na elke reis terwijl andere investeerders eerder een lange termijn visie voorop stelden. Deze ondernemingsstructuur en verantwoordingsplicht doen Cadbury (2002) dan ook besluiten dat corporate governance aanwezig is sinds ondernemingen hun huidige vorm hebben aangenomen.

De term corporate governance is echter pas midden jaren tachtig ontstaan. Het tijdschrift 'Corporate Governance' (1999) wijt het ontstaan van deugdelijk ondernemingsbestuur aan bedrijfsfalingen die in de late jaren tachtig plaats vonden. Zo is bijvoorbeeld de invloedrijke Cadbury code (1992) in het Verenigd Koninkrijk tot stand gekomen. Van den Berghe (2002) deelt deze mening en stelt dat de initiële stimulans uit Anglo-Amerikaanse hoek kwam. Naast de Cadbury code hebben immers de principes en aanbevelingen van het Amerikaans Law Institute (1984) andere landen aangezet om voor hun ondernemingen een aangepaste versie van deze codes te ontwikkelen. De specifieke corporate governance richtlijnen van sommige grote globale ondernemingen hebben hier ook hun stempel nagelaten. De aanbevelingen van General Motors bijvoorbeeld werden zo bekend dat ze al gauw een referentiekader vormden op zowel nationaal als ondernemingsniveau. Naar aanleiding van deze ontwikkelingen ontstonden ook initiatieven op supranationaal niveau. Autoriteiten zoals de Wereldbank en de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) stelden een set van standaardprincipes en aanbevelingen op. Hierdoor kreeg corporate governance veel meer aandacht en werd zowel in de ontwikkelde werelddelen als de ontwikkelingslanden gepleit voor een minimale set van basisprincipes.

Deze aandacht voor de ontwikkelingslanden wordt door The Institute of Directors (2005) gerechtvaardigd met de stelling dat de private sector de groei kan stimuleren zodat de armoede wordt aangepakt. Om dit te realiseren, zijn investeringen vereist die beleggers enkel willen uitvoeren als er bescherming wordt geboden via corporate governance. Deze vaststelling leidde op internationaal niveau tot vier essentiële principes voor deugdelijk ondernemingsbestuur. Ongeacht de verschillende vormen in systemen, dient corporate

governance geloofwaardige standaarden van transparantie, verantwoordingsplicht, eerlijkheid en verantwoordelijkheid bereiken.

De aanloop naar de wereldwijde erkenning van deze vier pijlers vindt zijn oorsprong in de financiële ontwikkelingen van de jaren negentig. De liberalisatie van kapitaalstromen en de technologie om snel fondsen te verhandelen tussen markten hadden immers de deur naar ontwikkelingslanden geopend. Zo rapporteerde de Wereldbank begin jaren negentig dat de kapitaalstroom van de private sector naar ontwikkelingsregio's ongeveer \$69 miljard bedroeg. Tegen het einde van dat decennium was dit bedrag al opgelopen tot \$300 miljard. De hoge groeisnelheid van deze markteneconomieën in ontwikkeling stimuleerden al gauw institutionele beleggers. Daarnaast was de wereldwijde privatisatie, waarbij activa van publieke naar private eigendom verschoven, een positieve trend. Cijfers van de Wereldbank tonen immers aan dat de privatisatie leidde tot meer dan \$800 miljard aan investeringen tijdens 1990-1995. Amper enkele jaren later werd duidelijk dat het financiële systeem waarlangs deze enorme kapitaalstromen werden geleid erg kwetsbaar was. De financiële crisis in 1997-1998 ontstond in Azië met de val van de Thaise munteenheid Baht. Via de geïntegreerde kapitaalmarkten in de globale wereld drong deze crisis door tot in het Westen. De markten die het minst geïntegreerd waren zoals China en grotendeels India, genoten op dat moment de meeste bescherming (The Institute of Directors, 2005).

Uit deze financiële crisis bleek dat in de massale toevoer van kapitaal naar ontwikkelingslanden geen rekening was gehouden met deugdelijk ondernemingsbestuur. Zwakke boekhoud- en auditstandaarden, partijdige transacties tussen ondernemingen en banken, een gebrek aan onafhankelijke raden om het management te controleren en minderheden te beschermen, waren slechts enkele van de vele probleempunten. De crisis had corporate governance dan ook bovenaan de agenda geplaatst, zowel in ontwikkelingslanden als op internationaal niveau. Door samenwerking tussen de Wereldbank en de OESO is enige tijd later het Global Corporate Governance Forum (GCGF) ontstaan. Het doel hiervan was de Principes van Corporate Governance, die eerder waren opgesteld door de OESO, te implementeren in de internationale gemeenschap. Daarnaast was in dit Forum overeengekomen dat beide organisaties zouden coöpereren in het opstarten van een reeks van regionale bijeenkomsten om dialoog rond deze principes te promoten. Tijdens deze

bijeenkomsten gaven zowel belangrijke publieke als private ondernemingen hun visie over de OESO-principes. Hieruit werden prioriteiten opgesteld om deugdelijk ondernemingsbestuur te hervormen en samenwerkingsverbanden op te bouwen om deze prioriteiten te implementeren. Tot slot werd een adviesgroep voor de private sector, de zogenaamde Private Sector Advisory Group, opgericht om samenwerking met de bedrijfswereld te stimuleren (The Institute of Directors, 2005).

De gebeurtenissen van de jaren negentig kunnen dus als een katalysator beschouwd worden voor internationale ontwikkelingen op het vlak van deugdelijk ondernemingsbestuur. Naast de samenwerking tussen de OESO en de Wereldbank zijn er tal van invloedrijke corporate governance richtlijnen ontstaan. Het Internationale Corporate Governance Netwerk (ICGN), de Commonwealth Association for Corporate Governance (CACG) en het Basle Committee zijn hier enkele voorbeelden van (Mallin, 2004). Bij deze internationale inspanningen is de vraag naar convergentie in de standaarden omtrent corporate governance gerezen. Druk van institutionele beleggers, globalisatie van financiële markten en de massale informatiebeschikbaarheid op internet over bedrijfszaken zijn eveneens drijvers voor convergentie (Corporate Governance, 1999). De auteurs Solomon en Solomon (2004) zijn van mening dat de internationale harmonisatie in de bedrijfswereld aan de basis ligt voor deze vraag naar convergentie. Zo leiden de internationaal aanvaarde boekhoudstandaarden, de globale handel en investeringen, buitenlandse dochtervennootschappen tot de noodzaak aan globale convergentie in corporate governance. De verklaring ligt in het feit dat ondernemingen niet langer beroep doen op binnenlandse financieringsmiddelen. Door standaardisatie van corporate governance kunnen buitenlandse investeerders overtuigd worden om kapitaal ter beschikking te stellen.

De praktijk heeft aangetoond dat de succesvolle toepassing van een internationale code afhangt van de mate waarin het corporate governance systeem in kwestie kan voldoen aan de internationale aanbevelingen. Elk land baseert zijn corporate governance systeem immers op zijn wettelijke structuren, financiële systemen, structuren van ondernemingseigendom, culturele en economische factoren. Verschillen in deze elementen maken de implementatie van een "one size fits all" code moeilijk. Internationale standaardisatie van deugdelijk ondernemingsbestuur dient dan ook rekening te houden met

deze gevoeligheid voor globale verschillen. Een algemene code moet dus de individualiteit van het specifieke land behouden en simultaan de corporate governance van dat land trachten te harmoniseren met de standaarden van goed bestuur (Solomon en Solomon, 2004). The Institute of Directors (2005) stellen deze trend vast in de ontwikkelingslanden. Hier worden namelijk de standaarden van de internationale gemeenschap geïntegreerd in de lokale omstandigheden, maar met de nadruk op een adaptatieproces en geen adoptieproces.

In de literatuur zijn echter ook voorstanders voor divergentie van corporate governance modellen terug te vinden. Zo vermelden Solomon en Solomon (2004) het werk van Mayer aan. Deze argumenteert dat convergentie in deugdelijk ondernemingsbestuur een negatieve invloed zal hebben op competitie en het behalen van een concurrentievoordeel. Het tijdschrift 'Corporate Governance' besluit het debat rond convergentie of divergentie met de stelling dat geen enkel systeem van corporate governance de voorkeur heeft. Niemand kan immers bepalen welk model het meest effectief is.

Hoofdstuk 3: Vergelijkende studie tussen de Belgische en de Nederlandse Corporate Governance Code

3.1 Inleiding: Categoriseren van corporate governance codes

Uit voorgaande literatuurstudie is gebleken dat corporate governance is uitgegroeid tot een noodzakelijke en belangrijke materie in de globale bedrijfswereld. Ondanks een trend naar convergentie wenst elk land zijn specificiteit te behouden in het opstellen van een code voor deugdelijk ondernemingsbestuur. Het resultaat is dat een overvloed aan codes bestaat die in sommige aspecten overeenkomen en op andere punten erg verschillend kunnen zijn. Verscheidene auteurs hebben reeds getracht deze rijkdom aan corporate governance codes te categoriseren in modellen. Hieronder zullen enkele indelingsmethoden besproken worden daar dit ondersteunend is voor de bestudering van de Belgische en Nederlandse corporate governance code. Een latere vergelijking tussen beide codes zal dan ook uitwijzen of België en Nederland gekenmerkt worden door een verschillend model van deugdelijk ondernemingsbestuur.

3.1.1 Indeling van codes op basis van oorsprong en wettelijke status

Wymeersch (2006) onderscheidt in zijn paper 'Corporate Governance Codes and their Implementation' een vijf types van codes op basis van hun oorsprong en wettelijke status. Een eerste categorie omvat de codes die op privé-initiatief van academici of een belangrijke groep van ondernemingen zijn opgesteld. Dit type van codes handelt over de manier waarop deugdelijk ondernemingsbestuur dient benaderd te worden zonder technische verplichtingen op te leggen. De auteur stelt dan ook dat deze aanbevelingen eerder een morele waarde bezitten. Aangezien deze codes gekenmerkt worden als vrijwillig zal het principe van 'pas toe of leg uit' niet aangewend worden.

In het tweede type van corporate governance codes staat een rechtstreeks verband met de effectenmarkten centraal. De beurs zelf of een comité in opdracht van de beurs heeft de code opgesteld. Daarnaast kan de beurs het naleven van de codes beschouwen als een voorwaarde voor notering. Aan ondernemingen die reeds genoteerd waren op de beurs vóór invoering van de code kan toegestaan worden dat zij afwijken van de bepalingen mits voldoende argumentatie wordt geleverd.

De codes van deugdelijk bestuur die verbonden zijn aan publieke autoriteiten vormen een volgende, erg diverse categorie. Deze codes zijn bijvoorbeeld opgesteld door of met de medewerking van het Ministerie van Financiën of justitie. Daarnaast kan de markttoezichthouder aan de basis liggen van de code. Hoewel dit model geen verplichtend karakter heeft, ontleent ze haar gezag aan de verbondenheid met de publieke autoriteit.

Een vierde type onderscheidt zich door een explicietere connectie met de wetgeving. In de vennootschapswetgeving wordt gerefereerd naar de code. Ondernemingen zijn dus verplicht de bepalingen van de code toe te passen tenzij argumentatie verschaft wordt om af te wijken. Deze klasse wordt in de literatuur soms ook wel zelfregulerend genoemd. Wymeersch heeft echter zijn bedenkingen bij deze benaming aangezien de mate van betrokkenheid nogal vaak varieert onder ondernemingen. Institutionele beleggers juichen deze aanpak van codes toe omdat het ondersteuning biedt bij de waardering van de aandelen van de vennootschap en dus de bereidheid tot het investeren beïnvloedt. De Nederlandse corporate governance code behoort tot deze categorie.

Tot slot bouwt de laatste categorie verder op het voorgaande type van codes. De wet verschaft niet enkel een referentie naar deze codes, maar een bevoegde overheidsinstantie houdt ook toezicht op de naleving. Deze instantie valt in vele gevallen samen met de toezichthouder van de effectenmarkten. Wymeersch vermeldt wel dat dit type van codes een bepaalde mate van starheid met zich meebrengt.

3.1.2 Globale systemen

In 'A Taxonomy of Systems of Corporate Governance' classificeren de auteurs Weimer en Pape (1999) corporate governance codes op basis van geografie. Een systeem van deugdelijk ondernemingsbestuur wordt immers beschouwd als een geheel van wettelijke, institutionele en culturele factoren eigen aan een land die de stakeholders toelaten invloed uit te oefenen op de besluitvorming van het bestuur. De auteurs hebben aan de hand van een aantal variabelen vier corporate governance systemen geïdentificeerd, met name het Anglo-Saksische, Germaanse, Latijnse en Japanse systeem (tabel 1).

Tabel 1: Een taxonomie van corporate governance systemen (Naar bewerking van Weimer en Pape, 1999)

Oriëntatie van corporate governance systeem	Markt-georiënteerd	Netwerk-georiënteerd		
		Germaans	Latijns	Japan
Classificatie van landen	Anglo-Saksisch			
Landen	Verenigde Staten Verenigd Koninkrijk Canada Australië	Duitsland, Nederland, Zwitserland, Zweden, Oostenrijk, Denemarken, Noorwegen, Finland	Frankrijk Italië Spanje België	Japan
Concept van onderneming	Instrumentaal, aandeelhouder-georiënteerd	Institutioneel	Institutioneel	Institutioneel
Systeem van raad	Één raad (uitvoerende en niet-uitvoerende raad)	Dubbele raad (uitvoerende en toezichhoudende raad)	Optioneel (Frankrijk), in algemeen één raad	Raad van bestuur, bureau van representatieve directieleden, bureau van auditors, de facto één raad
Belangrijke stakeholder(s)	Aandeelhouders	Industriële banken (Duitsland), werknemers, in algemeen oligarchische groep	Financiële holdings, de overheid, families, in algemeen oligarchische groep	Stadsbanken, andere financiële instellingen, werknemers, in algemeen oligarchische groep
Belang van aandelenmarkt in nationale economie	Hoog	Matig/hoog	Matig	Hoog
Actieve externe markt voor controle over ondernemingen	Ja	Nee	Nee	Nee
Concentratie van eigendom	Laag	Matig/hoog	Hoog	Laag/matig
Prestatie-afhankelijke compensatie van directieleden	Hoog	laag	Matig	Laag
Tijdshorizon van economische	Korte termijn	Lange termijn	Lange termijn	Lange termijn

Aangezien deze eindverhandeling zich toespitst op de Belgische en Nederlandse code van deugdelijk ondernemingsbestuur zullen enkel het Germaanse en Latijnse model nader besproken worden.

In de Germaanse landen, waaronder Nederland, wordt de onderneming beschouwd als een verzameling van verscheidene partijen zoals aandeelhouders, managers, leveranciers, klanten etc. Dit komt dus overeen met de, in de literatuurstudie besproken, bredere visie op het concept corporate governance. Verder wordt dit model gekenmerkt door een dualistische structuur dat bestaat uit een bestuursraad en een toezichthoudende raad. Dit model zorgt dus voor een volledige scheiding tussen het bestuur en het toezicht op dit bestuur. Weimer en Pape stellen dat de controlerende taak van het toezichthoudende orgaan op de competenties van de bestuursraad in de praktijk vertaald wordt naar het geven van advies bij grote beleidsbeslissingen. Wat de samenstelling van de toezichthoudende raad betreft, zijn zowel aandeelhouders als werknemers vertegenwoordigd. Deze partijen kunnen dan ook een grote invloed uitoefenen op de besluitvorming van het bestuur. Zo kunnen werknemers deelnemen aan beslissingen omtrent werkuren, vakanties, ontslagen etc. De aandeelhouders die zetelen in het toezichthoudend orgaan worden verkozen door de algemene vergadering. Daarnaast bepaalt de algemene vergadering de voorzitter die geniet van dubbel stemrecht. In vergelijking met de werknemers wordt de invloed van deze aandeelhouders op de besluitvorming echter beperkt. De reden hiervoor is dat het principe van 'één aandeel, één stem' niet wordt toegepast in deze landen. De ondernemingen kunnen immers aandelen zonder stemrecht uitkeren waardoor de stemmingsinvloed van een individuele aandeelhouder gelimiteerd wordt. Onderstaande tabel vat deze verschillen tussen de twee raden beknopt samen.

Tabel 2: Belangrijke verschillen tussen toezichthoudende raad en managementraad (Naar bewerking van Mallin, 2004)

Toezichthoudende raad	Bestuursraad
Leden (vertegenwoordigers van aandeelhouders) worden verkozen door aandeelhouders tijdens algemene vergadering, leden (vertegenwoordigers van werknemers) worden benoemd door de werknemers	Leden worden aangesteld door de toezichthoudende raad
Controleert de richting van de onderneming	Leidt de onderneming
Houdt toezicht op het verschaffen van informatie en dat de bestuursraad gepaste systemen installeert	Verschaft financiële informatie en rapporten, installeert geschikte systemen zoals risicomanagement systeem

Zoals uit tabel 1 blijkt, zijn de aandelenmarkten en een actieve externe markt voor controle over ondernemingen niet zo belangrijke factoren in het Germaanse systeem. In deze landen worden de bestuursbeslissingen voornamelijk beïnvloed door dialoog tussen de twee raden en niet zozeer door de aandelenmarkten. De externe markt om controle over ondernemingen te verwerven zoals via fusies, acquisities is in dit systeem niet zo sterk aanwezig deels omwille van de eigendomsstructuur. Aangezien de aandeelhoudersbasis erg geconcentreerd is in een beperkt aantal handen kunnen deze personen in grote mate het bestuur rechtstreeks beïnvloeden. Meer extreme manieren zoals overnames zijn dan niet nodig om de belangen van bestuur en aandeelhouders overeen te laten komen. Daarnaast is de netwerkoriëntatie van dit corporate governance systeem een tweede karakteristiek. Deze oriëntatie houdt in dat oligarchische groepen de besluitvorming van het management sterk beheersen. Deze groepen ontstaan via netwerken van relatief stabiele relaties. Voorbeelden hiervan zijn interlocking directorships, waarbij directieleden in verscheidene raden van bestuur zetelen, en cross-shareholdings. Weimer en Pape (1999) stellen dat bij deze aandeelhoudersstructuur een impliciete overeenkomst geldt dat deze techniek niet aangewend wordt om een overname te bewerkstelligen. Tot slot worden de Germaanse

landen gekenmerkt door een lage afhankelijkheid tussen remuneratie en prestaties van de directieleden en nemen de grote en stabiele stakeholders een visie op lange termijn aan.

Het corporate governance systeem in de Latijnse landen, waartoe België behoort, vertoont sommige gelijkenissen met het Germaanse model. Zo wordt de onderneming als een autonome economische entiteit beschouwd die is samengesteld uit verscheidene participanten en streeft naar de continuïteit van de onderneming in zijn totaliteit. Een opmerkelijk verschil met het vorige model is de structuur van de raad. De meeste Latijnse landen kiezen immers voor een unitaire raad waar de uitvoerende en toezichthoudende taken opgenomen worden in één entiteit. In deze monistische bestuursstructuur kan wel een onderscheid gemaakt worden naar uitvoerende (inside) en niet-uitvoerende (outside) raadsleden. Deze laatste groep bestaat uit experts van buiten de onderneming en is verantwoordelijk voor het leiden van de onderneming. Daarnaast zijn zij verantwoording verplicht aan de aandeelhouders. In de praktijk bestaat hun functie uit het verlenen van advies aan de uitvoerende leden bij belangrijke beleidsbeslissingen, rekening houdend met de belangen van de aandeelhouders. Een tweede verschilpunt met dualistische bestuurssystemen is de aanstelling en het ontslaan van de raadsleden. Zowel de uitvoerende als de niet-uitvoerende leden worden benoemd en ontslaan door de algemene vergadering van aandeelhouders.

Verder hebben aandeelhouders in de Latijnse landen meer invloed op de bestuursbeslissingen dan in het Germaanse model. In deze landen bestaan de aandeelhouders vaak uit financiële holdings, cross shareholdings, de overheid en familie. In België gelden echter wettelijke bepalingen om te voorkomen dat banken aandelen aanhouden in bedrijven die geen bankactiviteiten uitvoeren. Uit tabel 1 blijkt ook dat aandelenmarkten een minder belangrijke rol spelen in de nationale economie. Hoewel het aantal vijandige overnames hoger is dan in de Germaanse landen, is een actieve markt voor overnames via aandelenmarkten niet zozeer aanwezig. Dit is deels te verklaren door de hoge mate van concentratie van eigendom wat vaak versterkt wordt door familiecontrole. Tot slot is het remuneratiebeleid van directieleden in de meeste Latijnse landen niet of weinig afhankelijk van de geleverde prestaties.

3.2 Bespreking Belgische Corporate Governance Code

3.2.1 Situering van Belgische Corporate Governance Code (Commissie Corporate Governance, 2008 a)

Op 22 januari 2004 werd in België de Commissie Corporate Governance opgericht op initiatief van de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA), het Verbond van Belgische Ondernemingen (VBO) en Euronext Brussel. De kerntaak van deze commissie bestond uit het uitwerken van één referentiecode inzake deugdelijk ondernemingsbestuur voor alle Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Op 9 december 2004 volgde de publicatie van de definitieve Belgische Corporate Governance Code. Deze code wordt ook wel de code Lippens genoemd naar de voorzitter van de Commissie, Maurice Lippens.

Met deze code tracht de Commissie een goed corporate governance model te implementeren in de Belgische bedrijfswereld. Dergelijk model beoogt het bereiken van een evenwicht op twee vlakken, namelijk tussen ondernemerschap en controle, alsook tussen prestatie en conformiteit met de regels van de code. Onder ondernemerschap verstaat de Commissie niet enkel een toespitsing van het ondernemingsbestuur op prestaties. Er dient ook de nodige aandacht uit te gaan naar sturing, leiderschap en integriteit en transparantie in de besluitvorming. Op deze manier worden de raad van bestuur en het management gestimuleerd doelstellingen te bepalen en na te streven die in het belang zijn van zowel de vennootschap als de aandeelhouders en de andere stakeholders. Het begrip controle omvat een evaluatie van prestaties, het beheer van potentiële risico's en een controle op de naleving van overeengekomen procedures en processen. Hiervoor dienen in de onderneming controlesystemen aanwezig te zijn en dienen potentiële belangenconflicten en machtsmisbruik voorkomen te worden.

Een corporate governance code die bovenstaande evenwichten biedt, zal waardecreatie op lange termijn bevorderen. Deze stijging in welvaart zal niet enkel toekomen aan de aandeelhouders, maar ook aan alle andere stakeholders van de onderneming. Daarnaast zullen transparantie en verantwoording in het ondernemingsbeleid bijdragen tot meer

vertrouwen van investeerders. Dit zal op zijn beurt leiden tot het extern financieren van de vennootschap aan een lagere kost. Tot slot vermeldt de Commissie dat deugdelijk ondernemingsbestuur ook enkele macro-economische voordelen oplevert zoals de bescherming van privé-beleggingen en een stijging in economische efficiëntie en groei.

3.2.2 Bespreking code Lippens (Commissie Corporate Governance, 2008 a)

De code Lippens is van toepassing op de vennootschappen naar Belgisch recht en waarvan de effecten verhandeld worden op een gereguleerde markt. Deze vennootschappen worden hierna aangeduid met de benaming Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Hoewel de bestaande Belgische wetgeving de basis vormt voor de uitwerking van de principes van deugdelijk ondernemingsbestuur, dient de code als complementair beschouwd te worden aan de wetgeving. Dit houdt in dat de principes niet toegepast mogen worden in afwijking van het Belgisch recht. Verder is de code Lippens geformuleerd vanuit het perspectief van een unitaire bestuursstructuur.

Wat betreft de aard van de code, heeft de Commissie gekozen voor een flexibele benadering. Met het systeem van 'pas toe of leg uit' worden vennootschappen geacht zich te houden aan de bepalingen van de code tenzij de specifieke ondernemingskenmerken een afwijking van de regels rechtvaardigen. De onderneming dient in dit laatste geval wel voldoende argumenten naar voor te schuiven. Deze ingebouwde flexibiliteit laat dus toe rekening te houden met concrete eigenschappen van de onderneming zoals de omvang, de activiteiten, de ondernemingscultuur en de aandeelhoudersstructuur.

De opbouw van de Belgische code bestaat uit principes, bepalingen en richtlijnen. De negen principes vormen de fundamenteën van goede corporate governance. Alle ondernemingen worden verondersteld deze principes na te leven zonder uitzondering. Deze principes zijn immers voldoende ruim voor alle vennootschappen ongeacht hun specifieke kenmerken. De bepalingen in de code worden beschouwd als aanbevelingen voor het toepassen van de principes. Hierbij is het systeem van 'pas toe of leg uit' van kracht. Tot slot kunnen in de Belgische Corporate Governance Code richtlijnen opgenomen zijn die de manier verklaren waarop ondernemingen de bepalingen dienen toe te passen of te interpreteren. Aangezien

deze richtlijnen zich niet lenen voor evaluatie geldt de regel van 'pas toe of leg uit' hier niet. Onderstaande tabel geeft de negen principes van de code Lippens weer.

Tabel 3: De negen principes van de Belgische Corporate Governance Code
(Eigen bewerking)

Principe 1	De vennootschap past een duidelijke governancestructuur toe
Principe 2	De vennootschap heeft een doeltreffende en efficiënte raad van bestuur die beslissingen neemt in het vennootschapsbelang
Principe 3	Alle bestuurders dienen blijk te geven van integriteit en toewijding
Principe 4	De vennootschap heeft een rigoureuze en transparante procedure voor de benoeming en de beoordeling van haar raad en zijn leden
Principe 5	De raad van bestuur richt gespecialiseerde comités op
Principe 6	De vennootschap legt een duidelijke structuur vast voor het uitvoerend management
Principe 7	De vennootschap vergoedt de bestuurders en de leden van het uitvoerend management op een billijke en verantwoorde wijze
Principe 8	De vennootschap respecteert de rechten van alle aandeelhouders en moedigt hun betrokkenheid aan
Principe 9	De vennootschap waarborgt een passende openbaarmaking van haar corporate governance

Het toezien op de naleving van de code wordt toevertrouwd aan verschillende instanties. De Commissie stelt immers dat een controle door de markt niet voldoende is aangezien de aandeelhoudersbasis in België vaak sterk geconcentreerd is en bestaat uit één of meer belangrijke aandeelhouders. Daarom zijn de aandeelhouders, de raad van bestuur en de CBFA verantwoordelijk gesteld voor het uitoefenen van toezicht. Deze controleorganen kunnen eventueel bijgestaan worden door nog andere mechanismen van controle.

Voor haar taak als toezichthouder is de samenstelling van de raad van bestuur erg belangrijk. Een monistisch bestuursmodel wordt gekenmerkt door de aanwezigheid van zowel uitvoerende als niet-uitvoerende leden in de raad van bestuur. Al deze bestuurders worden geacht beslissingen te nemen op basis van een onafhankelijk en objectief oordeel. Hierbij zijn vooral de onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders belangrijk. De aandeelhouders en voornamelijk de institutionele beleggers dienen de motivering voor afwijkingen van de code grondig te evalueren en te beoordelen. In het geval zij niet akkoord zijn met genomen beslissingen is het wenselijk een dialoog te voeren. Controlerende aandeelhouders kunnen ook via de benoeming van vertegenwoordigers in de raad van bestuur toezicht houden. Dit laat hen toe hun controle-uitoefening te vergroten van buiten de onderneming naar binnen de vennootschap. De Commissie benadrukt echter dat deze aandeelhouders de rechten en belangen van minderheidsaandeelhouders niet uit het oog mogen verliezen. Tot slot kan de CBFA in het kader van de code enkel toezicht houden door de naleving van het principe 'pas toe of leg uit' te controleren en beursgenoteerde ondernemingen aan te raden de bepalingen van de code omtrent openbaarmaking van informatie na te leven. Indien de onderneming geen informatie publiekelijk bekend maakt of hier geen argumentatie voor geeft, zal de CBFA de onderneming hierop wijzen en om toelichting verzoeken. Daarnaast poogt de CBFA regelmatig overzichten te publiceren die deugdelijk ondernemingsbestuur in de Belgische beursgenoteerde ondernemingen vergelijkt.

3.3 Bespreking Nederlandse Corporate Governance Code

3.3.1 Situering van Nederlandse Corporate Governance Code (Commissie Corporate Governance, 2008 b)

Zoals in België is de Nederlandse code inzake deugdelijk ondernemingsbestuur opgesteld door een Commissie Corporate Governance. Deze Commissie werd op 10 maart 2003 geïnstalleerd en kwam op verzoek van Euronext Amsterdam, de Vereniging van Effectenbezitters (VEB), de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO), de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen (SCGOP), het Nederlands Centrum van Directeuren en Commissarissen (NCD), de ondernemingsorganisatie VNO-NCW en de Ministers van Financiën en Economische Zaken. Op 9 december van datzelfde jaar

volgde de publicatie van de definitieve code die ook wel genoemd wordt naar de voorzitter van de Commissie, Morris Tabaksblat.

Aangezien de Nederlandse wetgeving artikels bevat omtrent de externe en interne verhoudingen van beursgenoteerde ondernemingen, vormden deze de basis voor de uitbouw van een code. Verder is de code opgesteld vanuit de visie dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is tussen tal van partijen. De Commissie hanteert de volgende definitie van stakeholders: *'de groepen en individuen, die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of erdoor worden beïnvloed.'* Uit deze omschrijving blijkt dat Nederland gekozen heeft voor een brede visie van het concept corporate governance waar de belangen van onder andere werknemers, aandeelhouders, toeleveranciers, afnemers, de overheid en maatschappelijke groeperingen dienen afgewogen te worden. In deze afweging staan de continuïteit van de onderneming en het creëren van aandeelhouderswaarde op lange termijn centraal. Opdat de belanghebbenden zouden samenwerken met de vennootschap, dient de behartiging van hun belangen verzekerd te worden. Deugdelijk ondernemerschap waaronder een transparant en integer bestuur behoren, alsook goed toezicht en verantwoordingsplicht maken dan ook deel uit van goede corporate governance.

Om dergelijk ondernemingsbeleid te bevorderen, is de aandacht van de Commissie voornamelijk uitgegaan naar de rollen, taken en verantwoordelijkheden van de ondernemingsorganen en de externe accountant. Hierbij is het integreren van gepaste 'checks and balances' in het ondernemingsgebeuren cruciaal. De 'checks' wijzen op een efficiënt toezicht op het bestuur en de 'balances' duiden op een evenwichtige verdeling van invloed tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering van aandeelhouders. De externe accountant heeft een voorname functie in het toezicht en assisteert de raad van commissarissen, die handelt in het belang van de stakeholders. In de praktijk is dit in de Nederlandse Corporate Governance Code vertaald naar een versterking van de rollen van de raad van commissarissen en de algemene vergadering van aandeelhouders. Op deze manier wordt een te grote macht bij het bestuur beperkt. Daarnaast beoogt de code de onafhankelijke positie van de externe accountant te versterken door hem rechtstreeks verslag te laten uitbrengen aan de raad van commissarissen.

3.3.2 Bespreking code Tabaksblad (Commissie Corporate Governance, 2008 b)

De Nederlandse Commissie heeft bepaald dat alle vennootschappen met statutaire zetel in Nederland en waarvan de aandelen of certificaten van aandelen officieel zijn genoteerd aan een, door de overheid erkende, effectenbeurs onderhevig zijn aan de bepalingen van deze code. Doordat deze definiëring de effectenbeurs niet beperkt tot Euronext Amsterdam, zijn ook de Nederlandse vennootschappen die hun aandelen of certificaten van aandelen uitsluitend genoteerd hebben op één of meer buitenlandse door de overheid erkende effectenbeurzen opgenomen in het toepassingsgebied van de code. De reden hiervoor is dat ondernemingen die de code niet willen volgen hun notering relatief gemakkelijk kunnen overhevelen omwille van de internationalisering van de beurzen. Hierdoor zou de concurrentiepositie van de Nederlandse beurs in het gedrang komen.

Enige uitzondering op de verplichte toepassing van de code wordt gevormd voor sommige beleggingsinstellingen. De Commissie is van mening dat de meeste beursgenoteerde beleggingsinstellingen in Nederland niet louter als een financieel product gezien kunnen worden, maar als een normaal opererende onderneming. Volgens de Commissie zijn dan ook enkel de beheerders van beleggingsfondsen verplicht de code na te leven. De andere beleggingsinstellingen zijn vrijgesteld van toepassing van de code Tabaksblad. De Nederlandse Commissie beperkt zich enkel tot deze vermelding in de code en voorziet geen criteria om vast te stellen wanneer een beleggingsinstelling als beheerder wordt beschouwd.

De code Tabaksblad is ingedeeld in vijf belangrijke hoofdstukken. Elk hoofdstuk bestaat uit een aantal principes die de Commissie beschrijft als moderne, algemene opvattingen over goed ondernemingsbestuur. Deze principes worden concreter uitgewerkt in best practice bepalingen. Met deze bepalingen wordt getracht normen op te stellen voor het gedrag van bestuurders, commissarissen en aandeelhouders. De Commissie erkent echter dat de specifieke omstandigheden van de vennootschap en de aandeelhouders niet altijd een navolging van de bepalingen toelaten. Ondernemingen zijn immers actief in verschillende markten, de concentratie van het aandelenbezit kan variëren, etc. Daarenboven is de omgeving waarin de vennootschap opereert onderhevig aan veranderingen. De

implementatie van het principe 'pas toe of leg uit' biedt dus de nodige flexibiliteit, maar beperkt anderzijds de ondernemingen in hun onvoorwaardelijke vrijheid om de code wel of niet toe te passen. In het jaarverslag dient immers vermeld te worden of afwijkingen van de code hebben plaats gevonden. Indien dit het geval is, moet de vennootschap ook motiveren waarom en in welke mate afwijkingen zijn voorgekomen. Het principe van 'pas toe of leg uit' is bovendien wettelijk verankerd. De Nederlandse wetgeving voorziet immers een referentie naar de code Tabaksblad met een expliciete duiding van op de toepassing van het principe 'pas toe of leg uit'.

Het is de taak van de aandeelhouders om het bestuur en de raad van commissarissen verantwoording te laten afleggen inzake naleving van de code Tabaksblad. Zo dient de algemene vergadering de ondernemingsstructuur en het beleid omtrent corporate governance expliciet goed te keuren. Daarnaast moeten de aandeelhouders hun akkoord geven over de verschaft argumentatie om van de code af te wijken. Indien de onderneming deze goedkeuring verkrijgt, wordt zij geacht de code Tabaksblad na te leven. Eens deze toestemming bekomen, hoeft dit proces niet elk jaar opnieuw plaats te vinden. Enkel bij grote wijzigingen in de structuur en naleving van de code dienen deze voorgelegd te worden aan de algemene vergadering om toestemming te bekomen.

Indien (een deel van) de algemene vergadering bedenkingen heeft bij de corporate governance structuur of de argumentatie voor afwijkingen, is zij toegelaten, binnen of buiten de algemene vergadering, het bestuur en de raad van commissarissen onder druk te zetten. Deze laatsten dienen dan verantwoording af te leggen aan de algemene vergadering en een open houding aan te nemen voor aanpassingen in het beleid van deugdelijk bestuur. Als dit echter geen resultaten oplevert, kunnen de aandeelhouders weigeren kwijting te verlenen aan het bestuur voor het gevoerde beleid en aan de commissarissen voor het toezicht. Andere mogelijkheden van maatregelen binnen de algemene vergadering bestaan uit een aanpassing van de bezoldigingen en het ontslaan van het bestuur en/of de raad van commissarissen. Tot slot kunnen ook juridische stappen zoals een enquête- of jaarrekeningprocedure aangewend worden door de aandeelhouders.

In onderstaande tabel 4 zijn de verscheidene hoofdstukken met hun bijhorende topics opgenomen. Daarna zullen nog enkele opmerkelijke principes van de code Tabaksblad toegelicht worden.

Tabel 4: De vijf hoofdstukken en bijhorende thema's van de Nederlandse Corporate Governance Code (Eigen bewerking)

Hoofdstuk 1	Naleving en handhaving van de code
Hoofdstuk 2	Het bestuur Taak en werkwijze Bezoldiging Tegenstrijdige belangen
Hoofdstuk 3	Raad van commissarissen Taak en werkwijze Onafhankelijkheid Deskundigheid en samenstelling Rol van de voorzitter van de raad van commissarissen en de secretaris van de vennootschap Samenstelling en rol van drie kerncommissies van de raad van commissarissen Tegenstrijdige belangen Bezoldiging One-tier bestuursstructuur
Hoofdstuk 4	De (algemene vergadering van) aandeelhouders Bevoegdheden Certificering van aandelen Informatieverschaffing/logistiek algemene vergadering van aandeelhouders Verantwoordelijkheid institutionele beleggers
Hoofdstuk 5	De audit van de financiële verslaggeving en de positie van de interne audit functie en van de externe accountant Financiële verslaggeving

	Rol, benoeming, beloning en beoordeling van het functioneren van de externe accountant Interne audit functie Relatie en communicatie van de externe accountant met de organen van de vennootschap
--	---

Hoewel Weimer en Pape (1999) de Germaanse landen over het algemeen kenmerken met een dualistische bestuursstructuur, biedt de Nederlandse Corporate Governance Code in bepaalde gevallen keuze omtrent de structuur. De beursgenoteerde ondernemingen die onder de wettelijke structuurregeling vallen, zijn verplicht een dubbele structuur aan te nemen. Het gaat hier om de zogenaamde grote vennootschappen in de vorm van een B.V. of N.V. Ondernemingen die niet tot het wettelijk toepassingsgebied van de structuurregeling behoren, hebben de vrijheid om te kiezen tussen de unitaire en de dubbele bestuursstructuur. Dit heeft belangrijke gevolgen voor toepassing van de code Tabaksblad die opgesteld is vanuit een dubbele structuur. Voor ondernemingen die een unitaire structuur kennen, zijn de bepalingen omtrent de raad van commissarissen van toepassing op de toezichthoudende bestuursleden. Voor de uitvoerende leden gelden de bepalingen met betrekking tot de raad van bestuur, met uitzondering van de bestuurstaken die niet geschikt zijn voor delegatie. Wat betreft de voorzitter van de raad van bestuur in een unitaire samenstelling worden de bepalingen ten aanzien van de voorzitter van de raad van commissarissen aangenomen. In hoofdstuk drie van de code Tabaksblad worden enkele specifieke bepalingen vermeld voor een monistische beleidsstructuur.

Zoals reeds vermeld, zijn ondernemingen met statutaire zetel in Nederland en met notering van certificaten van aandelen aan een buitenlandse, van overheidswege erkende beurs ook onderworpen aan de code. In hoofdstuk vier zijn enkele bepalingen opgenomen in verband met deze maatregel. Certificering laat toe de vermogensrechten en zeggenschapsrechten van aandelen te scheiden. Aandeelhouders dragen hun aandelen over aan een administratiekantoor en ontvangen in ruil certificaten. Het administratiekantoor is nu juridisch eigenaar van deze aandelen en zal dan ook de rechten verbonden aan de aandelen uitoefenen. Bij de uitoefening van de stemrechten dient het administratiekantoor te handelen in het belang de vennootschap. Vermogensvoordelen zoals dividenden en

liquidatieboni dienen echter onmiddellijk overgemaakt te worden aan de oorspronkelijke aandeelhouders. (IAB, 2008) In de code Tabaksblad wordt gesteld dat certificering een middel is ter beperking van een te grote macht door een minderheid van aandeelhouders op de besluitvorming. Daarnaast vermeldt de code expliciet dat de techniek niet aangewend mag worden als beschermingsconstructie. Beursgenoteerde ondernemingen trachten immers door notering van certificaten in plaats van aandelen een openbaar bod te vermijden, aangezien de certificaten geen stemrecht verlenen aan de oorspronkelijke aandeelhouders. De Commissie poogt deze praktijk te beperken met de bepaling dat certificaathouders onder alle omstandigheden en onbeperkt stemvolmachten kunnen eisen van het administratiekantoor.

3.4 Vergelijking tussen code Lippens en code Tabaksblad

De voorgaande classificatie en bespreking van de Belgische en Nederlandse codes vormen de bouwstenen voor een vergelijkende studie. Deze studie beoogt overeenkomsten en verschilpunten tussen de code Lippens en de code Tabaksblad te achterhalen. Een eerste deel van de vergelijking wenst het algemene kader rond corporate governance in beide landen te illustreren. Hiertoe is de bijkomende informatie in het voorwoord en de toelichting van de Belgische en Nederlandse code essentieel. Vervolgens wordt de eigenlijke inhoud van beide corporate governance codes bestudeerd. Deze specifieke vergelijking gebeurt aan de hand van de principes en de bepalingen.

3.4.1 Algemene vergelijking tussen code Lippens en code Tabaksblad

In de invulling van het begrip deugdelijk ondernemingsbestuur vertrekt de Belgische Commissie van een intern perspectief van de onderneming. De klemtoon van goede corporate governance ligt immers op het vaststellen, realiseren en evalueren van de bedrijfsdoelstellingen. Hierbij dienen de raad van bestuur en het management rekening te houden met het belang van de vennootschap, de aandeelhouders en andere stakeholders. Daarnaast bepaalt de Belgische Commissie dat deze prestatiegerichtheid voldoende gebalanceerd moet worden met controle op geleverde prestaties, risico's en naleving van procedures. De incorporatie van dit evenwicht in het ondernemingsbeleid zal de

waardecreeatie op lange termijn bevorderen voor zowel aandeelhouders als alle andere stakeholders. De Nederlandse Commissie neemt eerder het omgekeerde perspectief aan. Een onderneming wordt namelijk beschouwd als een lange termijn samenwerking tussen diverse stakeholders. Om de continuïteit van de onderneming te verzekeren, dienen bestuur en de raad van commissarissen de verschillende belangen af te wegen. Centraal in deze afweging staat de waardemaximalisatie van de aandeelhouders op lange termijn. Corporate Governance vereist dus volgens de Nederlandse Commissie een integer en transparant bestuur, alsook het uitoefenen van toezicht op dit bestuur. Een vergelijking tussen deze perspectieven van beide landen resulteert in een eerder contradictorische vaststelling. Hoewel de Nederlandse code een meer uitgesproken brede interpretatie geeft aan corporate governance, is de uiteindelijke doelstelling gericht op waardemaximalisatie voor enkel de aandeelhouders. De Belgische code daarentegen, die het ondernemerschap eerder benadrukt als prestatiegericht, wenst de waardecreeatie voor alle stakeholders na te streven. Beide codes stellen wel integriteit en transparantie in het ondernemingsbestuur centraal en wijzen op de nood aan controle op de naleving van de codes.

Het initiatief om een corporate governance code op te stellen voor beursgenoteerde ondernemingen vond in Nederland meer steun dan in België. Naast de vertegenwoordiging van de effectenbeurs, van de beleggers door de VEB en van de Nederlandse ondernemingen door VNO-NCW en door VEVO, waren ook het Centrum van Directeuren en Commissarissen en het Ministerie van Financiën en Economische Zaken vragende partij in Nederland. Naar aanleiding van dit verzoek is een Commissie Corporate Governance opgericht die belast was met de opstelling van de code. In België is een gelijkaardige specifieke commissie tot stand gekomen. Deze Commissies hebben zich voor de formulering van de codes gebaseerd op hun nationale wetgeving inzake vennootschappen. Verder hebben sommige internationale ontwikkelingen in deugdelijk ondernemingsbestuur de opstelling van de codes beïnvloed. Zo heeft de Belgische Commissie bij de formulering van principes aandacht besteed aan initiatieven van de Europese Commissie in het veld van corporate governance. De uitwerking van de Nederlandse code vertoont veel meer internationale invloeden. Een voorbeeld is het uitleggen van sommige begrippen in de code en het verschaffen van toelichting bij sommige principes en bepalingen in navolging van de Engelse Corporate Governance Code. Bij de bestudering van de code Tabaksblat was deze sterke mate van verantwoording en verklaring

een pluspunt. De lezer verkrijgt immers meer inzicht in de achterliggende ontstaansredenen van principes en bepalingen. De code Lippens daarentegen voorziet heel weinig uitleg en achtergrondinformatie bij de principes en bepalingen.

In de Nederlandse code wordt de rol van de wetgeving niet beperkt tot vertrekpunt voor de formulering van de code. De code Tabaksblat is namelijk opgenomen in de Nederlandse wetgeving waardoor de ondernemingen verplicht zijn deze code toe te passen. Zoals eerder vermeld, wordt de Nederlandse code gekenmerkt door een expliciet verband met de wetgeving. In de Belgische wetten is geen referentie naar de code Lippens voorzien. De code Lippens vertoont eerder kenmerken van de tweede en derde categorie van Wymeersch (2006). De effectenbeurs Euronext Brussel en de publieke autoriteit CBFA hebben immers hun medewerking verleend bij de opstelling van de code.

De definiëring van het toepassingsgebied is in beide codes erg gelijkaardig. De Nederlandse code heeft echter de beleggingsinstellingen die niet als een beheerder maar als een financieel product beschouwd kunnen worden, vrijgesteld van verplichte toepassing van de code Tabaksblat. De Nederlandse Commissie blijft in deze beschrijving van beheerder van beleggingsfondsen vrij vaag. Verder zijn ook de beheerders van beleggingsinstellingen, die deel uitmaken van een groep onder centrale leiding, niet verplicht de Nederlandse code te volgen. Naast de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zijn een aantal andere partijen opgenomen onder het toepassingsgebied van de code Tabaksblat. Zo zijn een aantal principes en bepalingen gericht aan institutionele beleggers, het administratiekantoor en de externe accountant. In de Belgische code komen de relaties met deze partijen ook aan bod, maar zijn de bepalingen hieromtrent geformuleerd vanuit het standpunt van de onderneming.

Voor het toepassen van de codes hebben beide landen gekozen voor het principe van 'pas toe of leg uit' dat de nodige flexibiliteit biedt ten aanzien van specifieke kenmerken van de onderneming. In België dienen de beursgenoteerde vennootschappen de principes onvoorwaardelijk te volgen en de bepalingen na te leven tenzij de ondernemingssituatie afwijking vereist. De richtlijnen opgenomen in de code Lippens zijn louter adviesgevend van aard waardoor het principe van 'pas toe of leg uit' hier niet gevolgd moet worden. In de code

Tabaksblat zijn de principes en best practice bepalingen onderverdeeld in vijf hoofdstukken. Voor zowel de principes als de bepalingen geldt het systeem van 'pas toe of leg uit'. Bovendien heeft de Nederlandse wetgeving dit systeem verankerd waardoor de beursgenoteerde ondernemingen van rechtswege een verplichting hebben de code volgens dit principe na te leven. De Nederlandse code wijst bij het gebruik van dit principe echter op het vermijden van een zogenaamde afvinkmentaliteit. Aandeelhouders, media en corporate governance ratingbureaus hebben immers de neiging afwijkingen van de bepalingen automatisch als negatief te beschouwen waardoor een beoordeling over de algehele bestuursstructuur van de vennootschap uit het oog wordt verloren. De commissie stelt dan ook dat deze groepen beter de argumentatie bij elke afwijking zorgvuldig beoordelen.

Het toezicht op de naleving van de code Lippens bestaat uit een combinatie van zelfregulering en marktregulering. De Belgische commissie is immers van mening dat controle op twee niveaus dient te worden uitgevoerd. Interne controle wordt gewaarborgd tussen de raad van bestuur en de zogenaamde referentieaandeelhouders. Zoals reeds vermeld in de bespreking van de code Lippens zijn de samenstelling van de raad van bestuur en een objectieve attitude van alle bestuurders in de besluitvorming van cruciaal belang. Via de aanstelling van vertegenwoordigers in de raad van bestuur kunnen de controlerende aandeelhouders niet enkel extern, maar ook intern toezicht houden. Deze referentieaandeelhouders brengen echter risico's met zich mee. De rechten en belangen van de minderheidsaandeelhouders en een focus op het vennootschapsbelang kunnen immers uit het oog worden verloren. Een sterke onafhankelijke raad van bestuur is dus noodzakelijk. Het tweede niveau van controle heeft betrekking op extern toezicht door de andere aandeelhouders en de CBFA. De aandeelhouders en voornamelijk de institutionele beleggers dienen de motivering bij elke afwijking grondig te beoordelen. Hierbij moeten ze rekening houden met alle relevante factoren van de vennootschap die afwijking verklaren. Zo wordt immers de eerder vermelde afvinkmentaliteit vermeden en kunnen de aandeelhouders een algemene evaluatie van de corporate governance binnen de onderneming bereiken.

Hoewel de Nederlandse code over het algemeen veel bijkomende informatie verschaft, wordt het toezicht relatief weinig besproken. De principes en best practice bepalingen omtrent controle zullen daarom hier reeds aangehaald worden. In de dualistische structuur, die

gekenmerkt wordt door twee afzonderlijke raden, zijn zowel het bestuur als de commissarissen verantwoordelijk voor het naleven van de code Tabaksblat. De onafhankelijkheid tussen deze twee organen komt de controle-uitoefening zeker ten goede. Om aan het systeem van 'checks and balances' te voldoen, spelen ook de aandeelhouders een belangrijke rol. In de functie van externe toezichthouder op de naleving van de code hebben ze dezelfde plicht als de aandeelhouders van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Om deze externe controle te stimuleren, bepaalt de Nederlandse code dat zo veel mogelijk aandeelhouders dienen te participeren in de besluitvorming tijdens de algemene vergadering. De onderneming moet dus binnen haar mogelijkheden voorzien dat aandeelhouders van op afstand kunnen stemmen. Voorts benadrukt de code Tabaksblat de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers. Deze worden geacht in het belang van de achterliggende beleggers te handelen en dienen dus zorgvuldige beoordelingen te maken over de motivering voor afwijking door de vennootschap waarin ze beleggen. Tot slot is de maatregel van certificering van aandelen opgenomen in de Nederlandse code om de invloed van een minderheid van aandeelhouders, ten gevolge van absenteïsme tijdens de algemene vergadering, te beperken. Naast deze zelfregulering door de twee ondernemingsraden en de aandeelhouders heeft de commissie bij de publicatie van de code in 2003 bepaald dat de Autoriteit Financiële Markten (AFM) een toezichthoudende rol zal krijgen. Dit toezicht zal bestaan uit het controleren van de opname van zowel een corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag als van een verklaring omtrent de naleving van de code. De AFM zal dus geen inhoudelijke toetsing uitvoeren. In België is deze rol van de financiële markttoezichthouder al in werking sinds de publicatie van de code Lippens. Dit kan verklaard worden doordat Belgische beursgenoteerde ondernemingen, in tegenstelling tot Nederlandse vennootschappen, niet onderworpen zijn aan een wettelijke verplichting om de code Lippens toe te passen. Andere autoriteiten zoals de CBFA dienen dan ook de ondernemingen in België te stimuleren deze code te hanteren in hun bestuursbeleid. Door de code Lippens als de referentiecode inzake corporate governance voor België te aanvaarden, heeft de CBFA hier zeker aan bijgedragen. Tot slot vervullen externe accountants ook een rol van toezicht. Naast een rapportage over de financiële cijfers dienen ook de werking van de interne controle- en risicobeheersingssystemen aan controle onderworpen te worden. De Nederlandse commissie wijst deze accountants ook op het opnemen van het corporate governance hoofdstuk in hun toetsing van het jaarverslag.

3.4.2 Specifieke vergelijking tussen code Lippens en code Tabaksblat

Zoals reeds vermeld, hebben de Belgische en de Nederlandse Commissie Corporate Governance geopteerd voor een verschillende opbouw van de respectievelijke codes. De code Lippens stelt een beperkt aantal principes centraal die worden uitgewerkt in bepalingen en richtlijnen voor de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. De Nederlandse variant bestaat uit vijf hoofdstukken die verder worden ingedeeld in verscheidene principes en best practice bepalingen. Deze keuze van opbouw leidt tot een erg groot verschil in kwantiteit tussen beide codes. Zo telt de code Lippens slechts negen principes en zevenentachtig bepalingen waar de Nederlandse variant er respectievelijk eenentwintig en honderddertien weergeeft. Het aantal pagina's van de code Tabaksblat bedraagt dan ook bijna dubbel zoveel wat doet vermoeden dat de Nederlandse Commissie een erg gedetailleerde uitwerking heeft gegeven aan het concept corporate governance. Verder laat de Nederlandse structuur van hoofdstukken toe de diverse betrokken partijen eenvoudig te onderscheiden. Zo worden het bestuur, de raad van commissarissen, de aandeelhouders, de interne auditfunctie en de externe accountant aangehaald. De principes van de Belgische code hebben het op het eerste zicht enkel over de raad van bestuur en de aandeelhouders. Een grondigere bestudering van de bepalingen is vereist om de rol van het uitvoerend management, de interne en de externe audit te achterhalen. Aangezien de Nederlandse Commissie geen bepalingen heeft geformuleerd inzake het management, zullen de structuur en de bevoegdheden van dit ondernemingsorgaan niet in detail beschouwd worden in deze eindverhandeling.

Naast deze verschillende indeling is de opmaak van de principes anders beschouwd in België en Nederland. De Belgische Commissie heeft een principe verwoord in één kernzin terwijl een Nederlands principe bestaat uit een hele alinea die de bijhorende bepalingen in grote lijnen samenvat. Verder lijken beide landen de formulering van de principes en bepalingen te hebben opgevat vanuit een ander perspectief. Zo is de code Lippens steeds uitgegaan van het standpunt van de vennootschap. Dit houdt in dat alle principes en bepalingen, inclusief voor de aandeelhouders en de externe auditor, geformuleerd zijn vanuit en opgelegd zijn aan de onderneming. De Nederlandse Commissie daarentegen heeft enkele principes en

bepalingen in verband met de aandeelhouders en de externe accountant geformuleerd voor en opgelegd aan deze partijen zelf en niet aan de onderneming.

Aangezien de codes Lippens en Tabaksblat zich voornamelijk op dezelfde partijen focussen, wordt verwacht dat de opgenomen thema's overeenstemmend zullen zijn. Door de verschillende opbouw van beide codes is deze overeenkomst niet op het eerste zicht af te leiden. Een uitgebreidere bestudering leidt daarom tot de volgende belangrijke thema's in beide codes: de bestuursstructuur, de kerncommissies, het remuneratiebeleid, de aandeelhouders en de openbaarmaking. Hieronder zullen de principes en bepalingen van deze onderwerpen vergeleken worden tussen België en Nederland. Bij deze vergelijking dient opgemerkt te worden dat enkel de grote lijnen bestudeerd worden zodat per thema een algemeen beeld wordt verkregen. Het opnemen van alle principes en bepalingen in deze eindverhandeling zou enkel leiden tot het overnemen van de bestaande Corporate Governance Codes en draagt dus niet bij tot het leveren van een toegevoegde waarde. Zoals reeds eerder vermeld, worden de richtlijnen van de code Lippens in de volgende vergelijkende studie niet in acht genomen. Deze richtlijnen dragen omwille van hun vrijblijvend karakter niet bij tot het verkrijgen van een algemene schets van het thema.

3.4.2.1 Principes en bepalingen in verband met de bestuursstructuur

Uit de classificatie van Weimer en Pape (1999) is gebleken dat de Belgische en Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen over het algemeen een verschillend bestuursmodel vertonen. Dit verschil verklaart gedeeltelijk de omvang van de code Tabaksblat. In het dualistische model van Nederland dienen zowel voor het bestuur als voor de raad van commissarissen principes en bepalingen geformuleerd te worden. Aangezien de Belgische unitaire structuur uit slechts één raad bestaat, moeten de bepalingen omtrent verantwoordelijkheden, samenstelling etc. maar eenmaal opgesteld worden.

De raad van bestuur in Belgische beursgenoteerde ondernemingen is, zoals beschreven in de taxonomie van Weimer en Pape (1999), belast met twee voornamen bevoegdheden. De code Lippens vertaalt deze enerzijds in het formuleren van de strategie en de waarden van de onderneming, alsook het bepalen van de voornamen beleidslijnen en de bereidheid voor

risico's. Anderzijds heeft de raad van bestuur een toezichthoudende functie op onder meer het uitvoerend management, de integriteit van de jaarrekening en de interne audit. Naast deze twee belangrijke taken heeft de Belgische Commissie beslist dat de raad van bestuur eveneens de structuur en de verantwoordelijkheden van het uitvoerend management dient op te stellen.

In de doorgaans dualistische structuur van Nederland worden deze functies door twee aparte organen uitgeoefend. Beide raden dienen wel hun bevoegdheden uit te voeren in het belang van de vennootschap en de verbonden ondernemingen. Hiertoe is een afweging van de belangen van de betrokken partijen noodzakelijk. Het bestuur staat in voor het verwezenlijken van de doelstellingen, de strategie, het beleid en de resultatenontwikkeling. Zoals bij de Belgische raad van bestuur dient het Nederlandse bestuur ook te controleren of een systeem van interne controle en risicobeheersing aanwezig is in de vennootschap. In afwijking met de Belgische bepalingen stelt de code Tabaksblat expliciet dat het bestuur ook verantwoordelijk is voor de financiering van de onderneming. Verder accentueert de Nederlandse Corporate Governance Code ten opzichte van de Belgische tegenhanger meer het vennootschapsbelang en het naleven van geldende wet- en regelgeving bij de werkwijze van het bestuur.

Het tweede afzonderlijke bestuursorgaan, met name de raad van commissarissen, is belast met een toezichtshoudende functie. De commissarissen dienen immers het bestuur te controleren op onder andere het verwezenlijken van de vennootschapsdoelstellingen, het proces van financiële verslaggeving en de werking van risicobeheersingsystemen. Voor dit laatste aspect moeten de commissarissen eenmaal per jaar de strategie en de relevante risico's voor de vennootschap evalueren. Tot slot wordt de raad van commissarissen geacht het bestuur bij te staan met advies en steeds te handelen in het belang van de onderneming.

Het aanwenden van een verschillende bestuursstructuur brengt voor België en Nederland een andere regeling inzake verantwoordingsplicht met zich mee. De Belgische bestuurders dragen verantwoordelijkheid ten aanzien van de aandeelhouders van de vennootschap. Het bestuur in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen dient voor zijn taken

verantwoording af te leggen aan zowel de raad van commissarissen als de aandeelhouders. De commissarissen op hun beurt staan zelf in voor de beoordeling van hun werking. Naast de verantwoordingsplicht is de samenstelling een essentieel element om een optimale functionering van de bestuursstructuur te bevorderen. De code Lippens bepaalt immers dat de samenstelling van de raad van bestuur beslissingen dient te bewerkstelligen in het belang van de vennootschap. Een afweging van de benodigde verscheidenheid en complementariteit inzake competenties, kennis en ervaring vormen dan ook de beslissingsbasis voor de vorming van de raad van bestuur. De Nederlandse Corporate Governance Code voorziet enkel principes en bepalingen voor de samenstelling van de raad van commissarissen. Begrippen zoals onafhankelijkheid en een kritische geest staan centraal bij de vorming van deze raad. Zo mag slechts één commissaris afhankelijk zijn. De criteria voor afhankelijkheid zijn in de code Tabaksblat opgenomen onder best practice bepaling III.2.2. Verder dient minstens één commissaris een expertise te bezitten in financiële administratie/accounting. De Belgische bepalingen in verband met onafhankelijkheid van de bestuurders zijn soepeler, maar leggen een bijkomende eis op. Zo moet minstens de helft van de bestuurders geen uitvoerende functie uitoefenen in de onderneming en van dit aantal dienen minstens drie bestuursleden onafhankelijk te zijn. De Belgische Commissie tracht op deze manier overdreven beslissingsmacht door een bestuurder of een groep van bestuurders tegen te gaan. Onder bepaling 2.3 neemt de code Lippens de onafhankelijkheidscriteria op.

Hoewel beide codes een duidelijk beeld geven over de samenstelling van de bestuursstructuur, wijdt enkel de Belgische code een afzonderlijk principe aan de aanstelling van bestuursleden. De raad van bestuur dient namelijk een rigoureuze en transparante benoemingsprocedure op te starten en gepaste selectiecriteria te formuleren. Bij een nieuwe benoeming worden de bestuursleden geacht de aanwezige en de nog noodzakelijke bekwaamheden, kennis en ervaring in de raad te beoordelen. Dit proces mondt uit in het opstellen van een profiel voor geschikte kandidaten. Vervolgens dient de raad van bestuur de onafhankelijkheid van de kandidaten te evalueren. Met de hulp van het benoemingscomité (zie 3.4.2.2) maakt de raad van bestuur dan voorstellen tot (her)benoeming over aan de algemene vergadering van aandeelhouders. Enige uitzondering op deze aanstelling door de aandeelhouders is de functie van voorzitter van de raad van bestuur. Deze wordt namelijk door de raad zelf gekozen en benoemd. De Nederlandse

Corporate Governance Code heeft geen afzonderlijk principe gewijd aan de aanstellingsprocedure. Zoals in het Belgische systeem dienen selectiecriteria en een benoemingsprocedure opgesteld te worden. Daar het bestuursmodel dualistisch is, wordt dit proces zowel voor bestuurders als voor commissarissen uitgevoerd. Deze taak behoort echter tot de verantwoordelijkheden van een gespecialiseerde kerncommissie, met name de selectie- en benoemingscommissie (zie 3.4.2.2). Verder verleent deze commissie haar hulp aan de commissarissen bij het opstellen van een profielschets over de grootte en samenstelling van de raad van commissarissen. Dit profiel neemt de aard van de vennootschap, de activiteiten en de benodigde bekwaamheden en ervaring van de commissarissen in acht. Welk ondernemingsorgaan de kandidaturen in overweging neemt en de uiteindelijke (her)benoeming uitvoert, wordt in de code Tabaksblad niet expliciet vermeld.

Bij het voorstel tot benoeming vermeldt de raad van bestuur in Belgische beursgenoteerde ondernemingen de termijn van het mandaat. Deze periode mag maximaal vier jaar bedragen. Voor de bestuurders in Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen geldt dezelfde limiet. Bovendien bepaalt de code Tabaksblad expliciet dat een herbenoeming steeds mogelijk is voor eenzelfde termijn van vier jaar. Wat betreft de functie van commissaris wordt blijkbaar geen maximale looptijd opgelegd. De Nederlandse code stelt immers dat het verslag van de raad van commissarissen melding moet maken van de benoemingstermijn van elke commissaris.

3.4.2.2 Principes en bepalingen in verband met kerncommissies

Om de besluitvorming bij bepaalde materies te ondersteunen, voorzien de Belgische en Nederlandse code drie gespecialiseerde comités respectievelijk commissies. Deze organen brengen advies uit over het remuneratiebeleid, de benoemings- en auditprocedure. In de Belgische unitaire ondernemingsstructuur worden deze comités opgericht uit de raad van bestuur terwijl de raad van commissarissen in de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen deze commissies oplevert. De code Tabaksblad vermeldt wel dat de raad van commissarissen uit meer dan vier leden moet bestaan om deze commissies te kunnen vormen.

Hoewel de Belgische Corporate Governance Code niet nader bepaalt uit hoeveel leden de raad van bestuur dient te bestaan, wordt een dergelijke bepaling wel opgelegd voor het audit-, remuneratie- en benoemingscomité. Elk comité dient immers samengesteld te zijn uit ten minste drie leden van de raad van bestuur. Deze leden, waarvan één voorzitter is van het specifieke comité, worden door de raad van bestuur aangesteld. In de Nederlandse code wordt geen algemene bepaling opgelegd over de omvang van de audit-, remuneratie-, benoemings- en selectiecommissie. De code stelt enkel dat in elke commissie maximaal één afhankelijk lid mag zetelen. Bij niet oprichting van de kerncommissies dient de hele raad van commissarissen de bevoegdheden van deze organen uit te oefenen.

Het auditcomité en de auditcommissie

Een eerste vergelijking tussen beide codes toont aan dat de Belgische Commissie de bepalingen voor het auditcomité uitvoeriger heeft opgenomen. Dit comité dient de raad van bestuur te ondersteunen in het uitvoeren van toezicht. De Belgische Commissie heeft deze taak omschreven als het uitoefenen van controle in de meest algemene zin van het woord. De code Lippens onderscheidt in deze taakomschrijving vier aspecten, met name financiële rapportering, intern auditproces, extern auditproces en tot slot interne controle en risicobeheer. De financiële verslaggeving omvat het uitoefenen van toezicht op de integriteit van de financiële gegevens voordat deze openbaar worden gemaakt. Bij dit aspect dienen voornamelijk de accuraatheid, de volledigheid en het consequente karakter geëvalueerd te worden. Voor belangrijke kwesties hieromtrent wordt het auditcomité geacht dit te bespreken met het uitvoerend management en de commissaris. Om het tweede onderdeel van het takenpakket te kunnen uitvoeren, stelt de code Lippens dat een onafhankelijke interne auditfunctie aanwezig moet zijn. De toegewezen middelen voor deze functie dienen tegemoet te komen aan de aard, de grootte en de complexiteit van de vennootschap. Indien de interne audit niet beschikbaar is, moet jaarlijks de behoefte aan dergelijke functie geëvalueerd worden. De controlebevoegdheden van het auditcomité omvatten onder andere het werkprogramma van de interne auditor te controleren, de effectiviteit van het proces te evalueren en voorstellen tot benoeming of ontslag van het hoofd van de interne audit aan te brengen. Wat betreft de externe audit wordt het auditcomité geacht voorstellen te doen aan de raad van bestuur voor de benoemingsprocedure van een commissaris. Bij deze selectie

van kandidaten dient de onafhankelijkheid van de externe auditor gecontroleerd te worden. Zoals bij de interne audit dient het comité het werkprogramma en de effectiviteit van het extern auditproces te beoordelen. Tot slot controleert dit kerncomité de mate van naleving aan de aanbevelingen van de commissaris door het management. Voor de laatste bevoegdheid dient het auditcomité jaarlijks de systemen voor interne controle en risicobeheersing, die het uitvoerend management heeft opgericht, te evalueren. Verder worden de uitspraken in het jaarverslag omtrent dit aspect en de procedure waarmee werknemers blijf kunnen geven van onregelmatigheden in de financiële verslaggeving onderzocht.

Zoals in het Belgische corporate governance systeem vervult de auditcommissie in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen de rol van controle-orgaan op het bestuur. In de code Tabaksblat is de taakinhoud van deze commissie echter ruimer, maar minder gedetailleerd uitgewerkt in de bepalingen. Naast de vier taakomschrijvingen vermeld in de code Lippens behoren controle op onder meer de financiering van de onderneming, de toepassing van informatietechnologie en het opvolgen van advies van interne en externe accountants tot het domein van de auditcommissie. Verder is dit toezichthoudend orgaan een eerste contactpersoon voor de externe accountant bij onregelmatigheden in de financiële rapportering. De relatie tussen de externe accountant en de vennootschap wordt in de code Tabaksblat uitdrukkelijk bepaald als onderdeel van een afzonderlijk hoofdstuk. Deze bepalingen, zoals rapporteren van de audit op de jaarrekening aan het bestuur en de raad van commissarissen, dienen door deze externe partij nageleefd te worden. Aangezien de Belgische code geen bepalingen heeft opgelegd aan de externe auditor is een vergelijking hieromtrent niet mogelijk.

Aangaande de samenstelling van het auditcomité respectievelijk –commissie zijn de Belgische en Nederlandse bepalingen verschillend. De code Lippens stelt dat dit comité enkel uit niet-uitvoerende bestuursleden mag bestaan waarvan minimaal een meerderheid een onafhankelijke positie heeft. Verder moeten alle leden van het auditcomité relevante financiële expertise bezitten zodat het comité in zijn geheel zijn taken doeltreffend kan uitvoeren. Voor de functie van hoofd van dit comité komt de voorzitter van de raad van bestuur niet in aanmerking. In de Nederlandse Corporate Governance Code mag noch de

voorzitter van de raad van commissarissen noch een ex-bestuurder van de onderneming de auditcommissie leiden. Daarnaast zetelt minsten één financieel expert in deze auditcommissie.

Het remuneratiecomité en de remuneratiecommissie

Bij de bestudering van de Belgische en Nederlandse Corporate Governance Code valt het verschil in samenstelling van het remuneratiecomité op. De code Lippens bepaalt dat dit comité enkel niet-uitvoerende bestuursleden omvat waarvan minstens de meerderheid onafhankelijk is. Het voorzitterschap wordt toegewezen aan de voorzitter van de raad van bestuur of een andere niet-uitvoerende bestuurder. Verder is de CEO ook aanwezig bij de vergaderingen van het remuneratiecomité behalve wanneer zijn of haar eigen bezoldiging besproken wordt. De Nederlandse tegenhanger stelt over de samenstelling enkel dat hoogstens één lid van de remuneratiecommissie bestuurder mag zijn in een andere Nederlandse beursgenoteerde onderneming. De functie van voorzitter mag niet door de voorzitter van de raad van commissarissen, een ex-bestuurder van de onderneming, een commissaris die bestuurder is bij een andere beursgenoteerde onderneming opgenomen worden. Een opmerkelijk verschilpunt is dus dat in België de voorzitter van het bestuursorgaan wel hoofd mag zijn van het remuneratiecomité terwijl de Nederlandse code dit niet toelaat.

Aangaande de taakomschrijving van het remuneratiecomité tonen beide codes meer overeenkomst. Dit orgaan dient namelijk aanbevelingen te maken over het te voeren remuneratiebeleid dat verderop in deze eindverhandeling zal beschreven worden. De code Lippens vermeldt echter in het zevende principe een bijkomende taak. Het remuneratiecomité moet samen met de CEO minimaal één maal per jaar de functionering en de prestaties van het uitvoerend management evalueren. Bij de beoordeling van de CEO dient deze laatste niet aanwezig te zijn .

Het benoemingscomité en de benoemings- en selectiecommissie

Zoals bij het voorgaande gespecialiseerd orgaan is de samenstelling van het benoemingscomité een belangrijk verschilpunt met de Nederlandse code. De Belgische Commissie stelt dat een meerderheid van dit comité dient te bestaan uit onafhankelijke en niet-uitvoerende bestuursleden. Het voorzitterschap wordt, zoals bij het remuneratiecomité, uitgeoefend door de voorzitter van de raad van bestuur of een andere niet-uitvoerende bestuurder. Voor de benoeming van zijn of haar opvolger mag de voorzitter van de raad van bestuur wel deelnemen, maar het comité niet leiden. De Nederlandse code Tabaksblat geeft geen bepalingen weer over de samenstelling van de selectie- en benoemingscommissie.

Het takenpakket van het benoemingsorgaan bestaat uit het voorstellen van kandidaten voor (her)benoeming. Het Belgische benoemingscomité richt deze aanbevelingen tot de raad van bestuur terwijl de Nederlandse selectie- en benoemingscommissie deze overmaakt aan de raad van commissarissen. De code Lippens stelt verder dat het benoemingscomité voorstellen in ontvangst neemt van het management, de CEO en de aandeelhouders. De Nederlandse Commissie daarentegen voegt aan de taakomschrijving enkele elementen toe. Zoals reeds vermeld bij de principes en bepalingen omtrent de bestuursstructuur, dient deze commissie criteria voor selecties, procedures voor benoemingen en een profielschets van de raad van commissarissen op te stellen. Deze taak wordt in Belgische beursgenoteerde ondernemingen uitgevoerd door de raad van bestuur. Verder evalueert de selectie- en benoemingscommissie periodiek de grootte en omvang van de raad van commissarissen en het bestuur, alsook de prestaties van de commissarissen en de bestuursleden. Tot slot controleert deze commissie de selectiecriteria en aanstellingsprocedure die het bestuur aanwendt voor de benoeming van de hogere managementfuncties.

3.4.2.3 Principes en bepalingen in verband met het remuneratiebeleid

De invulling van het bestuursmodel door België en Nederland zorgt voor verschillen in het remuneratiebeleid. Hoewel de Belgische unitaire structuur slechts uit één bestuursorgaan bestaat, worden de bepalingen in verband met de bezoldigingen opgesplitst naar uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders. Daarnaast voorziet de code Lippens

remuneratiebepalingen voor het uitvoerend management. Het doorgaans dubbel bestuursmodel van Nederland vereist voor het beleid van bezoldigingen afzonderlijke bepalingen voor het bestuur en de raad van commissarissen. Aangezien de structuur van het uitvoerend management niet behandeld wordt in de code Tabaksblat zijn dan ook geen bepalingen omtrent bezoldiging voor deze partij terug te vinden.

De Belgische Commissie Corporate Governance wenst met het remuneratiebeleid de benodigde bestuurders en uitvoerende managers aan te trekken, te motiveren en te behouden. Niet-uitvoerende bestuurders worden vergoed op basis van hun verantwoordelijkheden en tijdsbesteding. Deze bezoldiging mag niet gerelateerd zijn aan geleverde prestaties zoals bonussen of aandelengerelateerde incentiveprogramma's op lange termijn en mag niet bestaan uit voordelen in natura of voordelen inzake pensioenplannen. Voor uitvoerende bestuurders van Belgische beursgenoteerde vennootschappen omvat de bezoldiging twee onderdelen. In hun functie van bestuurder ontvangen zij een remuneratie naar de bepalingen van niet-uitvoerende bestuurders. Daarnaast worden deze bestuurders in hun hoedanigheid van uitvoerend manager vergoed volgens de remuneratiebepalingen van toepassing op het uitvoerend management. De bezoldiging voor deze laatste groep is gedeeltelijk verbonden aan de realisaties van de vennootschap en de individuele prestaties. Op deze manier tracht de code Lippens het principaal-agentprobleem te minimaliseren zodat de belangen van het management in lijn liggen met die van de bestuurders en de aandeelhouders. Verder wordt bij de bezoldiging van een manager die eveneens uitvoerend bestuurder is rekening gehouden met de remuneratie die hij als bestuurder ontvangt. Tot slot bepaalt de Belgische code dat bonussen, aandelen, aandelenopties of andere rechten om aandelen te verwerven, toegestaan zijn ter vergoeding van het uitvoerend management. De toekenning van bonussen gebeurt aan de hand van objectieve prestatiecriteria die bijdragen tot het bevorderen van de ondernemingswaarde. De diverse vergoedingssystemen omtrent aandelen dienen voorafgaand op de algemene vergadering van de aandeelhouders goedgekeurd te worden.

Bij bestudering van de code Tabaksblat valt op dat het remuneratiebeleid aanzienlijk uitgebreider wordt behandeld dan in de Belgische Corporate Governance Code. Vooral voor het bestuur in de dualistische Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zijn de

remuneratiebepalingen grondig uitgewerkt. De code Tabaksblad stelt dat de bezoldiging voor bestuurders kan bestaan uit een vast en een variabel deel. Dit variabel loon hangt af van de prestaties en dient tot een sterkere relatie tussen de bestuurders en de onderneming te leiden. Zoals in de Belgische code wenst de Nederlandse Commissie met deze remuneratie gekwalificeerde bestuurders aan te trekken en te behouden. Daarnaast dienen de structuur en de hoogte van de bezoldiging bestuurders te stimuleren om te handelen in het vennootschapsbelang op middellange en lange termijn. Evoluties van onder andere de ondernemingsresultaten en de aandelenkoers worden dan ook in beschouwing genomen voor de bepaling van de omvang en samenstelling van de remuneratie. Deze aanzet tot deugdelijk gedrag van de bestuurders wordt in de Belgische remuneratiebepalingen enkel vermeld op het niveau van het uitvoerend management. De code Lippens tracht immers via de eerder besproken samenstelling van de raad van bestuur de bestuursleden in lijn te brengen met het vennootschapsbelang. De Nederlandse Commissie daarentegen benadrukt het remuneratiebeleid als mechanisme om de principaal-agentproblemen te beperken.

De bezoldigingspolitiek omtrent aandelen en opties is voor de bestuursleden in Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen veel strikter vastgelegd dan voor de bestuurders in België. De code Tabaksblad stelt expliciet dat aandelen in de vennootschap, die verkregen zijn zonder een financiële vergoeding, dienen aangehouden te worden als een investering op lange termijn. De bestuurder wordt geacht deze effecten telkens voor een periode van minimaal vijf jaar te bezitten. Indien de bestuurder zijn mandaat beëindigt voor deze termijn, is hij niet verplicht de aandelen nog langer aan te houden. Bovendien heeft de Nederlandse Commissie bepaald dat het aantal uit te keren aandelen aan bestuurders afhangt van het bereiken van vooraf gespecificeerde en kwantificeerbare doelstellingen. Bij de opties voor aandelen in de vennootschap blijkt eenzelfde gedachte van belegging op lange termijn. De code Tabaksblad legt immers bij de toekenning een opschortende voorwaarde op die stelt dat minimum drie jaar na de toekenning de bestuursleden vooraf bepaalde prestaties dienen te hebben gerealiseerd. Indien opties worden uitgekeerd zonder dergelijke voorwaarde moeten bij de toekenning prestatie maatstaven aangewend worden en mogen deze effecten de eerste drie jaren na de toekenning niet uitgeoefend worden. Voor de uitoefenprijs van de opties heeft de Nederlandse Commissie ook bepalingen geformuleerd.

Een volgend opmerkelijk verschilpunt met de Belgische remuneratiepolitiek zijn de bepalingen omtrent de ontslagvergoeding. De code Lippens maakt enkel melding dat vertrekregelingen met het uitvoerend management openbaar dienen gemaakt te worden. Voor de bestuursleden van Belgische beursgenoteerde ondernemingen worden noch over de hoogte, noch over de openbaarmaking van de vertrekpremie bepalingen opgelegd. De Nederlandse Commissie daarentegen heeft in dit verband vastgesteld dat de ontslagvergoeding geen 'beloning' mag zijn voor slecht presterende bestuurders. De omvang van een dergelijke vergoeding wordt daarom beperkt tot het maximum van éénmaal het jaarsalaris. Indien dit bedrag kennelijk onredelijk is, laat de code Tabaksblad een afwijking van dit maximum toe.

Naast deze gedetailleerdere uitwerking over de omvang en structuur van de bezoldiging voor bestuurders, besteedt de code Tabaksblad in vergelijking met de Belgische variant meer aandacht aan de vaststelling van de remuneratie. Het Nederlandse principe stelt dat de raad van commissarissen de vergoedingen van de bestuurders bepaalt nadat de remuneratiecommissie hier voorstellen heeft over gemaakt. Voor de uitoefening van deze taak dienen de commissarissen een remuneratierapport op te stellen. De bepalingen over de inhoud van dit rapport hebben voornamelijk betrekking op de verantwoording van het bezoldigingsbeleid. Zo is bijvoorbeeld een motivering vereist voor de verhouding variabel-vast loon en voor de contractuele diensttermijn van de bestuurders. Bovendien dient dit rapport tijdens de algemene vergadering vastgesteld te worden door de aandeelhouders. Vergoedingen aan bestuursleden in de vorm van aandelen of rechten tot aandelen moeten echter door de aandeelhouders goedgekeurd worden.

Het Belgische principe inzake remuneratie geeft enkel bij het uitvoerend management aan welk bestuursorgaan hun bezoldiging bepaalt. Deze bevoegdheid komt in Belgische beursgenoteerde ondernemingen namelijk toe aan de raad van bestuur. Voor de vaststelling van de bezoldigingen van de uitvoerende en niet-uitvoerende bestuursleden wordt in dit principe geen informatie voorzien. Uit het vijfde principe aangaande de oprichting van gespecialiseerde comités en de bijhorende bijlagen is deze verantwoordelijkheid inzake bezoldigingsbeleid wel af te leiden. Het remuneratiecomité dient, zoals in overeenstemming

met de Nederlandse remuneratiecommissie, voorstellen over te maken aan de raad van bestuur. De code Lippens bepaalt dat deze voorstellen betrekking hebben op het remuneratiebeleid voor de niet-uitvoerende bestuurders en het uitvoerend management. Aangezien voor de uitvoerende bestuursleden de bepalingen van zowel niet-uitvoerende bestuurders als managers van toepassing zijn, wordt de vaststelling van hun vergoeding ook onrechtstreeks uitgeoefend door de raad van bestuur. Uit de code blijkt eveneens dat de aandeelhouders een uiteindelijke beslissing nemen over de voorstellen omtrent het remuneratiebeleid voor niet-uitvoerende bestuurders.

De bepalingen inzake bezoldigingspolitiek voor de raad van commissarissen zijn minder omvangrijk dan de bovengaande voor het bestuur. De Nederlandse Corporate Governance Code stelt dat de remuneratie van commissarissen niet gerelateerd is aan het ondernemingsresultaat. Verder mag hun bezoldiging geen aandelen of rechten op aandelen bevatten. Indien een commissaris toch aandelen in de vennootschap bezit, worden deze, zoals geldt voor de bestuursleden, aangehouden als een belegging op lange termijn. Tot slot vermeldt de code Tabaksblat dat de aandeelhouders bevoegd zijn voor de vaststelling van deze bezoldiging.

3.4.2.4 Principes en bepalingen in verband met aandeelhouders

De Belgische en Nederlandse Corporate Governance Commissie hebben bij de opstelling van de codes beide belang gehecht aan de aandeelhouders van de vennootschap. Zoals reeds eerder vermeld, zijn de bepalingen hieromtrent wel vanuit een verschillend perspectief geformuleerd in beide codes. In de Belgische variant is het achtste principe van toepassing op de vennootschap terwijl het hoofdstuk "De (algemene vergadering van) aandeelhouders" in de code Tabaksblat opgesteld is voor zowel de onderneming als de aandeelhouders zelf. Verder bevat de Nederlandse code duidelijk meer principes en best practice bepalingen wat leidt tot een gedetailleerdere uitwerking van dit thema.

De rol van de aandeelhouders in het ondernemingsgebeuren wordt enkel in de Nederlandse code besproken. Deze groep van stakeholders wordt namelijk geacht bij te dragen aan het systeem van "checks and balances". Hiertoe dienen de aandeelhouders via de algemene

vergadering in staat te zijn invloed uit te oefenen op het beleid van het bestuur en de raad van commissarissen. De code Tabaksblat stelt ook in dit verband dat tijdens deze algemene vergadering gestemd wordt over de goedkeuring van het beleid van beide vennootschapsorganen. Deze bepalingen illustreren duidelijk de verantwoordingsplicht van het bestuur en de raad van commissarissen aan de aandeelhouders. Verder heeft de Nederlandse Commissie voor enkele specifieke situaties, zoals het reservering-en dividendbeleid, de bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders vermeld.

Een overeenstemmend element in beide codes is de informatieverstopping aan de aandeelhouders om zo een gelijkwaardige behandeling door de vennootschap te bevorderen. De unitaire en dualistische bestuursorganen dienen dus alle noodzakelijke en relevante inlichtingen te bezorgen aan alle aandeelhouders zodat deze laatstgenoemden hun rechten naar behoren kunnen uitvoeren. De code Tabaksblat stelt wel dat bij verzet door een zwaarwichtig belang van de vennootschap het bestuur en de raad van commissarissen informatie mogen achterhouden. Beide codes wijzen ook op het belang van koersgevoelige informatie. In dergelijk geval dient de onderneming immers deze gegevens onmiddellijk openbaar te maken. De code Lippens voegt aan deze onverwijld bekendmaking expliciet de informatie toe die leidt tot verandering in de rechten van de aandeelhouders. In tegenstelling tot de Belgische variant betreft de code Tabaksblat in de informatievoorziening ook de rol van financiële analisten. De onafhankelijkheid tussen de onderneming en deze analisten moet behouden blijven. Zo mag de vennootschap bijvoorbeeld voor het opstellen van een analistenverslag geen compensatie verschaffen tenzij dit werk geleverd wordt door credit rating bureaus.

3.4.2.5 Principes en bepalingen in verband met openbaarmaking

De openbaarmaking van deugdelijk bestuur is belangrijk om de transparantie in het ondernemingsbeleid te vergroten. Een vergelijking tussen de inhoud van tabel vier en vijf geeft aan dat de Belgische Corporate Governance Code het thema van publicatie veel uitdrukkelijker behandelt dan de Nederlandse tegenhanger. Het laatste principe in de code Lippens stelt dat Belgische beursgenoteerde ondernemingen openbaarmaking moeten

bewerkstelligen via twee documenten. In het Corporate Governance Charter (CG Charter), dat op de website van de onderneming beschikbaar is, neemt de onderneming de belangrijkste aspecten van haar beleid omtrent corporate governance op zoals de bestuursstructuur en het remuneratiebeleid. Verder verklaart de onderneming in dit charter de principes van de code Lippens na te volgen. Als tweede document dient de vennootschap het Corporate Governance Hoofdstuk (CG Hoofdstuk) op te nemen in het jaarverslag. Dit hoofdstuk zet meer feitelijke informatie inzake deugdelijk ondernemingsbestuur uiteen. Zo worden onder andere afwijkingen van bepalingen en wijzigingen in het ondernemingsbeleid gedurende dat jaar meegedeeld en gemotiveerd. De code Lippens voorziet in de bijlagen een overzichtelijke opsomming van de vereiste informatie voor beide documenten. Zoals reeds in de principes en bepalingen omtrent aandeelhouders aangehaald, bepaalt het Belgische principe over openbaarmaking dat koersgevoelige info onmiddellijk publiekelijk moet worden meegedeeld.

In tegenstelling tot de Belgische code is het thema omtrent openbaarmaking niet in een afzonderlijk hoofdstuk opgenomen in de Nederlandse code Tabaksblat. Het eerste hoofdstuk stelt heel bondig dat het jaarverslag een apart hoofdstuk omvat waarin de mate van naleving van de code wordt omschreven. Bij afwijkingen van de best practice bepalingen dient een motivering toegevoegd te worden. Aangaande de openbaarmaking van koersgevoelige informatie bepaalt de code Tabaksblat dat de inlichtingen simultaan en in gelijke mate dient verstrekt te worden aan aandeelhouders en andere partijen op de financiële markt. Zoals bij de Belgische code ook is vast te stellen, wordt in de principes en de best practice bepalingen aangegeven welke informatie van het deugdelijk ondernemingsbestuur openbaar moet gemaakt worden. In het vervolg van deze eindverhandeling zal aan de hand van een empirische studie de topic openbaarmaking in de praktijk vergeleken worden tussen beide landen.

HOOFDSTUK 4: Praktijkstudie van Belgische en Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen

De bevindingen uit de vergelijkende studie tussen de codes Lippens en Tabaksblat worden in dit hoofdstuk getoetst aan de praktijk. Een aantal Belgische en Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zullen op een wetenschappelijk verantwoorde wijze geselecteerd worden om hun mate van naleving aan de codes te bestuderen. Hiervoor zal het hoofdstuk corporate governance in het jaarverslag aangewend worden.

4.1 Verantwoording en opstelling van de steekproef

Aangezien deze eindverhandeling binnen een beperkt tijds kader tot stand komt, is het niet haalbaar alle Belgische en Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen te onderwerpen aan dit onderzoek. In dit werk wordt dan ook geopteerd voor een steekproef die toelaat algemene conclusies te trekken voor deze hele populatie van vennootschappen. De eerste stap in het opstellen van de steekproef bestond uit het opvragen van een lijst van genoteerde ondernemingen op Euronext Brussel. Een zelfde lijst werd bekomen van de bedrijven die genoteerd staan op Euronext Amsterdam. Op de website van NYSE Euronext kan dergelijke opsomming eenvoudig verkregen worden. Van deze resulterende lijsten werden vervolgens de buitenlandse ondernemingen geëlimineerd. Het toepassingsgebied van de code Lippens en Tabaksblat stelt immers dat de maatschappelijke zetel van de vennootschap gevestigd moet zijn in respectievelijk België en Nederland. Deze eliminatie gebeurde door de optie 'Euronext-lokale aandelen' als filter aan te duiden. Op deze manier werden honderdzesenvieftig Belgische vennootschappen bekomen terwijl Euronext Amsterdam honderdachtenvijftig noteringen van Nederlandse ondernemingen verschafte.

Daar dit onderzoek een algemeen beeld wenst te schetsen over de naleving van de corporate governance codes in België en Nederland, werd geopteerd om ondernemingen uit verschillende industrieën op te nemen in de steekproef. Deze keuze voor een totaalbeeld van de markt kon eenvoudig verwerkt worden in de steekproef. De website van NYSE

Euronext laat immers toe om de lijsten van Belgische en Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen (bijlage 2 en 3) onder te verdelen in tien industrieën, zijnde

- olie en gas
- basismaterialen
- industriële ondernemingen
- consumentengoederen
- gezondheidszorg
- consumentendiensten
- telecommunicatie
- nutsvoorzieningen
- financiële diensten
- technologie

Op deze manier werden voor zowel België als Nederland tien lijsten gegenereerd die elk de beursgenoteerde ondernemingen in een bepaalde industrie weergeven. Vervolgens werden uit elke lijst twee vennootschappen gekozen waarvan het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag wordt bestudeerd. Voor België en Nederland zullen dus twintig van de respectievelijk honderzesenzeventig en honderachtenvijftig vennootschappen opgenomen worden in de steekproef. Dit aantal wordt voldoende geacht om een duidelijk beeld te verkrijgen over de toepassing van de codes in België en Nederland.

De keuze van twee ondernemingen per industrie gebeurde aan de hand van het concept marktkapitalisatie. De marktkapitalisatie of beurswaarde van een vennootschap wordt gevormd door het aantal uitstaande aandelen te vermenigvuldigen met de beurskoers. Deze maatstaf wordt gehanteerd als indicator voor de grootte van ondernemingen. Zoals reeds vermeld in hoofdstuk drie werd in meerdere studies aangetoond dat de mate van naleving van corporate governance codes sterk afhankelijk is van de specifieke kenmerken van de onderneming zoals de omvang. Om een valabele vergelijking tussen België en Nederland te bekomen, werden dus ondernemingen met een gelijkaardige beurswaarde opgenomen in de steekproef. De effectenbeurs NYSE Euronext onderscheidt drie categorieën van marktkapitalisatie, met name

- segment A of de zogenaamde Blue Chips waar marktkapitalisatie van de onderneming meer dan één miljard euro bedraagt
- segment B of de Mid Cap die ondernemingen vertegenwoordigt met een beurswaarde tussen honderdvijftig en één miljard euro
- segment C of de Small Cap omvatten de ondernemingen met een marktkapitalisatie kleiner dan honderdvijftig miljoen euro

De eerder bekomen tien lijsten van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen per industrie werden gereduceerd door de beperking van Blue Chips op te leggen. Op de tien lijsten van de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen werd dezelfde procedure toegepast. De keuze voor deze categorie van beurswaarde kan verklaard worden doordat grote ondernemingen omwille van hun omvang beter in staat zijn de codes van deugdelijk bestuur na te leven. Aangezien deze eindverhandeling zich toespitst op verschillen en overeenkomsten in de invulling van corporate governance tussen België en Nederland zijn dit type ondernemingen beter geschikt voor de praktijkstudie. Kleinere beursgenoteerde vennootschappen en in het bijzonder de nieuw opgerichte ondernemingen onder hen zullen waarschijnlijk meer afwijken van sommige bepalingen in de codes wat de doelstelling van deze eindverhandeling niet ten goede komt.

Op basis van willekeur werd beslist dat de twee eerstvermelde ondernemingen van deze beperkte lijsten werden geselecteerd voor de steekproef. Indien echter in een bepaalde industrie geen of slechts één onderneming genoteerd stond in het segment Blue Chips werden twee ondernemingen uit de categorie Mid Cap opgenomen. Dit was bijvoorbeeld het geval voor de consumentengoederen. Op Euronext Amsterdam staan dertien Nederlandse ondernemingen met een marktkapitalisatie Blue Chips genoteerd terwijl de Brusselse tegenhanger slechts één onderneming in deze industrie en met die marktkapitalisatie vermeldt. Om het criterium van eenzelfde marktkapitalisatie te blijven hanteren, werden dan ook de twee eerstvermelde Belgische en de twee eerstvermelde Nederlandse ondernemingen gekozen in de categorie Mid Cap.

Het resultaat van voorgaande werkwijze heeft geleid tot de opname van volgende Belgische en Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen in de steekproef (tabel 5). Naast

vermelding van de vennootschappen wordt telkens het segment van marktkapitalisatie aangegeven.

Tabel 5: Steekproef van Belgische en Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen (Eigen bewerking)

Industrie	Belgische beursgenoteerde ondernemingen	Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen
Olie en gas	In de drie segmenten zijn geen Belgische ondernemingen genoteerd i	Blue Chips Fugro Royall Dutch Shell A
Basismaterialen	Blue Chips Nyrstar Solvac	Blue Chips Akzo Nobel AMG
Industriële ondernemingen	Blue Chips Ackermans & Van Haaren Agfa-Gevaert	Blue Chips Aalberts Industries Arcadis
Consumentengoederen	Mid Cap Duvel Moortgat (Henex) Lotus Bakeries	Mid Cap Accell Group Samas
Gezondheidszorg	Mid Cap Ablynx (Devgen) Galapagos	Mid Cap Crucell Pharming Group
Consumentendiensten	Blue Chips Colruyt D'Ieteren	Blue Chips Ahold Jetix Europe
Telecommunicatie	Blue Chips Belgacom Mobistar	Blue Chips KPN
Nutsvoorzieningen	Mid Cap	In de drie categorieën zijn

	Distrigaz Fluxys	geen Nederlandse ondernemingen genoteerd
Financiële diensten	Blue Chips (Nationale Bank van België) Cofinimmo Dexia	Blue Chips ABN AMRO Holding Aegon
Technologie	Mid Cap Econocom Group Melexis	Mid Cap ASM International (Baan) Exact Holding

Uit de tabel blijkt dat voor de industrie olie en gas in geen enkel segment van marktkapitalisatie Belgische ondernemingen genoteerd zijn op Euronext Brussel. De twee eerstvermelde Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen in deze industrie zijn nochtans wel opgenomen in de steekproef. Hoewel een vergelijking tussen België en Nederland dus niet mogelijk is in deze industrie, draagt de bestudering van deze twee Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen bij tot het verkrijgen van een algemeen beeld van Nederland inzake naleving van de code Tabaksblat. Een gelijkaardige vaststelling geldt voor de industrie nutsvoorzieningen waar geen Nederlandse genoteerde vennootschappen voor handen waren in de drie categorieën van marktkapitalisatie. Verder omvat de steekproef slechts één Nederlandse beursgenoteerde onderneming voor telecommunicatie omdat dit de enige genoteerde onderneming is in deze industrie. Aangezien de Belgische onderneming Henex niet beschikt over een website kon het jaarverslag via deze manier niet opgevraagd worden. Een consultatie op de website van de Nationale Bank van België leverde ook geen resultaten op omdat enkel de jaarrekening en niet het volledige jaarverslag van Henex gepubliceerd wordt. Henex werd dan ook vervangen in de steekproef door de volgende beursgenoteerde onderneming in de industrie consumentengoederen en met een beurswaarde van Mid Cap, met name Lotus Bakeries. Een gelijkaardige vervanging is voorgekomen voor de Belgische onderneming Devgen en de Nederlandse vennootschap Baan. Tot slot is de Nationale Bank van België geweerd uit de steekproef omwille van haar specifieke en unieke rol in België. De wetgever heeft voor de Nationale Bank een bijzonder rechtskader en een specifiek bestuur uitgewerkt. Bestudering van het corporate governance

hoofdstuk van deze onderneming zou dan ook niet bijdragen tot het verkrijgen van een algemeen beeld over de naleving van Belgische beursgenoteerde vennootschappen aan de code Lippens.

4.2 Bestudering van de jaarverslagen van de steekproef

Dit onderdeel van de eindverhandeling onderzoekt de mate van naleving aan de Belgische en Nederlandse Corporate Governance Codes. Uit de voorgaande bespreking van de code Lippens en de code Tabaksblad blijkt dat beide landen overeenkomsten en verschilpunten tonen omtrent de invulling van deugdelijk ondernemingsbestuur. Dit deel wil dan ook deze eerder theoretische gelijkenissen en verschillen toetsen aan de praktijk. Verder zal deze praktijkstudie eventuele afwijkingen van bepaalde corporate governance beginselen door Belgische en Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen identificeren.

Om dit onderzoek uit te voeren, zijn de jaarverslagen van de geselecteerde vennootschappen een uitstekende informatiedrager. Beide codes leggen immers de bepaling op een hoofdstuk in het jaarverslag te wijden aan deugdelijk bestuur in de onderneming. In bijlage 4 zijn de webadressen opgenomen voor raadpleging van deze corporate governance hoofdstukken.

De bestudering van de jaarverslagen zal gebeuren aan de hand van de eerder besproken thema's van de codes Lippens en Tabaksblad. De opbouw van dit onderdeel is dan ook analoog aan die van de specifieke vergelijking tussen beide codes. Het laatste thema omtrent openbaarmaking wordt echter niet expliciet opgenomen in dit onderdeel. Uit bestudering van de overige thema's in de corporate governance hoofdstukken zal immers blijken welke elementen Belgische en Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen openbaar maken. Verder geeft het grote volume van de Belgische corporate governance hoofdstukken ten opzichte van de omvang van de Nederlandse tegenhangers duidelijk aan dat de Belgische steekproefondernemingen meer openbaarmakingen doen. Deze hoge mate van informatieverschaffing kan verklaard worden door het negende principe van de code Lippens. Dit principe is volledig gewijd aan een passende openbaarmaking door Belgische

beursgenoteerde vennootschappen en bepaalt welke minimaal vereiste elementen gepubliceerd moeten worden in het corporate governance hoofdstuk.

4.2.1 De bestuursstructuur

4.2.1.1 Bevoegdheden en samenstelling van bestuursorganen

Het voorgaande hoofdstuk van deze eindverhandeling heeft reeds het verschil in bestuursmodel tussen België en Nederland duidelijk aangetoond. Uit de jaarverslagen blijkt dat dit onderscheid zich ook in de praktijk manifesteert. Alle Belgische ondernemingen in de steekproef vertonen immers een unitair bestuursmodel met een raad van bestuur. De vennootschap Fluxys typeert zichzelf echter als dual daer een raad van bestuur en een directiecomité aanwezig zijn. In de context van de classificatie van Weimer en Pape (1999) en de code Lippens kan deze organisatie van Fluxys toch als unitair beschouwd worden. Alle Nederlandse tegenhangers in de steekproef, met uitzondering van Royal Dutch Shell, vertonen een duale structuur met afzonderlijke bestuurs- en toezichthoudende raden. De vennootschap Royal Dutch Shell wendt echter een unitair bestuursmodel aan. Bij de bespreking hieronder over de bevoegdheden en samenstelling van de duale bestuursorganen in de Nederlandse steekproefondernemingen zal ook de nodige aandacht uitgaan naar de betreffende openbaarmakingen van Royal Dutch Shell.

Het bestaan van twee gescheiden raden in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen leidt tot een verdeling van bevoegdheden. Een meerderheid van de Nederlandse steekproefvennootschappen hebben in hun corporate governance hoofdstuk een algemene taakbeschrijving opgenomen voor de twee raden. Deze beschrijvingen sluiten nauw aan bij de betreffende bepalingen van de code Tabaksblat. De raad van bestuur van Akzo Nobel bijvoorbeeld is verantwoordelijk voor het leiden van de vennootschap wat onder meer de definiëring van een strategie, de ontwikkeling van beleidslijnen en het beheren van de dagelijkse operaties inhoudt. Daarnaast wijzen de ondernemingen Pharming Group, Akzo Nobel, Crucell, ASM International en ABN Amro Holding expliciet op het beheersen van interne risicobeheersings- en controlesystemen. Zo is het bestuur van ASM International verantwoordelijk voor het ontwerp, de implementatie en de werking van een beleid omtrent

de beheersing van interne risico's en bijhorende controlemechanismen. Dit beleid dient zowel strategische, operationele en financiële risico's als gevaren op het vlak van financiële rapportering en naleving aan wet- en regelgeving te identificeren en te beheersen. Op deze manier beoogt ASM International een effectieve en efficiënte werking van de onderneming, een betrouwbare financiële rapportering en het bevorderen van conformiteit aan wetten en regelgevingen. De raad van bestuur merkt wel op dat absolute zekerheid voor het bereiken van de ondernemingsobjectieven en absolute preventie van materiële fouten of verliezen niet kunnen geboden worden door bovenstaand beleid. Deze bevoegdheid inzake interne controle en risicobeheersing is ook terug te vinden in de unitaire raad van Royal Dutch Shell. Deze onderneming heeft allerlei systemen ontworpen om risico's inherent aan de vennootschap te beheersen in plaats van te elimineren.

Pharming Group meldt in zijn corporate governance hoofdstuk een kleine afwijking van de Nederlandse bepalingen omtrent het intern beheersing- en controlesysteem van risico's. De code Tabaksblad bepaalt immers dat een onderneming een zeker aantal instrumenten dient aan te wenden zoals risicoanalyses van de operationele en financiële doelstellingen, een systeem van rapportering en een gedragscode die op de website van de vennootschap moet gepubliceerd worden. Pharming Group beschikte in 2007 over tal van interne controlesystemen, maar was niet volledig in lijn met de openbaarmaking hiervan. Concurrentiële redenen weerhouden de vennootschap ervan om systemen en procedures, die behoren tot het intellectuele eigendom van de vennootschap, te publiceren.

Het takenpakket van de commissarissen, zoals beschreven in 3.4.2.1, vindt een grote overeenkomst in de corporate governance hoofdstukken van de steekproef. Arcadis bijvoorbeeld stelt dat dit bestuursorgaan toezicht houdt op en advies verleent aan de raad van bestuur, alsook supervisie uitoefent op de algemene gang van zaken bij Arcadis en de dochtervennootschappen. De onderneming Accell verstaat onder deze controle-uitoefening onder meer het toezien op de raad van bestuur om kwaliteitsvolle en volledige financiële informatie te verschaffen. Verder bepalen de statuten van sommige Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen dat de raad van commissarissen hun goedkeuring moeten verlenen bij bepaalde belangrijke resoluties van het bestuur. Zo is deze procedure onder andere van toepassing voor Ahold wanneer de bestuursleden aandelen wensen uit te geven

of acquisities willen uitvoeren. Tot slot hebben de vennootschappen Aegon, Arcadis, Accell, Samas en Ahold in hun corporate governance hoofdstuk opgenomen dat de commissarissen dienen te handelen in het belang van de onderneming (en de verbonden ondernemingen). Bij deze belangenbehartiging dienen tevens de belangen van de stakeholders afgewogen te worden.

In België wordt de toezichthoudende functie gerekend tot de bevoegdheden van de raad van bestuur. In een meerderheid van de Belgische steekproefondernemingen is deze raad belast met enerzijds het vastleggen van de strategische richtlijnen alsook een algemeen beleid en anderzijds controle-uitoefening op het uitvoerend management. Bij onder meer Galapagos en D'Ieteren behoren het beheersen van risico's en het verzekeren van de nodige controleprocessen ook tot de verantwoordelijkheden van het bestuur. Voor de financiële instellingen Dexia en Cofinimmo betekent deze laatste bevoegdheid voornamelijk de uitoefening van een kwaliteitscontrole op de informatie die verschaft wordt aan beleggers en aan het publiek. Op deze manier wordt een integere financiële rapportering bevorderd. Tot slot geven de twee Belgische ondernemingen voor nutsvoorzieningen en de industriële vennootschap Agfa-Gevaert een zeer algemene invulling voor de rol van het collegiale bestuur. Deze raad bezit namelijk de meest uitgebreide autoriteit om alle handelingen te stellen die nuttig of noodzakelijk worden geacht voor de realisatie van de ondernemingsdoelstellingen. Uitzondering op deze verantwoordelijkheden zijn de bevoegdheden die toegekend zijn aan de algemene vergadering van aandeelhouders door de wet of door de statuten zoals een wijziging van de statuten.

Aangaande de samenstelling van de raad van bestuur in Belgische beursgenoteerde ondernemingen bepaalt de code Lippens geen vereiste voor het aantal leden. Het bestuurdersaantal in de corporate governance hoofdstukken van de geselecteerde vennootschappen is dan ook erg uiteenlopend gaande van zes tot een twintigtal leden. Uit deze aantallen is af te leiden dat de grootte van de raad van bestuur niet gerelateerd is aan de marktkapitalisatie van de vennootschap. Zo telt Nyrstar bijvoorbeeld met een marktkapitalisatie Blue Chips slechts zes bestuurders waar Belgacom met marktkapitalisatie Mid Cap uit zestien leden bestaat. Hoewel de code Lippens de samenstelling van het bestuur beschouwt ter bevordering van beslissingen in het vennootschapsbelang, geeft bijna geen

enkele Belgische onderneming in de steekproef deze motivering voor de omvang van de raad van bestuur. In tal van de vennootschappen in de steekproef, zoals Nyrstar, Fluxys, Dexia en Melexis, leggen de statuten een minimum en maximum op voor het aantal bestuurders. Dexia verschaft wel een bijkomende verklaring voor de negentien mandaten in de raad van bestuur eind 2007, zijnde dat de verschillende nationaliteiten van deze leden de Europese identiteit van de groep weerspiegelen. Bovendien houdt de vorming van het bestuur ook rekening met het Frans-Belgisch statutair karakter van Dexia. Zo zijn evenveel Belgische als Franse bestuurders aanwezig en beide nationaliteiten moeten minstens een derde van de leden tellen. De samenstelling van de raad van bestuur bij de ondernemingen Colruyt, Duvel Moortgat, D'Ieteren en Solvac is eerder te wijten aan de aandeelhoudersstructuur. De familiale aandeelhouders kunnen namelijk door hun dominante positie en eventueel met steun van andere aandeelhouders gemakkelijker bestuurders voorstellen en benoemen. Volgens Colruyt bevordert deze structuur de stabiliteit en continuïteit van de vennootschap wat leidt tot het tevreden stellen van alle aandeelhouders. Verder hebben deze aandeelhouders gekozen voor een beperkt aantal bestuurders die beschikken over verschillende ervaringen en een grondige kennis van Colruyt. Deze samenstelling stelt de eerder kleine raad van bestuur in staat flexibel en efficiënt te reageren op opportuniteiten en wijzigingen in de omgeving. Bij Mobistar en Lotus Bakeries is een gelijkaardige vaststelling af te leiden. Eind december 2007 telde Mobistar in zijn twaalfkoppige raad van bestuur zeven leden die als vertegenwoordiger van de meerderheidsaandeelhouder optreden. Bij Lotus Bakeries waren dit zes leden van de dertien collegiale bestuurders. De vorming van het bestuur bij Belgacom daarentegen wordt beïnvloed door de wetgeving, daar de vennootschap onderworpen is aan de wet van 21 maart 1991 betreffende de autonome overheidsbedrijven. In verhouding met het aandelenbezit in Belgacom benoemt de Belgische Staat een aantal bestuurders en de overige mandaten worden ingevuld door leden die in een afzonderlijke stemming benoemd worden door de andere aandeelhouders. Voor Fluxys heeft de wetgeving een gelijkaardige invloed. Deze onderneming van nutsvoorzieningen heeft immers in 2007 de bepalingen van de gaswet geïmplementeerd in de statuten waardoor een derde van de zestientallige raad van bestuur onafhankelijk is. De criteria voor onafhankelijkheid zijn vastgelegd in deze wet. Verder zijn acht bestuursleden van het andere geslacht.

Op vlak van onafhankelijkheid van bestuurders is Fluxys een uitzondering in de steekproef van Belgische ondernemingen. De vennootschap hanteert immers drie sets van onafhankelijkheidscriteria. Naast de hierboven vermelde criteria van de gaswet omvat de raad leden die onafhankelijk zijn in de betekenis van het Belgisch Wetboek van Vennootschappen en één onafhankelijk lid in de zin van de code Lippens. Dexia daarentegen hanteerde andere bepalingen omtrent onafhankelijkheid dan deze vermeld in de Belgische Corporate Governance Code. Deze criteria zijn door de raad van bestuur in november 2007 aangepast zodat voldaan wordt aan de bepalingen in het Belgisch Wetboek van Vennootschappen, de code Lippens en aan de beginselen in het Franse Bouton-verslag. Tot slot geeft het corporate governance hoofdstuk van Solvac de aangewende onafhankelijkheidscriteria voor de bestuurders weer. In vergelijking met de code Lippens wendt Solvac beduidend minder criteria aan. Een mogelijke verklaring hiervoor is de eerder besproken aandeelhoudersstructuur van de vennootschap. Volgens deze criteria zijn maar liefst elf van de twaalf bestuursleden onafhankelijk.

Om de governancestructuur van de code Lippens na te leven, dient de helft van de bestuursleden een niet-uitvoerende functie te vervullen binnen de vennootschap. Bovendien moeten van deze niet-executieve bestuurders minstens drie in overeenstemming zijn met de onafhankelijkheidscriteria van de Corporate Governance Code. In de steekproef rapporteren alle achttien Belgische beursgenoteerde ondernemingen, met uitzondering van Belgacom en Econocom, over de onafhankelijkheid van hun leden. Van deze zestien vennootschappen komen elf tegemoet aan de samenstelling van het collegiale bestuur volgens de bepalingen van de code Lippens. In dit aantal van elf ondernemingen is Solvac niet opgenomen aangezien deze holdingmaatschappij eigen onafhankelijkheidscriteria aanwendt zoals hierboven beschreven. Verder wijkt de raad van bestuur van Colruyt en Duvel Moortgat af van de beginselen van de bestuurssamenstelling. Het aantal niet-uitvoerende leden bedraagt wel minstens de helft van de volledige raad, maar het aantal onafhankelijke bestuurders voldoet niet aan de drempelwaarde van drie. Deze afwijking is waarschijnlijk te verklaren door de familiale aandeelhoudersstructuur die zijn impact heeft op de samenstelling van de raad van bestuur. Tot slot behoren Fluxys en Mobistar niet tot de groep van vennootschappen die conform zijn aan de corporate governance bepalingen. Zoals hierboven reeds vermeld, is Fluxys onderworpen aan tal van wettelijke en regelgevende bepalingen. Zo

leggen de gaswet, het Wetboek van Vennootschappen en de code Lippens elk onafhankelijkheidscriteria op die Fluxys moet trachten te integreren in zijn ondernemingsbeleid. Uit het corporate governance hoofdstuk blijkt dat deze criteria van de code Lippens niet voldaan zijn aangezien slechts één bestuurder onafhankelijk is. In de raad van bestuur van Mobistar zetelen vier leden die onafhankelijk zijn zoals bepaald in het Wetboek van Vennootschappen, maar niet in de betekenis van de code Lippens. Mobistar motiveert deze keuze voor de wettelijke naleving met begrippen als transparantie en coherentie met de Belgische wetgeving.

Alle Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen in de steekproef, met uitzondering van Royal Dutch Shell, hebben een duale bestuursstructuur die gekenmerkt wordt door een andere samenstelling dan de unitaire Belgische vennootschappen. Uit een eerste bestudering van de Nederlandse corporate governance hoofdstukken blijkt dat de openbaarmaking omtrent de samenstelling van deze bestuursorganen significant verschillend is dan in de Belgische hoofdstukken. Slechts vier van de zestien Nederlandse steekproefondernemingen, met name Accell, Pharming Group, Crucell en KPN, publiceren het aantal leden van beide organen. De omvang van de raad van bestuur varieert in deze ondernemingen van drie tot vijf bestuurders. Voor de raad van commissarissen is deze spreiding in omvang iets groter gaande van drie tot zeven commissarissen. De ondernemingen Exact Holding, Fugro en Aalberts Industries maken voor geen van beide raden het ledenaantal bekend daar hun corporate governance hoofdstuk voornamelijk toespitst op afwijkingen van de code Tabaksblad tijdens het boekjaar 2007. De overige vennootschappen in de steekproef maken voor één orgaan melding over het aantal leden van de betreffende raad. Een oorzaak voor deze beperkte mate van openbaarmaking is terug te vinden in de Nederlandse Corporate Governance Code. De raad van commissarissen is immers als enigste bestuursorgaan onderworpen aan bepalingen omtrent samenstelling. Bovendien hebben deze bepalingen geen betrekking op het minimum vereist aantal leden, maar wordt de onafhankelijkheid van de commissarissen benadrukt bij de vorming van deze raad.

Volgens de code Tabaksblad dienen alle commissarissen onafhankelijk te zijn met uitzondering van maximaal één lid. Slechts zeven Nederlandse ondernemingen in de steekproef nemen in hun corporate governance hoofdstuk vermeldingen op over de

onafhankelijkheid van de commissarissen. Zo voldoen de vennootschappen Samas, Crucell, Jetix Europe, Akzo Nobel, Pharming Group en ASM International aan dit onafhankelijkheidscriterium. ABN Amro Holding wijkt van de onafhankelijkheidsbepaling af doordat drie commissarissen een bestuurdersmandaat uitoefenen in de vennootschappen die de meerderheidsaandeelhouder van ABN Amro Holding vormen. De financiële instellingen Bank of Scotland, Fortis en Santander hebben immers, via de oprichting van een Nederlandse vennootschap RFS Holding, bijna alle aandelen van ABN Amro Holding verworven. Deze acquisitie leidde tot een wijziging in de samenstelling van de raad van commissarissen. Van elk van de drie financiële instellingen zetelde in 2007 een uitvoerend bestuurder in de raad van commissarissen van ABN Amro Holding waardoor deze mandaten in de raad van commissarissen niet als onafhankelijk beschouwd kunnen worden.

Verder moet minstens één commissaris beschikken over financiële expertise die doorheen de jaren is opgebouwd bij beursgenoteerde ondernemingen of andere grote rechtspersonen. De Nederlandse corporate governance hoofdstukken bevatten in de openbaarmakingen over de samenstelling van commissarissen geen expliciete vermeldingen over deze laatste bepaling. Voor de vennootschappen Arcadis en Crucell is hieromtrent wel een vaststelling te formuleren aangezien een korte voorstelling van de commissarissen is opgenomen in het corporate governance hoofdstuk. Zo bevat de raad van commissarissen van Crucell een beëdigd accountant en een vroegere financiële analist bij een bankinstelling die later een eigen consultancy-onderneming heeft opgericht in corporate finance. In de raad van Arcadis zetelt een commissaris die Chief Financial Officer is in de onderneming DaimlerCrysler Espafia.

Zoals hierboven aangegeven, publiceren sommige Nederlandse ondernemingen in de steekproef de omvang van de raad van bestuur hoewel de code Tabaksblat hieromtrent geen bepalingen oplegt. Uit de corporate governance hoofdstukken van Pharming Group, Crucell, KPN en Accell is af te leiden dat alle leden van de raad van bestuur een uitvoerende functie vervullen in de betreffende vennootschap. Dit is eenvoudig te verklaren door het duale bestuursmodel in Nederland. Door een afzonderlijke raad van bestuur en raad van commissarissen op te richten, worden de uitvoerende respectievelijk toezichthoudende taken van het ondernemingsbeleid toevertrouwd aan deze gescheiden organen. Een opsplitsing

naar uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders zoals in het Belgisch unitaire model is hier dan ook niet vereist. De samenstelling van de raad van bestuur van Royal Dutch Shell is echter een uitzondering. Deze onderneming beschikt immers over één raad en dient dus andere bepalingen in verband met samenstelling na te leven. Volgens de code Tabaksblad bestaat een unitaire raad zowel uit leden die belast zijn met de dagelijkse werking van de vennootschap als bestuurders die geen dergelijke taken uitvoeren. Deze samenstelling is dus te vergelijken met de uitvoerende en niet-uitvoerende leden in de Belgische raad van bestuur. Bovendien bepaalt de code Tabaksblad, in overeenstemming met de Belgische variant, dat een meerderheid van de Nederlandse bestuursleden geen uitvoerende functie mogen vervullen in de onderneming. Verder moeten deze niet-uitvoerende leden moeten onafhankelijk zijn in tegenstelling tot de Belgische code die slechts drie onafhankelijke leden eist. Royal Dutch Shell is in overeenstemming met deze bepalingen daar negen van de vijftien bestuursleden niet-uitvoerend en onafhankelijk zijn. Volgens de onderneming voegt de aanwezigheid van niet-uitvoerende bestuurders vele vaardigheden en internationale bedrijfservaringen toe aan de bestuursraad. Verder verschaffen deze leden een onafhankelijk oordeel over materies inzake de strategie, resultaten en risico's van de onderneming.

4.2.1.2 Benoeming en duur van mandaat voor bestuursorganen

Hoewel de code Lippens een volledig principe wijdt aan de benoemingsprocedure voor bestuursleden, besteden enkel Solvac en Dexia in de steekproef van Belgische ondernemingen een kleine, aparte sectie aan dit onderwerp. Bij Solvac is de algemene vergadering van aandeelhouders bevoegd om het aantal bestuursleden, hun onafhankelijkheid, de duur van hun mandaten en de rotatie van hernieuwingen te bepalen. De raad van bestuur doet aan deze algemene vergadering voorstellen over (her)benoeming, ontslag en terugroeping van een bestuurder. Vervolgens nemen de aandeelhouders deze voorstellen in overweging en voeren een stemming uit bij gewone meerderheid. Indien een vacature vrij komt voor een lopend mandaat is de raad van bestuur toegelaten deze tijdelijk in te vullen. Bij de eerstvolgende algemene vergadering dient deze beslissing van de raad van bestuur wel goedgekeurd te worden door de aandeelhouders. In het corporate governance hoofdstuk van Dexia wordt ook de rol van het benoemingscomité vermeld. Dit

adviserend orgaan doet voorstellen aan de collegiale raad over kandidaat-bestuursleden. In deze voorstellen houdt het benoemingscomité van Dexia rekening met ervaring en specialisatie in één of meerdere domeinen zoals strategie, financiële en boekhoudkundige kennis, internationale ervaring en managementcapaciteiten.

Voor vaststellingen omtrent de benoemingsprocedure in de andere Belgische steekproefondernemingen zijn de openbaarmakingen inzake de bevoegdheden van het benoemingscomité, alsook de activiteitenverslagen van de raad van bestuur en de aandeelhouders in 2007 aangewend. De vennootschappen Ablynx en Ackermans & Van Haaren vormen hier een uitzondering daar hun corporate governance hoofdstuk geen enkele vermelding maakt over het aanstellingsproces. Bij Belgacom, Mobistar, Distrigaz, Nyrstar, Galapagos en Agfa-Gevaert oefent het nominatiecomité eenzelfde functie uit als bij Dexia. Het comité assisteert namelijk de raad van bestuur in het voordragen van kandidaat-bestuurders voor (her)benoeming. Agfa-Gevaert rekent bij deze verantwoordelijkheden eveneens de voorstellen voor ontslag van bestuurders. Aangaande de aanstelling van bestuurders geeft Fluxys een algemenere taakomschrijving voor het benoemingscomité. Deze commissie moet namelijk de raad van bestuur ondersteunen in alle aangelegenheden omtrent de benoeming van bestuursleden. Niet enkel de voordracht van geschikte kandidaten, maar ook het formuleren van adviezen over competenties en kwalificaties van kandidaat-bestuurders behoren tot het takenpakket van dit comité. Cofinimmo sluit zich bij deze bredere invulling aan daar het nominatiecomité aanbevelingen voorlegt aan de raad van bestuur betreffende de samenstelling van dit unitair bestuursorgaan en een evaluatie uitvoert over de werking van de raad van bestuur. Daarnaast stelt deze commissie adviezen op inzake de bekrachtiging van de onafhankelijkheid van kandidaat-bestuurders. De onderneming Econocom Group wijkt echter op deze aspecten af van de code Lippens. De raad van bestuur beschikt namelijk niet over een benoemingscomité en een formele procedure voor het nomineren van kandidaat-bestuurders. Econocom Group wijdt deze afwijking aan de grootte van de onderneming. Verder treedt bij deze vennootschap een tweede afwijking van de code Lippens op daar een formele procedure om de prestaties van de bestuurders te evalueren ontbreekt. Econocom motiveert hieromtrent dat een dergelijke evaluatie informeel en op continue basis plaats vindt.

Ten opzichte van de Belgische steekproefondernemingen leidt de bestudering van de Nederlandse corporate governance hoofdstukken tot een tegenovergestelde conclusie omtrent openbaarmaking van de benoemingsprocedure. Hoewel de code Tabaksblat geen afzonderlijk principe opneemt over de aanstelling van bestuurders en commissarissen rapporteren maar liefst elf van de zeventien vennootschappen hierover. Zo vermelden de corporate governance hoofdstukken van AMG, Arcadis, Accell, Samas, Crucell, KPN, Aegon, Akzo Nobel, ABN Amro Holding en ASM International de rol van de verschillende bestuursorganen en van de algemene vergadering van aandeelhouders in het benoemingproces.

De omvang van de raad van bestuur wordt in de vennootschappen AMG, Crucell en Aegon bepaald door de raad van commissarissen. Het corporate governance hoofdstuk van Crucell meldt hierbij dat de commissarissen eerst overleg plegen met de gedelegeerd bestuurder vooraleer de grootte van de bestuursraad vast te leggen. De benoeming van de bestuursleden wordt uitgevoerd door de algemene vergadering van aandeelhouders. Voor elke benoeming is de raad van commissarissen gemachtigd één of meerdere kandidaten te nomineren. De vennootschappen ABN Amro Holding, AMG, Samas, Akzo Nobel, Arcadis en Crucell rapporteren in hun corporate governance hoofdstuk over de mogelijkheid van bindende nominaties. Indien de raad van commissarissen twee of meer kandidaten voor een vacature voordragen, wordt dit als een bindende nominatie beschouwd. De algemene vergadering is dus voor de benoeming beperkt tot de gedane nominaties door de raad van commissarissen. In het geval van Akzo Nobel kunnen niet de commissarissen, maar de vergadering van houders van prioritaire aandelen bindende nominaties doen. Dit type van aandelen wordt aangehouden door de Stichting Akzo Nobel waarin de commissarissen, die lid zijn van de auditcommissie van Akzo Nobel, zetelen in de raad. Via de bindende nominatie kan Stichting Akzo Nobel een grotere controle-invloed uitoefenen op de onderneming. De code Tabaksblat biedt echter de mogelijkheid het bindend karakter van nominaties op te heffen. Voor deze beslissing is een volstrekte van de uitgebrachte stemmen in de algemene vergadering noodzakelijk. Bovendien laat de code Tabaksblat het opleggen van een bijkomende eis aan deze meerderheid toe. Zo kan bepaald worden dat de meerderheid van de uitgebrachte stemmen een zeker deel van het maatschappelijk kapitaal moet vertegenwoordigen. Dit deel mag echter niet meer bedragen dan een derde van het

kapitaal. De ondernemingen AMG, Samas en Crucell passen deze bijkomende eis toe in hun benoemingsbeleid voor bestuurders.

Enkele Nederlandse steekproefondernemingen leven de bepalingen omtrent de opheffing van het bindende karakter van nominaties niet volledig na. Zo melden Aegon, ABN Amro Holding en Arcadis in hun corporate governance hoofdstuk zowel een strengere meerderheidseis als een hogere vertegenwoordiging van het kapitaal toe te passen voor deze opheffing. Aegon hanteert deze strengere criteria omwille van een gebrek aan maatregelen tegen overnameacties. Om het gebruik van deze strengere eisen en de mogelijke negatieve gevolgen ervan te beperken, heeft de raad van commissarissen beslist geen bindende nominaties te doen zolang er geen vijandige overnamedreigingen zijn. Akzo Nobel wijkt ook van de code Tabaksblat af daar de algemene vergadering de bindende aard van nominaties door de houders van prioritaire aandelen niet kan annuleren. Zoals bij Aegon, wenden deze aandeelhouders het recht op het maken van bindende voorstellen enkel aan in uitzonderlijke omstandigheden als vijandige overnames. In normale situaties zullen de bestuurders dan ook benoemd worden op basis van niet-bindende nominaties door de raad van commissarissen.

Zoals uit bovenstaande afwijkingen blijkt, beschikken de Nederlandse steekproefondernemingen ook over een benoemingsprocedure in geval van niet-bindende nominaties. Deze zullen in dit onderdeel niet behandeld worden aangezien de code Tabaksblat geen specifieke bepalingen oplegt voor dergelijke situaties. De aanstellingsprocedure voor commissarissen in de Nederlandse steekproefondernemingen verloopt op een zelfde manier als die van de bestuursleden. De eerder besproken afwijkingen bij Aegon, ABN Amro Holding, Arcadis en Akzo Nobel zijn ook van toepassing bij de nominatie van commissarissen.

4.2.2 Kerncommissies

De codes Lippens en Tabaksblat bepalen beide de aanwezigheid van drie kerncommissies in Belgische respectievelijk Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Zoals uit hun benaming af te leiden is, zijn het audit-, benoemings- en remuneratiecomité bevoegd voor

specifieke materies. Van de achttien Belgische vennootschappen in de steekproef hebben enkel de bestuurders van Dexia, Duvel Moortgat en Ackermans & Van Haaren deze drie afzonderlijke comités opgericht. Voor de ondernemingen Nyrtstar, Agfa-Gevaert, Lotus Bakeries, Ablynx, D'Ieteren, Belgacom, Mobistar, Melexis, Cofinimmo, Distrigaz, Fluxys en Galapagos zijn twee kerncomités aanwezig, met name een auditcomité, alsook een benoemings- en remuneratiecomité. Hoewel uit de code Lippens drie gespecialiseerde comités af te leiden zijn, bevat de Belgische code geen expliciete bepaling dat deze comités gescheiden moeten zijn wat betreft de ledensamenstelling of het uitvoeren van bevoegdheden. De ondernemingen met een gecombineerd nominatie- en bezoldigingscomité worden dan ook beschouwd als conform te zijn aan de code Lippens. De vennootschappen Colruyt en Econocom Group daarentegen volgen de corporate governance bepalingen niet volledig na daar enkel een auditcomité is ontstaan uit het unitaire bestuursorgaan. Colruyt motiveert deze afwijking doordat de beperkte omvang van de raad van bestuur de oprichting van een benoemings- en een remuneratiecomité niet toelaat. Econocom Group stelt dan weer dat dergelijke comités niet passen in de organisatiestructuur van de onderneming. Tot slot beschikt Solvac enkel over een benoemingscomité daar een audit- en vergoedingscomité niet zinvol werden beschouwd door de bestuurders. Als holdingsmaatschappij stelt Solvac geen personeel tewerk en de bestuursleden voeren hun mandaat onbezoldigd uit zodat een remuneratiecomité overbodig is. Verder beperkt de hoofdactiviteit van de vennootschap zicht tot een rechtstreekse of onrechtstreekse participatie in Solvay wat een vrij eenvoudig bestuur met zich meebrengt. De oprichting van een auditcomité levert dan ook weinig toegevoegde waarde.

In de zeventien Nederlandse steekproefondernemingen zijn enkel bij Ahold, Akzo Nobel, KPN, Royal Dutch Shell en Crucell afzonderlijke selectie- en benoemings-, audit- en remuneratiecommissies aanwezig. Zoals in de Belgische variant legt de code Tabaksblad geen expliciete bepaling op omtrent strikte gescheidenheid tussen deze commissies. De aanwezigheid van een auditcommissie, alsook een commissie voor remuneratie en nominatie bij Fugro, Samas, Arcadis, ASM International en ABN Amro Holding kan dan ook beschouwd worden als conform aan de Nederlandse Corporate Governance Code. Arcadis motiveert deze keuze voor één gecombineerde remuneratie en benoemingscommissie met de beperkte omvang van de raad van commissarissen, de bestaande verdeling van

verantwoordelijkheden onder de commissarissen en met het feit dat deze ene commissie efficiënt functioneert. Een gelijkaardige verklaring is terug te vinden in het corporate governance hoofdstuk van Fugro. Het aantal leden in de raad van commissarissen is eerder beperkt en bovendien hebben drie commissarissen geen verblijfplaats in Nederland waardoor een afzonderlijk vergoedings- en nominatiecommissies niet praktisch is.

Voor de vennootschappen Aegon, Aalberts Industries, AMG, Exact Holding en Jetix Europe kan eveneens conformiteit met de code Tabaksblat verondersteld worden. Deze ondernemingen verschaffen in hun corporate governance hoofdstuk geen informatie over de adviserende commissies, maar geven wel afwijkingen van de code Tabaksblat weer. Aangezien deze afwijkingen geen betrekking hebben op de bepalingen omtrent de kerncommissies, kan geconcludeerd worden dat deze ondernemingen voor deze aspecten in overeenstemming zijn met de Nederlandse code. Pharming Group daarentegen meldt in zijn corporate governance hoofdstuk wel afwijkingen inzake de samenstelling van de audit- en remuneratiecommissie. Het bestaan van een selectie- en benoemingscommissie in de vennootschap kan niet afgeleid worden uit de afwijkingen. Tot slot beschikt Accell niet over aparte audit-, vergoedings-, selectie- en benoemingsorganen, maar nemen de vier leden van de raad van commissarissen deze bevoegdheden op zich. De Nederlandse Corporate Governance Code stelt immers dat de raad van commissarissen uit meer dan vier leden dient te bestaan voor de oprichting van de kerncommissies. Bij Accell is dus de collegiale raad van commissarissen bevoegd met de taken van de kerncommissies.

Hierna wordt de toepassing van de drie kerncommissies in de Belgische en Nederlandse steekproefondernemingen uitgebreider besproken. Voor elk comité komen de bevoegdheden en de samenstelling van de leden aan bod. In de Belgische beursgenoteerde ondernemingen worden de kerncomités gevormd uit het midden van de raad van bestuur terwijl in de Nederlandse duale ondernemingsstructuur de raad van commissarissen deze adviserende commissies oplevert. Aangezien de Nederlandse onderneming Royal Dutch Shell slechts beschikt over een unitaire raad met uitvoerende en niet-uitvoerende leden, worden de commissies opgericht uit dit bestuursorgaan. De code Tabaksblat bepaalt dat voor deze onderneming de commissies enkel niet-uitvoerende leden mag samenstellen. Tot slot

worden in dit onderdeel ook eventuele afwijkingen van betreffende bepalingen van de Corporate Governance Codes bestudeerd.

4.2.2.1 Auditcommissie

De openbaarmakingen van de Belgische steekproefondernemingen omtrent de taakomschrijving van het auditcomité zijn erg gelijkaardig en voldoen in grote mate aan de bepalingen van de code Lippens. Agfa-Gevaert formuleert de rol van dit comité als het assisteren van de raad van bestuur inzake controle in de ruimste betekenis van het woord. In overeenstemming met de Belgische Corporate Governance Code beschouwt Agfa-Gevaert deze toezichthoudende functie in vier aspecten, zijnde financiële rapportering, interne controles en risicobeheer, intern en extern auditproces. De taakomschrijving van het auditcomité in de overige Belgische ondernemingen is veel specifiek ingevuld, maar behoort tot deze vier aspecten. Het auditcomité van Fluxys bijvoorbeeld staat de raad van bestuur bij in het onderzoeken van rekeningen, het waarnemen van budgetcontrole, de opvolging van interne en externe auditwerkzaamheden, het organiseren van interne controle en het toezicht erop en het controleren van de efficiëntie van de interne risicobeheersingssystemen. Mobistar benadrukt in de bevoegdheden van het auditcomité de integriteit van de financiële informatie. Zo dient dit kerncomité toezicht uit te voeren op de financiële verslagen, de interne en externe audit en tot slot op de financiële relaties tussen de vennootschap en de aandeelhouders.

Zoals reeds uit de specifieke vergelijking is gebleken, vervult de auditcommissie in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen een gelijkaardige rol als in Belgische vennootschappen. Over het algemeen beklemtonen de Nederlandse corporate governance hoofdstukken ten opzichte van de Belgische tegenhangers meer de ondersteunende functie van deze kerncommissie. Crucell bijvoorbeeld stelt dat de auditcommissie de besluitvorming van de raad van commissarissen dient voor te bereiden. KPN illustreert deze assisterende rol doordat de auditcommissie haar bevindingen rapporteert aan de raad van commissarissen die de uiteindelijke beslissingsbevoegdheid heeft. Verder publiceren enkele Nederlandse steekproefondernemingen voor deze kerncommissie een iets ruimere taakomschrijving dan de vier aspecten behandeld in de Belgische corporate governance hoofdstukken. Zo

assisteert de auditcommissie van Ahold en ASM International de raad van commissarissen inzake financiering van de onderneming. Verder voegt ASM International het uitvoeren van toezicht op de raad van bestuur omtrent de toepassing van informatie- en communicatietechnologie toe tot de bevoegdheden van de commissieleden. Akzo Nobel, ABN Amro Holding en Royal Dutch Shell benadrukken in het takenpakket van de auditcommissie de bevoegdheden omtrent auditors. De commissieleden van Royal Dutch Shell bijvoorbeeld evalueren de kwalificaties, expertise en onafhankelijkheid van interne en externe accountants. Daarnaast stelt de auditcommissie van Akzo Nobel het remuneratiebeleid voor de externe auditor op en oefent controle uit op de kwaliteit van de geleverde prestaties. Verder dient de auditcommissie van Ahold een eerste goedkeuring uit te spreken over alle diensten die de externe auditor levert. Deze diensten kunnen betrekking hebben op zowel auditopdrachten als toegestane niet-auditgerelateerde diensten. Tot slot beschouwt Crucell de auditcommissie als het eerste aanspreekpunt voor de externe accountant wanneer deze onregelmatigheden vaststelt in de inhoud van financiële rapporten.

Wat betreft de samenstelling van de auditcommissie hanteren de code Lippens en Tabaksblad verschillende bepalingen. Voor de Belgische Corporate Governance Code dienen de adviesgevende comités uit minstens drie leden te bestaan. Voor het auditcomité in het bijzonder moeten deze leden niet-uitvoerende bestuurders zijn waarvan minstens de meerderheid onafhankelijk is. Verder mag een gespecialiseerd comité niet voorgezeten worden door de voorzitter van de raad van bestuur. Van de zestien corporate governance hoofdstukken die de samenstelling van het auditcomité weergeven, voldoen maar liefst twaalf vennootschappen aan de hierboven vermelde bepalingen. Deze conformiteit kan niet met zekerheid uitgedrukt worden voor Mobistar. De omvang in het auditcomité in deze vennootschap overschrijdt wel het minimumaantal van de code Lippens, maar de meerderheid van de leden is onafhankelijk in de zin van het Wetboek van Vennootschappen. Uit de informatie in het corporate governance hoofdstuk van Mobistar is niet af te leiden of deze bestuurders ook voldoen aan de onafhankelijkheidscriteria van de code Lippens. Bij Fluxys daarentegen kan wel vastgesteld worden dat de samenstelling van het auditcomité niet tegemoet komt aan de corporate governance bepalingen. Van de niet-uitvoerende bestuurders moet minstens één derde onafhankelijk zijn in de betekenis van de gaswet en uit het corporate governance hoofdstuk blijkt dat deze leden de onafhankelijkheidscriteria

van de code Lippens niet naleven. Een derde onderneming die op vlak van onafhankelijkheid afwijkt, is Colruyt. Het auditcomité bevat slechts één onafhankelijk lid aangezien de raad van bestuur maar één onafhankelijke bestuurder telt. Tot slot komt Econocom Group niet overeen met de code Lippens daar het intern reglement van het auditcomité het minimale ledenaantal nog steeds op twee bepaalt. Econocom Group heeft in het boekjaar 2007 deze interne regel gevolgd waardoor de drempel van drie bestuurders niet bereikt is in het auditcomité.

De Nederlandse Corporate Governance Code legt geen minimum omvang op aan de auditcommissie, maar stelt dat de raad van commissarissen meer dan vier leden moet tellen voor de oprichting van gespecialiseerde commissies. Verder mag maximaal één lid van de auditcommissie afhankelijk zijn en dient minstens één lid financieel expert te zijn. Zoals bij de Belgische code mag deze kerncommissie niet geleid worden door de voorzitter van de raad van commissarissen. Bovendien mag de functie van voorzitter van deze commissie niet uitgeoefend worden door een voormalige bestuurder van de vennootschap. In vergelijking met de Belgische steekproefondernemingen rapporteren slechts zes Nederlandse vennootschappen over de samenstelling van de auditcommissie. Dit klein aantal is te wijten aan de invulling van het corporate governance hoofdstuk door vele Nederlandse ondernemingen in de steekproef. Exact Holding, Aalberts Industries en AMG bijvoorbeeld verschaffen in hun hoofdstuk enkel informatie over afwijkingen en geen uitleg over correcte toepassingen van de code Tabaksblad.

De vennootschappen ASM International, KPN en Crucell passen bovenvermelde bepalingen volledig toe voor de samenstelling van hun auditcommissie. Royal Dutch Shell dat gekenmerkt wordt door een unitair bestuursorgaan, voldoet met zijn auditcommissie eveneens aan de code Tabaksblad. De leden van deze commissie voeren immers een niet-uitvoerende functie uit in de raad en zijn bovendien allen onafhankelijk. Pharming Group wijkt lichtjes af van de bepalingen daar de voorzitter van de auditcommissie tevens de functie van voorzitter van de raad van commissarissen vervult. De reden voor deze afwijking is terug te vinden in de beperkte omvang van de raad van commissarissen. Deze kleine omvang laat niet veel keuzemogelijkheden toe voor het invullen van de positie van voorzitter van de auditcommissie. Daarbij acht de onderneming dit voorzitterschap een

belangrijke functie die te allen tijde moet vervuld worden door een commissaris met de beste kwalificaties. Tot slot meldt Samas niet in overeenstemming te zijn met de bovenvermelde corporate governance bepalingen. De raad van commissarissen bestaat immers uit vier leden waardoor de vennootschap zicht niet in staat acht de beginselen omtrent de samenstelling van kerncommissies toe te passen.

Hoewel beide codes Lippens en Tabaksblat een adviserend auditorgaan met voldoende financiële capaciteiten eisen, verschaffen opvallend meer Nederlandse corporate governance hoofdstukken informatie hierover. Dit kan mogelijk verklaard worden door de Nederlandse bepaling van minimaal één financieel expert in de samenstelling van de auditcommissie. De Belgische code daarentegen voorziet slecht een algemene formulering dat de leden van het auditcomité dienen te beschikken over financiële expertise. Van de zes Nederlandse ondernemingen die rapporteren over de samenstelling van de auditcommissie, melden Crucell, ASM International en Royal Dutch Shell expliciet de aanwezigheid van minstens één financieel expert in deze kerncommissie. In de zestien Belgische corporate governance hoofdstukken die informatie verschaffen over het auditcomité, maakt geen enkele onderneming expliciete openbaarmakingen over de financiële kennis en ervaring van de commissieleden. Dexia publiceert echter wel een algemene selectieregel voor de samenstelling van het auditcomité. De leden worden namelijk gekozen op basis van hun bekwaamheden en onafhankelijke geest.

4.2.2.2 Benoemings- en remuneratiecommissie

Zoals reeds vermeld, combineren veel Belgische en Nederlandse ondernemingen in de steekproef de bevoegdheden van het remuneratie- en benoemingscomité in één adviserend orgaan. Om een algemeen beeld te verkrijgen over de naleving aan de bepalingen inzake de vergoedings- en nominatiecommissies, worden dergelijke gecombineerde comités voor de bestudering van de bevoegdheden dan ook benaderd alsof deze taken toegewezen zijn aan twee gescheiden commissies. Wat betreft de samenstelling leggen de code Lippens en Tabaksblat verschillende bepalingen op voor de remuneratiecommissie en de benoemingscommissie. Bij een gecombineerde commissie dient dus de samenstelling van de

leden te voldoen aan de bepalingen voor zowel de remuneratiecommissie als de benoemingscommissie.

De bevoegdheden van de remuneratiecommissies vertonen in de Belgische en Nederlandse corporate governance hoofdstukken veel overeenkomst. Zo dient het vergoedingscomité van de Belgische onderneming Agfa-Gevaert de raad van bestuur te ondersteunen bij het bepalen van de individuele bezoldiging van de bestuurders en leden van het uitvoerend management. Verder stelt dit comité aanbevelingen op voor de raad van bestuur met betrekking tot het remuneratiebeleid van de vennootschap. De Nederlandse onderneming Akzo Nobel formuleert een gelijkaardige taakomschrijving, maar door het duale bestuursmodel van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen is er één partij meer betrokken dan in België. De remuneratiecommissie van Akzo Nobel maakt eveneens voorstellen op over het remuneratiebeleid voor de raad van bestuur, maar dient deze voor te leggen aan de raad van commissarissen. Daarnaast staat deze commissie de commissarissen bij in het bepalen van de individuele vergoedingen voor de bestuursleden en de executieve leden van het management. Tot slot formuleert de remuneratiecommissie bezoldigingsvoorstellen voor de commissarissen die vervolgens overgemaakt worden aan de collegiale raad van commissarissen en goedgekeurd moeten worden door de algemene vergadering van aandeelhouders.

Het takenpakket van de benoemingscommissie bevat in de Belgische en Nederlandse corporate governance hoofdstukken grotendeels dezelfde elementen. Zo assisteert het benoemingscomité van de Belgische onderneming Cofinimmo de raad van bestuur door aanbevelingen over te maken omtrent de samenstelling van het unitaire bestuursorgaan. Verder verleent dit comité zijn hulp bij de selectie, beoordeling en benoeming van de bestuurleden en van het uitvoerend management. Fluxys beschrijft deze laatste taak concreter als het formuleren van adviezen over de competenties en kwalificaties van de kandidaat-bestuurders en van de kandidaten voor het executief management. In de Nederlandse holdingmaatschappij ABN Amro komen de bevoegdheden van de nominatiecommissie overeen met die van de Belgische onderneming Cofinimmo. De ondersteunende rol in het selecteren en voordragen van kandidaten dient in de duale

Nederlandse bestuursstructuur niet enkel voor de raad van bestuur, maar ook voor de raad van commissarissen te gebeuren.

De bevoegdheden van de benoemingscommissie omvatten volgens de code Tabaksblat ook het opstellen van selectiecriteria, aanstellingsprocedures en een profielschets van de raad van commissarissen. Deze taken worden in de Belgische code eerder tot de verantwoordelijkheden van de raad van bestuur beschouwd. In vergelijking met de Belgische steekproefondernemingen vermelden de Nederlandse corporate governance hoofdstukken deze bevoegdheden dan ook meer bij de nominatiecommissie. Zo dient de benoemingscommissie van Crucell deze selectiecriteria en benoemingsprocedure op te stellen voor zowel de raad van bestuur als de raad van commissarissen.

Wat betreft de samenstelling van de remuneratie- en benoemingscommissies worden eerst de steekproefondernemingen besproken die voor deze aangelegenheden twee gescheiden comités hebben. In de Belgische steekproef zijn dit de ondernemingen Duvel Moortgat, Dexia en Ackermans & Van Haaren en voor de Nederlandse vennootschappen in de observatie gaat het om Crucell, Royal Dutch Shell, KPN, Ahold en Akzo Nobel. Deze drie laatste Nederlandse ondernemingen maken in hun corporate governance hoofdstukken echter geen openbaarmakingen over de samenstelling van de vergoedings- en nominatiecommissie.

Het remuneratiecomité in Belgische beursgenoteerde ondernemingen dient volgens de code Lippens te bestaan uit minimum drie niet-uitvoerende leden waarvan minstens de meerderheid onafhankelijk is. Verder wordt dit comité voorgezeten door de voorzitter van de raad van bestuur of een andere niet-uitvoerende bestuurder. Het vergoedingscomité van Duvel Moortgat en Ackermans & Van Haaren komt tegemoet aan deze bepalingen. Bij Dexia treedt is een lichte afwijking vast te stellen daar juist geen meerderheid van de leden onafhankelijke, niet-uitvoerende bestuurders zijn. Hoewel slechts twee van de vier leden onafhankelijk zijn volgens de criteria van de code Lippens, benadrukt Dexia dat deze vier bestuurders niet betrokken zijn in relaties die rechtstreeks of onrechtstreeks hun oordeel kunnen beïnvloeden. De onderneming zal dus bij de samenstelling van het remuneratiecomité voornamelijk aandacht besteden aan betrekkingen tussen bestuurders

van Dexia en bestuursleden van andere vennootschappen waarin de comitéleden actief zijn. Deze aparte zienswijze omtrent onafhankelijkheid is ook terug te vinden in de Nederlandse bepalingen omtrent de samenstelling van de bezoldigingscommissie. De code Tabaksblad stelt immers dat maximaal één commissielid bestuurder mag zijn in andere beursgenoteerde vennootschappen. Verder kan, zoals voor de samenstelling van de auditcommissie, hoogstens één lid afhankelijk zijn in de betekenis van de code Tabaksblad. Tot slot mag het voorzitterschap van deze kerncommissie niet vervuld worden door de voorzitter van de raad van commissarissen, een voormalig bestuurder van de vennootschap of een commissaris die een bestuurdersmandaat uitoefent in een andere beursgenoteerde onderneming. De remuneratiecommissie van Crucell komt tegemoet aan deze bepalingen. Voor Royal Dutch Shell is een verschillende bepaling van kracht daar deze onderneming beschikt over een unitair bestuursmodel. De Nederlandse Corporate Governance Code eist in dit geval een vergoedingscommissie die enkel uit niet-uitvoerende leden bestaat. De vier commissieleden van Crucell voldoen aan dit beginsel. Bovendien wordt deze commissie niet geleid door de voorzitter van de bestuursraad.

Voor de samenstelling van het benoemingscomité zijn de bepalingen iets minder streng. Het comité moet minimaal drie bestuurders tellen zoals bij het remuneratieorgaan, maar slechts een meerderheid dient niet-uitvoerend en onafhankelijk te zijn. Voor het voorzitterschap geldt hetzelfde beginsel als dat van toepassing bij het vergoedingscomité. De vennootschap Duvel Moortgat leeft deze bepalingen correct na terwijl Ackermans & Van Haaren lichtjes afwijkt. Het nominatiecomité in deze onderneming bestaat uit alle bestuurders van de raad en beschikt dus juist niet over een meerderheid van onafhankelijke leden. Ackermans & Van Haaren rechtvaardigt deze afwijking doordat de volledige collegiale raad beter in staat is de omvang, samenstelling en opvolgingsplanning van de raad van bestuur te evalueren. Het benoemingscomité van Dexia wijkt op hetzelfde aspect als Ackermans & Van Haaren af, maar verschaft hier geen motivering voor in zijn corporate governance hoofdstuk. De code Tabaksblad legt geen specifieke bepalingen op voor de samenstelling van de nominatiecommissie waardoor enkel de algemene bepaling van maximaal één afhankelijk lid in elke kerncommissie moet nageleefd worden. Crucell komt overeen met dit beginsel daar de benoemingscommissie enkel onafhankelijke leden bevat. Voor Royal Dutch Shell met een unitaire bestuursstructuur moet de benoemingscommissie bovendien enkel uit niet-

uitvoerende leden bestaan. De onderneming heeft in het boekjaar 2007 aan deze bepalingen voldaan.

Voor bestudering van de Belgische steekproefondernemingen met een gecombineerd comité worden de strengste bepalingen voor elk afzonderlijk kerncomité samengevoegd. Zo dient de samenstelling van een gecombineerd adviserend orgaan te bestaan uit minimaal drie leden die allen niet-uitvoerend zijn en waarvan minstens de meerderheid onafhankelijk is. Van de twaalf Belgische steekproefondernemingen met een gecombineerd remuneratie- en benoemingscomité voldoen Melexis, Lotus Bakeries, Distrigaz, Cofinimmo, Ablynx en Galapagos aan bovenstaande bepaling. De vennootschappen Belgacom, Fluxys, Mobistar, Nyrstar en Agfa-Gevaert komen niet tegemoet aan een meerderheid van onafhankelijke bestuurders. Het vierkoppige gecombineerd kerncomité van Nyrstar telt slechts twee onafhankelijke leden daar de twee andere bestuurders de oprichter-aandeelhouders vertegenwoordigen. De deelname van deze vertegenwoordigers aan het vergoedings- en nominatiecomité is erg waardevol daar zij een ondersteunende rol uitvoeren in de integratie van de twee bedrijven die zij hebben ingebracht in Nyrstar. Verder bestaat de raad van bestuur slechts uit zes leden waardoor een gecombineerd comité van meer dan vier leden niet geschikt is volgens Nyrstar. De afwijking in de samenstelling van het gecombineerde kerncomité bij Fluxys vindt zijn oorsprong in de gaswet. In het adviserende comité dient minimaal één derde van de leden onafhankelijk te zijn in de betekenis van de gaswet. Eind 2007 is de onderneming meer tegemoet gekomen aan de bepalingen van de code Lippens door een onafhankelijk lid in de zin van de Belgische Corporate Governance code te laten toetreden tot dit comité. Een gelijkaardige vaststelling is terug te vinden in het corporate governance hoofdstuk van Agfa-Gevaert. Van de drie niet-uitvoerende bestuurders is één lid onafhankelijk volgens de criteria van het Belgisch Wetboek van Vennootschappen en één lid volgens de code Lippens.

Bij de Nederlandse steekproefondernemingen wordt een zelfde procedure toegepast om de bepalingen voor de samenstelling van een gecombineerde remuneratie- en benoemingscommissie te bekomen. Aangezien de code Tabaksblad geen specifieke beginselen oplegt voor het benoemingsorgaan, dient een gecombineerde commissie enkel de eerder besproken bepalingen voor de vergoedingscommissie toe te passen. Voor ASM

International kan met grote zekerheid conformiteit aan deze bepalingen verondersteld worden. De raad van commissarissen bestaat uit meer dan vier leden waarvan slechts één commissaris afhankelijk is. Over de naleving aan de bepaling omtrent het voorzitterschap en aan de eis dat maximaal één lid van comité een bestuurdersmandaat mag uitoefenen in een andere Nederlandse beursgenoteerde onderneming kan geen uitspraak gedaan worden daar het corporate governance hoofdstuk hieromtrent onvoldoende informatie verschaft. Verder zijn de afwijkingen van de code Tabaksblad expliciet opgenomen in het corporate governance hoofdstuk. Aangezien deze afwijkingen niet handelen over de samenstelling van de kerncommissies is naleving aan de betreffende bepalingen aannemelijk. De ondernemingen Arcadis en ABN Amro Holding daarentegen wijken wel af en dit voor een zelfde reden. Het voorzitterschap van het gecombineerde comité wordt uitgeoefend door de voorzitter van de raad van commissarissen. Beide vennootschappen vinden immers de coördinerende rol van de voorzitter van de raad erg waardevol voor de materies omtrent remuneratie en benoeming. Tot slot leeft Samas de bepalingen omtrent de samenstelling van het gecombineerde comité niet na daar de raad van commissarissen slechts uit vier leden bestaat.

4.2.2.3 Bijkomende comités

Verscheidene Belgische en Nederlandse steekproefondernemingen richten uit het midden van de raad van bestuur respectievelijk de raad van commissarissen nog andere commissies op dan voorgeschreven door de Corporate Governance Codes. Zo publiceren opvallend veel Belgische corporate governance hoofdstukken het bestaan van een strategisch comité. Een dergelijk comité bij Mobistar, Belgacom en Agfa-Gevaert staat de raad van bestuur bij in het bepalen en evalueren van de ondernemingsstrategie. Zo buigt het strategisch comité van Belgacom zich bijvoorbeeld over voorgenomen overnames, aanzienlijke desinvesteringen en herstructureringen. Distrigaz en Fluxys geven een iets andere invulling aan de rol van dit comité. De opdracht van dit comité bestaat uit het voorbereiden van de voorstellen van de raad van bestuur. Eens de bestuurders een beslissing hebben genomen over de voorstellen, volgt het strategisch comité deze ook op. In de Nederlandse corporate governance hoofdstukken meldt geen enkele onderneming de aanwezigheid van dergelijk commissie.

De Belgische ondernemingen Mobistar en Fluxys beschikken over een corporate governance comité. Dit comité volgt bij Mobistar niet enkel de ontwikkelingen inzake deugdelijk ondernemingsbestuur op, maar ook de naleving ervan door de onderneming. Bij Fluxys is dit adviserend orgaan opgericht naar aanleiding van de gaswet. Deze wet kent onder meer de volgende bevoegdheden toe aan dit comité: het adviseren aan de raad van bestuur over de onafhankelijkheid van kandidaat-bestuurders, oordelen over onverenigbare functies uitgeoefend door de directieleden en de personeelsleden van de vennootschap. In de Nederlandse steekproefonderneming KPN is ook een dergelijke corporate governance commissie geïmplementeerd. Deze commissie assisteert de raad van commissarissen in het opstellen van beleidslijnen omtrent deugdelijk bestuur. Het corporate governance hoofdstuk van Amro Holding meldt de aanwezigheid van een 'Compliance Oversight Committee' dat omtrent bevoegdheden nauw aansluit bij de bovenstaande corporate governance comités. De toezichthoudende taken van deze commissie beperken zich echter tot de naleving aan wet- en regelgeving omtrent interne risicobeheersings- en controlesystemen.

4.2.3 Remuneratiebeleid

Zoals in de specifieke vergelijking vermeld, is het remuneratiebeleid in de Belgische en Nederlandse Corporate Governance Codes anders opgevat. Deze verschillende invulling heeft voornamelijk te maken met de toepassing van een ander bestuursmodel in beide landen. Verder heeft de Nederlandse Commissie de bezoldigingsbepalingen voor de raad van bestuur gedetailleerder uitgewerkt dan de Belgische tegenhanger. Deze laatste vaststelling wordt echter niet zozeer gestaafd door deze praktijkstudie van de jaarverslagen. Uit de corporate governance hoofdstukken van de Nederlandse steekproefondernemingen blijkt dat het remuneratiebeleid in zeer beperkte mate en minder concreet wordt vermeld dan in de Belgische hoofdstukken. Zo geven verscheidene Belgische corporate governance hoofdstukken een tabel weer met de vergoeding per bestuurslid terwijl bijna alle Nederlandse varianten een dergelijk overzicht niet verschaffen.

De code Lippens maakt in de bepalingen omtrent remuneratie onderscheid tussen uitvoerende en niet-uitvoerende leden in de raad van bestuur. In dertien corporate governance hoofdstukken van de achttien Belgische steekproefondernemingen is deze

opsplitsing waarneembaar. De vennootschappen Mobistar, Belgacom en Melexis verschaffen in hun corporate governance hoofdstuk enkel informatie over de bezoldiging van het uitvoerend management. Deze informatie geeft enkel inzicht in de vergoeding voor uitvoerende bestuursleden in hun hoedanigheid van executief managementlid en niet in hun functie als lid van de raad van bestuur. Deze corporate governance hoofdstukken zullen dan ook niet geraadpleegd worden voor bestudering inzake het remuneratiebeleid. Ablynx daarentegen geeft in het corporate governance hoofdstuk voor geen enkel bestuursorgaan het remuneratiebeleid weer. Tot slot meldt de onderneming Solvac dat alle bestuursmandaten onbezoldigd worden uitgeoefend. De keuze voor dit remuneratiebeleid kan waarschijnlijk verklaard worden door de activiteit van de vennootschap. Solvac is namelijk een holdingmaatschappij met slecht één participatie waardoor het bestuur erg eenvoudig is.

4.2.3.1 Remuneratiebeleid niet-uitvoerende bestuurders

De bezoldiging voor de niet-uitvoerende bestuurders bestaat volgens de code Lippens uit een vaste vergoeding die toegekend wordt op basis van de verantwoordelijkheden en tijdsbesteding van deze leden. De opbouw van deze remuneratie vindt in de dertien corporate governance hoofdstukken enige variëteit. De ondernemingen Lotus Bakeries, Nyrstar, Agfa-Gevaert, Distrigaz en Ackermans & Van Haaren vergoeden hun niet-uitvoerende bestuurders met een basisbedrag dat vermeerderd wordt met een bijkomend bedrag per lidmaatschap van een adviserend comité. Deze laatste component wordt bij Nyrstar verdubbeld indien een niet-uitvoerende bestuurder de functie van voorzitter van een comité op zich neemt. Bij Fluxys en Dexia geldt dit additioneel bedrag niet per lidmaatschap van een comité, maar per deelname aan de vergaderingen van een gespecialiseerd comité en van de raad van bestuur. Dergelijke presentiegelden zijn ook terug te vinden in de bezoldigingspolitiek van Econocom Group. In deze onderneming bestaat de vaste remuneratie niet uit een basisvergoeding, maar enkel uit presentiegelden. Alle niet-uitvoerende bestuurders zijn immers lid van het audit- en/of stock options comité zodat hun bezoldiging afhankelijk is van hun deelnames aan de vergaderingen van deze comités. De vennootschap Cofinimmo geeft dan weer een andere invulling aan de basisbezoldiging voor niet-uitvoerende bestuurders. Zo omvat deze remuneratiecomponent een basisvergoeding

voor het lidmaatschap van zowel de raad van bestuur, als de adviserende comités, alsook voor het voorzitterschap van een dergelijk comité. Voor de bijkomende vergoeding keert Cofinimmo zitpenningen uit per deelname aan een vergadering van de raad van bestuur en van de comités.

Het remuneratiebeleid voor niet-uitvoerende bestuurders in de onderneming Galapagos is een beetje complexer. De afhankelijke niet-uitvoerende leden, die geen aandeelhouders van de vennootschap vertegenwoordigen, en de onafhankelijke niet-uitvoerende bestuursleden ontvangen een zelfde vast bedrag. Bovendien wordt dit vast bedrag proportioneel verminderd indien een dergelijke bestuurder minder dan vijfenzeventig procent aanwezig is op de vergaderingen van de raad van bestuur. Bestuurders die wel een aandeelhouder vertegenwoordigen, ontvangen enkel een onkostenvergoeding voor hun deelname aan de raad van bestuur. Verder wordt aan de voorzitter van de raad van bestuur noch een vaste remuneratie noch een terugbetaling van onkosten toegekend. Galapagos heeft echter wel een contractuele overeenkomst met de voorzitter waarbij een maandelijkse vergoeding wordt uitgekeerd aan hem voor het leveren van strategisch advies als consultant. De ondernemingen Colruyt en D'Ieteren maken enkel het totale bezoldigingsbedrag voor elke niet-uitvoerende bestuurder respectievelijk voor de hele raad van bestuur openbaar waardoor vaststellingen over de opbouw van deze remuneratie niet mogelijk zijn. Volgens D'Ieteren zijn de aandeelhouders en beleggers op een gepaste manier geïnformeerd met de publicatie van de globale vergoeding voor de collegiale raad van bestuur. Tot slot verschaft het corporate governance hoofdstuk van Duvel Moortgat voor elk niet-uitvoerend bestuurslid de remuneratie rekening houdend met hun functie in de raad van bestuur en in de gespecialiseerde comités. Uit de informatie is echter niet op te maken of deze vergoedingen per comité gebaseerd zijn op het lidmaatschap of op de deelnemingsgraad aan de vergaderingen.

De code Lippens stelt verder dat de remuneratie van niet-uitvoerende bestuurders niet gebonden mag zijn aan geleverde prestaties en geen voordelen in natura of voordelen inzake pensioenplannen mag omvatten. Van de dertien eerder besproken Belgische steekproefondernemingen vermelden Duvel Moortgat, D'Ieteren, Fluxys, Colruyt en Nyxstar in 2007 dergelijke vergoeding niet uitgekeerd te hebben. Bij Galapagos hebben de niet-

uitvoerende bestuurders wel genoten van een prestatiegerelateerde vergoeding. De raad van bestuur heeft immers beslist warrants toe te kennen aan de niet-uitvoerende leden om zo bekwame bestuurders aan te trekken. Verder verklaart Galapagos dat deze vergoeding gebruikelijk is in de gezondheidssector. Het niet aanbieden van warrants zou dus nadelig zijn ten opzichte van de concurrenten die deze effecten wel toekennen. Bovendien hebben warrants geen impact op de cashpositie van de vennootschap en is Galapagos van mening dat deze effecten de functie van niet-uitvoerende bestuurder niet negatief beïnvloeden. Het corporate governance hoofdstuk van Agfa-Gevaert meldt ook een lichte afwijking van de code Lippens. De niet-uitvoerende bestuurders hebben geen opties of warrants ontvangen, maar de voorzitter van de raad van bestuur, die niet-uitvoerend is, heeft genoten van enkele voordelen in natura. Zo zijn een bedrijfswagen, een home pc en enkele verzekeringen verbonden aan de uitoefening van zijn mandaat. Dexia heeft dan weer de sociale bijdragen van enkele bestuurders ten laste genomen. De bestuurders van Dexia worden in België immers als zelfstandigen beschouwd. Hierdoor dienen zij zich aan te sluiten bij een socialezekerheidskas voor zelfstandigen en zijn sociale bijdragen aan deze kas verplicht. Aangezien de raad van bestuur verschillende nationaliteiten omvat, genieten sommige leden al van sociale bescherming in hun land van herkomst. De bijdrage die deze bestuurders in België betalen, biedt dus geen extra sociale voorzieningen. Hetzelfde geldt voor bestuurders die wel in België wonen, maar via hun hoofdberoep als werknemer of ambtenaar al sociale bijdragen betalen. Voor hun bestuurdersmandaat in bijberoep bij Dexia dienen zij dan nog eens bijdragen af te staan aan de kas voor zelfstandigen. Dexia heeft dan ook beslist in dergelijke gevallen deze sociale lasten voor zijn rekening te nemen.

De vennootschappen Lotus Bakeries, Ackermans & Van Haaren, Cofinimmo, Econocom Group en DISTRIGAZ verschaffen nauwelijks informatie over de uitkering van prestatiegerelateerde bezoldigingen en voordelen in natura aan niet-uitvoerende bestuurders. Zo publiceert Econocom Group in zijn corporate governance hoofdstuk een overzichtstabel van het aantal aandelen en opties op aandelen die zijn aangehouden door de raad van bestuur en het executief management. Uit deze tabel blijkt dat de niet-uitvoerende leden over een deel van de aandelen beschikken en geen opties in hun bezit hebben. Econocom Group verschaft bij deze tabel geen verdere informatie zodat het niet duidelijk is

of deze aandelen een prestatiegerelateerde vergoeding zijn of een persoonlijke portefeuille in de vennootschap zijn.

4.2.3.2 Remuneratiebeleid uitvoerende bestuurders

Het remuneratiebeleid voor de uitvoerende leden in de raad van bestuur is volgens de code Lippens opgebouwd uit twee onderdelen. Zo ontvangen de uitvoerende bestuurders van Ackermans & Van Haaren een remuneratie enerzijds in de hoedanigheid van bestuurder en anderzijds voor de functie van uitvoerend manager. Als lid van de raad van bestuur komt de bezoldiging overeen met die van de niet-uitvoerende bestuurders. In het geval van Ackermans & Van Haaren is dit een vaste, niet-prestatiegerelateerde vergoeding bestaande uit een basisbedrag verhoogd met een bijkomend bedrag per lidmaatschap van een adviserend comité. Voor de hoedanigheid van uitvoerend manager omvat de remuneratie een vaste en een variabele component, die gebonden is aan het geconsolideerde nettoresultaat van de vennootschap. Deze veranderlijke component vertoont in de ondernemingen Cofinimmo en Nyrstar een gelijkaardige opbouw, maar komt echter beter tegemoet aan de bepalingen van de code Lippens. Zo hangt de veranderlijke bezoldiging niet enkel af van de ondernemingsresultaten, maar ook van de geleverde individuele prestaties. Cofinimmo omschrijft deze prestatiecriteria als de realisatie van financiële en individuele kwalitatieve doelstellingen zoals de verwezenlijking van het jaarlijks budget van de vennootschap en de groei van het inkomen per aandeel. Verder passen Fluxys, Distrigaz, D'Ieteren, Lotus Bakeries, Agfa-Gevaert en Duvel Moortgat dit onderscheid naar een vast en veranderlijk deel toe in het remuneratiepakket van de uitvoerende bestuursleden. Deze ondernemingen verschaffen in hun corporate governance hoofdstuk wel geen bijkomende informatie over deze componenten. Colruyt publiceert enkel een globaal bezoldigingsbedrag voor het uitvoerend management waartoe de uitvoerende bestuursleden behoren. De onderneming wil op deze manier het privéleven van deze personen respecteren.

In de ondernemingen Galapagos, Dexia en Econocom Group verdienen de uitvoerende bestuursleden enkel een bezoldiging als lid van het uitvoerend management. Galapagos motiveert deze beslissing doordat het remuneratiepakket voor de hoedanigheid van uitvoerend manager rekening houdt met de functie van bestuurslid. Zoals in de andere

vennootschappen ontvangt de bestuurder als lid van het uitvoerend management een vaste en een variabele vergoeding. Galapagos publiceert echter geen remuneratiebedragen voor deze uitvoerende bestuurder, maar verschaft enkel de globale bezoldiging voor het executief management. De vennootschap motiveert deze keuze met hetzelfde argument als Colruyt, namelijk het beschermen van de privacy van de uitvoerende bestuurder. Bij Dexia houdt de vaste component rekening met de aard en het belang van de verantwoordelijkheden van de uitvoerende bestuurder. Deze invulling van de vaste vergoeding kan echter ook geïnterpreteerd worden als een remuneratie voor niet-uitvoerende bestuurders. Volgens de code Lippens ontvangen niet-uitvoerende leden immers een vaste bezoldiging op basis van de verantwoordelijkheden en tijdsbesteding van deze bestuurders. De vermelding dat de uitvoerende bestuurders van Dexia enkel voor hun executieve functie vergoed worden, is dus vatbaar voor interpretatiemogelijkheden. De variabele remuneratie voldoet dan wel weer, zoals bij Cofinimmo en Nyrstar, aan de beginselen van de code Lippens. Zo wordt enerzijds het vennootschapsresultaat en anderzijds de realisatie van individuele doelstellingen in acht genomen bij het bepalen van de veranderlijke vergoeding.

In tegenstelling tot bij de niet-uitvoerende bestuurders is de uitkering van bonussen, aandelen, aandelenopties en andere rechten tot verwerving van aandelen wel toegelaten voor uitvoerende leden van de raad van bestuur. Tal van steekproefondernemingen beschouwen deze vergoedingen als onderdeel van de variabele component die executieve bestuurders ontvangen in hun functie van uitvoerend manager. Zo betaalt Fluxys pensioenbijdragen en diverse verzekeringsdekkingen ten voordele van de uitvoerende bestuurder. Deze vergoedingen worden samen met andere voordelen in natura en rechten op aandelen opgenomen in de veranderlijke vergoeding van de uitvoerende bestuurder. In de vennootschappen Econocom Group, Cofinimmo, Lotus Bakeries, D'Ieteren, Fluxys, Nyrstar en Dexia genieten de uitvoerende bestuursleden van aandelen en/of aandelenopties als bezoldigingscomponent. Een ander veel voorkomende vergoeding is in de vorm van verzekeringen. Zo kennen Cofinimmo, Fluxys, Distrigaz, Galapagos, Ackermans & Van Haaren, Mobistar, Agfa-Gevaert onder andere hospitalisatie-, groeps- en overlijdensverzekeringen toe aan hun executieve bestuurders. Colruyt daarentegen meldt geen bonussen of aandelengerelateerde incentive programma's, alsook geen voordelen in natura of voordelen verbonden aan pensioenplannen uit te keren. Duvel treedt Colruyt in dit

opzicht bij door geen buitengewone voordelen zoals aandelen en aandelenopties als vergoeding aan te wenden voor de uitvoerende bestuurder.

4.2.3.3 Remuneratiebeleid duale bestuursorganen

In vergelijking met de Belgische steekproefondernemingen verschaffen de Nederlandse corporate governance hoofdstukken op een heel andere wijze en in veel mindere mate informatie over het remuneratiebeleid. Zo bevat geen enkel corporate governance hoofdstuk van de Nederlandse ondernemingen in de steekproef de bezoldigingsbedragen voor de duale bestuursorganen. Daarnaast maken slechts enkele vennootschappen de opbouw van de vergoeding voor bestuurders en commissarissen bekend in het corporate governance hoofdstuk. Deze beperkte informatieverstopping kan verklaard worden doordat tal van Nederlandse corporate governance hoofdstukken zich voornamelijk beperken tot een publicatie van de afwijkingen omtrent het remuneratiebeleid. Dergelijke afwijkingen zijn terug te vinden bij de ondernemingen Aalberts Industries, Exact holding, Fugro, Aegon, Arcadis, AMG, Jetix Europe, KPN en Pharming Group. Indien deze afwijkingen niet handelen over het remuneratiebeleid van de vennootschap, wordt conformiteit met de Nederlandse code Tabaksblat verondersteld. Verder is een tweede verklaring voor de verschillende openbaarmaking omtrent de remuneratie tussen België en Nederland terug te vinden in de Corporate Governance Codes. De code Tabaksblat legt veel bezoldigingsbepalingen op aan de raad van bestuur, maar deze behandelen in vergelijking met de Belgische code meer de vaststelling van de bezoldiging. De openbaarmakingen in de Nederlandse corporate governance hoofdstukken staven de voorgaande observatie. De Nederlandse steekproefondernemingen die al rapporteren over het remuneratiebeleid verschaffen eerder informatie over welke organen beslissingsbevoegdheid hebben over de bezoldigingspolitiek voor de raad van bestuur en de raad van commissarissen.

Ondanks minder informatie over het remuneratiebeleid voor de raad van bestuur verschaffen de Nederlandse corporate governance hoofdstukken in vergelijking met de Belgische tegenhangers in grotere mate een verklaring voor het gevoerde beleid. Zo omvat de bezoldigingspolitiek van ASM International een dubbele doelstelling. De remuneratiestructuur van de vennootschap beoogt het aantrekken, belonen en behouden

van gekwalificeerde bestuurders die ASM International helpen in het realiseren van zijn strategische objectieven. De tweede doelstelling wenst deze bestuurders te belonen en te motiveren met een gebalanceerd en competitief remuneratiepakket. Voor het opstellen van een dergelijke remuneratie voert het benoemings- en remuneratiecomité dan ook benchmark-studies uit met andere multinationale vennootschappen die een gelijkaardige omvang en complexiteit vertonen en actief zijn in vergelijkbare industriële en geografische markten. Crucell en Samas verschaffen een gelijkaardige verklaring en beschouwen hun remuneratiestructuur voornamelijk ter stimulering van individuele prestaties en ondernemingsresultaten. Deze remuneratiefilosofieën komen sterk overeen met de code Tabaksblad. De Nederlandse Corporate Governance Commissie beoogt immers via de bezoldigingspolitiek niet enkel een gekwalificeerde raad van bestuur samen te stellen, maar ook de bestuurders aan te zetten tot handelingen in het vennootschapsbelang.

Om het bovenstaande remuneratiebeleid te implementeren, bepaalt de code Tabaksblad de vergoeding voor de raad van bestuur best op te bouwen uit een vaste en een variabele component. Deze remuneratiestructuur is dus vergelijkbaar met die voor de Belgische uitvoerende bestuurders in hun functie van executieve manager. De code Tabaksblad legt echter meer nadruk op het tijdsperspectief van de variabele vergoeding. Zo dient de veranderlijke component gebonden te zijn aan de realisatie van vooraf bepaalde doelen op korte en lange termijn. De vergoedingsstructuur van de ondernemingen ASM International en Crucell komen tegemoet aan de bepalingen van de code Tabaksblad. De bestuurders ontvangen immers een vast basissalaris en een variabele vergoeding in de vorm van zowel een korte termijn als een lange termijn stimuleringsplan. Crucell licht deze stimuleringsplannen verder toe in zijn corporate governance hoofdstuk. De veranderlijke remuneratie met betrekking tot de korte termijn is gerelateerd aan de mate van verwezenlijking van vooraf bepaalde collectieve en individuele doelstellingen. De collectieve criteria hebben onder andere betrekking op de bedrijfsontwikkeling, financiering, research, intellectueel eigendom en rechtszaken van de onderneming. De doelstellingen voor elke individuele bestuurder zijn gebaseerd op zijn of haar specifieke verantwoordelijkheden. Elk jaar worden deze gezamenlijke en persoonlijke criteria herbekend en goedgekeurd door de raad van commissarissen zodat deze voldoende uitdagend, maar toch ook realistisch zijn voor de bestuurders. Het lange termijn stimuleringsplan hanteert ook vooraf vastgelegde

prestatiecriteria, maar deze worden pas geëvalueerd op het einde van een driejarige periode. Deze criteria houden rekening met de evolutie van twee financiële ratio's, met name de absolute prijsstijging van het aandeel en het totale rendement voor de aandeelhouders.

Zoals uitvoerende bestuurders in Belgische ondernemingen kan de veranderlijke bezoldigingscomponent voor Nederlandse bestuurders aandelen of aandelenopties omvatten. De code Tabaksblat formuleert wel strengere bepalingen met betrekking tot het aandelenbezit van een bestuurder in de vennootschap waar hij of zij het bestuurdersmandaat uitvoert. Deze effecten dienen namelijk als een belegging op lange termijn aangehouden te worden. Een aantal Nederlandse corporate governance hoofdstukken wijken echter van de betreffende bepalingen af. Zo voldoen Pharming Group, AMG, Fugro en KPN niet aan de beginselen omtrent aandelenopties. De code Tabaksblat stelt dat deze effecten toegekend mogen worden aan de bestuurders op voorwaarde dat de leden na minstens drie jaar na de toekenning vooraf bepaalde prestatiedoelstellingen hebben gerealiseerd (voorwaardelijke opties). Indien de vennootschap opties verschaft zonder deze voorwaarde, moeten voor de toekenning prestatiecriteria opgesteld worden en dienen deze effecten niet uitgeoefend te worden in de eerste drie jaar na toekenning (onvoorwaardelijke opties). De bestuurders van Fugro mogen dit laatste type van effecten echter binnen de drie jaar na de uitkering uitoefenen. Fugro meldt wel dat dergelijke uitoefening leidt tot een aanzienlijke boete en voor de toekenningen vanaf eind december 2007 is deze afwijking niet langer toegestaan. KPN voldoet niet aan bovenstaande bepalingen doordat de onvoorwaardelijke opties voor een bepaalde bestuurder niet gebonden zijn aan prestaties. De vennootschap wijt deze afwijking aan het niet contractueel opnemen van deze prestatiecriteria bij de benoeming van die bestuurder. De afwijkingen van Fugro en KPN komen beide voor bij de onderneming AMG die een verklaring vindt in het ontstaan van de vennootschap. AMG werd begin 2007 gevormd door een fusie van verscheidene bedrijven en de huidige bestuursleden hadden reeds bestaande contracten met deze entiteiten. Deze overeenkomsten vertonen afwijkingen met de code Tabaksblat, maar AMG wenst de contracten te respecteren om de bestuursleden te kunnen behouden in de raad. Pharming Group geeft dan weer een andere motivering voor afwijkingen van de bepalingen omtrent aandelenopties. De onderneming acht een concurrerend vergoedingssysteem erg essentieel

voor het aantrekken en behouden van gekwalificeerde bestuurders. Het toekomstig ondernemingssucces hangt immers in grote mate af van de motivatie van de bestuursleden. Pharming Group kent dan ook vergoedingen van aandelenopties uit die onvoorwaardelijk worden binnen de periode van drie jaar of wanneer de vooropgestelde prestaties gerealiseerd zijn.

Een tweede veel voorkomende afwijking met de code Tabaksblad heeft betrekking op de meldingsplicht van het aandelenbezit in andere vennootschappen. Een bestuurder moet namelijk veranderingen in het aanhouden van effecten in andere Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen minstens één maal per kwartaal melden aan de vennootschap. Indien een bestuurder een portefeuille in enkel beursgenoteerde beleggingsfondsen bezit of het beheer van zijn effectenportefeuille overdraagt aan een onafhankelijke derde vervalt deze meldingsplicht. De ondernemingen KPN en Exact Holding wijken lichtjes af van deze bepalingen door slechts één keer per jaar veranderingen in het aandelenbezit te laten rapporteren. Deze vennootschappen zijn van mening dat een melding per kwartaal geen toegevoegde waarde brengt daar het geen oplossing biedt voor het eigenlijke probleem van belangenconflicten. Exact Holding verklaart dit nader daar bestuurders nauwe relaties kunnen hebben met grote financiële netwerken en instellingen. Door deze betrekkingen kunnen de bestuursleden interne informatie achterhalen wat potentiële risico's met zich meebrengt. Daar de bestuurders in hun functie binnen Exact Holding dergelijke relaties niet aanhouden, vindt de onderneming een jaarlijkse meldingsplicht voldoende. Fugro past de bekendmakingsplicht ook niet volledig correct toe. De bestuurders dienen enkel het aandelenbezit te melden in beursgenoteerde ondernemingen die actief zijn in hetzij een zelfde activiteit, hetzij een gerelateerde activiteit. Op deze manier wordt het toepassingsgebied van de betreffende corporate governance bepalingen enerzijds beperkt, maar anderzijds ook uitgebreid tot concurrerende ondernemingen of klanten genoteerd op andere beurzen. Samas en Pharming Group leven de bovenstaande meldingsplicht niet na daar bestuurders al onderworpen zijn aan algemene wet- en regelgeving omtrent het bekomen van interne informatie in andere beursgenoteerde vennootschappen. Bovendien ervaart Samas deze notificatieplicht als een onnodige bureaucratische last.

In vergelijking met de Belgische steekproefonderneming vertonen vele Nederlandse corporate governance hoofdstukken afwijkingen omtrent de ontslagvergoeding van bestuurders. Van de zeven Belgische vennootschappen die rapporteren over de vertrekregeling, meldt geen enkele afwijkingen van de betreffende bepalingen. In de Nederlandse corporate governance hoofdstukken publiceren toevallig ook zeven ondernemingen, maar deze zijn allen niet conform aan de code Tabaksblat. De oorzaak voor deze opmerkelijke observatie ligt in de bepalingen van de respectievelijke codes. De code Lippens eist enkel een openbaarmaking over de belangrijkste contractuele overeenkomsten van een ontslagvergoeding met het uitvoerend management terwijl de Nederlandse variant strengere bepalingen oplegt. Zo mag de compensatie bij onvrijwillig ontslag maximaal eenmaal het vaste deel van het jaarsalaris bedragen tenzij dit bedrag kennelijk onredelijk is. De ondernemingen KPN, Aegon en AMG wijten de afwijking van het maximumbedrag aan het respecteren van de reeds bestaande contracten vóór de inwerkingtreding van de code Tabaksblat. Bij Akzo Nobel, Fugro en Arcadis is een gelijkaardige verklaring van toepassing, maar de reeds bestaande contracten stipuleren in dit geval geen vertrekregeling. Arcadis zal bij het bepalen van de vergoeding dan ook rekening houden met onder andere de bezoldiging van de bestuurder, de reden voor ontslag en toepasbare wetten en regelgevingen. ASM International en Crucell leven in het algemeen de bepalingen omtrent de vertrekregeling na, maar wensen de vrijheid te behouden van het voorgeschreven bedrag af te wijken als de omstandigheden dit vereisen. Volgens Crucell vindt dergelijke omstandigheid plaats wanneer een bestuurder, die benoemd is voor 2005, ontslagen wordt ten gevolge van een ongewenste verandering in de controle over de vennootschap.

Voor de aanwervingsovereenkomsten van bestuurders moeten volgens de code Tabaksblat de belangrijkste elementen onmiddellijk na het sluiten van de overeenkomst openbaar gemaakt worden. Deze elementen bevatten onder meer de hoogte van de vaste en variabele bezoldiging, eventuele vertrekvergoedingen en prestatiecriteria. Exact Holding meldt deze vergoedingselementen niet te publiceren daar dit concurrentiegevoelige informatie is. Tot slot rapporteert Pharming Group niet te voldoen aan het beginsel omtrent de aanhoudingsplicht van aandelen die zonder financiële tegenprestatie zijn toegekend aan bestuurders. Aangezien de code Tabaksblat het aandelenbezit in de vennootschap als een lange termijn investering beschouwt, moeten deze effecten minstens voor vijf jaar

aangehouden worden of minstens tot het einde van het dienstverband indien deze periode korter is. De voorzitter van de raad van bestuur van Pharming Group heeft een bonus ontvangen in de vorm van aandelen omwille van geleverde prestaties tijdens het herstructureringsproces in de eerste jaren van dit decennium. Deze overeenkomst legt echter geen beperkingen op omtrent de overdraagbaarheid van de aandelen aangezien dit contract dateert van vóór de implementatie van de code Tabaksblad.

Voor het remuneratiebeleid van de raad van commissarissen zijn de openbaarmakingen in de Nederlandse corporate governance hoofdstukken heel erg beperkt. De code Tabaksblad legt immers beduidend minder bezoldigingsbepalingen op voor de raad van commissarissen dan voor de bestuursraad. Commissarissen dienen een vergoeding te ontvangen die niet gerelateerd is aan de vennootschapsresultaten. Verder is de algemene vergadering van aandeelhouders bevoegd voor het vaststellen van het bezoldigingsbedrag; Akzo Nobel bevestigt bovenstaand beginsel door een vaste jaarlijkse remuneratie en presentiegeld uit te keren aan de commissarissen. Verder meldt Aegon dat de aandeelhouders de compensatie voor commissarissen bepalen.

De vaste vergoeding voor de commissarissen mag, zoals de bezoldiging van Belgische niet-uitvoerende bestuurders, geen aandelen en/of rechten op aandelen omvatten volgens de code Tabaksblad. Indien een commissaris toch aandelen bezit van de vennootschap dienen deze aangehouden te worden als een lange termijn belegging. Pharming Group en Crucell zijn niet in overeenstemming met de eerste bepaling daar de commissarissen aandelen toegewezen krijgen als remuneratie. De ondernemingen rechtvaardigen deze afwijking daar effecten een gebruikelijke vergoedingscomponent zijn in de sector van biotechnologie om zeer bekwame commissarissen aan te trekken. AMG daarentegen wijkt van het tweede beginsel af doordat commissarissen toegelaten zijn na een vrij korte periode de aandelen te verhandelen. Deze periode loopt af wanneer ofwel het einde van het derde jaar na de toekenningsdatum ofwel het einde van het eerste jaar na het stoppen van het dienstverband als eerste aanbreekt. AMG verschaft geen motivering, maar stelt dat deze afwijking zich beperkt tot aandelen die uitgekeerd zijn in de vorm van vergoeding. Andere effecten die commissarissen aanhouden in de vennootschap, vallen niet onder deze afwijking.

Zoals voor de raad van bestuur geldt, moeten commissarissen in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen eenmaal per kwartaal de onderneming in kennis stellen van veranderingen in het aandelenbezit in andere Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. Voor de commissarissen geldt eenzelfde vrijstelling van notificatie als voor de raad van bestuur. De ondernemingen KPN, Pharming Group en Samas zijn niet volledig conform aan deze bepalingen omwille van dezelfde reden die hierboven bij de raad van bestuur is vermeld.

4.2.4 De aandeelhouders

In de steekproef van de achttien Belgische beursgenoteerde ondernemingen nemen slechts vijf geen vermeldingen op omtrent de aandeelhouders van de vennootschap. De ondernemingen in kwestie zijn Galapagos, Fluxys, Lotus Bakeries, Distrigaz en Belgacom. De overige dertien corporate governance hoofdstukken rapporteren over verscheidene aspecten van de aandeelhouders. Een veelbesproken aspect in een tiental hoofdstukken is de aandeelhoudersstructuur van de onderneming, hoewel de code Lippens enkel eist dat deze bekend gemaakt wordt in het Corporate Governance Charter. Zo wordt de aandeelhoudersbasis van Econocom Group, Colruyt, Mobistar, Ackermans & Van Haaren en Dexia gekenmerkt door één of enkele belangrijke spelers. In het geval van Econocom Group en Mobistar is een meerderheidsaandeelhouder aanwezig die rechtstreeks en onrechtstreeks 51,75% respectievelijk 50,17% van het uitstaande kapitaal vertegenwoordigt. Verder melden beide ondernemingen dat de raad van bestuur geen kennis heeft genomen over overeenkomsten of overleg tussen de aandeelhouders.

De beleggersstructuur van Colruyt en Ackermans & Van Haaren daarentegen beschikt eerder over referentieaandeelhouders. De familie Colruyt en de Groep Sofina plegen immers overleg en bezitten zo samen meer dan dertig procent van de uitgegeven effecten van Colruyt. Bij Ackermans & Van Haaren is de referentieaandeelhouder Belfimas die onrechtstreeks drieëndertig procent van de aandelen bezit. Voor de financiële instelling Dexia vormen Arcofin, de Gemeentelijke Holding, de Caisse des dépôts et consignations, de Groep Ethias en CNP Assurances de belangrijkste aandeelhouders die samen bijna vierenvijftig procent van de bestaande effecten aanhouden. Het corporate governance

hoofdstuk van Dexia meldt ook expliciet dat deze vijf investeerders zijn overeengekomen bij bepaalde gelegenheden eerst te overleggen. Voor de eigenlijke stemming over de resolutie blijft elke partij wel de vrijheid genieten om vrij te beslissen. Alle bovenvernoemde referentieaandeelhouders zijn, zonder een absolute controle over de vennootschap uit te oefenen, in staat het ondernemingsbeleid in grote mate te beïnvloeden aangezien zij beschikken over een belangrijk deel van de stemrechten.

Zoals in het corporate governance hoofdstuk van Dexia publiceert Agfa-Gevaert de belangrijkste aandeelhouders van de onderneming met hun bijhorende aandelenpercentage. In tegenstelling tot bij Dexia is het totale aandelenbezit van deze investeerders niet voldoende om een absolute invloed te kunnen uitoefenen op de besluitvorming. De vennootschappen Nyrstar en Solvac vermelden in hun corporate governance hoofdstuk te beschikken over een zeer uitgebreide aandeelhoudersbasis. Zo is deze basis bij Nyrstar voornamelijk samengesteld uit institutionele beleggers van buiten België. Solvac daarentegen kent zijn aandelen enkel toe aan natuurlijke personen met uitzondering van beursvennootschappen, kredietinstellingen en andere intermediairs die aan een aantal voorwaarden dienen te voldoen. Deze vennootschappen moeten zich in de Europese Unie situeren en dienen geautoriseerd te zijn om direct orders uit te voeren op de markt. Verder limiteert Solvac het aantal aandelen tot maximaal duizend per vennootschap of instelling om de liquiditeit van het aandeel te versterken. Tot de individuele aandeelhouders van Solvac behoren familieleden van de stichters van Solvac en dochteronderneming Solvay. Deze verwanten bezitten samen een ruime tachtig procent van de aandelen waardoor ze een dominante positie kunnen innemen in de algemene vergadering van aandeelhouders. Het corporate governance hoofdstuk stelt echter dat Solvac niet op de hoogte is van overeenkomsten tussen deze individuele aandeelhouders. Tot slot publiceren Cofinimmo en Ablynx niet de aandeelhouders- of controlestructuur van hun vennootschap, maar wordt de verdeling van het kapitaal beschouwd over verschillende types van uitgegeven aandelen. Het kapitaal van Cofinimmo is immers verdeeld onder gewone aandelen en een meerderheid van bevoorrechte aandelen. Dit laatste type van effecten geeft recht op een dividendbetaling die plaats vindt vóór de uitbetaling van de gewone aandelen. Indien een vereffening van de vennootschap zou voorkomen, heeft het preferente aandeel ook voorrang. Het maatschappelijk kapitaal van Ablynx wordt enkel vertegenwoordigd door gewone aandelen.

Uit voorgaande alinea's blijkt dat belangrijke aandeelhouders of samenwerkingsovereenkomsten tussen beleggers een invloed kunnen uitoefenen op het ondernemingsbeleid. In het kader van de transparantiewetgeving (Wet van 2 mei 2007 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in emittenten waarvan aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt en houdende diverse bepalingen) dienen beursgenoteerde vennootschappen dan ook meer licht te werpen op hun aandeelhoudersstructuur. Zo zijn de houders van belangrijke participaties in een vennootschap verplicht de Commissie voor Bank-, Financie- en Assurantiewezen en de betreffende vennootschap in kennis te stellen van deze deelneming. De betreffende onderneming moet dan op haar beurt deze participatie openbaar maken. De wettelijke drempel voor deze deelneming is vijf procent van het totaal aantal stemrechten en elk veelvoud daarvan. In de steekproef van de Belgische ondernemingen melden Econocom Group, Colruyt, Ackermans & Van Haaren en Nyrstar expliciet op de hoogte te zijn van deze belangrijke deelnemingen. Nyrstar hanteert voor deze transparantieprocedure zelfs een strengere drempelwaarde van drie procent van het totale aantal aandelen. Verder publiceert Solvac dat de vennootschap geen transparantieverklaringen heeft ontvangen. Solvac concludeert hieruit dat:[... niemand alleen of samen met anderen meer dan vijf procent van het kapitaal bezit.]. Deze stelling dient echter genuanceerd te worden daar de familiale aandeelhouders ruim tachtig procent van het kapitaal vertegenwoordigen. Daar Solvac als hoofdactiviteit een deelneming van meer dan dertig procent aanhoudt in Solvay heeft de vennootschap een transparantieverklaring afgelegd bij deze dochteronderneming.

De aandeelhoudersstructuur en eventuele overeenkomsten tussen beleggers zijn niet de enige punten van openbaarmaking ten aanzien van aandeelhouders. Volgens de code Lippens dient immers alle informatie beschikbaar te zijn voor de aandeelhouders die zij nodig achten voor de uitvoering van hun rechten. Hoewel deze informatieverschaffing volgens de code Lippens niet gepubliceerd moet worden in het corporate governance hoofdstuk besteden Ackermans & Van Haaren, Colruyt, Nyrstar, Afga-Gevaert, D'Ieteren, Dexia en Solvac wel enkele secties hieraan. De financiële instelling Dexia beschouwt de aandeelhouders als een belangrijke schakel in het ondernemingsgebeuren en vindt een goede relatie met hen dan ook erg belangrijk. In deze relatie staan voornamelijk

communicatie en transparantie ten aanzien van de individuele en institutionele aandeelhouders centraal. De informatieverstrekking voor de individuele investeerders verloopt enerzijds via “de Europese club van individuele aandeelhouders” en anderzijds via “het Europees raadgevend comité voor individuele aandeelhouders”. De doelstelling van de Europese club is het verschaffen van financiële informatie aan deze beleggers die geïnteresseerd zijn in de evolutie van Dexia. Het raadgevend comité focust dan weer op het verlenen van advies aan Dexia inzake het communicatiebeleid met de individuele investeerders. Voor de relaties met de institutionele aandeelhouders staat een team van Dexia ter beschikking dat regelmatig activiteitenverslagen, financiële resultaten en dergelijke verschaft, alsook wereldwijd vergaderingen organiseert waarbij deze aandeelhouders vragen kunnen stellen over de resultaten en strategie van Dexia. Verder benadrukt de financiële instelling overeen te komen met de code Lippens daar alle aandeelhouders een gelijke behandeling krijgen en voldaan wordt aan de bepalingen inzake occasionele en periodieke informatieverstrekking aan deze stakeholders.

De raad van bestuur van Nyrstar heeft voor de openbaarmaking van informatie een specifiek beleid opgesteld. Met dit beleid wenst de onderneming interne gegevens onmiddellijk bekend te maken aan het publiek. Bovendien zal deze openbaar gemaakte informatie eerlijk en precies zijn zodat de beleggers in staat zijn de invloed ervan op de resultaten van Nyrstar te bepalen. Tot slot wijden Colruyt, Solvac en Nyrstar in hun corporate governance hoofdstuk nog aandacht aan het praktische verloop van de algemene vergadering van aandeelhouders. Zo komen onder andere de oproepingsprocedure, het stemmen en het indienen van voorstellen voor de vergadering aan bod. De code Lippens bepaalt dat de drempel voor het indienen van voorstellen niet hoger mag zijn dan vijf procent van het kapitaal. De ondernemingen Ackermans & Van Haaren en D’Ieteren wijken hier echter af. De aandeelhouders van Ackermans & Van Haaren mogen op de vergadering zelf vragen stellen over de agendapunten aan de bestuurders en de commissaris. In de aandeelhoudersstructuur van D’Ieteren is, buiten de familiale groepen, slechts één investeerder die deze drempelwaarde van vijf procent bereikt. Deze aandeelhouder is echter verbonden aan de familiale groepen door een bestaande overeenkomst.

Bij de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen in de steekproef maken vijf corporate governance hoofdstukken geen openbaarmakingen over de aandeelhouders. De betreffende vennootschappen zijn Exact Holding, ABN Amro Holding, Jetix Europe, Royal Dutch Shell en Crucell. In vergelijking met de Belgische tegenhangers melden aanzienlijk minder Nederlandse steekproefondernemingen hun aandeelhoudersstructuur in het corporate governance hoofdstuk. Dit verschil in openbaarmaking tussen België en Nederland heeft waarschijnlijk betrekking op de bepalingen van de respectievelijke Corporate Governance Codes. De code Tabaksblad legt immers geen expliciete bepalingen op over bekendmakingen van de aandeelhouders- of controlestructuur terwijl de Belgische beursgenoteerde vennootschappen deze structuur al moeten bekendmaken in het corporate governance charter.

In vergelijking met de Belgische corporate governance hoofdstukken verschaffen meer Nederlandse steekproefondernemingen de verschillende types van aandelen die het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen. Zo beschikt Akzo Nobel over drie klassen van aandelen, zijnde gewone aandelen, cumulatieve preferente effecten en prioritaire aandelen. Van de cumulatief preferente aandelen zijn echter nog geen uitgiftes gebeurd daar deze klasse van effecten enkel van financieringsbelang zijn voor de onderneming. Wanneer Akzo Nobel behoefte heeft aan nieuw kapitaal kunnen deze aandelen uitgegeven worden aan of in de buurt van de genoteerde prijs voor gewone aandelen op dat ogenblik. Het corporate governance hoofdstuk van Accell meldt een andere motivering voor de uitgifte van cumulatieve preferente aandelen. De Stichting Preferente Aandelen Accell Group heeft namelijk met Accell een overeenkomst afgesloten dat bij elke uitgifte van cumulatieve preferente effecten de stichting een zodanig aantal van die aandelen aanhoudt zodat zij de helft van kapitaal na uitgifte bezit. Op deze manier tracht Accell de continuïteit van de onderneming te beschermen. De klasse van prioritaire aandelen is ook terug te vinden in het corporate governance hoofdstuk van Arcadis. Deze aandelen worden, zoals de cumulatieve preferente aandelen van Accell, aangehouden als beschermingsmaatregel. De Stichting Prioriteit Arcadis houdt immers deze aandelen aan en heeft dus recht op voorafgaande goedkeuring voor belangrijke beslissingen zoals het uitgeven van effecten, aanpassingen doorvoeren aan de statuten van de vennootschap en belangrijke acquisities. In de raad van de Stichting Prioriteit Arcadis zetelen bestuurders en commissarissen van Arcadis.

De Nederlandse vennootschap Ahold meldt in zijn corporate governance hoofdstuk de toepassing van een transparantiewetgeving die erg gelijkaardig is aan die van België. Personen of wettelijke entiteiten die rechtstreeks of onrechtstreeks belangen in het kapitaal van Ahold verwerven of overdragen dienen onmiddellijk de Autoriteit Financiële Markten in kennis te stellen. Deze meldingsplicht is van toepassing wanneer het aandelenbezit in Ahold door die persoon of entiteit de drempel van vijf procent of een veelvoud hiervan bereikt, overschrijdt of eronder daalt als gevolg van de verwerving of overdracht van aandelen. In tegenstelling tot de Belgische corporate governance hoofdstukken vermelden Ahold en KPN geen notificatieplicht ten aanzien van de onderneming. Akzo Nobel publiceert daarentegen wel ingelicht te zijn door een aandeelhouder die een deelname van meer dan vijf procent in de onderneming aanhoudt.

Naast bovenstaande openbaarmakingen besteden verscheidene corporate governance hoofdstukken aandacht aan de informatieverstopping ten voordele van de aandeelhouders. In overeenstemming met de Belgische Corporate Governance Code bepaalt de code Tabaksblad bepaalt dat de duale bestuursorganen alle relevante informatie ter beschikking van de algemene vergadering van aandeelhouders moet stellen zodat deze laatstgenoemden hun bevoegdheden naar behoren kunnen uitoefenen. Akzo Nobel steunt dit beginsel, maar meldt dat de raad van bestuur en de raad van commissarissen toegestaan zijn informatie te weigeren wanneer zij een verstopping van deze gegevens in strijd vinden met een zwaarwichtig belang van de onderneming. Volgens de code Tabaksblad dienen de duale bestuursorganen een grondige motivering te geven voor dergelijke weigering van informatie aan de aandeelhouders. Verder maakt Akzo Nobel gebruik van het zogenaamde Aandeelhouders Communicatie Kanaal om de agenda van de algemene vergadering te verdelen onder de aandeelhouders. Aegon meldt ook lid te zijn van de Stichting Communicatiekanaal Aandeelhouders. Deze Nederlandse stichting richt zich enerzijds op het verbeteren van de communicatie tussen beursgenoteerde ondernemingen en aandeelhouders en anderzijds op het bevorderen van een grotere aandeelhoudersparticipatie in de algemene vergaderingen. Aegon wendt dit communicatiemedium dan ook aan om aandeelhouders in staat te stellen te stemmen via volmacht. Ahold biedt in zijn corporate governance hoofdstuk verdere toelichting bij deze stemming. De aandeelhouders kunnen in

het Communicatiekanaal een stemmingsformulier terugvinden waarmee zij een onafhankelijke volmachthouder via e-mail of internet machtiging geven om te stemmen. Verder houdt Akzo Nobel in zijn informatiebeleid omtrent koersgevoelige gegevens niet enkel rekening met de aandeelhouders, maar ook met andere partijen zoals financiële analisten. De onderneming wenst op deze manier tegemoet te komen aan de code Tabaksblad die een gelijke en simultane informatieverschaffing bepaalt voor aandeelhouders en andere financiële marktpartijen. In dit opzicht communiceert Akzo Nobel ook actief zijn strategie en bedrijfsontwikkelingen aan de financiële markten. Zo worden bijvoorbeeld de kwartaalresultaten, persberichten en presentaties van analistenbijeenkomsten georganiseerd door de onderneming op voorhand online en via persberichten aangekondigd en kunnen de aandeelhouders door middel van webcasts deze voorstellingen in real time volgen. Deze wijze van informatieverschaffing wordt echter niet volledig nageleefd door Pharming Group. De vennootschap is van mening dat, gelet op zijn ondernemingsomvang, de voorziening van dergelijke communicatiemiddelen een te grote last is. Pharming Group verbindt zich er wel toe presentaties onmiddellijk na de betreffende vergadering online beschikbaar te stellen.

In vergelijking met de Belgische steekproefondernemingen benadrukken de Nederlandse corporate governance hoofdstukken meer het belang van een hoge deelnemingsgraad aan de algemene vergadering. Accell, KPN, Aegon en Arcadis bewerkstelligen deze bepaling van de code Tabaksblad door aandeelhouders de mogelijkheid te zich te laten vertegenwoordigen in de algemene vergadering via een schriftelijke volmacht.

Tot slot publiceert de Nederlandse vennootschap Fugro enkele afwijkingen in verband met de certificering van aandelen. Hoewel de code Tabaksblad bepaalt dat certificering van aandelen niet aangewend mag worden als een beschermingsmaatregel, maakt Fugro van deze maatregel gebruik om de operationele onafhankelijkheid van de onderneming veilig te stellen. Het administratiekantoor Fugro Trust Office Foundation oefent zijn stemrechten immers uit in het belang van de Fugro, de geassocieerde ondernemingen en alle andere stakeholders. Verder dienen volgens de code Tabaksblad de administratievoorwaarden te bepalen in welke gevallen de certificaathouders het administratiekantoor kunnen vragen een vergadering van houders te organiseren. Bij Fugro zijn deze gevallen voor het bijeenroepen van een vergadering niet vastgelegd, behalve voor het maken van aanbevelingen omtrent

de nominatie van een bestuurder voor het administratiekantoor Fugro Trust Office Foundation. De code Tabaksblad stelt dat de vergadering van certificaathouders gerechtigd is voorstellen tot benoeming van kandidaat-bestuurders over te maken aan de raad van het administratiekantoor. Fugro wijkt echter ook van deze bepaling af daar certificaathouders minstens vijftien procent van het uitstaande kapitaal in de vorm van certificaten moeten vertegenwoordigen om een dergelijke vergadering bijeen te roepen. Tot slot verleent de code Tabaksblad aan certificaathouders die daarom vragen stemvolmachten zonder enige beperking en in alle omstandigheden. Deze stemvolmachten zijn bij Fugro echter beperkt, uitgesloten of herroepen worden in bepaalde gevallen die zijn opgenomen in de administratievoorwaarden.

Hoofdstuk 5: Conclusies en aanbevelingen voor verder onderzoek

De centrale onderzoeksvraag van deze eindverhandeling wenst de verschillen en de overeenkomsten tussen de Belgische en Nederlandse Corporate Governance Codes te achterhalen. Beide landen formuleren immers verscheidene principes en bijhorende bepalingen die van toepassing zijn op Belgische en Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Op basis van voorafgaande praktijkstudie kunnen enkele algemene conclusies afgeleid worden die een antwoord verschaffen op de centrale onderzoeksvraag. Verder worden in dit afsluitend onderdeel van de eindverhandeling een aantal aanbevelingen weergegeven voor verder onderzoek inzake deugdelijk ondernemingsbestuur.

5.1 Algemene conclusies

De code Lippens en de code Tabaksblat zijn beide opgesteld door een speciaal hiervoor opgerichte commissie. De leden van deze commissie verschillen echter tussen België en Nederland. Zo zetelen enkel de Commissie voor Bank-, Financie- en Assurantiewezen, het Verbond van Belgische Ondernemingen en Euronext Brussel in de Belgische Commissie Corporate Governance. In Nederland daarentegen hebben ook de Ministers van Financiën en Economische Zaken, het Nederlands Centrum van Directeuren en Commissarissen en enkele effectenverenigingen deel genomen aan de opstelling van een code omtrent deugdelijk ondernemingsbestuur.

Wat betreft de doelstelling van de corporate governance codes beogen beide landen de creatie van waarde op lange termijn. Het bereiken van deze creatie en de rol van de codes hierin wordt echter vanuit een verschillend standpunt beschouwd in België en Nederland. De Belgische Commissie tracht met de code Lippens een evenwicht te bereiken enerzijds tussen ondernemerschap en controle en anderzijds tussen prestatie en conformiteit aan de code. Deze evenwichten zullen de bestuurders en het management stimuleren om te handelen in het belang van zowel de onderneming als de aandeelhouders en andere stakeholders. De Nederlandse Commissie vertrekt eerder van een extern perspectief. Een vennootschap wordt

immers beschouwd als een lange termijn samenwerkingsverband tussen verscheidene partijen. In het ondernemingsbeleid moeten dus de belangen van deze diverse stakeholders afgewogen worden. Bij deze afweging staan de continuïteit en het realiseren van aandeelhouderswaarde op lange termijn centraal. Om de stakeholders aan te zetten tot samenwerking dient de onderneming de behartiging van hun belangen te verzekeren. De code Tabaksblat tracht met gepaste 'checks and balances' deze belangenbehartiging te bevorderen.

Het toepassingsgebied van de Belgische en Nederlandse code is erg gelijkaardig. De code Lippens en Tabaksblat zijn namelijk van kracht op de vennootschappen naar Belgisch respectievelijk Nederlands recht en waarvan de effecten genoteerd zijn op een gereguleerde markt. De Nederlandse Corporate Governance Commissie staat wel een uitzondering op dit toepassingsgebied toe. Beheerders van beleggingsfondsen zijn immers niet verplicht de bepalingen van de code Tabaksblat toe te passen. Een tweede verschilpunt met België is de referentie naar de code Tabaksblat in de Nederlandse wetgeving. Hierdoor zijn de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen verplicht de corporate governance beginselen toe te passen in hun ondernemingsbeleid. In België is dergelijke wettelijke referentie niet opgenomen. Het toezicht op naleving aan de code Lippens berust op een combinatie van zelfregulering en marktregulering. Referentieaandeelhouders kunnen vertegenwoordigers aanstellen in de raad van bestuur en op deze wijze intern toezicht houden op de raad van bestuur. Daarnaast oefenen de andere aandeelhouders en de Commissie voor Bank-, Financie- en Assurantiwezen externe controle uit op de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. In Nederland is zelfregulering en controle door de markt ook aanwezig. De zelfregulering komt echter op een andere manier tot stand. De bedrijfsstructuur in de meeste Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen wordt namelijk gekenmerkt door twee onafhankelijke raden waarbij de raad van commissarissen toezicht uitoefent op de bestuursraad.

Voor de toepassing van de Corporate Governance Codes hebben beide landen gekozen voor het flexibele systeem van 'pas toe of leg uit'. De Belgische beursgenoteerde ondernemingen dienen dit systeem aan te wenden voor zowel de principes als de best practice bepalingen van de code Lippens. De richtlijnen die de Belgische Commissie heeft opgenomen in de code

Lippens zijn louter adviesgevend van aard en dienen dus niet noodzakelijk nageleefd of, bij afwijking, verklaard te worden. In de Nederlandse code dienen bij alle principes en bepalingen het systeem van 'pas toe of leg uit' aangewend te worden.

Zoals uit voorgaande alinea blijkt, hanteert de Belgische Commissie drie types van beginselen terwijl de Nederlandse code twee types onderscheidt. Wat betreft de opbouw van de codes is dit niet het enige verschil tussen België en Nederland. De code Lippens is onderverdeeld in negen kernprincipes die elk dieper uitgewerkt worden in best practice bepalingen. De Nederlandse code daarentegen onderscheidt vijf hoofdstukken die elk opgebouwd zijn uit bijhorende principes en bepalingen. Deze hoofdstukken handelen voornamelijk over de raad van bestuur, de raad van commissarissen, de algemene vergadering van aandeelhouders en de rol van de externe accountant. Deze opbouw van de code Tabaksblat benadrukt de rol van deze stakeholders in het implementeren van 'checks and balances' in het ondernemingsbeleid. Bovendien legt de Nederlandse code, in vergelijking met de code Lippens, sommige bepalingen op aan andere partijen dan de bestuursraad en de raad van commissarissen. Zo formuleren de Belgische en Nederlandse codes bijvoorbeeld bepalingen omtrent de institutionele beleggers van een vennootschap. De Belgische Commissie stelt dat de raad van bestuur deze investeerders moet stimuleren tot het nauwkeurig evalueren van het ondernemingsbestuur omtrent corporate governance. De code Tabaksblat daarentegen stelt dergelijke beginselen op vanuit het standpunt van de institutionele belegger waardoor deze partij en niet de vennootschap dient na te leven aan de code.

De behandelde thema's in de code Lippens en Tabaksblat tonen erg veel overeenkomst. De Belgische en Nederlandse Commissie hebben in de formulering van de principes en bepalingen voornamelijk aandacht besteed aan het bestuursmodel van Belgische respectievelijk Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, de oprichting van gespecialiseerde commissies binnen deze bestuursstructuur, het remuneratiebeleid, de aandeelhouders en openbaarmaking. Het aangewende bestuursmodel in de Belgische en Nederlandse bedrijfswereld verschilt erg in opbouw. Het Belgische monistische model bestaat uit één raad van bestuur terwijl de Nederlandse vennootschappen overwegend een duaal bestuursorgaan toepassen bestaande uit een bestuursraad en een raad van

commissarissen. De code Tabaksblad voorziet echter in bepaalde gevallen de mogelijkheid om een unitaire raad van bestuur, zoals in Belgische ondernemingen, te implementeren. De steekproef heeft bevestigd dat dergelijke monistische raad niet veel voorkomt in Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen.

De toepassing van een verschillend bestuursmodel in België en Nederland beïnvloedt in sterke mate de invulling van enkele principes in de Corporate Governance Codes. Zo maakt de Belgische code voor de samenstelling van de collegiale raad van bestuur onderscheid naar uitvoerende en niet-uitvoerende leden. Een tweede belangrijk criterium in de vorming van de Belgische bestuursraad is de aanwezigheid van voldoende onafhankelijke leden. Uit de praktijkstudie is gebleken dat een grote meerderheid van de Belgische steekproefondernemingen voldoet aan de bepalingen omtrent samenstelling van de raad van bestuur. De vennootschappen die wel afwijkingen vertonen, hebben een familiale aandeelhoudersstructuur of zijn onderworpen aan specifieke wet- en regelgeving. De Nederlandse code is veel soepeler in de bepalingen omtrent samenstelling van de bestuursorganen. Zo wordt enkel voor de raad van commissarissen vastgelegd dat maximaal één lid afhankelijk mag zijn en minstens één bestuurder moet beschikken over financiële expertise. Deze beperkte invulling in de code Tabaksblad wordt weerspiegeld in de Nederlandse corporate governance hoofdstukken in de steekproef. Minder dan de helft van de zeventien vennootschappen rapporteren over de samenstelling van de raad van commissarissen.

De bevoegdheden toegekend aan de Belgische en Nederlandse bestuursorganen zijn in sterke mate overeenstemmend. Zo dienen enerzijds toezichthoudende bevoegdheden en anderzijds bestuurstaken uitgevoerd te worden. Daar in de Nederlandse vennootschappen twee raden aanwezig zijn, worden deze verantwoordelijkheden gescheiden zodat de raad van commissarissen belast is met de controlerende bevoegdheden en de raad van bestuur de eerder uitvoerende taken op zich neemt. De Nederlandse steekproefondernemingen bevestigen deze opsplitsing terwijl de Belgische corporate governance hoofdstukken deze taken door de raad van bestuur worden uitgevoerd.

Het tweede thema omtrent de oprichting van drie gespecialiseerde commissies vindt zowel in de code Lippens en Tabaksblat als in de steekproef vrij veel gelijkenissen. De meeste Belgische en Nederlandse ondernemingen in de observatie beschikken over deze kerncomités, hetzij vaak in de vorm van een gecombineerd remuneratie- en benoemingscomité. Het orgaan waaruit deze adviserende commissies worden opgericht is wel verschillend in België en Nederland. Zo worden in Belgische beursgenoteerde ondernemingen het audit-, vergoedings- en benoemingscomité opgericht uit het midden van de raad van bestuur terwijl in Nederland de raad van commissarissen deze gespecialiseerde organen oplevert. De bevoegdheden van deze drie commissies komen in België en Nederland grotendeels overeen. Het opstellen van selectiecriteria, benoemingsprocedures en een profiel van de raad van commissarissen behoort echter in de Nederlandse corporate governance hoofdstukken toe tot het takenpakket van de benoemingscommissie. In de Belgische beursgenoteerde vennootschappen is dit eerder een bevoegdheid van de raad van bestuur.

Verder hanteren de code Lippens en Tabaksblat verschillende bepalingen voor de samenstelling van deze adviserende commissies. Zo vereist de code Lippens in elk comité een minimum aantal van niet-uitvoerende leden waarvan zeker de meerderheid onafhankelijk moet zijn. In de code Tabaksblat komen dergelijke criteria veel minder voor daar de raad van commissarissen enkel uit toezichthoudende leden bestaat. Bovendien mag in deze raad maximaal één afhankelijk lid zetelen zodat bijna alle leden van de kerncommissies onafhankelijk zijn.

Het aanwenden van een verschillende bestuurstructuur oefent een invloed uit op het gevoerde remuneratiebeleid in Belgische en Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. De code Lippens houdt in het vergoedingsbeleid rekening met de opsplitsing naar uitvoerende en niet-uitvoerende bestuursleden. In het algemeen leven de Belgische vennootschappen in de observatie de betreffende bepalingen in grote mate na. Hoewel in Nederland zowel voor bestuurders als voor commissarissen een vergoeding moet vastgesteld worden, verschaft de code Tabaksblat aanzienlijk meer bepalingen voor de remuneratie van bestuurders dan van commissarissen. Zo rapporteren enkele Nederlandse ondernemingen een vaste en een variabele bezoldiging uit te keren aan hun bestuurders; Deze remuneratiestructuur is dus

vergelijkbaar met die van de uitvoerende bestuurders in hun hoedanigheid van executief manager in Belgische beursgenoteerde vennootschappen. De code Tabaksblat hecht bij de veranderlijke vergoedingscomponent wel meer belang aan het tijdsperspectief. De Nederlandse steekproefondernemingen die informatie verschaffen over de bezoldigingsstructuur relateren de variabele remuneratie aan het verwezenlijken van vooraf bepaalde doelstellingen op korte en lange termijn. Dit lange termijn perspectief wordt ook weerspiegeld in de variabele vergoeding van aandelen of aandelenopties in de vennootschap.

Verder behandelen de Nederlandse remuneratiebeginselen voor bestuurders in vergelijking met de Belgische code meer de vaststelling van het vergoedingsbedrag dan de vergoedingsstructuur. De praktijkstudie van Nederlandse ondernemingen staat deze vaststelling daar de coporate governance hoofdstukken uitvoerig rapporteren over welke organen bevoegd zijn voor het bepalen van de bezoldiging. Daarnaast bieden meer Nederlandse steekproefondernemingen een verklaring voor het gevoerde remuneratiebeleid. Dit is in overeenstemming met de doelstelling van de Nederlandse Commissie om bestuurders en commissarissen via het remuneratiebeleid aan te zetten tot het stellen van handelingen in het vennootschapsbelang. De code Lippens daarentegen tracht dit te bereiken door middel van een gepaste samenstelling van de raad van bestuur.

Een vierde thema in de code Lippens en Tabaksblat zijn de aandeelhouders van de vennootschap. Hoewel de beide codes een zo hoog mogelijke participatiegraad van de aandeelhouders in de algemene vergadering beogen, verschaffen slechts een drietal Nederlandse steekproefondernemingen hierover toelichting in hun corporate governance hoofdstuk. Wat betreft informatieverschaffing aan de aandeelhouders tonen de Belgische en Nederlandse corporate governance hoofdstukken meer overeenstemming. De code Lippens en Tabaksblat stellen immers dat de beleggers in de vennootschap moeten kunnen beschikken over alle informatie die relevant is voor de uitoefening van hun bevoegdheden.

Een veel voorkomende openbaarmaking door de Belgische ondernemingen is de aandeelhoudersstructuur van de onderneming. De code Lippens legt nochtans geen bepalingen op over de publicatie van deze structuur in het corporate governance hoofdstuk.

De Nederlandse steekproefondernemingen daarentegen maken eerder de vertegenwoordiging van het kapitaal door verschillende types van aandelen bekend. In de code Tabaksblad is hier ook geen expliciete bepaling van terug te vinden. Aansluitend bij deze openbaarmakingen melden enkele Belgische en Nederlandse vennootschappen in de steekproef transparantieverklaringen te hebben ontvangen van aandeelhouders die een belangrijke deelneming aanhouden in de onderneming.

5.2 Aanbevelingen voor verder onderzoek

Zoals uit voorgaande praktijkstudie is gebleken, tonen de Belgische en Nederlandse steekproefondernemingen veel variatie in de naleving aan de code Lippens respectievelijk Tabaksblad. Dit thesisonderzoek is echter maar een aanzet tot algemene conclusies omtrent de verschillen en overeenkomsten inzake beide Corporate Governance Codes. Een onderzoek op grotere schaal wordt dan ook sterk aanbevolen. Bij dergelijk onderzoek kunnen eventueel bestuursleden en commissarissen van Belgische en Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen geïnterviewd worden.

Aangezien de Belgische en Nederlandse Commissie bij de toepassing van de codes ruimte wilt bieden voor de specifieke aard van de onderneming, is een onderzoek per sector misschien aangeraden. Op deze manier kunnen veel voorkomende afwijkingen als gevolg van de operationele activiteit achterhaald worden.

LIJST VAN GERAADPLEEGDE WERKEN

Baltussen et al. (2003) *Uitdagingen in de Bestuurskamer, Twaalf Bevoorrechte Getuigen over Deugdelijk Besturen*, Lannoo nv, Tielt

Berle, A. en Means, G. (1932) *The Modern Corporation and Privacy Property*, McMillan, New York

Cadbury, A. (2002) *Corporate Governance and Chairmanship, A Personal View*, Oxford University Press, Oxford

De Morgen (2008) 'Kritiek van beleggers op Fortis groeit' (online) (geraadpleegd op 6 juli 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<URL: <http://www.demorgen.be/dm/nl/996/Economie/article/detail/329582/2008/06/27/Kritiek-van-beleggers-op-Fortis-groeit.dhtml>>

De Standaard (2008) 'Correct beloningsbeleid is als water en vuur verzoenen', *De Standaard, Edities*, Groot Bijgaarden, 3 april, p. E16

De Standaard Online (2008) 'Dolor bekijkt klacht tegen Fortis' (online) (geraadpleegd op 10 juli 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<URL: <http://www.standaard.be/Archief/Zoek/index.aspx?trefwoord=Fortis%20%2B%20Dolor&wanneer=5&wat=0&waar=1&sektie=ALL&intro=1>>

De Tijd (2008) 'Veel kritiek op lonen Fortis-top' (online) (geraadpleegd op 5 juli 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<URL: http://www.tijd.be/nieuws/ondernemingen_financien/Veel_kritiek_op_lonen_Fortis-top.6991447-433.art>

Commissie Corporate Governance (2008 a) 'Belgische Corporate Governance Code' (online) (geraadpleegd op 3 augustus 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<URL: http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/corporate_governance_code/definitieve_code/default.aspx>

Commissie Corporate Governance (2008 b) 'De Nederlandse Corporate Governance Code: Beginselen van Deugdelijk Ondernemingsbestuur en Best Practice Bepalingen' (online) (geraadpleegd op 3 augustus 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<URL: <http://www.commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/CODE%20DEF%20COMPLEETII.pdf>>

Corporate Governance (1999) 'Corporate Governance – The Global State of the Art', *Corporate Governance*, 7: 2, 117-122

Donaldson, T. en Preston, L. (1995) 'The Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Concepts, Evidence and Implications' *Academy of Management Review*, 20: 1, 65-91

Emerald (2008) 'Towards a Dynamic Reinterpretation of C(S)R: Are Corporate Responsibility and Innovation Compatible or Contradictory?' (online) (geraadpleegd op 25 juli 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<URL: <http://www.emeraldinsight.com/Insight/viewContentItem.do?contentType=Article&hdAction=lnkhtml&contentId=1621082&dType=SUB&history=false>>

Freeman, R. E. en McVea, J. A. (2001) *A Stakeholder Approach to Strategic Management*, Working Paper No. 01-02, Darden Business School, Virginia

Fombrun, J. (2006) 'RI Insights: Corporate Governance', *Corporate Reputation Review*, 8: 4, 267-271.

Guberna, Instituut voor Bestuurders (2008) 'Corporate Governance' (online) (geraadpleegd op 27 oktober 2007)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<URL: http://www.b-g-i.be/index.php?option=com_content&task=view&id=11&Itemid=28>

Het Nieuwsblad (2008 a) 'Aandeelhouders eisen ontslag Fortistop' (online) (geraadpleegd op 6 juli 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<URL: <http://www.nieuwsblad.be/Article/Detail.aspx?ArticleID=G9H1TTVJS>>

Het Nieuwsblad (2008 b) 'Nederlandse miljoenenclaim tegen Fortisbaas Votron' (online) (geraadpleegd op 10 juli 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<URL: <http://www.nieuwsblad.be/Article/Detail.aspx?ArticleID=GOP1U1FRF>>

Het Nieuwsblad (2008 c) 'Vertrek Votron kan beleggers niet sussen', *Het Nieuwsblad*, Groot-Bijgaarden, 14 juli, p. 14

IAB Instituut van de Accountants en de Belastingconsulenten (2008) 'De Certificering van Aandelen' (geraadpleegd op 7 augustus 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<URL: http://www.iec-iab.be/ned/publicaties_info_recht.aspx?id=402>

IFC, International Finance Corporation (2008) 'Corporate Governance and Development' (online) (geraadpleegd op 30 oktober 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres:

<URL: [http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/Focus_1_CG_and_Development/\\$FILE/Focus_1_Corp_Governance_and_Development.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/Focus_1_CG_and_Development/$FILE/Focus_1_Corp_Governance_and_Development.pdf)>

Jensen, M. en Meckling, W. (1976) 'Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 4: 3, 305-360.

Mallin, C. A. (2004) *Corporate Governance*, Oxford University Press Inc. New York

MVO Vlaanderen Digitaal Kenniscentrum (2008) 'Wat is corporate governance' (online) (geraadpleegd op 27 oktober 2007)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<URL: http://www.mvovlaanderen.be/pageview.aspx?pv_mid=4517>

Netto (2008) 'Loon Fortis-topman is grootste "schandaal"' (online) (geraadpleegd op 5 juli 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<URL: http://netto.tijd.be/actua/bedrijven/Loon_Fortis-topman_is_grootste__schandaal_.7809371-1618.art>

Phillips, R. (2004) 'Some Key Questions about Stakeholder Theory', *Ivey Business Journal*, 68: 4, 1-5

Sheridan, T. en Kendall, N. (1992) *Corporate Governance, An Action Plan for Profitability and Business Success*, Pitman Publishing, Londen

Social Responsibility Research Network (2008) 'Agency Theory: A Cause of Failure in Corporate Governance' (online) (geraadpleegd op 30 juli 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<URL: <http://www.socialresponsibility.biz/wp6.pdf>>

Solomon, A. en Solomon, J. (2004) *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons Ltd, West Sussex

The Institute of Directors (2005) *The Handbook of International Corporate Governance, a Definitive Guide*, Kogan Page Limited, Londen

The Institute of Directors (2005) *The Handbook of International Corporate Governance, a Definitive Guide*, Kogan Page Limited, Londen

Trends.be (2008 a) 'Fortis weerlegt geruchten over financiële problemen' (online) (geraadpleegd op 5 juli 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<URL: <http://www.trends.be/nl/economie/finance/4-231-46447/fortis-weerlegt-geruchten-over-financiele-problemen.html>>

Trends.be (2008 b) 'Aandeel Fortis naar dieptepunt na bekendmaking kapitaalverhoging' (online) (geraadpleegd op 6 juli 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<URL: <http://www.trends.be/nl/economie/bedrijven/4-222-48470/aandeel-fortis-naar-dieptepunt-na-bekendmaking-kapitaalverhoging.html>>

Van Den Berghe, L. (2002) *Corporate Governance in a Globalising World: Convergence or Divergence? A European Perspective*, Kluwer Academic Publishers Group, Dordre

Wikipedia (2008 a) 'Stakeholder Theory' (online) (geraadpleegd op 25 juli 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<URL: http://en.wikipedia.org/wiki/Stakeholder_theory>

Weimer, J. en Pape, J.C. (1999) 'A Taxonomy of Systems of Corporate Governance', *Corporate Governance: an international review*, 7: 2, 152-166

Wikipedia (2008 b) 'Britse Oost-Indische Compagnie' (online) (geraadpleegd op 28 juli 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<URL: http://nl.wikipedia.org/wiki/Oost-Indische_Compagnie>

Wymeersch, E. (2006) *Corporate Governance Codes and their Implementation* (Working paper 2006-10), Financial Law Institute, University of Ghent

York University (2008) 'Theories Used in IS Research: Stakeholder Theory' (online) (geraadpleegd op 25 juli 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres
<URL: <http://www.istheory.yorku.ca/stakeholdertheory.htm>>

LIJST VAN TABELLEN

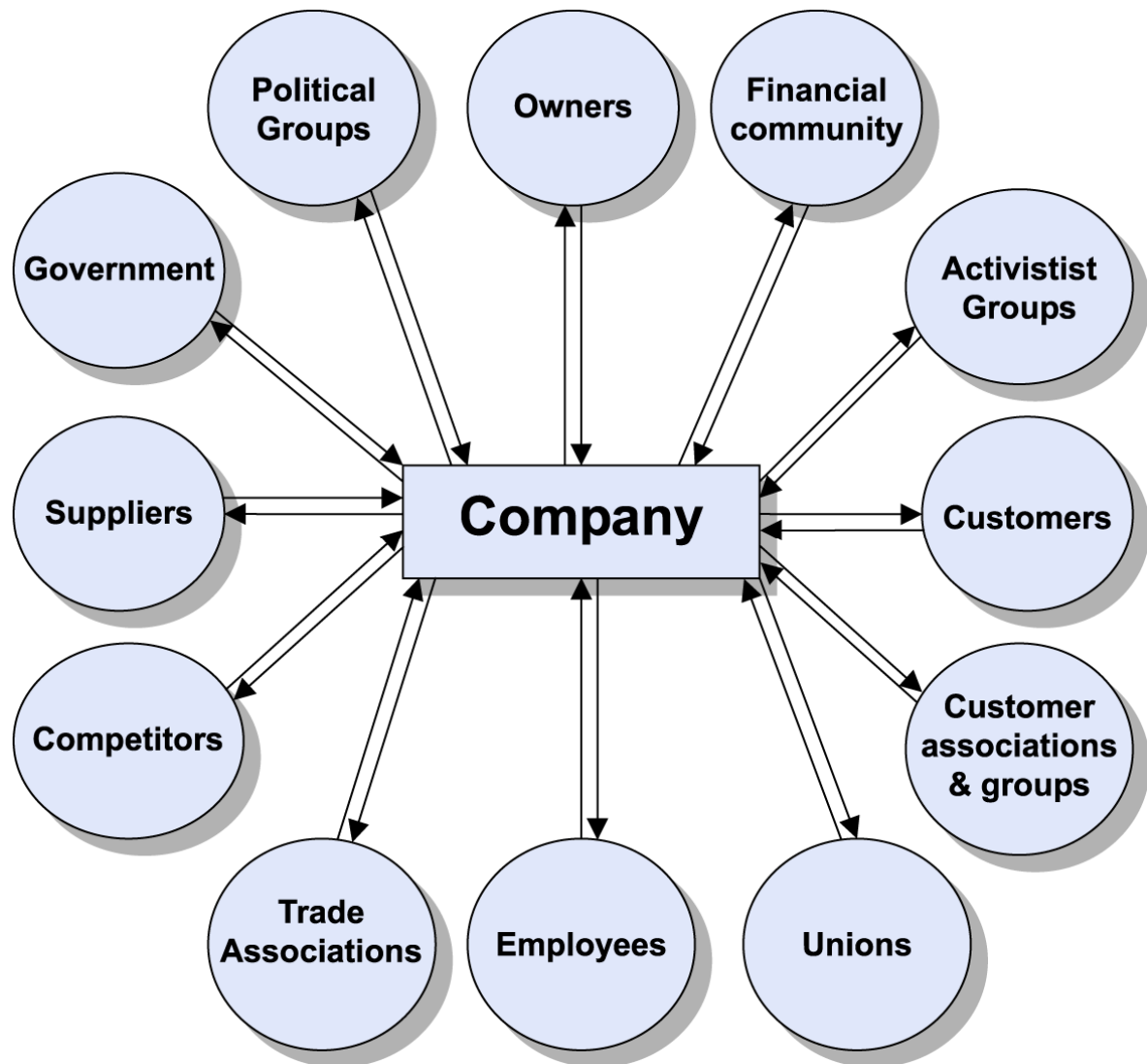
Tabel 1: Een taxonomie van corporate governance systemen (Naar bewerking van Weimer en Pape, 1999)	37
Tabel 2:Belangrijke verschillen tussen toezichhoudende raad en managementraad (Naar bewerking van Mallin, 2004)	39
Tabel 3: De negen principes van de Belgische Corporate Governance Code (Eigen bewerking)	43
Tabel 4: De vijf hoofdstukken en bijhorende thema's van de Nederlandse Corporate Governance Code (Eigen bewerking)	48
Tabel 5: Steekproef van Belgische en Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen (Eigen bewerking)	73

LIJST VAN FIGUREN

Figuur 1: Elf niveaus van corporate governance (Guberna, 2008)	19
Figuur 2: Belangrijke theorieën die van invloed zijn op de ontwikkeling van corporate governance (Mallin,2004)	21
Figuur 3: De uitwisselingsrelatie tussen onderneming en stakeholders (Donaldson en Preston, 1995)	25

BIJLAGEN

Bijlage 1: Een typische 'stakeholder map'



Bron: <http://www.emeraldinsight.com/fig/2680070405001.png>

Bijlage 2: Schermadruk Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen (Euronext, 2008)

Internet Explorer - Euronext - Aandelen overzicht en koersen - Genoteerde ondernemingen - Microsoft Internet Explorer

Adres: http://www.euronext.com/trader/pricelists/companyprofile-7213-NL.htm?filter=1&eligibilityList=8&map=6627&belongsToList=subLocal_100&economicGroupList=8&pageIndex=1&capitalizationList=8&investmentList=8

AVG - Euronext

Home Noteringen Effecten Obligaties FuturesOptions MarktInformatie Reglementen Beleggers

Euronext.com - Aandelen Aandelen overzicht en koersen Genoteerde ondernemingen

Genoteerde ondernemingen

Filter inhoud volgens:

Markt: Brussel
Maakt deel uit van: Euronext - Lokale aandelen
Capitalization: Select
Investment zone: Select
Eligibility: Select

Industrie: Select
Sector (ruw): Select
Sector: Select
Subsector: Select

1-100 | 101-146

Brussel - Euronext - Lokale aandelen		Download >>> Koersen Prices & features	
Naam	ISIN	Markt	Laast
4ENERGY IIRV (D)	BE0003986089	BRU	6.35
4ENERGY STR (D)	BE0005625968	BRU	0.01
ABLVIIX (D)	BE0003877942	BRU	5.15
ACCENTIS	BE0003696102	BRU	0.18
ACKERMAIS V.HAAREN	BE0003764785	BRU	69.79
AEDIFICA	BE0003851681	BRU	36.33
AGFA-GEVAERT	BE0003755692	BRU	4.94
ALFACAM GROUP	BE0003868859	BRU	13.09
ARSEUS (D)	BE0003874915	BRU	8.39
ARTHUR-DEMAT	FR00004166155	BRU	1.80
ASCEICIO (D)	BE0003856730	BRU	51.01
ATENOR GROUP	BE0003837540	BRU	41.30

Beleggingsfondsen Warrants & Certificaten ETF/Trackers ETCommodities Indices Klantenservice NYSE Alternext

Informatie voor: Professionele marktpartijen Genoteerde ondernemingen

Genoteerde ondernemingen

Filter inhoud volgens:

Market:

Brussel

Maakt deel uit van:

Euronext – Lokale aandelen

Capitalization:

Select

Investment zone:

Select

Eligibility:

Select

Industrie:

Select

Sector (ruw):

Select

Sector:

Select

Subsector:

Select

1-100 | 101-146

Brussel - Euronext – Lokale aandelen

Download >>>				Koersen				Prices & features	
Naam	ISIN	Markt	Laatst	Bedrijfsprofiel	Persberichten	Bedrijfskalender	Website		
4ENERGY INV (D)	BE0003888089	BRU	6.35						
4ENERGY STR (D)	BE0005625968	BRU	0.01						
ABLYNX (D)	BE0003877942	BRU	5.15						
ACCENTIS	BE0003696102	BRU	0.18						
ACKERMANS V.HAAREN	BE0003764785	BRU	69.36						
AEDIFICA	BE0003851681	BRU	36.34						
AGFA-GEVAERT	BE0003755692	BRU	4.955						
ALFACAM GROUP	BE0003868859	BRU	13.00						
ARSEUS (D)	BE0003874915	BRU	8.40						

ARTHUR-DEMAT	FR0004166155	BRU	1.80				
ASCENCIO (D)	BE0003856730	BRU	51.01				
ATENOR GROUP	BE0003837540	BRU	41.30				
AUXIMINES	BE0003787042	BRU	735.00				
BANIMMO A (D)	BE0003870871	BRU	20.70				
BARCO	BE0003790079	BRU	30.25				
BEFIMMO-SICAFI	BE0003678894	BRU	76.42				
BEKAERT	BE0003780948	BRU	116.21				
BELGACOM	BE0003810273	BRU	26.615				
BELRECA	BE0020575115	BRU	84.00				
BELUGA	BE0003723377	BRU	3.90				
BIOTECH (PRICAF)	BE0003795128	BRU	5.71				
BQUE NAT. BELGIQUE	BE0003008019	BRU	3,290.00				
BREDERODE	BE0003792091	BRU	19.75				
CAMPINE	BE0003825420	BRU	23.48				
CATALA	BE0003434397	BRU	69.02				
CFE (D)	BE0003883031	BRU	66.91				
CIE BOIS SAUVAGE	BE0003592038	BRU	325.00				
CIMESCAUT	BE0003304061	BRU	1,340.00				
CMB	BE0003817344	BRU	37.22				
COFINIMMO PRIV1	BE0003811289	BRU	129.00				

COFINIMMO PRIV2	BE0003813301	BRU	111.62			
COFINIMMO-SICAFI	BE0003593044	BRU	123.06			
COLRUYT	BE0003775898	BRU	186.19			
D'IETEREN	BE0003669802	BRU	173.36			
DECEUNINCK	BE0003789063	BRU	7.78			
DEFICOM GROUP	BE0003624351	BRU	7.64			
DELHAIZE GROUP	BE0003562700	BRU	41.89			
DEVGEN	BE0003821387	BRU	12.20			
DEXIA	BE0003796134	BRU	9.71			
DISTRIGAZ CAT.D	BE0003802197	BRU	6,726.00			
DOLMEN COMP.	BE0003776904	BRU	11.00			
DUVEL MOORTGAT	BE0003762763	BRU	41.94			
ECONOCOM GROUP	BE0003563716	BRU	7.35			
ELIA	BE0003822393	BRU	26.13			
EPIQ (D)	BE0045646560	BRU	1.98			
EURONAV	BE0003816338	BRU	26.16			
EVS BROADCAST.EQUIPM.	BE0003820371	BRU	55.12			
EXMAR	BE0003808251	BRU	18.50			
FLORIDIENNE	BE0003215143	BRU	116.00			
FLUXYS CAT.D	BE0003803203	BRU	2,351.00			
FORTIS	BE0003801181	BRU	9.79			

FOUNTAIN	BE0003752665	BRU	16.05				
GALAPAGOS	BE0003818359	BRU	5.75				
GBL	BE0003797140	BRU	70.67				
GIMV	BE0003699130	BRU	42.28				
GLOBAL GRAPHICS	FR0004152221	BRU	1.80				
HAMON	BE0003700144	BRU	31.60				
HENEX	BE0003873909	BRU	42.23				
HOME INV.BELG-SIFI	BE0003760742	BRU	43.52				
I.R.I.S GROUP	BE0003756708	BRU	48.50				
IBA	BE0003766806	BRU	15.33				
IBT (D)	BE0003689032	BRU	3.30				
IMMO MOURY (D)	BE0003893139	BRU	49.00				
IMMOBEL	BE0003599108	BRU	38.30				
INBEV(EX.INTERBREW	BE0003793107	BRU	48.05				
INNOGENETICS	BE0160220738	BRU	6.44				
INTERV.RETAIL-SIFI	BE0003754687	BRU	32.00				
INTERVEST OFFICES	BE0003746600	BRU	26.79				
IPTe	BE0003786036	BRU	4.75				
ITB-TRADETECH	BE0003633444	BRU	39.00				
JENSEN-GROUP	BE0003858751	BRU	7.39				
KBC	BE0003565737	BRU	69.06				

KBC ANCORA	BE0003867844	BRU	53.59						
KEYWARE 1/50 TEMP	BE0170059183	BRU	0.01						
KEYWARE TECH. (D)	BE0003880979	BRU	0.65						
KINEPOLIS GROUP	BE0003722361	BRU	23.50						
LEASINVEST-SICAFI	BE0003770840	BRU	68.52						
LOTUS BAKERIES	BE0003604155	BRU	271.00						
MEDIVISION	IL0010846314	BRU	0.30						
MELEXIS (D)	BE0165385973	BRU	10.88						
METRIS	BE0003859767	BRU	7.03						
MIKO	BE0003731453	BRU	49.00						
MITISKA	BE0003761757	BRU	13.18						
MOBISTAR	BE0003735496	BRU	48.99						
MONTEA C.V.A.	BE0003853703	BRU	31.20						
MOPOLI	NL0000488153	BRU	345.00						
MOPOLI FOND	NL0000488161	BRU	7,700.00						
MOURY CONSTRUCT	BE0003602134	BRU	76.90						
NAT PORTEFEUILLE	BE0003845626	BRU	49.13						
NEUF COUR-FIN.	BE0003680916	BRU	18.00						
NYRSTAR (D)	BE0003876936	BRU	7.45						
OMEGA PHARMA	BE0003785020	BRU	30.70						
ONCOMETHYLOME SCNC	BE0003844611	BRU	8.67						

OPTION	BE0003836534	BRU	2.75				
PARC PARADISIO	BE0003771855	BRU	17.00				
PAYTON PLANAR	IL0010830391	BRU	1.14				
PCB	BE0003503118	BRU	2.81				
PICANOL	BE0003807246	BRU	10.20				
PINGUIN	BE0003765790	BRU	13.02				
PUNCH INT.	BE0003748622	BRU	60.50				

1-100 | 101-146

Brussel - Euronext – Lokale aandelen

Download >>>> [Koersen](#) [Prices & features](#)

Naam	ISIN	Market	Laatst	Bedrijfsprofiel	Persberichten	Bedrijfskalender	Website
PUNCH TELEMATIX	BE0003855724	BRU	4.90				
QUESTFOR GR-PRICAF	BE0003730448	BRU	5.95				
REAL SOFTWARE	BE0003732469	BRU	0.23				
RECTICEL	BE0003656676	BRU	8.32				
RECTICEL VVPR	BE0005121778	BRU	8.18				
RESILUX	BE0003707214	BRU	38.62				
RETAIL EST.-SICAFI	BE0003720340	BRU	40.20				
RHJ INTERNATIONAL	BE0003815322	BRU	6.90				
ROSIER	BE0003575835	BRU	485.00				
ROULARTA	BE0003741551	BRU	24.65				
RTL GROUP	LU0061462528	BRU	70.00				

SABCA (D)	BE0003654655	BRU	23.98				
SAPEC	BE0003625366	BRU	124.00				
SCHEERD.V KERCHOVE	BE0012378593	BRU	699.00				
SERVICEFLATS CERT	BE0003677888	BRU	9,000.00				
SIOEN	BE0003743573	BRU	7.50				
SIPEF	BE0003361632	BRU	398.82				
SOFINA	BE0003717312	BRU	73.60				
SOLVAC NOM(RETAIL)	BE0003545531	BRU	98.00				
SOLVAY	BE0003470755	BRU	81.90				
SPADEL	BE0003798155	BRU	63.50				
SPECTOR	BE0003663748	BRU	0.98				
SUCRAF A & B	BE0003463685	BRU	8.38				
SUEZ ENVIRONNEMENT	FR0010613471	BRU	19.23				
SYSTEMAT	BE0003773877	BRU	5.17				
TELENET GROUP	BE0003826436	BRU	15.34				
TER BEKE	BE0003573814	BRU	52.00				
TESSENDERLO	BE0003555639	BRU	31.44				
TEXAF	BE0003550580	BRU	110.50				
THINK-MEDIA	BE0003804219	BRU	4.51				
THROMBOGENICS	BE0003846632	BRU	8.78				
TIGENIX NV	BE0003864817	BRU	4.00				

TRANSICS INT.	BE0003869865	BRU	15.31				
TUBIZE-FIN	BE0003823409	BRU	22.67				
UCB	BE0003739530	BRU	26.14				
UMICORE (D)	BE0003884047	BRU	25.88				
UNIBRA	BE0003064574	BRU	140.50				
UNITRONICS	IL0010838311	BRU	0.36				
VAN DE VELDE	BE0003839561	BRU	26.11				
VGP	BE0003878957	BRU	17.26				
VPK PACKAGING	BE0003749638	BRU	26.00				
WAREHOUSES-SICAFI	BE0003734481	BRU	37.40				
WDP-SICAFI	BE0003763779	BRU	44.19				
WERELDHAV B-SICAFI	BE0003724383	BRU	51.90				
ZENITEL	BE0003806230	BRU	1.20				
ZETES INDUSTRIES	BE0003827442	BRU	15.85				

Bijlage 3: Schermadruk Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen (Euronext, 2008)

Microsoft Internet Explorer - Euronext - Aandelen overzicht en koersen > Genoteerde ondernemingen

Adres: http://www.euronext.com/trader/pricelists/companyprofile?7213-NL.html?lang=NL&cha=7213&filter=1&rep=8626&economicGroupList=&belongstolist=global_100&capitalizationList=&investmentList=belgibillyus

AVG - Euronext - Aandelen overzicht en koersen

Home Noteringen Effecten Obligaties FuturesOpties MarktInformatie Reglementen Beleggers

NYSE Euronext

Euronext.com / Aandelen / Aandelen overzicht en koersen / Genoteerde ondernemingen

Filter inhoud volgens:

Markt: Amsterdam
Maakt deel uit van: Euronext - Lokale aandelen
Capitalization: Select
Investment zone: Select
Eligibility: Select

Industrie: Select
Sector (ruw): Select
Sector: Select
Subsector: Select

Genoteerde ondernemingen

1-100 | 101-158

Amsterdam - Euronext - Lokale aandelen		Download >>>> Koersen		Prices & features	
Naam	ISIN	Markt	Laast	Bedrijfsprofiel	Bedrijfskalender
AALBERTS INDUSTRI	NL0000852564	AMS	11.15		
ABI AMRO HOLDING	NL0000300507	AMS	22.22		
ACCELL GROUP	NL0000350106	AMS	25.20		
AEGION	NL0000303709	AMS	8.169		
AHOLD KOI	NL0000603250	AMS	8.69		
AIR FRANCE-KLM	FR0000031122	AMS	18.13		
AJAX	NL0000018034	AMS	7.40		
AKZO NOBEL	NL0000009132	AMS	39.94		
ALAIHER	NL0000440022	AMS	10.59		
AMG	NL0000886691	AMS	48.00		
AMSTERDAM COMMOD.	NL0000313296	AMS	4.15		
AMT HOLDING	NL0000895668	AMS	6.10		

Beleggingsfondsen
Warrants & Certificaten
ETF/Trackers
ETCommodities
Indices
KlantenService
NYSE Alternet

Informatie voor:
+ Professionele marktpartijen
+ Genoteerde ondernemingen

start

Beurs-START, BE, Beu... Euronext - Aandelen ... Document1 - Microsoft ... Document2 - Microsoft ...

lokaal intranet

Genoteerde ondernemingen

Filter inhoud volgens:

Market: Amsterdam

Industrie: Select

Maakt deel uit van: Euronext – Lokale aandelen

Sector (ruw): Select

Capitalization: Select

Sector: Select

Investment zone: Select

Subsector Select

Eligibility: Select

[Help](#)

[Ga](#)

Amsterdam - Euronext – Lokale aandelen

Naaam	ISIN	Market	Laatst	Bedrijfsprofiel	Website
AALBERTS INDUSTR	NL0000852564	AMS	11.15		
ABN AMRO HOLDING	NL0000300507	AMS	22.22		
ACCELL GROUP	NL0000350106	AMS	25.20		
AEGON	NL0000303709	AMS	8.169		
AHOLD KON	NL0006033250	AMS	8.69		
AIR FRANCE -KLM	FR0000031122	AMS	18.13		
AJAX	NL0000018034	AMS	7.40		
AKZO NOBEL	NL0000009132	AMS	39.94		
ALANHERI	NL0000440022	AMS	10.59		
AMG	NL0000888691	AMS	48.00		
AMSTERDAM COMMOD.	NL0000313286	AMS	4.15		

AMT HOLDING	NL0000886968	AMS	6.10		
AP ALTERNAT ASSETS	GB00B15Y0C52	AMS	11.00		
ARCADIS	NL0006237562	AMS	14.08		
ARCELOMITTAL	LU0323134006	AMS	51.87		
ASM INTERNATIONAL	NL0000334118	AMS	16.86		
ASML HOLDING	NL0006034001	AMS	16.28		
BAAN	NL0000336352	AMS	2.10		
BALLAST NEDAM	NL0000336543	AMS	22.09		
BAM CONV.PREF	NL0000337335	AMS	9.80		
BAM GROEP KON	NL0000337319	AMS	11.02		
BAM NON CONV PREF	NL0000337327	AMS	5.50		
BATENBURG BEHEER	NL0006292906	AMS	23.60		
BE SEMICONDUCTOR	NL0000339760	AMS	3.20		
BEGEMANN GRP KON A	NL0000338929	AMS	1.20		
BETER BED	NL0000339703	AMS	10.31		
BEVER HOLDING	NL0000285278	AMS	5.79		
BINCKBANK	NL0000335578	AMS	6.44		
BLUE FOX ENTERPRSE	NL0000340222	AMS	1.93		
BOSKALIS WESTMIN	NL0000852580	AMS	33.81		
BOUSSARD GAVAUD C	GG00B1XFMJ13	AMS	8.50		
BOUSSARD GAVAUDAN	GG00B1FQG453	AMS	8.50		
BOUSSARD GHL GBP	GG00B39VMM07	AMS	0.00		

BRILL KON	NL0000442523	AMS	19.25		
BRUNEL INTERNAT	NL0000343432	AMS	14.34		
CONVERSUS CAP	GG00B1WR8K11	AMS	23.90		
CORIO	NL0000288967	AMS	50.39		
CROWN VAN GELDER	NL0000345452	AMS	9.80		
CRUCELL	NL0000358562	AMS	12.06		
CSM	NL0000852549	AMS	24.01		
CTAC	NL0000345577	AMS	4.16		
DE NEDERLANDSE CMP	NL0000376044	AMS	8.30		
DE VRIES ROBBE GRP	NL0000370294	AMS	0.32		
DICO INTERNATIONAL	NL0000440089	AMS	0.25		
DIM VASTGOED	NL0000284750	AMS	14.10		
DOC DATA	NL0000345627	AMS	6.21		
DPA FLEX GROUP	NL0000347318	AMS	4.10		
DRAKA HOLDING	NL0000347813	AMS	20.13		
DSM KON	NL0000009827	AMS	38.67		
ERIKS GROEP	NL0000350387	AMS	44.70		
EUR DEV CAPITALCOR	ANN3116N1661	AMS	0.90		
EUROCASTLE INVEST.	GB00B01C5N27	AMS	5.10		
EUROCOMM. PROP CD	NL0000288876	AMS	30.96		
EXACT HOLDING	NL0000350361	AMS	20.88		

EXENDIS	NL0000440857	AMS	3.00		
FORNIX BIOSCIENCES	NL0000439990	AMS	9.99		
FORTIS	BE0003801181	AMS	9.60		
FORTIS CAPCMP CL A	GB0057047275	AMS	710.00		
FUGRO	NL0000352565	AMS	46.69		
GAMMA HOLDING	NL0000355824	AMS	24.90		
GAMMA HOLDING	NL0000355865	AMS	3.65		
GOUDA VUURVAST	NL0000440667	AMS	23.00		
GRONTMIJ	NL0000853034	AMS	26.21		
GROOTHANDELSGEBOUW	NL0000440824	AMS	50.00		
HAL TRUST	BMG455841020	AMS	73.00		
HARBOURVEST HVGPE	GG00B28XHD63	AMS	9.50		
HEIJMANS	NL0000341931	AMS	17.29		
HEINEKEN	NL0000009165	AMS	33.44		
HEINEKEN HOLDING	NL00000008977	AMS	31.04		
HES BEHEER	NL0000358125	AMS	22.30		
HITT	NL0000358158	AMS	4.81		
HOLLAND COLOURS	NL0000440311	AMS	34.21		
HUNTER DOUGLAS	ANN4327C1220	AMS	39.79		
HUNTER DOUGLAS	ANN4327C1303	AMS	0.33		
ICT AUTOMATISERING	NL0000359537	AMS	7.42		
IMTECH	NL00006055329	AMS	16.48		

ING GROEP	NL0000303576	AMS	3.60		
ING GROEP	NL0000303600	AMS	22.665		
INNOCONCEPTS	NL0000361145	AMS	10.45		
JETIX EUROPE	NL0000352524	AMS	15.53		
KARDAN	NL0000113652	AMS	7.89		
KAS BANK	NL0000362648	AMS	26.00		
KENDRION	NL0000852531	AMS	15.67		
KKR PEI	GB00B13BNQ35	AMS	12.52		
KPN KON	NL0000009082	AMS	11.45		
LB PRIV EQ PARTN	GG00B1ZBD492	AMS	7.80		
LEO CAPITAL GROWTH	KYG545791009	AMS	101,500.00		
LIBERTY ACQ SHARE	KYG678611073	AMS	9.25		
LOGICA	GB0005227086	AMS	1.52		
MACINTOSH RETAIL	NL0000367993	AMS	13.00		
MW TOPS EUR	GG00B39VXT49	AMS	9.78		
MW TOPS GBP	GG00B39VY027	AMS	10.50		
MW TOPS USD	GG00B39VY134	AMS	10.27		
NEDAP	NL0000371243	AMS	26.00		
NEDFIELD	NL0006327322	AMS	3.10		
NEWAYS ELECTRONICS	NL0000440618	AMS	7.15		
NIEUWE STEEN INV	NL0000292324	AMS	17.75		
NUTRECO	NL0000375400	AMS	44.16		

NYLOPLAST	NL0000375632	AMS	22.40		
	NL00000354934	AMS	7.03		
OCE					
OCTOPLUS	NL0000345718	AMS	1.18		
	NL0000852556	AMS	11.58		
OPG GROEP	NL0000370419	AMS	6.04		
ORANJEWOUd A	NL0000440584	AMS	8.70		
ORDINA	NL0000293686	AMS	7.40		
PAN EUROP HOTEL	NL0000377018	AMS	0.95		
PHARMING GROUP	NL0000009538	AMS	23.11		
PHILIPS KON	NL0000378669	AMS	19.61		
PORCELEYN E FLES	LU0100194785	AMS	8.14		
PROLOGIS EURO PROP	NL00006007247	AMS	4.06		
PUNCH GRAPHIX	NL0000368140	AMS	0.51		
QURIUS	NL0000379121	AMS	20.11		
RANDSTAD	NL00006144495	AMS	11.39		
REED ELSEVIER	NL0000288736	AMS	42.95		
ROLINCO	NL0000440477	AMS	0.36		
ROOD TESTHOUSE	GB00B03MLX29	AMS	22.80		
ROYAL DUTCH SHELLA	GB00B03MM408	AMS	22.29		
ROYAL DUTCH SHELLB	NL0000379410	AMS	36.85		
RSDB	NL0000381507	AMS	2.45		
SAMAS NV					

<u>SBM OFFSHORE</u>	NL0000360618	AMS	15.00		
<u>SCHUITEMA</u>	NL0000383040	AMS	24.30		
<u>SIMAC TECHNIEK</u>	NL0000441616	AMS	2.00		
<u>SLIGRO FOOD GROUP</u>	NL0000817179	AMS	21.73		
<u>SMIT INTERNATIONAL</u>	NL0000383800	AMS	52.55		
<u>SNS REAAL</u>	NL0000390706	AMS	12.86		
<u>SPYKER CARS</u>	NL0000380830	AMS	5.30		
<u>STERN GROEP</u>	NL0000336303	AMS	25.50		
<u>SUPER DE BOER</u>	NL0006144503	AMS	3.60		
<u>TELEGRAAF MEDIA GR</u>	NL0000386605	AMS	18.37		
<u>TEN CATE</u>	NL0000375749	AMS	26.65		
<u>TETRAGON FIN GRP</u>	GG00B1RMC548	AMS	6.12		
<u>TIE HOLDING</u>	NL0000386985	AMS	0.11		
<u>TKH GROUP</u>	NL0000852523	AMS	14.62		
<u>TNT</u>	NL0000009066	AMS	25.11		
<u>TOMTOM</u>	NL0000387058	AMS	16.16		
<u>UNIBAIL-RODAMCO</u>	FR0000124711	AMS	148.08		
<u>UNILEVER</u>	NL0000009355	AMS	18.865		
<u>UNILEVER</u>	NL0000388619	AMS	19.00		
<u>UNILEVER</u>	NL0000388684	AMS	55.00		
<u>UNILEVER 4%</u>	NL0000388825	AMS	28.00		
<u>UNILEVER 6%</u>	NL0000388742	AMS	43.00		

<u>UNILEVER 7%</u>	NL0000388726	AMS	590.49		
<u>UNIT 4 AGRESSO</u>	NL0000389096	AMS	14.69		
<u>USG PEOPLE</u>	NL0000354488	AMS	11.40		
<u>VAN DER MOOLEN</u>	NL0000370179	AMS	5.08		
<u>VAN LANSCHOT</u>	NL0000302636	AMS	59.64		
<u>VASTNED OFF/IND</u>	NL0000288934	AMS	17.71		
<u>VASTNED RETAIL</u>	NL0000288918	AMS	53.61		
<u>VIVENDA MEDIA GR</u>	NL00006103335	AMS	0.09		
<u>VOLTA FINANCE</u>	GG00B1GHH78	AMS	2.10		
<u>VOPAK</u>	NL0000393007	AMS	38.60		
<u>WAVIN</u>	NL0000290856	AMS	6.25		
<u>WEGENER</u>	NL0000394567	AMS	8.75		
<u>WERELDHAVE</u>	NL0000289213	AMS	74.02		
<u>WERELDHAVE OINAAM</u>	NL0000440980	AMS	1.90		
<u>WESSANEN KON</u>	NL0000395317	AMS	6.80		
<u>WOLTERS KLUWER</u>	NL0000395903	AMS	16.45		
<u>YATRA</u>	JE00B1FBT077	AMS	8.20		

Bijlage 4: Webadressen van de steekproefondernemingen

Het eerste webadres geeft de algemene website van de onderneming weer en het tweede adres verschaft de lokalisatie van het jaarverslag.

Belgische steekproefondernemingen:

Ablynx:

<http://www.ablynx.com/home/index.php>

http://www.ablynx.com/investorrelations/documents/Ablynx-Jaarverslag2007_000.pdf

Ackermans & Van Haaren:

<http://www.avh.be/>

Agfa-Gevaert:

<http://www.agfa.com/en/co/index.jsp>

http://www.agfa.com/en/co/binaries/AG2007_NL_tcm222-37511.pdf

Belgacom:

<http://www.belgacom.com/group/com/jsp/dynamic/homepage.jsp>

http://www.belgacom.com/group/gallery/content/shared/AR/BelgacomRedac_NL.pdf

Cofinimmo:

http://www.cofinimmo.com/seo/index_nl.html

http://www.cofinimmo.com/seo/index_nl.html

Colruyt:

<http://www.colruyt.be/colruyt/colruyt.jsp>

http://www.colruytgroup.com/colruytgroup/static/fin_jaarrapport_n.shtml

Dexia:

<http://www.dexia.com/e/home/home.php>

http://www.dexia.com/docs/2008/20080514_AG/annual_report/20080514_RA_corporate_UK.pdf

D'Ieteren:

<http://www.dieteren.com/Splash/en-en.aspx>

http://www.dieteren.com/splash/en-en/investisseurs/rapportsannuels/Files/xfbloc1/DieterenRedac_GB_Groupe_Internet_3e11ac21-faee-43ae-8eb6-4821fa6653a5.pdf

Distrigaz:

<http://www.distrigas.eu/Content/Intro.html>

<http://www.distrigas.eu/Content/aboutus/investors/documents/2007FinancialNL.pdf>

Duvel Moortgat:

<http://www.duvel.be/>

http://duvel.be/upload/documents/duveljaarverslag2007_nl.pdf

Econocom Group:

<http://www.econocom.com/emc.asp?pageId=5944>

<http://www.econocom.com/emc.asp?pageId=6013>

Fluxys:

<http://www.fluxys.com/en/Functional/Language.aspx>

http://www.fluxys.com/nl-BE/Financial%20info/AnnualFinancialReports/~/_media/Files/Financial%20info/Annual%20Reports/NL/FLUXYS_AnnualReport_2007_NL%20pdf.ashx

Galapagos:

<http://www.glpjg.com/>

<http://www.glpjg.com/pdf/GLPGjaarverslag2007.pdf>

Lotus Bakeries:

<http://www.lotusbakeries.be/FrontOffice/LanguageSelection.aspx>

http://www.lotusbakeries.be/Files/NL/Variable/AnnualReport/NL_69a5aadcfdbd-4ce0-8f4a-88f65d1d80ff.pdf

Melexis:

<http://www.melexis.com/>

http://www.melexis.com/prodfiles2/0002997_2007_Jaarverslag.pdf

Mobistar:

<http://www.mobistar.be/>

http://corporate.mobistar.be/pdf/annual_report_2007b_nl.pdf

Nyrstar:

<http://www.nyrstar.com/>

<http://www.nyrstar.com/nyrstar/en/investors/reports/>

Solvac:

<http://www.solvac.be/>

<http://www.solvac.be/static/wma/pdf/1/3/0/3/0/23162ARSNL.pdf>

Nederlandse steekproefondernemingen:

Aalberts Industries:

<http://www.aalberts.nl/showpage.asp?docid=1>

<http://www.aalberts.nl/media/1330542183192411/pdf/Jaarverslag%202007.pdf>

ABN Amro Holding:

<http://www.abnamro.com/en/home.cfm>

<http://files.shareholder.com/downloads/ABN/488723370x0x198670/fab45268-1d70-443f-b388-8b01e027e9ed/ar2007nl.pdf>

Accell:

<http://www.accell-group.com/nl/accell-group.asp>

<http://www.accell-group.com/annualreports/jaarverslag2007.pdf>

Aegon:

<http://www.aegon.com/>

<http://www.aegon.com/Documents/AEGON/Annual%20reports/2007%20Annual%20report.pdf>

Ahold:

<http://www.ahold.com/>

http://www.ahold.com/files/Ahold_Annual_Report_2007.pdf

Akzo Nobel:

<http://www.akzonobel.com/>

http://www.akzonobel.com/system/images/AkzoNobel_Annual_Report_2007_tcm9-1258.pdf

AMG:

<http://www.amg-nv.com/>

[http://irpages2.equitystory.com/cgi-](http://irpages2.equitystory.com/cgi-bin/show.ssp?id=3320&companyName=amgnv&language=English)

[bin/show.ssp?id=3320&companyName=amgnv&language=English](http://irpages2.equitystory.com/cgi-bin/show.ssp?id=3320&companyName=amgnv&language=English)

Arcadis:

<http://www.arcadis-global.nl/>

http://is.arcadis.nl/investors/arcadis_ar_2007_ang/index.htm

ASM International:

<http://www.asm.com/>

http://www.asm.com/index.php?option=com_wrapper&Itemid=113

Crucell:

<http://www.crucell.com/>

<http://hugin.info/132631/R/1219439/255908.pdf>

Exact Holding:

<http://www.exactsoftware.com/docs/SysWebsite.aspx>

<http://www.exactsoftware.com/docs/SysWebsite.aspx>

Fugro:

<http://www.fugro.com/>

<http://www.fugro.com/downloads/corporate/reports/FugroJV2007ENG.pdf>

Jetix Europe:

<http://www.jetixeuropa.com/site/home/>

http://www.jetixeuropa.com/site/investor_relations/annual_report/2007/index.html

KPN:

<http://www.kpn.com/>

<http://www.kpn.com/corporate/nl/bedrijfsprofiel/Jaarverslagen/Jaarverslag-en-Form-20-F.htm>

Pharming Group:

<http://www.pharming.com/>

<http://www.pharming.com/index.php?act=inv>

Royal Dutch Shell:

http://www.samas.com/index.php?option=com_content&task=blogcategory&id=229&Itemid=866

http://www-static.shell.com/static/investor/downloads/financial_information/reports/2007/2007_annual_review.pdf

Samas:

<http://www.samas.com/>

http://www.samas.com/index.php?option=com_content&task=blogcategory&id=229&Itemid=866