

Internationale ontwikkelingen op het terrein van goed ondernemingsbestuur

Piet Duffhues, Luc Renneboog en Jenke ter Horst

SAMENVATTING In dit artikel wordt ingegaan op een aantal belangrijke internationale aspecten van goed ondernemingsbestuur. Voor acht onderwerpen die de kern van de corporate governance discussie vormen, wordt – aan de hand van corporate governance indices en jaarverslagenonderzoek – de Nederlandse corporate governance vergeleken met die van vier landen met grote economieën alsook met een aantal representatieve kleinere landen. Het betreft de volgende onderwerpen: regelgeving inzake corporate governance, de machtsverhoudingen tussen aandeelhouders en management, de macht van aandeelhouders om een overname te verhinderen, de relatieve macht van minderheidsaandeelhouders, de relatie tussen corporate governance en aandelenrendementen, de relatie tussen corporate governance en het verschijnsel cross-listing, de internationale verschillen op het terrein van de risicobeheersing en het sanctiebeleid betreffende corporate governance. Tevens wordt het feitelijk gedrag van Nederlandse ondernemingen ten aanzien van risicobeheersing besproken.

Door het ontwikkelen van *corporate governance indices* meten wij een groot aantal elementen van goed ondernemingsbestuur.

1 Inleiding

Deze bijdrage handelt over en draagt bij aan de kennis over een aantal belangrijke internationale aspecten van goed ondernemingsbestuur gezien vanuit Nederland. Bericht wordt over de ontwikkelingen op

De drie auteurs zijn verbonden aan de Universiteit van Tilburg, Departement Financiering; dr. P.J.W. Duffhues en dr. L. Renneboog zijn hoogleraar Ondernemingsfinanciering, dr. J.R. ter Horst is universitair hoofddocent.

het terrein van een reeks van onderwerpen die het hart van de corporate governance raken. Dit zijn de regelgeving inzake corporate governance (paragraaf 2), de machtsverhoudingen tussen aandeelhouders en management (paragraaf 3), de macht van aandeelhouders om een overname te verhinderen (paragraaf 4), de relatieve macht van minderheidsaandeelhouders (paragraaf 5), de relatie tussen corporate governance en aandelenrendementen (paragraaf 6), de relatie tussen corporate governance en het verschijnsel cross-listing (paragraaf 7), de internationale verschillen op het terrein van de risicobeheersing (paragraaf 8) en het sanctiebeleid betreffende corporate governance (paragraaf 10). In paragraaf 9 wordt het feitelijk gedrag van Nederlandse ondernemingen ten aanzien van risicobeheersing besproken. Aan de hand van verschillende corporate governance indices en jaarverslagenonderzoek wordt de Nederlandse corporate governance vergeleken met die van vier landen met grote economieën (de VS, het VK, Duitsland en Frankrijk) alsook met een aantal representatieve kleinere landen (België, Denemarken en Spanje). De vergelijking van corporate governance is met name gebaseerd op corporate governance regulering, waarbij regulering in de ruime zin wordt geïnterpreteerd. Het gaat hier zowel om de wetgeving alsook om 'soft law', namelijk regulering van de beurzen (de noteringeisen) en de codes voor goed bestuur voor zover er een wettelijke verankering is van een 'comply-or-explain' principe.¹ De studie bespreekt zoals reeds vermeld verder de voor- en nadelen van cross-listings (paragraaf 7) omdat bij een notering aan een buitenlandse beurs, het bedrijf moet voldoen aan de corporate governance regulering van die beurs (of van dat land). Door bedrijven worden het 'In Control Statement' en de bindende werking en sancties ingeval van overtreding van de regels van goed bestuur als een zware last beschouwd. We gaan hier daarom ook dieper op in (paragraaf 8 en 10). Daarnaast worden vergelijkingen gemaakt met andere

landen, afhankelijk van het betreffende deelaspect van het ondernemingsbestuur dat wordt belicht. Dit artikel, dat is gebaseerd op ons onderzoeksrapport 'International developments and practices in the field of corporate governance in 2004/2005', wordt afgesloten met een samenvatting en conclusie en een overzicht van geraadpleegde literatuur².

2 Vergelijking van de Nederlandse corporate governance regulering met de regulering in andere westerse economieën

Om de positie van Nederland te evalueren in het licht van corporate governance regelgeving in relatie tot de belangrijkste westerse economieën (Duitsland, Frankrijk, het VK en de VS) en een aantal kleinere Europese landen (België, Denemarken en Spanje), hebben we verschillende indices ontwikkeld die de rechten en plichten van aandeelhouders omvatten. We positioneren Nederland in een internationale context aangaande de volgende dimensies: de relatieve invloed op het bedrijfsbeleid door de aandeelhouders (gemeten door de potentiële agency kosten veroorzaakt door het feit dat de bedrijfsdoelstellingen van aandeelhouders en management verschillend kunnen zijn), en de relatieve invloed van de grootaandeelhouders relatief tot de (kleine) minderheidsaandeelhouders (de agency kosten tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders). Een dissectie van deze geaggregeerde indices leidt tot subindices die de volgende elementen bevatten: de beslissingsrechten van de verschillende partijen, de benoemingsinvloed wat betreft de raad van bestuur/raad van commissarissen, de bedrijfstransparantie, de mate van gelijke behandeling van aandeelhouders en concentratie van zeggenschap.³ Deze indices zijn een substantiële verbetering ten opzichte van de indices die in wisselende auteurssamenstelling werden ontwikkeld door La Porta et al. (1997, 1998, 1999, 2002) en die een zeer grote weerklank hebben gevonden in de vakgebieden van de financiële economie en law and economics. Aangezien de meest recente indices van La Porta et al. de corporate governance situatie van 1995 reflecteren, is een update nodig. We gaan verder dan een loutere update en ontwikkelen nieuwe indices die veel breder zijn dan de oude. Het probleem met de indices van LaPorta et al. is dat deze zijn gecreëerd vanuit een Amerikaans perspectief waarbij slechts wordt onderzocht of een specifiek Amerikaans rechtsprincipe aanwezig is in de andere nationale wetgevingen. Dit betekent dat wetgevingen waarbij de wetgever/regelgever andere accenten legt (die niet noodzakelijk een negatieve invloed hebben op de bedrijfsprestaties) door La Porta et al. als minder-

waardig kunnen worden voorgesteld. Onze indices zijn breder en geven daarom een meer objectief oordeel over de stand van zaken wat betreft corporate governance.⁴

Om de belangrijkste principes in de corporate governance regulering te identificeren, hebben we de belangrijkste wetgevingen van de betrokken landen bestudeerd en een gedetailleerde vragenlijst (met 45 vragen) opgesteld. Deze vragen hebben we vervolgens voorgelegd aan een reeks van academische juristen alsook aan juristen die werkzaam zijn in advocatenkantoren in de betrokken landen (Appendix 2 geeft een overzicht van de juristen die aan dit onderzoek hebben meegewerkt). Indien we conflicterende antwoorden kregen, hebben we telefonisch teruggekoppeld en ook advies gezocht van andere juristen. De mate waarin governance indices van land tot land verschillen, wordt onderzocht aan de hand van de belangrijkste elementen die de relatieve machtspositie van het management, de grootaandeelhouders en de minderheidsaandeelhouders tot uitdrukking brengen. Deze zijn de volgende:

- benoemingprocedures voor bestuurders en commissarissen en de rol van de aandeelhouders in deze procedures,
- vertegenwoordiging van minderheidsaandeelhouders en werknemers in de raad van commissarissen (*supervisory board/board of directors*),
- stemrechtbeperkingen (*voting caps*),
- het principe een-stem-per-aandeel,
- het gebruik van meervoudige stemrechten,
- supermeerderheidsvoorwaarden met betrekking tot belangrijke bedrijfsbeslissingen,
- regels om een buitengewone aandeelhoudersvergadering bijeen te roepen,
- voorkeursrechten (bij een aandelenuitgifte),
- principes betreffende de neutraliteit van de raad van bestuur bij fusies en overnames,
- *trusteeship* en onafhankelijkheid van commissarissen,
- transparantie van de beloning (remuneratie) van topbestuurders en van contracten tussen het topmanagement en de onderneming,
- de frequentie van financiële rapportage,
- de *comply-or-explain* regel,
- registratie en blokkering van stemrechten voorafgaand aan de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering,
- het principe van het verplichte overnamebod (*mandatory bid rule*) waarbij twee elementen belangrijk zijn: het minimumpercentage voor een openbaar bod en de voorwaarden van dit bod (de minimale biedprijs),
- de *squeeze-out rule* waarbij een kleine minderheid

van aandeelhouders die niet op het overnamebod willen ingaan toch verplicht kunnen worden om hun aandelen te verkopen aan de bieder op voorwaarde dat deze bieder een hoog percentage van de stemrechten heeft verworven (bijvoorbeeld 95%),

- de *sell-out rule*, waarbij een kleine minderheid van aandeelhouders (bijvoorbeeld 5%) een biedend bedrijf dat een grote meerderheid van de aandelen heeft verworven (bijvoorbeeld door het overnemen van een controlerend blok aandelen) kan verplichten om de resterende aandelen ook te kopen tegen een prijs die niet lager ligt dan de aankoopprijs van andere aandelenpakketten,
- de stemrecht doorbraakregel (*break-through rule*), waarbij de partij die een groot aantal van de aandelen zonder stemrecht verwerft toch stemrechten krijgt en dus het bedrijf kan overnemen,
- transparantie van eigendoms- en controlestructuren, waarbij de aandeelhouders zich bekend moeten maken zodra ze een minimumdrempel overschrijden (bijvoorbeeld 5% van de aandelen),
- het principe van gelijke behandeling van aandeelhouders,
- de mate van goedkeuring door de aandeelhouders bij het installeren van anti-overname instrumenten,
- de mogelijkheid van stemmen via de post of via email,
- de mate waarin minderheidsaandeelhouders het bedrijfsbeleid kunnen aanvechten (minority claim) voor de rechtbank; hierbij is het niet nodig voor de rechtbank de persoonlijke schade te bewijzen maar aan de tonen dat het bedrijf slecht wordt geleid of wordt geleid om de grootaandeelhouders te bevoordelen.

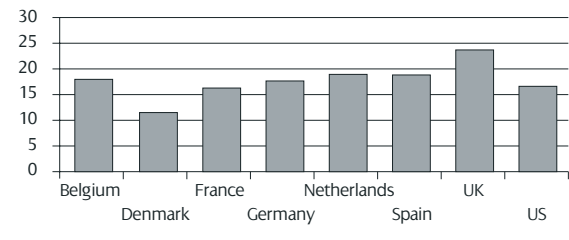
De manier waarop deze elementen verder worden gedetailleerd en gecombineerd wordt toegelicht in appendix 1.

3 De relatieve machtsverhoudingen tussen aandeelhouders en management

Grafiek 1 toont aan dat het VK het land is met de hoogste focus op de rechten (belangen) van de aandeelhouders. Veel verschil tussen de relatieve machtsverhoudingen van het management en de aandeelhouders is er niet wat betreft Nederland, Duitsland, België en Spanje. Landen waar het management relatief meer invloed heeft zijn Frankrijk en vooral Denemarken. Deze verschillen (of het gebrek aan verschillen) in corporate governance regulering van de betrokken landen worden veroorzaakt door de volgende factoren.

In de eerste plaats is er de benoemingsinvloed van de aandeelhouders op de raad van bestuur/raad van

Grafiek 1 Aandeelhoudersbeschermingsindex



commissarissen⁵. Deze is het grootst in het VK en de VS, ietwat minder in België, Frankrijk en Spanje, en het minst in Nederland, Denemarken en Duitsland. De benoemingsinvloed (*appointment rights index*) hangt af van het benoemingsproces van bestuurders en commissarissen, van werknemersvertegenwoordiging in de raad van toezicht, van regulering aangaande de contractduur van commissarissen, van de regulering van kruisaandelenparticipaties, en van de stemprocedures aangaande bestuurders en commissarissen. In Appendix 3 worden de details van de aandeelhoudersbescherming besproken in de vorm van 4 deel-indices.

Een tweede element dat de relatieve macht van de aandeelhouders en de managers bepaalt, bestaat uit de beslissingsmacht (*decision rights index*). We concluderen dat het management in de VS veel meer macht heeft dan in de Europese landen die we bestuderen. De belangrijkste reden voor deze conclusie is dat managers in de VS veel vrijheid hebben in verband met het gebruik van anti-overname maatregelen, en dat de voorkeursrechten bij nieuwe aandelenuitgiftes vaak niet worden uitgeoefend. Om deze index te bepalen, onderzochten we ook of stemrechtbeperkingen worden toegepast en wat de regulering is om buitengewone aandeelhoudersvergaderingen bijeen te roepen. In termen van relatieve beslissingsmacht van het management wordt de VS gevolgd door Denemarken, en vervolgens door België, Frankrijk, Nederland en Spanje en het VK. Tussen de *decision rights index* van deze laatste landen bestaat nauwelijks verschil.

Een derde element dat de relatieve macht van de aandeelhouders ten opzichte van het management determineert, bestaat uit een *trusteeship index* die de effectiviteit van de raad van toezicht (commissarissen) meet als een onafhankelijk opererend orgaan om de activiteiten van het management te volgen ('monitoring'). Om dit te bepalen bestuderen we verscheidene elementen die de afhankelijkheid van de raad van toezicht ten opzichte van de aandeelhouders bepalen (zie Appendix 1). We vinden dat de commissarissen

in Nederland en het VK de grootste onafhankelijkheid ten opzichte van de aandeelhouders genieten, gevolgd door de commissarissen in de VS en België, vervolgens door de commissarissen uit Spanje en Duitsland. Het minst onafhankelijk van de aandeelhouders is de raad van toezicht in Denemarken en Frankrijk.

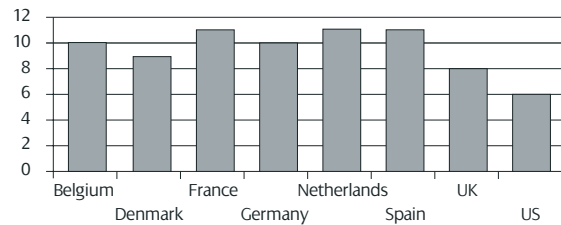
Ten vierde bekijken we de transparantie aangaande de volgende elementen: de mate waarin gedetailleerde informatie over remuneratiecontracten van het topmanagement en de commissarissen wordt gepubliceerd alsook informatie over andere contracten tussen bedrijf en manager/commissaris (bijvoorbeeld goedkope leningen, consultancycontracten). We bestuderen ook de wettelijk vereiste frequentie waarmee financiële informatie wordt verstrekt aan de markt. We bekijken ook of er een wettelijke basis is voor het *comply-or-explain* principe of dat dit principe vrijwillig wordt aanvaard. Geconcludeerd wordt dat er ten aanzien van dit onderwerp weinig verschillen zijn tussen de landen van deze studie. De transparantie-index voor de VS is ietwat hoger en die voor Denemarken en België is wat lager.

De aggregatie van de vier besproken subindices leidt tot de conclusies gebaseerd op Grafiek 1.

4 Relatieve macht van een bedrijf om een overnamepoging te weerstaan

We bestuderen de regulering die determineert in welke mate de aandeelhouders van een doelbedrijf een overname kunnen verhinderen. Deze index meet alleen aspecten van de regulering in dit verband en niet de neiging van bepaalde landen om politiek tussenbeide te komen. Grafiek 2 toont aan dat de regulering in Spanje, Frankrijk en Nederland de aandeelhouders van een doelbedrijf het best in staat stelt om een overnamepoging te verijdelen. De index is gebaseerd op de volgende elementen: de *squeeze-out rule*, de *break-through rule*, de transparantie in verband met eigendomsstructuren, het principe van gelijke behandeling van aandeelhouders, de eis tot aandeelhoudersgoedkeuring van anti-overname elementen, het gebruik van stemrechtbeperkingen, en transparantie van de contracten van management en commissarissen. Appendix 1 toont aan hoe deze elementen worden gecombineerd in een index. Zoals verwacht staan bedrijven in de VS en het VK het meest open voor de markt voor *corporate control*.⁶ Hieruit is een actieve en grote markt voor bedrijfs-overnames voortgekomen zoals Martynova en Renneboog (2006) documenteren.

Grafiek 2 Relatieve macht van een bedrijf om een overnamepoging te weerstaan

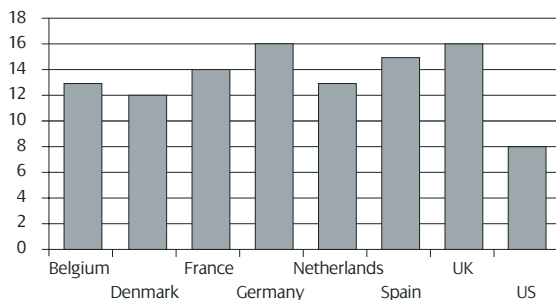


5 Relatieve macht van de minderheidsaandeelhouders ten opzichte van de grootaandeelhouders

We bestuderen ook de rechten van de grootaandeelhouders vis-à-vis de rechten van de minderheidsaandeelhouders (grafiek 3). Wanneer belangrijke grootaandeelhouders machtig zijn, is het mogelijk dat ze in staat zijn om het bedrijf te leiden ten koste van de minderheidsaandeelhouders en zodoende de rechten van de laatste met voeten te treden. Appendix 1 geeft aan dat de minderheidsaandeelhouders-index is opgebouwd aan de hand van de benoemings- en beslissingsrechten van minderheidsaandeelhouders, de mate waarin de raad van toezicht zich inzet voor de rechten van deze aandeelhoudersgroep, alsook de mate waarin de rechten van de minderheidsaandeelhouders worden gevrijwaard bij overnames. Grafiek 3 toont aan dat de bescherming van de minderheidsaandeelhouders het grootst is in Duitsland, op de voet gevolgd door Nederland en het VK. De verschillen met de andere Continentaal Europese landen zijn klein. Opvallend is dat de bescherming van minderheidsaandeelhouders zwak is in de VS. Op zich zijn deze verschillen niet verwonderlijk: een goede minderheidsbescherming is belangrijk in landen waar grootaandeelhouders vaak voorkomen. Dit is het geval in Continentaal Europa. In de VS, waar de grootste aandeelhouder per bedrijf gemiddeld minder dan 5 procent van de aandelen controleert, is de kans dat grootaandeelhouders de rechten van de minderheidsaandeelhouders misbruiken, kleiner. Nochtans is de bescherming van minderheidsaandeelhouders hoog in het VK, althans in vergelijking met de VS. Hoewel het VK een meerderheid van bedrijven kent met een gespreide aandeelhoudersstructuur, evenals de VS, zijn er toch aanmerkelijk meer grootaandeelhouders. Gemiddeld heeft de grootste aandeelhouder in het VK een aandelenpakket van ongeveer 15 procent, vandaar toch de noodzaak voor een goede bescherming van

de minderheidsaandeelhouders. Appendix 4 toont de vier deel-indices aangaande de bescherming van minderheidsaandeelhouders.

Grafiek 3 Relatieve macht van de minderheidsaandeelhouders ten opzichte van de grootaandeelhouders



6 De relatie tussen corporate governance en aandelenrendement

Bovenstaande indices geven aan dat de corporate governance regulering verschilt van land tot land op verschillende dimensies. Aangezien deze indices op landenbasis zijn ontwikkeld, kunnen we niet direct testen of verschillen in corporate governance gereflecteerd worden in de aandelenprijzen. Enkele studies konden dit echter wel door op ondernemingsniveau te onderzoeken. Twee Amerikaanse studies (Gompers, Ishii en Metrick, 2003; Cremers en Nair, 2005) en een Europese studie (Bauer, Gunster en Otten, 2003) concluderen dat corporate governance gemeten door aandeelhoudersbescherming leidt tot hogere aandelenrendementen in Amerika en Europa. Door aandelen van bedrijven met de sterkste aandeelhouderrechten te kopen en door aandelen van bedrijven met de zwakste aandeelhouderrechten te verkopen, kon een jaarlijks abnormaal rendement worden gegenereerd van 8,5 procent (gedurende de jaren negentig van de vorige eeuw). Wanneer een beleggingsstrategie wordt gebaseerd op de rechten van aandeelhouders (externe governance) en op eigendomsconcentratie (interne governance), kan een hoog jaarlijks abnormaal rendement van 10 tot 15 procent worden bereikt. Voor Europa wordt een positieve (maar zwakkere) correlatie gevonden tussen corporate governance en aandelenrendementen.

7 Cross-listings en corporate governance

De laatste jaren zien we steeds vaker dat ondernemingen er voor kiezen om zowel een notering te

hebben aan een binnenlandse als buitenlandse beurs (zie bijvoorbeeld Pagano, Röell en Zechner, 2002). Ondernemingen die een notering hebben aan een buitenlandse beurs, zijn verplicht zich te houden aan de noteringsregels van deze beurs. De noteringsregels bevatten onder andere verwijzingen naar de corporate governance regulering van het betreffende land (bijvoorbeeld Sarbanes-Oxley). Het hebben van een zogenaamde 'cross-listing' kan een aantal belangrijke voordelen geven aan een onderneming. De belangrijkste voordelen zijn: het direct toegang hebben tot de buitenlandse vermogensmarkt, het verhogen van de verhandelbaarheid van het aandeel door de afname van de mogelijke informatie-asymmetrie tussen het management en buitenlandse aandeelhouders (Pagano, Randl, Röell en Zechner, 2001), of het verhogen van de naamsbekendheid van de onderneming en de zichtbaarheid van de producten in de buitenlandse markt (Abdallah en Goergen, 2005).

Ook bij Nederlandse ondernemingen is er steeds vaker sprake van een cross-listing. Het blijkt dat maar liefst 41 ondernemingen zijn genoteerd op beurzen in de Verenigde Staten of *over-the-counter* worden verhandeld, meestal via American Depositary Receipts (ADRs). Op de London Stock Exchange zijn er 13 Nederlandse ondernemingen genoteerd en zijn de aandelen van 45 Nederlandse ondernemingen gemakkelijk verhandelbaar voor leden van de London Stock Exchange via een notering aan het Dutch Trading System. Voor deze ondernemingen geldt dat ze niet aan de corporate governance codes van het VK hoeven te voldoen. De 109 bedrijven die in Duitsland genoteerd zijn, moeten wel voldoen aan de Duitse corporate governance regels.

Echter, de uitvoering van veel corporate governance regulering, onder andere de Sarbanes-Oxley act, heeft er toe geleid dat de indirecte kosten van een beursnotering omhoog zijn gegaan. Het blijkt dat om die reden veel kleinere ondernemingen juist weer besluiten zich terug te trekken van de beurs (Renneboog, Simons en Wright, 2005).

8 Internationale verschillen, in het bijzonder met betrekking tot sectie II.1.4 van de Nederlandse Code Tabaksblat ('In Control Statement')

Er is een substantiële gemeenschappelijke basis aanwezig in de internationale corporate governance codes. Deze bestaat uit de volgende elementen en doelstellingen:

- het voorkomen van elke vorm van corruptie en vernietiging van ondernemingswaarde;

- het verhogen van de transparantie van ondernemingen;
- het vergroten van de betrouwbaarheid en de eerlijkheid van managers.

Toch zijn er ook opmerkelijke verschillen tussen landen. Drie belangrijke verschillen zijn:

- 1 In de meeste landen van de onderzochte steekproef geldt een corporate governance code die in belangrijke mate steunt op zelfregulering, maar in sommige andere landen is er sprake van corporate governance wetgeving.
- 2 De mate van regulering verschilt van land tot land. Sommige landen hebben zeer strikte regelgeving (als het gaat om de 'In Control Statements' is dit van toepassing op de VS en, hoewel op een andere manier, ook op Nederland) terwijl andere landen een meer liberale aanpak hanteren die ruimte laat voor een zekere vrijheid bij de implementatie. De Nederlandse positie is tamelijk hybride doordat er enerzijds duidelijk gewerkt is vanuit het liberale vertrekpunt 'comply or explain', maar anderzijds de regels soms zeer strikt en precies geformuleerd zijn (bijvoorbeeld het 'In Control Statement' in bepaling II.1.4 van de Code).
- 3 De oriëntatie van wet- en/of regelgeving verschilt tussen de VS en Europese landen. In de VS is het doel veeleer het aanscherpen van de eisen ten aanzien van de financiële verslaggeving van ondernemingen dan het bevorderen van de algemene kwaliteit van het bestuur. In Europese landen is de financiële verslaggeving slechts een van de vele verbeterpunten.

In de VS is het eisenpakket waaraan ondernemingen moeten voldoen betreffende het riskmanagement en de control systems vervat in de Sarbanes-Oxley wet van 2002. Het pakket is relatief gedetailleerd ten opzichte van vele Europese richtlijnen. In Nederland geldt een voor Europa relatief zeer stringente inhoud van het genoemde eisenpakket. Dit is de bepaling II.1.4 volgens welke het riskmanagement en de interne controle systemen adequaat en effectief zijn. In Europa (ook in Nederland) zal het 'In Control Statement' in de praktijk moeten worden ontwikkeld⁷.

Een eerste interessante poging in die richting is het artikel van Sampers (2005). Groot voordeel van de Europese benadering is de flexibiliteit gezien van land tot land en in de tijd.

Vrijwel algemene opinie van ondernemingen en beleggers is dat het 'In Control Statement' in het algemeen een duidelijk nut afwerpt niet alleen voor beleggers, maar ook voor de managers zelf, zij het dat dit ten koste gaat van hoge kosten die tot ernstige klachten hebben geleid. Deze worden onder andere veroorzaakt door de tijd van de managers voor dit netelige onderwerp en de bemoeienissen van adviserende en controlerende dienstverleners die in hoge mate door de ondernemingen moeten worden ingeschakeld.

9 Feitelijk gedrag van Nederlandse ondernemingen betreffende artikel II.1.4 van de Code Tabaksblat

Onderzocht werd hoeveel ondernemingen uit de AEX- en de MidCap-categorie in 2003 en 2004 voldeden aan de eisen van artikel II.1.4 van de Code. Hoewel deze in 2003 nog niet gold als verplichting, werd ook in dat aanloopjaar waarin veel publieke discussie plaatsvond over de zich duidelijk aftekenende Code, het ondernemingsgedrag onderzocht. In dit kader werden vier groepen van ondernemingen onderscheiden. Groep 1 betrof die ondernemingen die zich verre hielden van de Code, deze zelfs niet wensten na te leven. In groep 2 werden de ondernemingen opgenomen die opmerkelijk vaag bleven over de naleving van Code artikel II.1.4 of dit in het geheel niet noemden. Groep 3 bevatte die ondernemingen die de Code in hun verslag nadrukkelijk wel noemden en zegden deze te respecteren maar niet volledig te kunnen naleven. Overigens was dit niet in strijd met de Code vanwege het *comply-or-explain* principe dat eraan ten grondslag ligt. Tenslotte omvat groep 4 alle ondernemingen welke de Code ten volle onderschrijven en de bepalingen zonder uitzondering uitvoeren. Groep 4 zou idealiter overbevolkt (score 100%) moeten zijn. Groep 3 zou evenwel ook aanvaardbaar zijn gelet op het *comply-or-explain* principe.

Tabel 1 Het gedrag van Nederlandse ondernemingen (AEX en MidCap) inzake Artikel II.1.4 van de Tabaksblat Code in 2003 and 2004

Categorie	AEX 2003	AEX 2004	MidCap 2003	MidCap 2004	Totaal 2003	Totaal 2004
1	0	0	0	1	0	1
2	8	9	8	2	16	11
3	13	12	14	14	27	26
4	4	4	2	7	6	11

Toch zouden deze ondernemingen reeds minder dan bedoeld adhesie betuigen aan de Code en daarmee aan haar bestaan afbreuk doen.

Er werden door ons 49 ondernemingen opgenomen in de steekproef. Gezien de verschillende bewoordingen in de jaarverslagen en de daaraan te geven interpretaties was toerekening van de onderneming aan de vier groepen niet zonder meer eenduidig realiseerbaar. Met dit voorbehoud zijn de onderzoeksresultaten als wordt vermeld in tabel 1.

Niet de AEX-ondernemingen, maar de MidCap-ondernemingen zorgden voor een belangrijke verbetering in de naleving van de Code-bepaling II.1.4 gaande van 2003 naar 2004. Verder blijkt uit het onderzoek dat groep 1 uitsluitend uitzonderingsgewijs aan de orde was hetgeen niet verrassend is, omdat de verplichting in de wet is verankerd. Meer alarmerend is dat (volgens groep 4) slechts 11 van de 49 onderzochte ondernemingen (22%) volledig voldeden aan de eisen van artikel II.1.4. Niet minder dan 26 ondernemingen werden toegewezen aan groep 3 hetgeen meer dan de helft van het aantal ondernemingen betreft. Het lijkt erop dat veel bestuurders niet bereid zijn om de volledige verantwoordelijkheid te nemen voor het gevoerde risicomanagement en de werking van de controlesystemen zoals dat wordt geëist door de Code. Een mogelijke oorzaak hiervoor is de striktheid waarmee het artikel II.1.4 is geformuleerd (zie ook De Groot en Koolstra, 2006). Het laat geen of nauwelijks ontsnappingsruimte aan bestuurders die met voortreffelijke inzet en doorlopende aandacht voor riskmanagement en controlesystemen toch worden geconfronteerd met onverwachte risico's en verliezen. De Code lijkt te eisen dat in de toekomst geen enkele verrassing mogelijk is inzake het onderkennen en beheersen van risico's. Op dit punt is de Code zelf onrealistisch: in een ondernemingsomgeving geldt dat risico gelijk staat met verrassing. Het volledig uitsluiten van verrassingen betekent het einde van het ondernemen. Verwacht mag worden dat een beperkte afzwakking van de Code op dit punt ervoor zal zorgen dat het aantal bedrijven dat volledig voldoet aan artikel II.1.4 sterk zal toenemen.

10 Bindende werking en sancties in het internationale veld

De naleving van corporate governance taken en het opleggen van sancties bij niet-naleving is van land tot land verschillend geregeld. Er is bijvoorbeeld een groot verschil tussen de VS aan de ene kant en de

meeste Europese landen aan de andere kant. In de VS wordt de naleving afgedwongen door de wet, terwijl in Europa de naleving is ingebed in codes die niet echt bindend zijn, zeker niet in Nederland en Duitsland die *comply-or-explain* als uitgangspunt hebben. Vaak zijn in Europa codebepalingen niet meer dan aanbevelingen. Zelfregulering en overheidsinterventie zijn in Europa niet scherp gescheiden in tegenstelling tot de situatie in de VS. Waar geen eenduidig geheel van corporate governance regels bestaat, wordt naleving primair gecontroleerd door marktkrachten (inclusief markttoezichthouders zoals effectenbeurzen).

Een van de implicaties van het feit dat de corporate governance regelgeving in Europa heterogeen is, is dat er geen duidelijk beeld bestaat omtrent de overheidsregulering of de zelfregulering van de corporate governance principes. Dit komt doordat bepaalde principes in het ene land deel uit maken van de wet en in het andere land van een vrijwillige code.

Empirisch onderzoek van La Porta et al. (1998) heeft aangetoond dat de kwaliteit van de rechtssystemen van land tot land verschilt hetgeen een positieve of negatieve invloed heeft op de naleving van corporate governance bepalingen. Deze kwaliteit is hoog in Scandinavië en Nederland, maar veel minder hoog in Zuid-Europese landen.

Sancties variëren per land. Sommige landen hebben sterke bekrachtigingsregels met de dreiging van civiele of strafrechtelijke processen, zware boetes en straffen tot en met gevangenisstraffen (in de VS tot 20 jaar), terwijl de Europese landen over het algemeen relatief soft toezicht houden en dienovereenkomstig straffen. De *comply-or-explain* eigenschap van codes is aangemoedigd en bekrachtigd door marktmechanismen. Markttoezichthouders en accountants zijn onder grotere druk komen te staan om het bestuur van de onderneming te controleren.

Concluderend kan worden gesteld dat zeker in Europa onduidelijkheid bestaat over de naleving en de sancties bij niet-opvolging van de bepalingen van de Codes (Wymeersch, 2005). Jurisprudentie zal in de toekomst uitsluitsel moeten bieden wanneer zich geschillen voordoen. De onduidelijkheid wordt veroorzaakt door het verschillende karakter van de Codes, ook binnen Europa, en door de verschillende rechtssystemen in de landen. Het voordeel van de Europese bepalingen inzake naleving en sanctionering is dat, gemakkelijker dan in een wettelijk systeem, discretionaire ruimte aanwezig is bij het ontstaan van gewijzigde inzichten die hun basis hebben in bijvoorbeeld ontwikkelingen op de markten.

11 Samenvatting en conclusies

Door het ontwikkelen van *corporate governance indices* was het in dit artikel mogelijk om een groot aantal elementen van goed ondernemingsbestuur te meten en in staafdiagrammen tot uitdrukking te brengen. Internationaal gezien blijkt Nederland met haar regulering niet slecht te scoren: Nederland komt na het VK wat betreft de invloed en macht van de aandeelhouders (relatief ten opzichte van de macht van de managers om een eigenzinnig beleid te voeren). In overname(pogingen) geeft de Nederlandse regulering verder ook relatief veel macht aan de aandeelhouders van de doelbedrijven om onafhankelijk te beslissen om op het bod in te gaan of het te blokkeren. Belangrijk in Continentaal Europa is de bescherming van de minderheidsaandeelhouders, omdat in deze landen grote aandeelhouders in veruit de meeste beursgenoteerde bedrijven een rol van betekenis spelen. Nederland scoort gemiddeld wat betreft bescherming van de rechten van minderheidsaandeelhouders (iets minder goed dan Duitsland, maar veel beter dan de VS). Zoals eerder aangegeven is het belangrijk om te beseffen dat deze corporate governance indices geen rekening houden met de afdwingbaarheid van deze regels voor een rechtbank en dat corporate governance regulering aan de kant kan worden geschoven door politieke beslissingen (wat vooral zichtbaar is bij grote overnames van wat wordt beschouwd als 'national champions'). Empirisch onderzoek toont aan dat de kwaliteit van corporate governance en het aandelenrendement in het algemeen positief samenhangen. Behalve een gemeenschappelijke basis bevatten de codes van de verschillende landen ook duidelijke verschillen, zoals wel of geen zelfregulering. Het 'In Control Statement' van de Code Tabaksblat vervult een nuttige functie maar is te stringent gedefinieerd. Naleving van de codes kost de ondernemingen bovendien veel geld. AEX- en MidCap-ondernemingen voldeden over het jaar 2004 niet alle aan de eisen van de bepaling II.1.4 inzake het risicomanagement en de beheersingssystemen van de onderneming. ■

Literatuur

- Abdallah, W. en M. Goergen (2005), *Does corporate control determine the cross-listing location?*, Working paper Sheffield University.
- All corporate governance codes: http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php.
- Bauer, R., N. Gunster en R. Otten (2003), Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance, *Journal of Asset Management*, vol. 5, no. 2 (August), pp. 91-104.
- Berglöf, E. en S. Claessens (2004), Corporate Governance and Enforcement, World Bank Policy Research Working Paper, nr. 3409; zie: <http://rru.worldbank.org/PapersLinks/Corporate-Governance-Policy/>
- Cremers, K.J.M., en V. Nair (2005), Governance mechanisms and equity

prices, *Journal of Finance*, vol. 60, no. 6, pp. 2859-2894.

- Duffhues, P.J.W., L. Renneboog en J.R. ter Horst (2005), *International developments and practices in the field of corporate governance in 2004/2005*, Research report by order of the Monitoring Commission Corporate Governance Code by Center Applied Research Tilburg University, 30 november 2005, 155 blz.; zie <http://center-ar.nl>.
- Gompers, P., J. Ishii en A. Metrick (2003), Corporate Governance and Equity Prices, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, pp. 107-155.
- Groot, J. de, en B. Koolstra (2006), De 'in-control' good practice van de Commissie Frijns lost slechts een deel van de puzzel op, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 80, no. 7/8 (juli/augustus), pp. 392-400.
- La Porta, R. en F. Lopez-de-Silanes (1997), Legal determinants of external finance, *Journal of Finance*, vol. 52, no. 3, pp. 1131-1150.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, en R. Vishny (1998), Law and Finance, *Journal of Political Economy*, vol. 106, no. 6, pp. 1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, en A. Shleifer (1999), Ownership around the world, *Journal of Finance*, vol. 54, no. 2, pp. 471-517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, en R. Vishny (2002), Investor Protection and Corporate Valuation, *Journal of Finance*, vol. 57, no. 3, pp. 1147-1170.
- Martynova, M. en L. Renneboog (2006), Mergers and Acquisitions in Europe, in L. Renneboog (ed.), *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, Amsterdam: Elsevier, pp. 13-75.
- Pagano, M., O. Randl, A. Röell, en J. Zechner (2001), What makes stock exchanges succeed? Evidence from cross-listing decisions, *European Economic Review*, vol. 45, pp. 770-782.
- Pagano, M., A. Röell, en J. Zechner (2002), The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad?, *Journal of Finance*, vol. 57, no. 6, pp. 2651-2694.
- Renneboog, L., T. Simons en M. Wright (2005), *Leveraged Public to Private Transactions in the UK*, Working paper Tilburg University; zie: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=704302.
- Sampers (2005), Het 'In Control Statement', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 79, no. 7/8 (juli/augustus), pp. 361-369.
- Wymeersch, E. (2005), *Enforcement of Corporate Governance Codes*, ECGI Law working paper no. 46/2005; zie: http://www.ecgi.org/wp/wp_id.php?id=137.

Noten

- 1 We houden ook rekening met 'corporate practice'. Zo mogen volgens het ondernemingsrecht in het VK bedrijven aandelen uitgeven met meervoudig stemrecht. In de praktijk gebeurt dit echter niet. We classificeren het VK daarom als een land waar het principe een-stem-per-aandeel geldt.
- 2 Vergelijk ook het themanummer "Corporate governance toekomstbestendig?" (MAB, jg. 80, no.5, mei 2006).
- 3 In de recente wetgeving, codes en de beursreguleringen zijn geen significante veranderingen opgetreden. De meeste belangrijke veranderingen omtrent 'corporate governance' regelgeving hebben plaatsgevonden aan het einde van de jaren 90 en in 2000-2002.
- 4 De bedoeling van dit paper is het geven van beschrijvende inzichten, en niet het testen van de indices in een return-generating model; we

- beschikken alleen over indices op landenniveau en niet op microniveau.
- 5 In het VK, de VS, Frankrijk, België en Spanje is er een unitaire raad (die combineert de raad van bestuur – topmanagement – en de raad van commissarissen of de toezichtsraad)
- 6 Het moet echter worden benadrukt dat het management van

Amerikaanse ondernemingen die geïncorporeerd zijn in Delaware, effectief een overnamebod kunnen weerstaan door het wijdverbreide gebruik van poison pills.

- 7 De Groot en Koolstra (2006) gaan in op onduidelijkheden en misvattingen ten aanzien van de risicoparagraaf en geven een aanzet voor een mogelijke werkbare oplossing.

Appendix 1 Detaillering samenstelling corporate governance index

1. **Aandeelhoudersbeschermingsindex (Max=32)** geeft de mogelijkheid van de aandeelhouders weer om opportunistisch gedrag van het management af te zwakken. De index bevat de volgende subindices:

- 1.1 **De benoemingsmachtindex (Max=12)** is gebaseerd op de regelgeving over de benoeming en vervanging van de leden van de raad van bestuur/toezicht. De index meet de mate waarin de belangen van het management en de aandeelhouders gelijk lopen in dit opzicht. De index wordt als volgt gekwantificeerd:

- Werkgeversvertegenwoordiging: 0 indien vereist, 2 indien niet.
- Nominatie tot de raad van toezicht door de aandeelhouders: 0 indien vereist, 2 indien niet.
- Aantal dienstjaren per contract voor leden van de raad van toezicht: 0 indien meer dan 4 jaar, 1 indien 4 jaar, 2 indien minder dan 4 jaar.
- Wederzijdse participaties:
 - Wederzijdse participaties tussen 2 onafhankelijke bedrijven: 1 indien dit wordt gereguleerd, 0 indien niet.
 - Maximumparticipatie van een dochteronderneming in het bedrijf van de moederonderneming: 1 indien dit wordt gereguleerd, 0 indien niet.
- Verkiezingsregels:
 - Stemmen via de post/e-mail: 2 indien toegestaan, 0 indien niet.
 - Vereiste om de aandelen te deponeren/registeren voor een algemene aandeelhoudersvergadering:
 - Bij aandelen aan toonder: 0 indien de aandelen moeten gedeponeerd worden, 1 indien alleen een registratie van de aandelen vereist is, 2 indien deze vereisten niet bestaan.
 - Bij nominale aandelen: 0 indien deze moeten gedeponeerd worden, 2 indien dit niet moet.

- 1.2 **De beslissingrechtenindex (Max=8)** meet de mogelijkheden van de aandeelhouders om de beslissingsmacht van de managers te beperken. Deze index bevat de regelgeving aangaande aandeelhouders beslissingsmacht. De index is als volgt gekwantificeerd:

- De aandeelhouders geven hun goedkeuring aan anti-overnamemaatstaven: 2 indien vereist, 0 indien niet.
- De aandeelhouders geven hun goedkeuring aan voorkeurrechten bij aandelenuitgiften: 2 indien vereist, 0 indien niet.
- Percentage vereist om een buitengewone aandeelhoudersvergadering te houden: 0 indien geen regelgeving of indien meer dan 20% van de stemrechten is vereist, 1 indien 20% of minder maar meer van dan 5% vereist is, 2 indien 5% of minder.
- Stemrechtbeperkingen: 0 indien toegestaan, 2 indien niet.

- 1.3 **De trusteeshipindex (Max=5)** meet de effectiviteit van de raad van toezicht bij het monitoren van de CEO. De index is als volgt geconstrueerd:

- Onafhankelijkheid van de Raad:

- 2 indien de CEO niet de voorzitter van de raad van toezicht kan zijn (in een systeem met 1 raad), 0 in het andere geval
- 2 indien de overlap tussen management en raad van toezicht verboden is (in een systeem met 2 raden (bestuur en toezicht), 0 in het andere geval.

- Werkgeversvertegenwoordiging: 0 indien vereist, 2 indien niet.
- Afzonderlijke auditraad: 1 indien vereist, 0 indien niet.

- 1.4 **De transparantie-index (Max=7)** meet de kwaliteit van de informatie over het bedrijf, de eigendomsstructuur en het management.

- Vereiste om informatie over de remuneratie van het management openbaar te maken: 0 indien niet vereist, 1 indien vereist op een geaggregeerde basis, 2 indien vereist op een individuele basis.
- Vereiste om de transacties tussen management en bedrijf openbaar te maken: 2 indien vereist, 0 indien niet.
- Frequentie van de financiële rapportage: 0 indien 1 keer per jaar, 1 indien 2 keer per jaar, 2 indien meer dan 2 keer per jaar.
- Comply or explain regel: 1 indien vereist, 0 indien niet.

Hoe hoger de index, hoe beter de bescherming van de aandeelhouders.

2. **De index van de bescherming van minderheidsaandeelhouders (Max=27)** is gebaseerd op de regelgeving die zich richt op de relatieve macht van de minderheidsaandeelhouders in een bedrijf met sterke meerderheidsaandeelhouders. De index bestaat uit de volgende 4 subindices:

- 2.1 **De index van benoemingsrechten van minderheidsaandeelhouders (Max=5)** is gebaseerd op de beslissingsrechten die kunnen worden uitgeoefend door minderheidsaandeelhouders. De index bevat de rechten van de minderheidsaandeelhouders om een vertegenwoordiging te hebben in de raad van toezicht en om de macht van de grootaandeelhouders te beperken. De index is als volgt gekwantificeerd:

- Vertegenwoordiging van de minderheidsaandeelhouders in de raad: 2 indien vereist, 0 indien niet.
- Stemrechtbeperkingen die de macht van de grootaandeelhouders inperken: 1 indien stemrechtbeperkingen zijn toegestaan, 0 indien niet.
- Een-aandeel-een-stem-regel: 0 indien meervoudig stemrecht per aandeel of aandelen zonder stemrecht zijn toegestaan; 1 indien een van beide types van aandelen zijn toegestaan; 2 indien geen van beiden is toegestaan.

- 2.2 **De beslissingrechtindex van minderheidsaandeelhouders (Max=4)** meet de mate waarin minderheidsaandeelhouders belangrijke bedrijfstransacties kunnen beïnvloeden aan de hand van stemrecht. De index is als volgt gekwantificeerd:

- De vereiste van een supermeerderheid om belangrijke bedrijfs- ➤

beslissingen goed te keuren: 0 indien 50% of minder; 1 indien meer dan 50% maar minder dan 75%; 2 indien 75% of meer.

- Percentage nodig om een buitengewone aandeelhoudersvergadering bijeen te roepen: 0 indien de regel niet bestaat of indien het minimum percentage 20% of meer is; 1 indien het vereiste percentage tussen 20 en 5% is; 2 indien het percentage 5% of minder is.

2.3 De *trusteeship-index* voor minderheidsaandeelhouders (Max=4) geeft aan in welke mate de raad van toezicht een rol vervult als 'trustee' voor de minderheidsaandeelhouders; in welke mate zijn de leden van de raad van toezicht onafhankelijk van de belangrijkste aandeelhouders. De index is als volgt gekwantificeerd:

- Nominatie van leden voor de raad van toezicht door aandeelhouders: 2 indien een aandeelhoudersstemming om de leden van de raad van toezicht niet is vereist (voor een systeem met 2 raden); 0 indien vereist of in geval van een systeem met 1 raad.
- Onafhankelijkheid van de raad: 2 indien de CEO niet tegelijk de voorzitter van de raad kan zijn (in een systeem met 1 raad) of indien overlapping tussen de raden van bestuur en toezicht is verboden is (in een systeem met 2 raden), 0 in het andere geval.

2.4 De *affiliatie-index* voor de minderheidsaandeelhouders (Max=14)

groepeert de resterende regelgeving die als doel heeft om de minderheidsaandeelhouders te beschermen: het principe van gelijkberechtiging van aandeelhouders en het recht van exit (verkoop van aandelen) tegen faire voorwaarden. De regelgeving is als volgt gekwantificeerd:

- Principe van gelijke behandeling van aandeelhouders: 2 indien vereist, 0 indien niet.
- Verplichte bekendmaking van de participaties: 0 indien geen bekendmaking is vereist of slechts aandelenpakketten van meer dan 25% moeten bekend gemaakt worden; 1 indien 10% of meer

(minder dan 25%); 2 indien 5% of meer (minder dan 10%); 3 indien minder dan 5%.

- Verplicht overnamebod: 0 indien niet vereist; 1 indien 50%; 2 indien tussen 50 and 30%; 3 indien 30% of minder.
- De sell-out regel: 0 indien er geen sell-out is; 1 indien 95% of meer is vereist; 2 indien 90% of minder is vereist.
- Voorwaarde met betrekking tot minderheidsaandeelhouders: 0 indien niet vereist; 1 indien 10% of meer van de aandelen nodig zijn; 2 indien 5% of meer nodig is; 3 indien minder dan 5% nodig is.
- Break-through regel: 1 indien vereist; 0 indien niet.

Hoe hoger de index, hoe beter de bescherming van de minderheidsaandeelhouders.

3. *Relatieve macht om een overnamepoging te weerstaan*

Deze index bevat de volgende elementen:

- *Squeeze-out rule*: 0 indien er geen squeeze-out is; 1 indien 95% of meer is vereist; 2 indien 90% of minder is vereist.
- Break-through regel: 1 indien vereist; 0 indien niet.
- Principe van gelijke behandeling van aandeelhouders: 2 indien vereist, 0 indien niet.
- Stemrechtbeperkingen: 0 indien toegestaan, 2 indien niet.
- Vereiste om informatie over de remuneratie van het management openbaar te maken: 0 indien niet vereist, 1 indien vereist op een geaggregeerde basis, 2 indien vereist op een individuele basis.
- Vereiste om de transacties tussen management en bedrijf openbaar te maken: 2 indien vereist, 0 indien niet.
- Verplichte bekendmaking van de participaties: 0 indien geen bekendmaking is vereist of slechts aandelenpakketten van meer dan 25% moeten bekend gemaakt worden; 1 indien 10% of meer (minder dan 25%); 2 indien 5% of meer (minder dan 10%); 3 indien minder dan 5%.

Appendix 2 Namen van juristen die aan het onderzoek hebben meegewerkt

De detailinformatie over corporate governance regulering is gebaseerd op de financiële wetgeving, maar ook op soft law (codes voor degelijk bestuur voor zover er een wettelijke comply or explain basis is, de regulering van de beurzen). De informatie werd verzameld met de hulp van ten minste drie prominente bedrijfsjuristen (zowel academische als praktijkjuristen) per land.

Frankrijk: Prof. Dr. Alain Couret (*Université Paris I- Panthéon-Sorbonne*), Ms. Joëlle Simon (*MEDEF - French Business Confederation*), Prof. Dr. Benoît Le Bars (*MC Université de Cergy-Pontoise*), Prof. Dr. Alain Pietrancosta (*Universities of Tours and Paris I- Panthéon-Sorbonne*), Prof. Dr. Viviane de Beaufort (*ESSEC-MBA*), and Prof. Dr. Gerard Charreaux (*Université de Bourgogne Pôle d'économie et de gestion*).

Duitsland: Prof. Dr. Peter O. Muelbert (*University of Mainz*), Prof. Dr. Klaus Hopt and Dr. Alexander Hellgardt (*Max Planck Institute for Foreign Private and Private International Law*), Prof. Dr. Theodor Baums and Mr. Tobias Pohl (*Johann Wolfgang Goethe University, Frankfurt/Main*).

VK: Prof. Dr. Antony Dnes (*Bournemouth University*), Prof. Dr. Dan Prentice and Ms. Jenny Payne (*Oxford University*), Prof. Dr. Brian R Cheffins, Mr. Richard Charles Nolan, and Mr. John Armour (*University of Cambridge*), Prof. Dr. Paul Davies (*London School of Economics*), Mr. Gerard N. Cranley, Ms. Holly Gregory, and Ms. Ira Millstein (*Weil, Gotshal & Manges*),

Ms. Eva Lomnicka (*University of London*).

VS: Prof. Mark Roe (*University of Harvard*), Prof. Dr. Edward Rock (*University of Pennsylvania Law School*), Prof. Dr. William Bratton (*Georgetown University*).

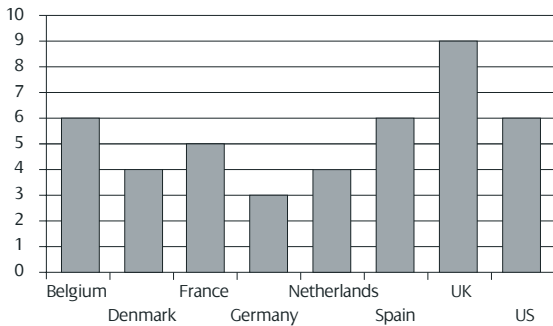
België: Prof. Dr. Eddy Wymeersch (*University of Ghent, Chairman of the Commission for Finance, Banking and Assurance*), Prof. Dr. Christoph Van der Elst (*University of Ghent*).

Denemarken: Prof. Dr. Jesper Lau Hansen and Prof. Dr. Ulrik Rammeskov Bang-Pedersen (*University of Copenhagen*).

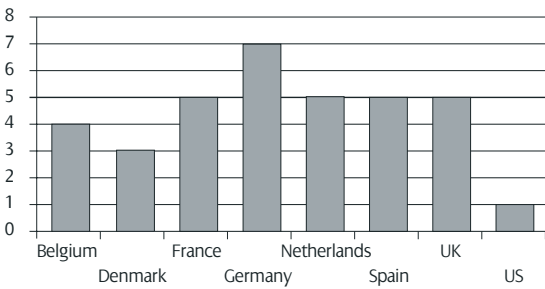
Spanje: Prof. Dr. Candido Paz-Ares (*Universidad Autonoma de Madrid*), Prof. Dr. Marisa Aparicio (*Universidad Autonoma de Madrid and Universidad Pontificia Comillas de Madrid*), Prof. Dr. Guillermo Guerra (*Universidad Rey Juan Carlos*).

Appendix 3 Deel-indices van Aandeelhoudersbescherming

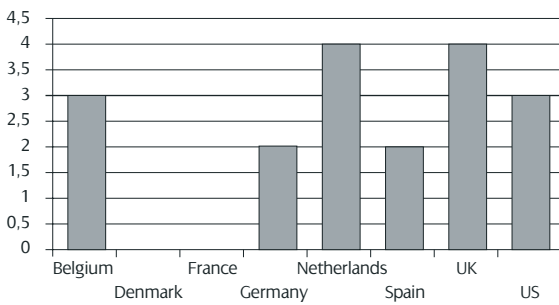
Grafiek A-1 De benoemingsmacht-index



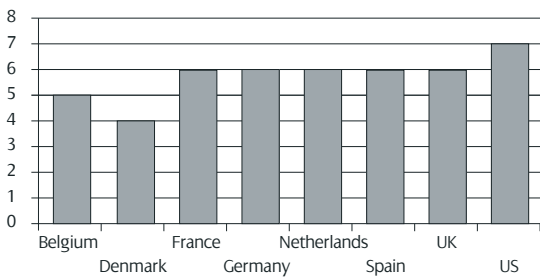
Grafiek A-2 De beslissingsrechten-index



Grafiek A-3 De trusteeship-index

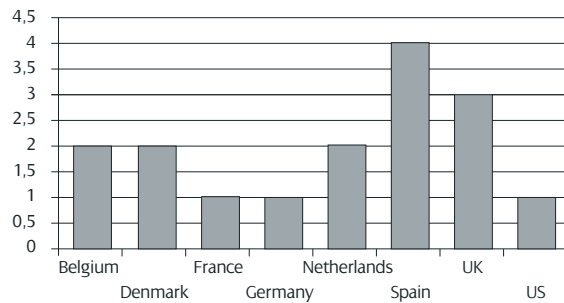


Grafiek A-4 De transparantie-index

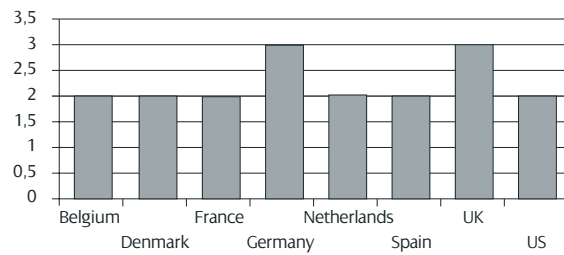


Appendix 4 Deel-indices van de bescherming van minderheidsaandeelhouders

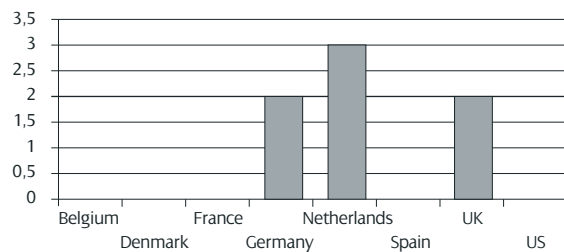
Grafiek M-1 De index van benoemingsrechten van minderheidsaandeelhouders



Grafiek M-2 De beslissingsrecht-index van minderheidsaandeelhouders



Grafiek M-3 De trusteeship-index van minderheidsaandeelhouders



Grafiek M-4 De affiliatie-index van minderheidsaandeelhouders

