

# Corporate governance op de grens van een nieuw decennium

## Verhoudingen tussen bestuur, commissarissen en aandeelhouders van de beursvennootschap

*J.J. Prinsen*

### 1 Inleiding

Corporate governance gaat over het functioneren van de raad van bestuur (RvB), de raad van commissarissen (RvC) en de algemene vergadering van aandeelhouders (AVA).<sup>1</sup> Het functioneren (of disfunctioneren) van die organen bij de beursvennootschap staat volop in de belangstelling op de grens van het tweede decennium van deze eeuw. Deze bijdrage doet verslag van de belangrijkste ontwikkelingen, met een focus op de juridische verdeling van taken en bevoegdheden tussen de genoemde organen. In het debat over corporate governance wordt ook gesproken over andere thema's, zoals beloningsbeleid en deskundigheid en samenstelling (diversiteit) van de RvB en de RvC, maar die komen in deze bijdrage slechts zijdelings aan de orde.<sup>2</sup>

Het huidige denken over corporate governance is gericht op een zekere herijking van de positie van aandeelhouders. Die tendens volgt op een periode van pakweg vijftien jaar waarin een versterking van de positie van aandeelhouders werd neergelegd in wetgeving, de Code Corporate Governance en een aantal gerucht-makende enquêtebeschikkingen over de strategische koers van beursvennootschappen. Het gevoelen is dat het Nederlandse stakeholdermodel – de vennootschap als langetermijnsamenwerkingsverband van diverse bij de vennootschap betrokken partijen, waaronder werknemers, aandeelhouders en overige kapitaalverschaffers, klanten en leveranciers – te zeer onder druk is komen te staan. Die druk wordt veelal toegeschreven aan de opkomst van op Angelsaksische leest geschoeid aandeelhoudersactivisme, waardoor de beursvennootschap speelbal dreigt te worden van kortetermijnbeleggingsstrategieën op de financiële markten.<sup>3</sup>

Hoewel de – veronderstelde – gevolgen van aandeelhoudersactivisme worden bekritiseerd, zoekt men de verbetering van corporate governance niet alleen in de

- 1 Zie over het verschijnsel corporate governance: Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\*, nr. 28 e.v.
- 2 Zie over beloningen in de financiële sector onder meer C. de Groot, Een beloningscode voor de financiële sector, O&F 2010-3, p. 5-31.
- 3 Zie het tijdsbeeld geschetst door: B.F. Assink, Facetten van verantwoordelijkheid in hedendaags ondernemingsbestuur, in: *Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, preadvies Vereniging 'Handelsrecht', Deventer: Kluwer 2009, p. 17-51; E. Wymeersch, *Aandeelhouders in de crisis*, in: *Met recht. Liber amicorum Theo Raaijmakers*, Deventer: Kluwer 2009, p. 579-587.

J.J. Prinsen

inperking van aandeelhoudersrechten. Meer wordt verwacht van het beïnvloeden van de cultuur en het gedrag van de RvB, de RvC en aandeelhouders. Verantwoord aandeelhouderschap wordt gestimuleerd en er effectievere uitoefening van aandeelhoudersrechten. Zogenoemd 'shareholder management' moet leiden tot een duurzame relatie tussen vennootschap en aandeelhouders.<sup>4</sup> In dat verband wordt steeds herhaald dat de dialoog tussen de beursvennootschap en haar aandeelhouders – of beter nog: de *ultimate investor* – bevorderd moet worden. Om de dialoog met aandeelhouders of investeerders te kunnen zoeken, moet de beursvennootschap hen vanzelfsprekend kennen. Vandaar dat er ook initiatieven zijn gericht op transparantie van investeringen c.q. de identificatie van investeerders. Veel nadruk krijgt voorts de verbetering van toezicht door de RvC. In dat verband wordt al enkele jaren gewerkt aan een verzwaring van de verantwoordelijkheid van de RvC voor de gang van zaken binnen de vennootschap.<sup>5</sup> De praktijk worstelt met de invulling van die verantwoordelijkheid, temeer daar de formele taken van de RvC niet dienovereenkomstig zijn uitgebreid (zie de bespreking van de ASMI-beschikking hierna).<sup>6</sup> Voor het belang van verbetering van (cultuur en gedrag van) bestuur bestaat verhoudingsgewijs weinig aandacht.<sup>7</sup> Een zijdelingse relatie bestaat overigens met het wetsvoorstel bestuur en toezicht, dat onder meer voorziet in de mogelijkheid van een zogenoemde 'one-tier board' van uitvoerende en niet-uitvoerende, toezichthoudende bestuurders.<sup>8</sup>

Het toezicht door De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM) wordt aangescherpt, onder meer waar het gaat om beloningsbeleid en de deskundigheid van bestuurders en commissarissen. Verder heeft de minister van Financiën wettelijke maatregelen aangekondigd, naar aanleiding van het onderzoek van de commissie-Scheltema naar de deconfiture van DSB Bank in het najaar van 2009. Het is zijn bedoeling dat DNB de bevoegdheid krijgt om een evenwichtige en verantwoorde corporate governance van banken af te dwingen (zoals de beëindiging van de onwenselijke structuur van één directeur/grootaandeelhouder).<sup>9</sup> In de toekomst zal er bovendien toezicht komen op managers van *hedge funds* en *private equity funds* (maar ook andere typen beleggingsinstel-

4 S.J. van den Nieuwenhuijzen, J.G.C.M. Galle & A.B.M. Soppe, Shareholder management – naar een duurzaam aandeelhoudersbestand?, TvOB 2010-1, p. 10-17.

5 Zie de conclusie van A-G Timmerman, nr. 3.5.1-3.5.11, bij de hierna besproken ASMI-beschikking van de Hoge Raad.

6 Zie bijvoorbeeld W.J.L. Calkoen, Discussie over commissarissen en belang van de chairman, Ondernemingsrecht 2010-10/11, p. 431-435; Verzwaar rol voorzitter rvc, Het Financieele Dagblad 25 mei 2010; President als 'chairman', Het Financieele Dagblad 2 juni 2010; Op zoek naar de effectieve raad van commissarissen, Het Financieele Dagblad 24 juni 2010.

7 Zie echter G.T.M.J. Raaijmakers, Corporate governance 2.0 voor banken en beursondernemingen: meer aandacht voor cultuur en gedrag, Ondernemingsrecht 2010-7, p. 316-318.

8 Wetsvoorstel 31 763, tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van regels over bestuur en toezicht in naamloze en besloten vennootschappen. Het wetsvoorstel loopt vertraging op in de Eerste Kamer, waar het sinds 12 maart 2010 wacht op antwoorden van de minister van Justitie.

9 Zie Kamerstukken II 2010/11, 32 545, nr. 1, p. 4.

lingen) door de implementatie van de (toekomstige) richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen.<sup>10</sup>

De afkeer van te grote kwetsbaarheid van beursvennootschappen voor de grillen van de kapitaalmarkt blijkt hier en daar ook uit de heroverweging van beschermingsconstructies.<sup>11</sup> De merites van bescherming hangen overigens ook samen met het economische gedachtegoed van de zogenoemde *market for corporate control*. In dit tijdschrift werd recent het paradigma van de vrije markt ter discussie gesteld, en gepleit voor meer bescherming (onder voorwaarden).<sup>12</sup>

Vanzelfsprekend staat de maatschappelijke en politieke discussie over corporate governance onder de hoogspanning van de huidige financiële crisis. Er bestaat een behoefte lessen te trekken uit de deconfiture van de financiële sector, die gedeeltelijk wordt toegeschreven aan falende corporate governance van de betrokken financiële instellingen. De verbetering van die corporate governance is daardoor onderwerp van initiatieven wereldwijd, en de meeste daarvan raken ook de corporate governance van beursvennootschappen in het algemeen. In de zomer van 2010 consulteerde de Europese Commissie de markt op basis van een groenboek over de corporate governance van financiële instellingen en beloningsbeleid.<sup>13</sup> Zij kondigde aan in het voorjaar van 2011 ook met een groenboek te komen over de corporate governance van beursvennootschappen, omdat – zo stelt zij – het bestuur van Europese ondernemingen voor verbetering vatbaar is, met name wat betreft de samenstelling van en diversiteit in de RvB's (inclusief de vertegenwoordiging van vrouwen), het langetermijnaandeelhouderschap en het aandeelhouderschap van werknemers.<sup>14</sup> Een ander vermeldenswaardig recent initiatief is de onlangs door de Engelse overheid gestarte 'review into corporate governance and economic short-termism'.<sup>15</sup> De omstreden overname van Cadbury door Kraft begin 2010 lijkt een kentering teweeg te hebben gebracht in het Britse denken over de invloed van het kortetermijndenken van bepaalde inves-

10 Op 11 november 2010 is de *Directive on Alternative Investment Fund Managers* aangenomen door het Europees Parlement, die naar verwachting begin 2012 in werking zal treden. Zie voor het desbetreffende dossier: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/alternative\\_investments\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm)>.

11 Zie bijvoorbeeld A.B.M. Kohn, Beschermingsconstructies nader bezien, TvOB 2010-5, p. 125-130; J. de Koning Gans & W.J. Oostwouder, Herwaardering van certificering als beschermingsconstructie, Onderneming en Financiering 2010-4, p. 60-74.

12 Zie H. Schenk, Sluit het publieke overname beleid aan bij de private overnamepraktijk?, Onderneming en Financiering 2010-3, p. 61-71.

13 COM(2010)284 def. Zie ook H.J. Bruisten, Het EU-Groenboek inzake corporate governance bij financiële ondernemingen en beloningsbeleid, TFR 2010-10, p. 258-265.

14 Zie voorstel nr. 38 in de mededeling van de Commissie van 27 oktober 2010 'Naar een Single Market Act', COM(2010)608 def.

15 Zie het consultatiedocument A long-term focus for corporate Britain. A call for evidence, te raadplegen via <[www.bis.gov.uk/Consultations](http://www.bis.gov.uk/Consultations)>.

J.J. Prinsen

teerders op beursovernames, meer in het bijzonder de invloed van kortetermijn-investeerders daarop.<sup>16</sup>

## 2 Wetsvoorstel corporate governance

Het wetsvoorstel corporate governance, aanhangig sinds juli 2009, is op dit moment de meest concrete poging om tegenwicht te bieden aan de gerichtheid van sommige aandeelhouders op het maken van (koers)winst op korte termijn en risicovolle financieringsstructuren.<sup>17</sup> Een duurzame relatie tussen de onderneming en haar (langetermijn)aandeelhouders kan de onderneming minder kwetsbaar maken voor (ongewenste) overnames. Een dergelijke duurzame relatie kan worden bevorderd door een goede en constructieve dialoog tussen aandeelhouders en onderneming en tussen aandeelhouders onderling, zo is de gedachte van het kabinet.<sup>18</sup>

Het wetsvoorstel volgt op de aanbevelingen van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (toen nog onder voorzitterschap van de heer Frijns) in haar advies van mei 2007 over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code. Dat advies was al gebaseerd op een consultatiedocument en de reacties daarop; het kabinet consulteerde de markt vervolgens opnieuw over een conceptwetsvoorstel. Een en ander leidde tot de hierna besproken voorstellen a tot en met d. De aanbevelingen van de Monitoring Commissie gingen in een aantal opzichten verder dan de voorgestelde wetswijzigingen. Bovendien volgde het kabinet niet de (latere) aanbeveling van de Monitoring Commissie om de zogenoemde responstijd wettelijk te regelen (daarover hierna meer).<sup>19</sup>

De hierna besproken voorstellen a tot en met c zijn gericht op de bevordering van transparantie. Dat streven treft men in toenemende mate aan in andere Nederlandse en in Europese initiatieven. Zo zijn er Nederlandse en Europese plannen voor de uitbreiding van de (op de Transparantierichtlijn gebaseerde) meldings-

16 De bedoelde overname 'has proved to be an event which is likely to shape the future public policy towards takeovers and corporate governance', aldus de eerste zin van de samenvatting van het rapport 'Mergers, acquisitions and takeovers: The takeover of Cadbury by Kraft' van het Business, Innovation and Skills Committee van het House of Commons. Te raadplegen via <www.parliament.uk>.

17 Wetsvoorstel 32 014 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance van 30 mei 2007. Zie over het wetsvoorstel ook: R.G.J. Nowak, Het wetsvoorstel corporate governance (wetsvoorstel Cie-Frijns), Ondernemingsrecht 2009-13, p. 546-548 en deelonderzoek 1 van het onderzoek van de commissie-De Wit (waarover hierna meer), Kamerstukken II 2009/10, 31 980, nr. 6, par. 6.5.2.

18 Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 2.

19 Het gaat om een van de aanbevelingen die werden gedaan bij de publicatie in december 2008 van de Code 2009.

plicht substantiële zeggenschap- en kapitaalbelangen naar economische longposities en naar (ongedekte) shortposities.<sup>20</sup>

In de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel verscheen laatstelijk het nader verslag van 15 juli 2010 (nr. 11). In dat verslag gaf de vaste commissie voor Financiën aan de openbare behandeling van het wetsvoorstel voldoende voorbereid te achten, onder het voorbehoud dat de regering de vragen en opmerkingen in het verslag afdoende zal beantwoorden. Naar verluidt is de Tweede Kamer thans echter verdeeld over de inhoud van het wetsvoorstel. Hierna blijkt bovendien dat niet elk onderdeel van het wetsvoorstel op evenveel steun kan rekenen.

#### a. *Identificatie van investeerders*

Dit voorstel beoogt Nederlandse en buitenlandse vennootschappen met een notering aan een Nederlandse beurs of multilaterale handelsfaciliteit in staat te stellen om de identiteit te achterhalen van hun uiteindelijke investeerders (*ultimate investors*). Daartoe zou de vennootschap onder meer het recht moeten krijgen om Euroclear Nederland en Nederlandse en buitenlandse aangesloten instellingen en intermediairs te verzoeken om de naam en adresgegevens van degene(n) voor wie zij tegoeden in aandelen (of certificaten van aandelen) hebben geadministreerd. Dat identificatieproces zal ook moeten worden gestart op verzoek van de houder(s) van 10% van het geplaatste kapitaal van de vennootschap. Bovendien zal (zullen) de houder(s) van 1% van het kapitaal informatie kunnen verspreiden, indien er investeerders zijn geïdentificeerd.

Bij de voorgestelde identificatiemogelijkheid kunnen de nodige kanttekeningen worden geplaatst.<sup>21</sup> De effectiviteit ervan kan worden betwijfeld, vooral vanwege de juridische en operationele complexiteit van de veelal grensoverschrijdende effectenbewaarketens. Het voorstel kreeg verder kritiek van de Raad van State en het College bescherming persoonsgegevens. Eumedion is van mening dat het wetsvoorstel een ongelijk speelveld creëert, omdat aandeelhouders afhankelijk zijn van de medewerking van de vennootschap om te kunnen communiceren met de andere aandeelhouders. De vennootschap zou daarmee een voorsprong hebben in geval van een *proxy contest*.<sup>22</sup> Ook wordt gewezen op het feit dat, indien de investeerders geïdentificeerd zijn, iedere 1%-investeerder ook met de andere investeerders kan communiceren, en wel op kosten van de vennootschap (zelfs indien deze zich keert tegen de strategie van de vennootschap met het doel om op korte termijn voordeel te behalen).<sup>23</sup>

20 Zie daarover M.C. Schouten, Toenemende transparantieverplichtingen voor aandeelhouders, Ondernemingsrecht 2010-2, p. 96-103. Het Europese consultatiedossier over de modernisering van de Transparantierichtlijn en over short selling zijn van recenter datum, zie: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations)>. Zie ook Eumedion Beleidsplan 2011, par. 2.1.5 en 2.1.9.

21 Zie daarover uitgebreid J. Winter & M. van Ginniken, Stemmen op afstand opnieuw bekeken, in: Met recht. Liber amicorum Theo Raaijmakers, Deventer: Kluwer 2009, p. 139-152.

22 Zie Eumedion Beleidsplan 2011, par. 2.1.1.

23 Zie deelonderzoek 1 van het onderzoek van de commissie-De Wit (waarover hierna meer), Kamerstukken II 2009/10, 31 980, nr. 6, p. 143.

J.J. Prinsen

*b. Nieuwe laagste drempel melding substantiële kapitaalbelangen en zeggenschap*

Naar huidig recht dienen aandeelhouders de AFM ervan op de hoogte te stellen als hun kapitaalbelang en/of stemrechten in een Nederlandse beursvennootschap (of een entiteit van buiten de Europese Economische Ruimte (EER) met beursnotering in Nederland) bepaalde drempels overstijgen. De laagste drempelwaarde bedraagt nu 5%, en met het wetsvoorstel wordt beoogd in aanvulling daarop een nieuwe drempel van 3% te introduceren. Daarmee is aansluiting gezocht met het hierna onder d besproken voorstel om de drempel van het agenderingsrecht naar 3% te verhogen.

*c. Publicatie strategie vennootschap en bekendmaking standpunt aandeelhouders*

Onder het wetsvoorstel zou eenieder die de beschikking verkrijgt over ten minste 3% van het kapitaal en/of de stemmen in een naamloze vennootschap met een beursnotering in de EER (of een entiteit van buiten de EER met beursnotering in Nederland) aan de AFM moeten melden of hij al dan niet bezwaar heeft tegen de strategie van de vennootschap. Een aandeelhouder die zijn oordeel over de strategie wijzigt, zou daarvan direct melding moeten maken. Gemelde standpunten worden openbaar via het openbaar register van de AFM.

Om de bedoelde aandeelhouders in staat te stellen kennis te nemen van de strategie van de beursvennootschap, dient zij haar strategie (in de Nederlandse of Engelse taal) te vermelden op haar website. De te publiceren strategie bevat de hoofdlijnen van de visie en de keuzes die op lange termijn (vijf tot tien jaar) worden gemaakt en die het uitgangspunt vormen voor de doelen en de deelbeslissingen die op korte termijn worden genomen. Indien het wetsvoorstel wordt aangenomen, zal de AFM worden belast met de handhaving van deze vereisten en bestuursrechtelijke maatregelen kunnen nemen indien de regels niet worden nageleefd.

Bij nut en noodzaak van het voorstel, en bij de technische en praktische uitvoerbaarheid ervan, zijn kritische kanttekeningen geplaatst.<sup>24</sup> Ook de Monitoring Commissie, op aanbeveling waarvan de intentiemelding werd voorgesteld, heeft onlangs (voor de tweede keer) aangegeven dat de door de wetgever voorgestane dialoog tussen aandeelhouders en vennootschap door dit voorstel niet verwezenlijkt zal worden en dat een responstijd (zie hierna) op andere wijze kan bewerkstelligen dat aandeelhouders ten opzichte van de vennootschap transparant zijn over hun voornemens.<sup>25</sup> Deze opvatting staat diametraal tegenover die van het kabinet.<sup>26</sup> De Europese Commissie overweegt overigens (in de context van de in voorbereiding zijnde modernisering van de Transparantierichtlijn) grootaandeelhouders van beursvennootschappen te verplichten hun intenties met betrekking

24 Zie H.A. Sijnja, Wetsvoorstel corporate governance: meldingsplicht van aandeelhouders met betrekking tot de strategie, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2009-2010*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 104, p. 177-200, en de verwijzingen in voetnoot 4 aldaar. Zie ook Eumedion Beleidsplan 2011, par. 2.1.1.

25 Zie het voorwoord van het hierna besproken rapport van december 2010 over de naleving van de Corporate Governance Code. In haar aanbevelingen aan de wetgever bij aanpassing van de Code eind 2008 (p. 45) was de Monitoring Commissie ook al kritisch, zij het iets minder expliciet.

26 Kamerstukken II 2008/09, 31 083, nr. 29, p. 12.

tot het houden van hun aandelenbelang openbaar te maken.<sup>27</sup> Verder zal de in de inleiding van deze bijdrage genoemde (toekomstige) richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen ook bepaalde verplichtingen meebrengen voor de bedoelde beheerders, tot verstrekking van informatie aan de niet-beursgenoteerde onderneming en haar aandeelhouders over de plannen van de beheerder met betrekking tot de toekomst van de onderneming.

*d. Verhoging drempel agenderingsrecht aandeelhoudersvergadering*

Onder geldend recht kunnen aandeelhouders van een Nederlandse vennootschap die alleen of gezamenlijk met andere aandeelhouders ten minste 1% van het geplaatste kapitaal van de vennootschap vertegenwoordigen, of – in geval van beursvennootschappen – ten minste een nominale waarde van € 50 miljoen vertegenwoordigen, de vennootschap verzoeken om specifieke onderwerpen op de agenda te plaatsen voor een komende aandeelhoudersvergadering. Dit agenderingsrecht, dat in 2004 is ingevoerd, heeft in de praktijk een significante invloed gehad op de vennootschappelijke besluitvorming.<sup>28</sup> In de parlementaire behandeling wordt gewezen op de brief die ABN AMRO in februari 2007 ontving van TCI, op dat moment houder van 1% van de aandelen ABN AMRO.<sup>29</sup> In lijn met de aanbeveling van de Monitoring Commissie stelt het kabinet nu voor om de huidige vereisten (bij naamloze vennootschappen) te verscherpen door zowel het vereiste percentage van aandelen te verhogen naar 3% als het alternatieve criterium van € 50 miljoen voor beursvennootschappen af te schaffen. Als gevolg daarvan wordt de drempel voor het uitoefenen van het agenderingsrecht aanzienlijk verhoogd en zullen bepaalde (groepen) aandeelhouders het recht hiertoe verliezen, met name de aandeelhouders in grote Nederlandse beursfondsen die momenteel hun agenderingsrecht aan de nominale drempel van € 50 miljoen in aandelenwaarde ontleen. Gezien het hiervoor besproken voorstel om een nieuwe wettelijke drempel van 3% te introduceren voor melding van substantiële kapitaalbelangen en zeggenschap, zullen alleen bij de vennootschap bekende aandeelhouders kunnen overgaan tot agendering van een onderwerp. De VEB en Eumedion hebben, niet opmerkelijk, afwijzend gereageerd.<sup>30</sup> Abma signaleert een paradox tussen de afwezigheid van agendavoorstellen van aandeelhouders voor de algemene vergaderingen 2010 en de toenemende nervositeit van bestuurders dat de aandeelhouders van hun agenderingsrecht gebruik zullen maken.<sup>31</sup> Men moet zich daarbij wel bedenken dat het met de implementatie van de Richtlijn aandeelhoudersrechten moeilijk, zo niet onmogelijk is geworden om de agendering van

27 Een dergelijke verplichting bestaat in de Verenigde Staten, en dwong bijvoorbeeld de Amerikaanse onderneming Johnson & Johnson in september 2010 tot een publieke mededeling over haar overnamegesprekken met het Nederlandse beursfonds Crucell, voordat de bedrijven een fusieovereenkomst hadden bereikt.

28 Zie F.G.K. Overkleeft, Het agenderingsrecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen: een aanzet tot (her)bezinning, *Ondernemingsrecht* 2009-17, p. 714-723.

29 Kamerstukken II 2009/10, 32 014, nr. 8, p. 6.

30 Zie Eumedion Beleidsplan 2011, par. 2.1.1.

31 R. Abma, Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen van 2010, *Ondernemingsrecht* 2010-13, p. 526 en 530-532.



J.J. Prinsen

strategische, wellicht 'bevoegdheidsoverschrijdende' onderwerpen te weigeren, niettegenstaande de hierna besproken responstijd, vanwege het schrappen van de 'zwaarwichtig belang'-maatstaf uit art. 2:114a BW.<sup>32</sup>

Zoals hiervoor gezegd, werd een aanbeveling van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code om de responstijd wettelijk te verankeren niet gevolgd. Met responstijd wordt bedoeld op de redelijke termijn die de RvB zou moeten kunnen invoeren om te reageren op een *voornemen* van één of meer aandeelhouders om agendering te verzoeken van een onderwerp (art. 2:114a BW) dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, alsmede het bedoelde voornemen dat strekt tot rechterlijke machtiging voor het bijeenroepen van een aandeelhoudersvergadering (art. 2:110 BW). Dit uitgangspunt werd per 1 januari 2009 in de Corporate Governance Code geïntroduceerd in best practice-bepalingen II.1.9 en IV.4.4. Op basis van die eerste bepaling mag de responstijd ten hoogste 180 dagen duren. Volgens het kabinet zou de Richtlijn aandeelhoudersrechten (2007/36/EG) niet toestaan dat verschillende wettelijke termijnen gelden al naar gelang het onderwerp wel of niet kan leiden tot een strategiewijziging.<sup>33</sup> Nettegenstaande de eventuele toepasselijkheid van best practice-bepaling IV.4.4 gelden de wettelijke termijnen van 60 dagen, respectievelijk zes weken daarom voor elk verzoek om agendering, respectievelijk machtiging tot bijeenroeping. Wat daarvan ook zij, uit het jongste nalevingsrapport van de Monitoring Commissie (hierna besproken) blijkt andermaal dat (institutionele) beleggers de in de Code neergelegde responstijd van maximaal 180 dagen veel te lang vinden.<sup>34</sup> In het vergaderingseizoen 2010 bleek bovendien een verschil van inzicht tussen aandeelhouders en beursvennootschappen over de vraag of het bestuur op grond van best practice-bepaling II.1.9 een (lange) responstijd kan invoeren, wanneer een aandeelhouder gemotiveerd wenst af te wijken van best practice-bepaling IV.4.4.<sup>35</sup>

### 3 Rapport commissie-De Wit

Zoals gezegd in de inleiding van deze bijdrage, wordt de huidige financiële crisis wel (gedeeltelijk) toegeschreven aan falende corporate governance van financiële instellingen. Onderzoek naar en de verbetering van de corporate governance van die instellingen kunnen ook relevant zijn voor beursvennootschappen in het algemeen. Het belangrijkste Nederlandse initiatief in dit verband is het onderzoek van de Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel (naar haar voorzitter ook commissie-De Wit genoemd). De commissie kreeg van de Tweede Kamer opdracht om onderzoek te doen naar, kort gezegd, de oorzaken van de financiële crisis. Het eerste deel van de tweeledige onderzoeksopdracht is afgerond en is vooral gericht op wat er is voorgevallen in de periode tot eind september 2008 (het faillissement van Lehman Brothers luidde toen een wereldwijde crisis in het financiële stelsel in). Het tweede deel van het onderzoek zal in de vorm van een parlementaire

32 Zie daarover Overkleef 2009, p. 719-721.

33 Kamerstukken II 2008/09, 31 083, nr. 29, p. 12.

34 Zie p. 55-56 van het rapport van december 2010 (<[www.commissiecorporategovernance.nl](http://www.commissiecorporategovernance.nl)>).

35 Zie Abma 2010, p. 532-533.



enquête zijn gericht op een aantal overheidsinterventies en -arrangementen die plaatsvonden van september 2008 tot en met januari 2009.<sup>36</sup>

Het eerste rapport werd op 10 mei 2010 onder de titel 'Verloren krediet' aan de Tweede Kamer aangeboden.<sup>37</sup> Het is kritisch van toon en bevat 27 aanbevelingen verdeeld over verschillende niveaus waarop tekortkomingen worden geconstateerd: macro-economische risico's, structuur, cultuur en gedrag van de financiële sector, nationale en Europese regulering, toezicht en interne checks and balances van de financiële instellingen. Mijn bespreking van het rapport hierna is beperkt tot het laatste aandachtsgebied.<sup>38</sup>

De commissie constateert evidente tekortkomingen in het risicomanagement binnen financiële instellingen. Als belangrijkste interne oorzaak ziet zij het feit dat bij de afweging tussen commerciële belangen (rendement) en de daarbij behorende risico's de balans te veel is doorgeslagen naar het eerste, en zij schrijft dat in belangrijke mate toe aan de groeiende druk op het creëren van aandeelhouderswaarde. Verder constateert de commissie-De Wit dat in de financiële sector de checks and balances binnen het Nederlandse bestuursmodel onvoldoende hebben gewerkt, en maakt de verschillende vennootschapsorganen scherpe verwijten. De RvB draagt de primaire verantwoordelijkheid voor het ondernemingsbeleid en dient zorg te dragen voor een goed risicomanagement. Besturen van financiële ondernemingen hebben risico's echter onderschat, al dan niet gestimuleerd door variabele beloningsstructuren en eigen aandelen- en optiepakketten. De raden van commissarissen hebben in onvoldoende mate hun verantwoordelijkheid waargemaakt bij het invullen van hun toezichthoudende en adviserende taak. Ten slotte hebben aandeelhouders zich te veel geconcentreerd op het creëren van aandeelhouderswaarde op korte termijn. Dat heeft ervoor gezorgd dat langetermijndoelstellingen van de financiële instelling, zoals duurzaamheid en continuïteit, in de praktijk van ondergeschikt belang werden. Aldus de commissie.

De commissie onderschrijft expliciet de Code Banken en beveelt aanscherping daarvan aan op het gebied van risicomanagement en beloningsbeleid en cultuur. De Tweede Kamer wil die aanscherping ook, en heeft de banken opgeroepen om de Code Banken voor het einde van het jaar uit te breiden en aan te passen.<sup>39</sup>

Geen van de aanbevelingen van de commissie-De Wit is gericht op concrete aanpassing van de machtsverhoudingen tussen de verschillende vennootschapsorganen, zij het dat men pleit voor versterking van de RvC (aanbeveling 6) en voor initiatieven om te komen tot duurzaam aandeelhouderschap (aanbeveling 9). De laatstbedoelde aanbeveling is algemeen, de commissie laat het aan 'de direct betrokkenen (bedrijven, aandeelhouders en andere belanghebbenden)' om con-

36 Zie Kamerstukken II 2009/10, 31 980, nr. 15; Handelingen 2010/11, nr. 22, p. 17.

37 Kamerstukken II 2009/10, 31 980, nr. 3-4.

38 Zie voor bredere bespreking: R.K. Pijpers, *Verloren krediet – het vuistdikke rapport van de Commissie De Wit nader beschouwd*, TFR 2010-6, p. 168-170; J.P. Kreule, *De aanbevelingen van de commissie-De Wit*, V&O 2010-10, p. 196-199.

39 Kamerstukken II 2009/10, 31 980, nr. 13.

J.J. Prinsen

crete mogelijkheden te onderzoeken, zoals loyaliteitsdividend, verzaamd stemrecht en certificering van aandelen.<sup>40</sup>

Op 22 december 2010 verscheen de kabinetsreactie op het rapport.<sup>41</sup> Daarin wordt de noodzaak van een cultuur- en gedragsverandering in de financiële sector onderschreven. Het kabinet wijst op een aantal initiatieven ter versterking van de RvC.<sup>42</sup> In de eerste plaats is het voorstel voor een wet aanhangig, op grond waarvan de leden van de RvC van een financiële onderneming door DNB of de AFM op deskundigheid zullen moeten worden getoetst.<sup>43</sup> In de tweede plaats wordt gewezen op de – inmiddels per 1 januari 2011 in werking getreden – Beleidsregel Deskundigheid 2011 van DNB en de AFM, waarin de criteria staan aan de hand waarvan de toezichthouders zullen toetsen of er is voldaan aan het wettelijke deskundigheidsvereiste voor bestuurders en commissarissen.<sup>44</sup> In de derde plaats is in ambtelijke voorbereiding een wetsvoorstel tot introductie van vervanging van de separate deskundigheids- en betrouwbaarheidstoets voor bestuurders en commissarissen door één geïntegreerde geschiktheidstoets.<sup>45</sup>

Het kabinet onderschrijft in zijn reactie het belang van duurzaam aandeelhouderschap, alsmede het uitgangspunt dat het primair een zaak van vennootschappen zelf is om te kijken of en hoe zij aandeelhouders aan zich willen binden. Ook herhaalt het kabinet nog maar eens dat de relatie tussen aandeelhouders en financiële ondernemingen kan worden bevorderd door een goede onderlinge en constructieve dialoog tussen aandeelhouders en de onderneming, die zou worden bevorderd met de voorstellen in het wetsvoorstel corporate governance (hiervoor besproken). Het kabinet ziet verder mogelijkheden voor beloning van duurzaam aandeelhouderschap in bestaande regelgeving en geeft aan dat het in een afzonderlijke brief op dat onderwerp in zal gaan.<sup>46</sup> In de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel corporate governance ging de minister van Financiën nog in op een mogelijke wettelijke regeling ten behoeve van loyaliteitsdividend en extra stemrecht voor trouwe beleggers, maar werd de afweging of een wetsvoorstel

40 Zie ook de vragen van de Tweede Kamer en de antwoorden van de commissie: Kamerstukken II 2009/10, 31 980, nr. 11, p. 12 en 24.

41 Kamerstukken II 2009/10, 31 980, nr. 16. In de kabinetsreactie zijn de opvattingen van de AFM weergegeven; de reactie van DNB is een separate bijlage.

42 Zie ook C.A. Doets, Consultatie beleidsregel deskundigheid en wetsvoorstel deskundigheidstoetsing commissarissen: naar een versterking van corporate governance binnen financiële ondernemingen, *Ondernemingsrecht* 2010-15, p. 629-634.

43 Wetsvoorstel 32 512 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de Wet op het financieel toezicht in verband met de bevoegdheid tot aanpassing en terugvordering van bonussen en winstdelingen van bestuurders en dagelijks beleidsbepalers en deskundigheidstoetsing van commissarissen.

44 Stcrt. 29 december 2010, nr. 20810.

45 Zie Kamerstukken II 2010/11, 32 545, nr. 1, par. 3.4.

46 Daartoe aangezet door de motie Van Geel c.s.: Kamerstukken II 2008/09, 31 371, nr. 197.

moet worden ingediend, overgelaten aan het volgende (lees: het huidige) kabinet.<sup>47</sup> Over de merites van loyaliteitsprogramma's bestaat discussie.<sup>48</sup>

#### 4 Enquêtebeschikking van de Hoge Raad inzake ASMI

##### *Achtergrond en Ondernemingskamer in eerste aanleg*

Op 9 juli 2010 verscheen de beschikking van de Hoge Raad in de ASMI-enquête-procedure.<sup>49</sup> Dit is een belangwekkende uitspraak over de bevoegdheidsverdeling tussen de vennootschapsorganen waar het gaat om de bepaling van de strategie van de vennootschap. Op dat beleidsterrein is sprake van een spanningsveld tussen enerzijds de RvB en de RvC, die het belang van de vennootschap behoren te dienen en daarover verantwoording afleggen aan de AVA, en anderzijds aandeelhouders, die in principe hun eigen belangen mogen nastreven. Over de wijze waarop met dat spanningsveld moet worden omgegaan, was de nodige onzekerheid ontstaan, die vermoedelijk aan verschillende omstandigheden kan worden toegeschreven. De overwegingen van de Hoge Raad in zijn arrest van juli 2007 inzake de overname van ABN AMRO (zie ook hierna) lieten kennelijk ruimte voor twijfel, mogelijk aangewakkerd door de aanpassingen van de Corporate Governance Code ten opzichte van de Code 2003. Advocaat-generaal Timmerman wijt een en ander aan de toegenomen assertiviteit van sommige aandeelhouders die *de facto* (mede)zeggenschap eisen over de strategie en die strategiewijzigingen pogen af te dwingen, alsmede aan de onzekerheid over deze toegenomen assertiviteit bij bestuurders en commissarissen.<sup>50</sup> Wat daarvan ook zij, de Hoge Raad toont zich in de ASMI-beschikking, anders dan de Ondernemingskamer, terughoudend bij het onderscheiden van bevoegdheden van vennootschapsorganen zonder wettelijke en statutaire basis.<sup>51</sup>

De achtergrond van deze beschikking van de Hoge Raad is de langlopende discussie over de strategie van beursvennootschap ASM International N.V. (hierna: ASMI), waarvan een aantal minderheidsaandeelhouders aandrang op een strategiewijziging: de splitsing van de onderneming, verkoop van een van de onderdelen en uitkering van de opbrengst aan de aandeelhouders. Deze aandeelhouders hadden ook kritiek op de governance van ASMI, die niet op alle onderdelen overeenstemde met de best practices van de Corporate Governance Code. De RvB en de RvC wezen de voorgestelde strategiewijziging van de hand, omdat deze gericht

47 Kamerstukken II 2009/10, 32 014, nr. 8, p. 1-3.

48 Zie onder meer R.W.F. Hendriks & M. Koelemeijer, *Loyaliteitsdividend: naar loyale aandeelhouders?*, in: *Met recht. Liber amicorum Theo Raaijmakers*, Deventer: Kluwer 2009, p. 181-189; M.C. Schouten, *Loyaal aan het eigen belang*, *Ondernemingsrecht 2010-14*, p. 579-580; M. de Jongh, *Reactie: loyaal aan duurzame waardecreatie*, *Ondernemingsrecht 2010-17*, p. 706-709, met naschrift van Schouten, p. 709; Eumedion Beleidsplan 2011, par. 2.1.4.

49 Gepubliceerd als: NJ 2010, 544 m.nt. Van Schilfgaarde; JOR 2010/228 m.nt. Van Ginneken; *Ondernemingsrecht 2010-12*, p. 509-514, met commentaar van Storm; *Ars Aequi 2010-11*, p. 800-807 met commentaar van Raaijmakers.

50 Zie de conclusie van A-G Timmerman bij de ASMI-beschikking, nr. 3.4.12.

51 Zie ook B.F. Assink, *Polarisering in enquêterechtspraak*, *Ars Aequi 2010-11*, p. 768-770.

J.J. Prinsen

zou zijn op het behalen van kortetermijnvoordeel ten koste van langetermijnwaarde. De zaak werd op de spits gedreven en leidde tot een enquêteprocedure.

De Ondernemingskamer zag meer dan genoeg redenen om aan een juist beleid (in de voorafgaande jaren) te twijfelen, beval een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van ASMI en stelde daartoe onderzoekers aan.<sup>52</sup> Vooruitlopend op de bevindingen van de onderzoekers, uitte de Ondernemingskamer scherpe kritiek op de gang van zaken rondom ASMI. Zij oordeelde dat daaruit niet anders kan worden geconcludeerd dan dat een beeld naar voren komt van een beursvennootschap die haar problemen op het (ondernemings)strategische vlak steeds voor zich uit heeft geschoven, althans steeds heeft gepoogd binnen de besloten kring van de eigen functionarissen (en met name de CEO en de commissarissen) en grootaandeelhouder af te wikkelen en zich daartoe jegens haar overige, ‘externe’ aandeelhouders, met behulp van haar gedateerde governance, defensief en gesloten heeft opgesteld.<sup>53</sup> De Ondernemingskamer achtte een dergelijke opstelling ‘bepaald onwenselijk’, met het oog op de beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur zoals die volgens haar naar thans vigerende opvattingen moeten worden begrepen.

De Ondernemingskamer baseerde haar hiervoor weergegeven slotconclusie op een kritische beoordeling van het functioneren en optreden van de RvB en de RvC (de rol van de Stichting Continuïteit blijft hier buiten beschouwing). Voor wat de RvB betreft, luidde die kritiek dat hij niet zijn verantwoordelijkheid nam bij het creëren van transparantie jegens de externe aandeelhouders en er onvoldoende op toezag dat bij de externe aandeelhouders geen verwachtingen worden gewekt die ASMI niet zou kunnen waarmaken. De RvC schoot voorts verwijtbaar tekort in de bemiddeling bij het conflict tussen bestuur en externe aandeelhouders.

Verder oordeelde de Ondernemingskamer dat ter zake van diverse – voor het beleid en de gang van zaken van (de onderneming van) ASMI – essentiële onderwerpen en kwesties onduidelijkheden bleven bestaan en legitieme vragen van de externe aandeelhouders onbeantwoord bleven. Met betrekking tot de desbetreffende onderwerpen werd jegens de externe aandeelhouders geen, althans onvoldoende openheid betracht.

#### *Primaat bepaling beleid en strategie ligt bij RvB*

De Hoge Raad oordeelt heel anders over de ‘defensieve en gesloten houding’ van ASMI, en verwijst naar zijn eerdere oordeel in juli 2007 inzake de overname van ABN AMRO.<sup>54</sup> Het daarin reeds geformuleerde uitgangspunt is dat het bestuur van een vennootschap bij de vervulling van zijn bij wet of statuten opgedragen taken het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming voorop behoort te stellen en de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking dient te nemen. De

52 OK 5 augustus 2009, JOR 2009/254 m.nt. Hermans (ASMI).

53 Annotator Hermans toonde zich kritisch over de zijns inziens definitieve oordelen die in de beschikking van de Ondernemingskamer zijn vervat. Daarover werd in cassatie ook geklaagd, maar de Hoge Raad kwam niet toe aan de behandeling daarvan (omdat de inhoudelijke oordelen van de Ondernemingskamer geen stand hielden).

54 Zie r.o. 4.4.1 en HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434 m.nt. Maeijer (ABN AMRO), r.o. 4.3 en 4.5.

door ASMI te volgen strategie is in beginsel een aangelegenheid van het bestuur en het is aan het bestuur om, onder toezicht van de RvC, te beoordelen of, en in hoeverre, het wenselijk is daarover in overleg te treden met (in dit geval, externe) aandeelhouders. Het bestuur van een vennootschap heeft weliswaar aan de AVA verantwoording af te leggen van zijn beleid, maar is, behoudens afwijkende wettelijke of statutaire regelingen, niet verplicht de AVA vooraf in zijn besluitvorming te betrekken als het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is.

Uit de verdere overwegingen van de Hoge Raad in de ASMI-zaak kan nog worden afgeleid dat uit het feit dat (externe) aandeelhouders het oneens zijn met het beleid van het bestuur en de RvC, niet zonder meer kan volgen dat het bestuur gehouden is op de visie van die (externe) aandeelhouders in te gaan, en door dat niet te doen blijkt geeft van een defensieve en gesloten opstelling.<sup>55</sup> In dit verband geldt vermoedelijk wel dat de eisen van redelijkheid en billijkheid ex art. 2:8 BW en de eisen die voortvloeien uit een behoorlijke taakvervulling door het bestuur ex art. 2:9 BW kunnen meebrengen dat het bestuur de afwijking van de visie van aandeelhouders of belangrijke vertegenwoordigers daarvan motiveert.

De Hoge Raad oordeelde verder dat zonder nadere motivering niet duidelijk is op grond waarvan de inhoud van de door het bestuur gevolgde strategie, die werd ondersteund door de RvC en een meerderheid van de AVA, aanleiding geeft voor twijfel aan een juist beleid. Dit wordt niet anders door het gegeven dat de regeling van de benoeming en het ontslag van bestuurders en commissarissen drempels bevat die niet geheel in overeenstemming zijn met hetgeen in het algemeen als behoorlijk of wenselijk wordt beschouwd (lees: de Corporate Governance Code), nu de RvC en de AVA uitdrukkelijk voor deze afwijking hebben gekozen.<sup>56</sup> Uit de vaststaande feiten blijkt de Hoge Raad overigens genoegzaam dat het bestuur de dialoog met de aandeelhouders is aangegaan, op hun argumenten is ingegaan en deze met goed onderbouwde en verdedigbare tegenargumenten heeft verworpen.<sup>57</sup>

De Hoge Raad herhaalt ook de overweging in zijn ABN AMRO-beschikking dat de Code een uiting vormt van de in Nederland heersende algemene rechtsovertuiging die mede inhoud geeft aan (1) de eisen van redelijkheid en billijkheid ex art. 2:8 BW en (2) de eisen van behoorlijke taakvervulling door de bestuurder ex art. 2:9 BW.<sup>58</sup> Dit doet echter niet af aan de mogelijkheid (gemotiveerd) af te wijken van de beginselen en best practices van de Code. De Hoge Raad wijst erop dat elke vennootschap binnen de grenzen van de wet vrij is haar (vennootschappelijke) organisatie naar eigen inzicht in te richten.<sup>59</sup> Van strijd met beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur is in elk geval geen sprake op grond vanwege het feit dat het regime van benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen niet geheel in overeenstemming was met de Code. Voor dat regime hadden de RvC en de AVA immers gekozen toen het werd geïmplementeerd.<sup>60</sup> Nadien tot de

55 Zie r.o. 4.4.2 onder i.

56 Zie r.o. 4.4.2 onder ii.

57 Zie r.o. 4.4.2 onder iii.

58 Zie r.o. 4.4.2 onder iii.

59 Zie r.o. 4.4.2 onder iv.

60 Zie r.o. 4.4.2 onder ii.

J.J. Prinsen

kring van de vennootschap toetreden aandeelhouders moeten naar mijn idee overigens worden verondersteld zich eveneens aan dat regime te hebben onderworpen.

#### *RvC niet tot bemiddelen verplicht*

Met name waar het de bemiddelende rol van de RvC betreft, geeft de Hoge Raad blijk van een rechtsopvatting die kan worden gezien als een correctie van de eerder door de Ondernemingskamer in de enquêteprocedure rondom Stork ingezette lijn (januari 2007), die in de ASMI-beschikking in eerste aanleg min of meer werd voortgezet.

De RvC is belast met het toezicht op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en staat het bestuur met raad en daad terzijde (art. 2:140 lid 2 BW). Deze wettelijke taakopdracht brengt volgens de Hoge Raad niet mee dat de RvC de verplichting heeft een bemiddelende rol te vervullen bij conflicten tussen bestuur en aandeelhouders. De RvC is dienaangaande aan de aandeelhouders ook geen verantwoording verschuldigd (naar valt aan te nemen: anders dan de algemene plicht achteraf verantwoording af te leggen over het uitgeoefende toezicht). Aan een en ander doet volgens de Hoge Raad niet af dat de Code Corporate Governance in best practice-bepaling III.1.6(f) voorschrijft dat het toezicht van de RvC op het bestuur onder meer de verhouding tussen bestuur en aandeelhouders omvat, en dat uit art. 2:8 lid 1 BW voortvloeit dat de vennootschap zorgvuldigheid dient te betrachten met betrekking tot de belangen van al haar aandeelhouders.<sup>61</sup>

De RvC kan volgens de Hoge Raad wel door de aandeelhouders worden benaderd met verzoeken om bemiddeling of anderszins en zal dan adequaat vanuit zijn eigen taakopdracht moeten handelen. In dit verband geldt vermoedelijk eveneens dat de eisen van redelijkheid en billijkheid, en de eisen die voortvloeien uit een behoorlijke taakvervulling door de RvC wel mee kunnen brengen dat bemiddeling en/of verantwoording aangewezen zijn.<sup>62</sup> Een algemene verplichting tot actieve bemiddeling door de RvC zou daarentegen volgens de Hoge Raad op gespannen voet komen te staan met de beleidsvrijheid van de RvC bij de uitoefening van die taak. De RvC moet immers, gelet op zijn verantwoordelijkheid jegens de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, de vrijheid hebben om van geval tot geval een afweging te maken of rechtstreeks contact met de aandeelhouders en/of bemiddeling tussen aandeelhouders en bestuur wenselijk is in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.<sup>63</sup>

#### *Belangenpluralisme binnen het stakeholdersmodel*

De Hoge Raad constateert – impliciet daarmee instemmend – dat het bestuur van ASMI het belang van alle betrokkenen bij de vennootschap *op de lange termijn* in

61 Zie r.o. 4.5.1.

62 A.W.A. Boot, Rechter vindt middenweg niet, *Het Financieele Dagblad* 14 juli 2010, p. 5, meent dat de Hoge Raad expliciet had moeten overwegen dat onder veel omstandigheden met aandeelhouders in dialoog moet worden getreden.

63 Zie r.o. 4.5.2.



aanmerking heeft genomen, en dat dit in overeenstemming is met de preambule onder 7 bij de Corporate Governance Code.<sup>64</sup> Daarmee is andermaal bevestigd dat de RvB en de RvC een reeks van uiteenlopende, in beginsel hiërarchisch neven-geschikte belangen dienen te behartigen (het beginsel van belangenpluralisme). Naar aanleiding van de ASMI-beschikking is (niet voor het eerst) bepleit dat zwaarder wordt ingezet op het aandeelhoudersbelang in plaats van op het vennootschappelijk belang.<sup>65</sup> Die opvatting getuigt van de eind 2008 door Timmerman geconstateerde opmars van de idee van 'enlightened shareholder value'. In die benadering wordt het belangenpluralisme gecombineerd met een zekere vooropstelling van het aandeelhoudersbelang. De vooropstelling is echter genuanceerd: het gaat om aandeelhoudersbelangen op lange termijn, belangen van aandeelhouders kunnen onderling afwijken en het crediteurenbelang kan gaan overwegen wanneer de vennootschap in financiële problemen geraakt.<sup>66</sup> Zoals blijkt uit de ASMI-beschikking heeft het bedoelde gedachtegoed vooralsnog geen effect op de jurisprudentie van de Hoge Raad.

#### *Informatieplicht jegens de aandeelhouders*

De Hoge Raad wijst erop dat de wet bepaalt dat het bestuur en de RvC gehouden zijn, behoudens zwaarwichtige redenen, om aan de AVA alle verlangde inlichtingen te verschaffen. Hij overweegt dat voorts iedere aandeelhouder ter vergadering zelfstandig het recht heeft om vragen te stellen – ongeacht of deze betrekking hebben op punten die op de agenda zijn vermeld – en dat de vennootschap die vragen dient te beantwoorden. Daarbij wordt verwezen naar de per 1 juli 2010 geïmplementeerde Richtlijn aandeelhoudersrechten (2007/36/EG), die iedere aandeelhouder het recht geeft om vragen te stellen (met betrekking tot punten op de agenda van de algemene vergadering, de Nederlandse regeling is in dat opzicht ruimer). Daarbuiten hebben aandeelhouders geen recht op het verstrekken van door hen afzonderlijk verlangde informatie. Enigszins verwarrend voegt de Hoge Raad daar dan nog aan toe dat het recht op nadere inlichtingen een recht is van de AVA 'als orgaan van de vennootschap' (verleend met het oog op vennootschappelijke rekening en verantwoording).<sup>67</sup>

Daarmee wekt de Hoge Raad de indruk dat het recht op inlichtingen (anders dan doorgaans in de literatuur wordt aangenomen) krachtens besluit van de AVA moet worden uitgeoefend. Gelet op de formuleringen van de Hoge Raad (en diens verwijzing naar de Richtlijn aandeelhoudersrechten) moet er evenwel van worden uitgegaan dat iedere individuele aandeelhouder recht heeft op de door hem

64 In die preambule wordt overigens ook gesteld dat de vennootschap streeft naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn.

65 A.W.A. Boot, *Macht bij ondernemingen nog onbepaald*, ESB 10 december 2010, p. 757. Zie over het vennootschappelijk belang (als resultante van deelbelangen): Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\*, nr. 395.

66 Zie L. Timmerman, *Grondslagen van geldend ondernemingsrecht*, *Ondernemingsrecht* 2009-1, p. 6-8, en de 'Vennootschappelijke repliek op Timmerman's grondslagen' van H.J. de Kluiver met de reactie 'Vrijheid alleen is niet genoeg, een reactie' van Timmerman in hetzelfde nummer van *Ondernemingsrecht*, p. 17-20, respectievelijk p. 25-26.

67 Zie r.o. 4.6.



J.J. Prinsen

gewenste inlichtingen, maar dat de Hoge Raad heeft willen benadrukken dat dit recht alleen kan worden uitgeoefend wanneer de AVA als orgaan ter vergadering bijeenkomt. Dit neemt niet weg dat de vennootschap de gebruikelijke bilaterale gesprekken kan voeren met aandeelhouders (zogenoemde *one on one's*). De aandeelhouder kan echter in een dergelijk gesprek niet zijn wettelijke recht op inlichtingen uitoefenen.

Het oordeel van de Ondernemingskamer, dat met betrekking tot bepaalde kwesties jegens de (externe) aandeelhouders geen, althans onvoldoende openheid is betracht, blijft overigens in stand. Het is derhalve de vraag of de Ondernemingskamer (onder meer) daarin voldoende grond zal zien om opnieuw een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van ASMI te gelasten.

## 5 Corporate Governance Code 2009 en rapport Monitoring Commissie over naleving

De huidige Corporate Governance Code is met ingang van 1 januari 2009 van kracht geworden, nadat de – toenmalige – Monitoring Commissie Corporate Governance Code in december 2008 haar aanpassingen publiceerde van de oorspronkelijke Code van 2003.<sup>68</sup> Waar de Code 2003 na een aantal boekhoudschandalen vooral gericht was op herstel van vertrouwen in het bedrijfsleven (nu overigens weer een actueel thema in de financiële sector), werd in de huidige Code de nadruk gelegd op beïnvloeding van het gedrag van bestuurders, commissarissen en aandeelhouders.

De Code bevat principes en best practice-bepalingen en is in art. 2 van het Besluit corporate governance aangewezen als de in art. 2:391 lid 5 BW bedoelde code in acht moet worden genomen voor de 'comply or explain'-verklaring in het jaarverslag, waarin wordt aangegeven in hoeverre de vennootschap de best practice-bepalingen heeft nageleefd.<sup>69</sup> Het begrip 'naleven' omvat overigens zowel (1) het toepassen van een bepaling als (2) het niet-toepassen met gemotiveerde uitleg. De Code is toepasselijk op de naamloze vennootschap waarvan aandelen of certificaten van aandelen zijn toegelaten tot een gereguleerde markt als bedoeld in art. 1:1 Wet op het financieel toezicht (Wft) of een met een gereguleerde markt vergelijkbaar systeem uit een niet-lidstaat. Blijkens de preambule van de Code 2009 is deze ook toepasselijk op vennootschappen met een balanswaarde van meer dan € 500 miljoen waarvan de (certificaten van) aandelen zijn toegelaten tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit (zoals Alternext), maar de formele werkingssfeer van de Code is nog niet uitgebreid in de zin dat de bedoelde vennootschappen verplicht zijn om in het jaarverslag mededeling te doen over de naleving van de principes van de Code. Kennelijk bestaan dergelijke vennootschappen nu niet, maar de ratio van de uitbreiding van de reikwijdte is

68 In navolging van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code wordt in deze bijdrage gesproken van de Code 2009, althans waar nodig om deze van de Code 2003 te onderscheiden. Men spreekt ook wel van de 'Code Frijns', respectievelijk de 'Code Tabaksblat'.

69 Het koninklijk besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag, Stb. 2004, 747, laatstelijk gewijzigd bij Stb. 2009, 545.

om te voorkomen dat de toepasselijkheid van de Code zou worden ontweken door een notering te kiezen op een alternatief handelsplatform.<sup>70</sup> Het kabinet onderschreef de bedoelde uitbreiding, maar het desbetreffende ontwerpbesluit hangt nog altijd voor.<sup>71</sup>

De Monitoring Commissie Corporate Governance Code heeft tot taak de actualiteit en bruikbaarheid van de Nederlandse Corporate Governance Code te bevorderen en de naleving ervan door de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen te bewaken. In december 2010 verscheen het zesde rapport van de Monitoring Commissie over de naleving van de Code sinds 2003, het eerste rapport over de naleving van de Code in de huidige vorm.<sup>72</sup> In het voorwoord van het rapport benadrukt de Monitoring Commissie het belang van draagvlak voor de Code, gelet op het uitgangspunt bij de Code dat het gaat om het *gedrag* van bestuurders, RvC en aandeelhouders. De Monitoring Commissie wil ervoor waken dat corporate governance een 'afvink-onderwerp' wordt, waarbij het daadwerkelijk handelen in de geest van de Code minder belangrijker wordt. De Commissie meent dat de flexibiliteit van de in vergelijking tot wetgeving relatief eenvoudig en snel aan te passen Code niet kan bestaan zonder dat de principes uit de Code breed gedragen worden als algemene opvattingen over goede corporate governance. Zij vreest voor afbreuk aan dat draagvlak, indien de bewegingsruimte die de Code biedt aan de betrokken partijen wordt ingeperkt door de (selectieve) vastlegging van Code-bepalingen in de wet. Ook de Monitoring Commissie Code Banken heeft duidelijk gemaakt haar opdracht slechts te aanvaarden onder de voorwaarde dat de toepasbaarheid van de Code Banken niet in twijfel wordt getrokken door de initiëring van wetgeving vanuit het ministerie van Financiën.<sup>73</sup> Overigens heeft de minister van Financiën niettemin de Tweede Kamer toegezegd te bezien of de 'bankiers-eed' (waarover hierna meer) gekoppeld kan worden aan de verklaring van geen bezwaar die DNB afgeeft aan bestuurders van banken.<sup>74</sup> Bovendien is ook wet- en regelgeving in voorbereiding, dan wel afgerond, ter zake van enkele Code-onderwerpen: de 'clawback'-bevoegdheid van de RvC (om uitgekeerde bonussen terug te vorderen), nadere eisen aan de deskundigheid van commissarissen en de verplichting tot het voeren van een zorgvuldig, duurzaam en beheerst beloningsbeleid.<sup>75</sup> Raaijmakers, lid van de laatstgenoemde commissie, stelt (op persoonlijke titel) dat inmiddels voldoende is gewerkt aan het formele kader van taken en verantwoordelijkheden van vennootschapsorganen en dat het er nu op aankomt hoe daaraan in de praktijk invulling wordt gegeven.<sup>76</sup>

De Monitoring Commissie heeft de naleving van de Code onderzocht, en het is weinig verrassend dat de meeste pijnpunten te maken hebben met de beloning

70 Zie het advies van de Monitoring Commissie van mei 2007 over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code, p. 21.

71 Zie Kamerstukken II 2008/09, 31 083, nr. 25; Kamerstukken II 2009/10, 32 014, nr. 8, p. 5.

72 Zie <[www.commissiecorporategovernance.nl](http://www.commissiecorporategovernance.nl)>.

73 Zie p. 2 van de hierna besproken Voorrapportage Code Banken.

74 De Jager gaat aan de slag met bankiers-eed, *Het Financieele Dagblad* 4 februari 2011, p. 3.

75 Zie het hiervoor in par. 3 genoemde wetsvoorstel 32 512 en het Besluit beheerst beloningsbeleid Wft, Stb. 2010, 806.

76 Raaijmakers 2010, p. 314-318.

J.J. Prinsen

van bestuurders. Het vaakst wordt uitleg gegeven over niet-toepassing bij de Code-bepaling over de maximale benoemingstermijn van bestuurders (best practice-bepaling II.1.1) en die over de maximale ontslagvergoeding voor bestuurders (best practice-bepaling II.2.8). Het valt de Monitoring Commissie op dat de bepaling over het toekennen van aandelen aan bestuurders (best practice-bepaling II.2.5) relatief vaak niet wordt nageleefd, en dat de bepaling inzake de uitleg in het remuneratierapport over vertrekvergoedingen of andere bijzondere vergoedingen (best practice-bepaling II.2.15) ofwel wordt toegepast, ofwel niet wordt nageleefd. Ten aanzien van de nieuwe bepalingen in de Code 2009 signaleert de Monitoring Commissie dat inzake de clawback-clausule het vaakst uitleg over niet-toepasbaarheid wordt gegeven (best practice-bepaling II.2.11).

De bepalingen die nieuw waren in de Code 2009 (ten opzichte van de Code 2003) worden over het algemeen toegepast of uitgelegd. Een uitzondering in negatieve zin daarop is de bepaling die voorschrijft dat de onderneming een beleid op hoofdlijnen formuleert inzake bilaterale contacten met aandeelhouders, zogenoemde *one-on-one's*, en dit beleid publiceert op haar website (best practice-bepaling IV.3.13).

De Monitoring Commissie heeft twee onderdelen van de Code nader onderzocht. Het eerste onderdeel is de samenstelling en het functioneren van de RvC (principes III.1 en III.3 van de Code). De Monitoring Commissie constateert een bescheiden toename van de diversiteit binnen RvC's. Minder positief is men over de voorgeschreven jaarlijkse evaluatie door de RvC van het eigen functioneren, de afzonderlijke commissies en de individuele commissarissen (best practice-bepaling III.1.7). De meerderheid van de vennootschappen vermeldt niet op welke wijze deze evaluatie heeft plaatsgevonden.

Het tweede onderdeel van de Code dat nader werd onderzocht, betreft de verantwoordelijkheden van aandeelhouders die zijn neergelegd in principe IV.4. Anders dan de RvB en de RvC mogen aandeelhouders in beginsel hun eigen (veelal financiële) belangen nastreven, daarbij slechts beperkt door de eisen van redelijkheid en billijkheid ex art. 2:8 BW. Zij hoeven zich weinig gelegen te laten liggen aan het vennootschappelijk belang, uiteraard wel de richtsnoer voor het handelen van bestuurders en commissarissen. De Corporate Governance Code kent sinds 1 januari 2009 echter de bedoelde verantwoordelijkheden, deels gericht tot institutionele beleggers en deels tot aandeelhouders in het algemeen. De Monitoring Commissie spreekt van 'burgerschap van de aandeelhouder', waarmee zij bedoelt dat aandeelhouders hun verantwoordelijkheid ook daadwerkelijk (moeten) nemen.

In dit verband moet overigens worden gewezen op de eindbeschikking van de Ondernemingskamer in de PCM-enquête.<sup>77</sup> PCM is een niet-beursgenoteerde onderneming, die in 2004 voorwerp was van een *leveraged buy-out*. Die transactie had de aandeelhouders en de betrokken *private equity*-partij geen windeieren gelegd, maar was volgens de Ondernemingskamer niet in het belang van de vennootschap geweest. De Ondernemingskamer nam tot uitgangspunt dat een *leveraged buy-out* een aanzienlijke financiële belasting van de betrokken vennoot-

<sup>77</sup> Zie OK 27 mei 2010, JOR 2010/189 m.nt. Brink (PCM).

schap betekent, en met name daardoor de bijzondere aandacht eist van degenen die gehouden zijn acht te slaan op de belangen van de vennootschap en deelnemen aan de besluitvorming.<sup>78</sup> De Ondernemingskamer schrijft die taak (en de verantwoordelijkheid voor het geconstateerde wanbeleid) primair toe aan de RvB en de RvC. Minder expliciet is zij over de rol van de betrokken (verkopende) grootaandeelhouder, maar het lijkt logisch dat de Ondernemingskamer ook vindt dat de bijzondere omstandigheden van een *leveraged buy-out* zittende, verkopende (groot)aandeelhouders nopen tot een bijzondere invulling van hun verplichting zich naar redelijkheid en billijkheid te gedragen. Opmerkelijk is echter het oordeel dat, mede gelet op de redelijkheid en billijkheid ex art. 2:8 BW, de *private equity*-partij die zich aandient als *toekomstig* aandeelhouder bij haar handelen dat verband houdt met het in een *leveraged buy-out* verkrijgen van een belang in de doelvennootschap, niet alleen de eigen belangen, maar ook de vennootschappelijke belangen dient te betrekken.<sup>79</sup> Tegen de PCM-beschikking werd geen beroep in cassatie ingesteld, maar het valt te betwijfelen of de Hoge Raad hetzelfde zou hebben geoordeeld.

De Commissie heeft laten onderzoeken in welke mate de Code wordt nageleefd door institutionele beleggers met een zetel in Nederland, en heeft in bredere zin het stemgedrag van Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers laten onderzoeken. Bij de acht grote Nederlandse institutionele beleggers (met meer dan € 50 miljard belegd vermogen) is de naleving van Code-bepalingen hoog (88%), bij de kleine en middelgrote institutionele beleggers is dat een stuk lager (60%). Het onderzoek toont verder drie bekende knelpunten die een belemmering zijn voor wat aandeelhouders aan goede corporate governance kunnen bijdragen. Het eerste knelpunt is dat het voor de 'belangrijkste' aandeelhouders, de grote institutionele beleggers, ondoenlijk is om een stembeleid te bepalen voor elke onderneming waarin wordt belegd. Dit verklaart het grootschalige gebruik van de adviezen van stemadviseurs, waarvan de Nederlandse markt wordt gedomineerd door twee spelers.<sup>80</sup> Aan de bezwaren daartegen wordt weinig afgedaan door best practice-bepaling IV.4.5, die voorschrijft dat van de aandeelhouder die gebruikmaakt van stemadviezen wordt verwacht dat hij zich een eigen oordeel vormt over het stembeleid van deze adviseur en de door deze stemadviseur verstrekte adviezen.

Het tweede knelpunt is de lange, veelal grensoverschrijdende keten van effectenbewaarders, die een stemvolmacht of -instructie van de aandeelhouder moet afleggen voordat de stem ter vergadering kan worden uitgebracht. Voor de aandeelhouder is het onduidelijk of zijn stem daadwerkelijk is uitgebracht en of er is gestemd conform zijn eventuele instructie. Toezicht daarop wordt niet uitgeoefend, noch door enige schakel in de bedoelde bewaarketen, noch door de beursvennootschap zelf. Het valt echter te betwijfelen of de aansporing van institutionele

78 Zie r.o. 3.2.

79 Zie r.o. 3.13.

80 Zie ook A.F. Verdam, De rol van stemadviseurs bij het stemmen op afstand; een terrein- en probleemverkenning, in: H. Beckman e.a., De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer, Deventer: Kluwer 2007, p. 43-73.

J.J. Prinsen

beleggers door de Monitoring Commissie, om inzicht te verwerven omtrent de juistheid van de executie van de door hen verleende stemvolmacht, tot succes zal leiden. De juridische en praktische complexiteit van de effectenbewaarketen bleek hiervoor al bij de bespreking van de in het wetsvoorstel corporate governance voorgestelde identificatie van aandeelhouders. Tot 1 januari 2011 konden marktpartijen reageren op een consultatie van de Europese Commissie over de verbetering van het juridisch raamwerk van het houden van en beschikken over effecten en de uitoefening van rechten verbonden aan effecten. De consultatie zal mogelijk resulteren in een ‘Securities Law Directive’. Het ambitieuze streven is om de ‘ultimate account holder’ gelijke rechten te geven als degene die juridisch eigenaar van effecten is. De intermediair die de rekening van de *ultimate account holder* administreert, ‘onder aan’ de keten van intermediairs, zou daarvoor zorg moeten dragen.<sup>81</sup> Eumedion juicht het verwachte richtlijnvoorstel toe.<sup>82</sup>

Het derde knelpunt is de rol van de aandeelhoudersvergadering (de bijeenkomst) binnen de besluitvorming van de AVA (het vennootschappelijk orgaan). De Monitoring Commissie constateert althans dat institutionele beleggers veelal voorafgaand aan de algemene vergadering hun stem hebben uitgebracht en dat de stemuitslag daarmee vaak van tevoren vaststaat. De Monitoring Commissie ziet kennelijk nog een functie van de algemene vergadering als forum voor overleg, maar moet tegelijkertijd constateren dat de dialoog met aandeelhouders zich veelal heeft verplaatst naar momenten vóór bijeenroeping van de vergadering. Aldus komt de zinvolheid van de fysieke vergadering voor de wils- en besluitvorming van de algemene vergadering als orgaan steeds verder onder druk te staan. Daaraan wordt bijgedragen door het door de wetgever gefaciliteerde virtuele karakter van de aandeelhoudersvergadering.<sup>83</sup>

De verplaatsing van de dialoog naar momenten en gelegenheden vóór de vergadering zal naar verwachting toenemen, in elk geval als het aan Eumedion ligt. In haar Beleidsplan 2011 geeft zij te kennen dat zij de dialoog tussen beursvennootschappen en haar deelnemers buiten de aandeelhoudersvergadering om wil organiseren, een en ander langs de volgende lijnen.<sup>84</sup> Beursvennootschappen kunnen Eumedion vragen een overleg te arrangeren, en de deelnemers van Eumedion kunnen Eumedion vragen een overleg met een bepaalde vennootschap in te roosteren als zij de behoefte voelen bepaalde zaken in collectief verband met deze vennootschap te bespreken. Eumedion zal voorafgaand aan elk overleg een voorbereidend memo met bespreekpunten maken, en achteraf een verslag opstellen. Tijdens de dialoog kunnen ook andere zaken worden besproken die zich minder lenen voor discussie tijdens de aandeelhoudersvergadering. De dialoog kan resulteren in de behoefte van Eumedion-deelnemers om nader met mededeelnemers te overleggen om het gedrag van de vennootschap te veranderen. Dit wordt omschreven als ‘engagement’. Het lijkt niet ondenkbaar dat andere aandeel-

81 Zie het desbetreffende consultatiedossier: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2010/securities\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/securities_en.htm)>.

82 Zie haar Beleidsplan 2011, par. 2.1.10.

83 Zie A.F. Verdam, Boekbeschuwing: A. van der Krans, De virtuele aandeelhoudersvergadering, RMThemis 2010-1, p. 31-35.

84 Eumedion Beleidsplan 2011, par. 2.3.1.

houders hun bedenkingen hebben bij deze ‘schaduwvergaderingen’, omdat ze alleen openstaan voor Eumedion-deelnemers. Verder zal ervoor moeten worden gewaakt dat dit engagement kwalificeert als ‘acting in concert’, zowel in de context van de meldingsplicht van substantiële kapitaalbelangen en zeggenschap als in de context van de biedplicht. Eumedion wijst er niet voor niets op dat ‘engagementstrajecten’ de verantwoordelijkheid van individuele deelnemers zijn.

## 6 Code Banken en Voorrapportage van de Monitoring Commissie Code Banken

De Code Banken werd op 9 december 2009 vastgesteld en gepresenteerd door het bestuur van de Nederlandse Vereniging van Banken. De Code is een uitvloeisel van het op 7 april 2009 gepubliceerde rapport ‘Naar herstel van vertrouwen’ van de Adviescommissie Toekomst Banken (ook wel de commissie-Maas genoemd).<sup>85</sup> De Code Banken bevat, evenals de hiervoor besproken Corporate Governance Code, principes en best practice-bepalingen. Voor beursgenoteerde banken geldt de Code Banken naast de Code Corporate Governance, en zij bevat ten opzichte daarvan soms aanvullende, soms overlappende principes. De kernpunten van de Code Banken zijn: de samenstelling, deskundigheid, taak en werkwijze van de RvB, respectievelijk de RvC, risicomangement, beloningsbeleid en de (hierna besproken) belangenafweging waarin de klant centraal dient te staan.<sup>86</sup>

De Code Banken is in het Besluit vaststelling nadere voorschriften inhoud jaarverslag banken van 1 juni 2010 aangewezen als de in art. 2:391 lid 5 BW bedoelde code in acht moet worden genomen voor de ‘comply or explain’-verklaring in het jaarverslag van banken, waarin wordt aangegeven in hoeverre zij de best practice-bepalingen hebben nageleefd.<sup>87</sup> Banken zullen in hun jaarverslagen over 2010 voor het eerst mededeling moeten doen over de naleving van de principes van de Code Banken.

De Code Banken is met het bedoelde besluit van toepassing verklaard op alle banken met zetel in Nederland die beschikken over een bankvergunning op grond van de Wet financieel toezicht; Nederlandse ‘bankdochters’ van buitenlandse banken vallen eveneens onder de werking van de Code. De Code Banken zelf heeft overigens een ruimer toepassingsbereik: alle banken die beschikken over een bankvergunning op grond van de Wet financieel toezicht, ook als zij geen rechtspersoon naar Nederlands recht zijn. De verplichting om in het jaarverslag mededeling te doen over de naleving van de principes van de Code Banken geldt niet voor een bank met zetel in Nederland die opereert op basis van een in een andere lidstaat verleende bankvergunning (als bijkantoor of als crossborderactiviteit). De toepassing van de Code Banken wordt in dat geval wel aanbevolen in de preambule van de Code Banken. Een bank die aan het hoofd van een groep staat, kan

85 De Code Banken en het rapport van de Commissie-Maas zijn te raadplegen op <[www.commissie-codebanken.nl](http://www.commissie-codebanken.nl)>.

86 Zie over de Code Banken onder meer S.B. Buijn, *De Code Banken in vogelvlucht*, V&O 2009-12, p. 257-260.

87 Stb. 2010, 215.



J.J. Prinsen

ervoor kiezen om de bedoelde mededeling te doen ten aanzien van de groep als geheel. De dochtermaatschappijen van deze bank kunnen dan volstaan met een verwijzing naar die mededeling met een duidelijke vermelding van de vindplaats in hun eigen jaarverslag. Deze vrijstelling geldt niet voor de dochtermaatschappij die beursgenoteerd is.

Op 24 maart 2010 is de Monitoring Commissie Code Banken in het leven geroepen. De Monitoring Commissie kan pas op basis van de jaarverslaggeving van banken over het boekjaar 2010 voor het eerst integraal rapporteren over de naleving van de Code Banken. De minister van Financiën heeft de Commissie echter gevraagd of zij vervroegd wilde rapporteren. Op 2 december 2010 bood de Commissie haar Voorrapportage Implementatie Code Banken aan, waarin een eerste indruk wordt gegeven van de voortgang van de door banken gezette stappen.<sup>88</sup> De Commissie heeft 43 banken onderzocht en constateert dat het overgrote deel daarvan zich met de implementatie van de Code Banken bezig heeft gehouden (vooral in de tweede helft van 2010). De Commissie benadrukt dat daarvoor een cultuuromslag en gedragsverandering nodig zijn, en het daarom niet verwonderlijk is dat de praktijk worstelt met de in de Code Banken opgenomen thema's, zoals het thema 'Klant Centraal' (waarover hierna meer). De Commissie besteedt in haar rapport verder aandacht aan risicomanagement en bepaalde governanceaspecten: permanente educatie, beloningsbeleid en de invoering van de moreel-ethische verklaring (de 'bankierseed' die iedere bestuurder dient te ondertekenen om het belang te onderstrepen dat hij zijn functie op een zorgvuldige, deskundige en integere manier uitoefent).

Over de wijze waarop de RvC en de RvB de diverse bij de bank betrokken belangen moeten wegen, is naar aanleiding van de financiële crisis de nodige discussie ontstaan. De rode draad in het rapport van de commissie-Maas is dat de banken in hun afweging van de belangen van de klanten, de aandeelhouders, de werknemers en de samenleving waarin zij opereren, het primaat weer moeten leggen bij het belang van de klanten en spaarders. Dat belang heeft volgens de commissie-Maas het meeste gewicht in afweging van de belangen van de stakeholders van een bank, die dient als leidraad voor het handelen van de (leden van de) RvB (aanbeveling 1.11). Om de RvB en de RvC in staat te stellen voldoende tegenwicht te bieden aan de belangen van aandeelhouders, pleit de commissie-Maas voor bepaalde keuzes in de aandeelhoudersstructuur van banken.

Het rapport van de commissie-Maas bevat een uitgebreide paragraaf over de aandeelhoudersstructuur van banken. De commissie-Maas geeft daarbij specifiek aan dat de aandeelhoudersstructuur een focus op de korte termijn door sommige groepen aandeelhouders zou dienen te voorkomen. De commissie-Maas doet in dat verband een aantal concrete aanbevelingen. Zo dient elke financiële instelling een keuze te maken ten aanzien van de meest wenselijke aandeelhoudersstructuur, om te waarborgen dat er een goede balans bestaat tussen de belangen van de aandeelhouders en die van de overige stakeholders, waarvan het zwaartepunt bij de klanten hoort te liggen. De commissie-Maas beval voor beursgenoteerde banken aan te streven naar een stabiele groep van aandeelhouders die zich

88 Te raadplegen op <[www.commissiecodebanken.nl](http://www.commissiecodebanken.nl)>.



op langere termijn aan de vennootschap wenst te verbinden. Zij noemde daarbij de middelen die kunnen worden ingezet: het toekennen van loyaliteitsdividend en/of versterkt stemrecht en de registratie van de aandeelhouders. Zeer expliciet was de suggestie van certificering van aandelen als 'nuttig instrument' om te vermijden dat een beperkt aantal aandeelhouders een onevenredig grote invloed heeft op de aandeelhoudersvergadering (zij het dat ter vergadering aanwezige of vertegenwoordigde certificaathouders te allen tijde hun stemrecht moeten kunnen uitoefenen). De Corporate Governance Code sluit overigens niet uit dat certificering wordt gebruikt om ongewenste gevolgen van absenteïsme ter aandeelhoudersvergadering te voorkomen, zie principe IV.2. Opmerkelijk is dat over de aandeelhoudersstructuur niets in de Code Banken is terechtgekomen. Naar verluidt was hiervoor onvoldoende draagvlak. Dit betekent overigens niet dat dit onderwerp voor banken in het kader van hun governance en een zorgvuldige bedrijfsvoering niet meer relevant is. Zij zullen voor zichzelf moeten bepalen hoe de aandeelhoudersstructuur en hun corporate governance meer in het algemeen passen bij de taken en verantwoordelijkheden zoals die in de Code Banken zijn omschreven. De Code Banken zelf maakt deze algemene verantwoordelijkheid echter niet expliciet.

De Code Banken komt tot een andere omschrijving van de door de RvB en RvC te maken belangenafweging, door slechts te bepalen dat afweging plaatsvindt tussen de belangen van alle bij de bank betrokkenen, zoals haar klanten, aandeelhouders en medewerkers. Bij de formulering van taak en werkwijze van de RvB (principe 3.2.2) wordt daaraan wel toegevoegd dat het centraal stellen van de klant een noodzakelijke voorwaarde is voor de continuïteit van de bank, en dat de RvB er zorg voor draagt dat de bank haar klanten te allen tijde zorgvuldig behandelt en dat de zorgplicht jegens de klant wordt verankerd in de cultuur van de bank. Hiermee wordt het centraal stellen van het belang van klanten en spaarders veeleer geduid als een financieelrechtelijke en contractuele verplichting dan als een zwaartepunt (bij klanten en spaarders) van de vennootschapsrechtelijke taakopdracht aan de RvC en de RvB.

De Monitoring Commissie Code Banken signaleert in haar Voorrapportage dat banken worstelen met het thema geduid als 'Klant Centraal'. De banken die het onderwerp serieus ter hand hebben genomen, hebben op bestuursniveau de fundamentele vraag gesteld of de bank het principe van Klant Centraal afdoende toepast naar letter en geest om waar mogelijk verbeteringen aan te brengen. De Monitoring Commissie ziet een en ander gebeuren ten aanzien van de kernwaarden van de bank, het bewustzijn in de organisatie, het proces voor goedkeuring van financiële producten, de servicegraad, de moreel-ethische verklaring en het beloningsbeleid. Men doet verslag van zogenoemde 'dialogbijeentkomsten' tussen de Monitoring Commissie en de RvB's en RvC's van de banken die volledig aan de Code Banken moeten voldoen.<sup>89</sup> In de bijeenkomst met de RvB's wordt gewezen op de spanning tussen het belang van de klant en het commerciële belang van de banken als productontwikkelaars (die de zonnige kanten van een product zullen benadrukken), en wordt het thema Klant Centraal vooral benaderd

89 Zie de Voorrapportage, p. 24-25 en 27-28.

J.J. Prinsen

vanuit het perspectief van de zorgplicht. Ook wordt de hamvraag gesteld: wijkt de maatschappelijke rol van een bank eigenlijk af van die van andere ondernemingen, in dier voege dat zij minder aandacht kunnen/moeten besteden aan aandeelhoudersbelangen?

## 7 Slotopmerkingen

Er wordt hier geen voorspelling gedaan over de stand van de corporate governance van de beursvennootschappen op de grens van het volgende, derde decennium van deze eeuw. Gelet op de in deze bijdrage beschreven ontwikkelingen kan wel een aantal tendensen worden waargenomen die in de eerstkomende tijd relevant zullen zijn.

Volgend op een periode waarin aandeelhoudersrechten werden versterkt, ontstond de afgelopen jaren onzekerheid over de precieze afbakening van de bevoegdheid van de RvB om beleid en strategie te bepalen en de invloed van aandeelhouders daarop, alsmede over de verantwoordelijkheid van de RvC om botsingen tussen bestuur en aandeelhouders op dat terrein in goede banen te geleiden. In dat klimaat kon aandeelhouderactivisme gedijen; de excessen daarvan lieten sporen achter in de enquêtejurisprudentie van de Ondernemingskamer en de Hoge Raad. Het is dan ook begrijpelijk en terecht dat wordt gezocht naar een (iets) ander machtsevenwicht binnen de beursvennootschap. Het wetsvoorstel corporate governance voorziet daartoe een aantal regelingen, die echter niet alle even effectief (identificatie van investeerders) of geschikt (intentiemelding door aandeelhouders) lijken.

Meer effectief en geschikt lijken de introductie van een nieuwe laagste drempel voor de melding van zeggenschap en kapitaalbelang en de verhoging van de drempel van het agenderingsrecht van aandeelhouders (beide drempels op 3%). Met die maatregelen kan tegenwicht worden geboden aan het schrappen van de 'zwaarwichtig belang'-maatstaf uit art. 2:114a BW en het ontbreken van een wettelijke responstijd. Dat is voor dit moment dan ook voldoende, mede omdat de Hoge Raad met zijn ASMI-beschikking een duidelijke streep in het zand heeft getrokken: de strategie is een bestuursaangelegenheid. Hoewel de overwegingen van de Hoge Raad hier en daar wat te stellig lijken, is duidelijk dat de RvB de aandeelhouders niet steeds vooraf in zijn besluitvorming over beleid en strategie hoeft te betrekken, en dat hij niet per definitie op de afwijkende visie van aandeelhouders hoeft in te gaan. In het verlengde daarvan – de wettelijke taak van de RvC is immers de RvB met raad bij te staan (en daarop toezicht uit te oefenen) – heeft de RvC geen plicht eventueel afwijkende ideeën van bestuur en aandeelhouders daadwerkelijk tot overeenstemming of tot een compromis te brengen. Dat doet overigens niet af aan het mogelijke nut en belang van contact met (bepaalde) aandeelhouders en van overleg met het bestuur over hun eventueel andersluidende opvattingen. Het is dan ook alleszins denkbaar dat de RvC onder omstandigheden gehouden is tot bemiddeling in die betekenis van het woord.

De ASMI-beschikking doet niet af aan het feit dat er een discussie zal worden gevoerd over de merites van het stakeholdermodel. Het is niet ondenkbaar dat

het op termijn plaats zal maken voor een genuanceerde vorm van het shareholdermodel. In de financiële sector wordt gedacht over (en geworsteld met) een variant daarop, waarin het belang van de klant of de spaarder voorop wordt gesteld.

Er bestaat inmiddels minder behoefte aan sturing van corporate governance van beursvennootschappen (in welke richting dan ook) door verdere invulling en aanpassing van de constellatie van formele taken en bevoegdheden van bestuur, toezichthouders en kapitaalverschaffers. Wel wordt gewezen op de noodzaak van een verandering van cultuur en gedrag binnen beursvennootschappen en banken. Dat vergt discipline in de naleving van gedragscodes als de Corporate Governance Code en de Code Banken. Het credo luidt: 'Pas toe, en leg zo min mogelijk uit.' De nalevingsrapporten van de respectieve Monitoring Commissies en hun toekomstige suggesties voor aanpassing van de Codes zullen leren of men in dit streven slaagt. Daarnaast zal 'de politiek', de wet- en regelgever, discipline moeten betrachten en de Codes voldoende ruimte moeten laten om hun zelfregulerende werk te doen.

Corporate governance blijft voorlopig in de greep van een aantal notoire knelpunten. Het is niet duidelijk welk effect de organisatie van een fysieke en/of virtuele aandeelhoudersvergadering heeft of zou moeten hebben op (de participatie van aandeelhouders in) het besluitvormingsproces. In dat verband is het ook de vraag of op afzienbare tijd een Europese slag zal worden gemaakt in de vereenvoudiging van de juridische en operationele kanten van de uitoefening van aandeelhoudersrechten via de (veelal grensoverschrijdende) keten van effectenbewaarders. En ten slotte is er het streven naar een betere dialoog met de duurzaam aan de vennootschap verbonden aandeelhouder. Hoe realistisch is dat streven in het licht van de realiteit van institutionele beleggers die om praktische redenen niet toekomen aan het ontwikkelen van een eigen stembeleid, en die vanwege verplichtingen aan hun eigen 'constituency' met de voeten willen kunnen stemmen, in plaats van met het hoofd?