

Code Tabaksblat: geïnterpreteerd en aanbevolen

Inleiding

Op 1 januari 2004 is de Nederlandse Corporate Governance Code in werking getreden. Het doel van deze Code, in de volksmond ook wel de 'Code Tabaksblat' genoemd of zoals hierna de 'Code', is het bevorderen van goed ondernemerschap. De Code is van toepassing op alle vennootschappen – met uitzondering van beleggingsinstellingen die niet tevens beheerder zijn in de zin van (voorheen de Wet toezicht beleggingsinstellingen en inmiddels) de Wet op het financieel toezicht – met statutaire zetel in Nederland waarvan aandelen of certificaten zijn genoteerd aan een van overheidswege erkende beurs. Een vennootschap die aan deze criteria voldoet, dient de 119 door de Code gegeven bepalingen na te leven. In de terminologie van de Code wordt een bepaling nageleefd als zij onvoorwaardelijk wordt toegepast, of, indien zij niet wordt toegepast, de vennootschap uitlegt waarom die toepassing achterwege blijft; het zogenoemde 'pas toe of leg uit'-principe. Past een vennootschap één of meer bepalingen niet toe, dan is zij verplicht daarvan, onder opgaaf van redenen, in haar jaarverslag melding te maken (art. 2:391 lid 5 BW en bepaling I.1 Code).

Daarnaast dient de vennootschap substantiële wijzigingen in de naleving van de bepalingen ter bespreking met de aandeelhouders te agenderen voor de algemene vergadering van aandeelhouders. Dit alles geldt niet alleen voor vennootschappen met een Nederlandse statutaire zetel en Nederlandse notering, maar ook voor vennootschappen met een Nederlandse statutaire zetel die op een in het buitenland erkende beurs zijn genoteerd. Op vennootschappen met een buiten Nederland gelegen statutaire zetel en met een notering in Nederland is de Code niet van toepassing.

De mate waarin vennootschappen de Code naleven, is dus in beginsel te bepalen aan de hand van hun jaarverslagen. Deze mate van naleving wordt jaarlijks door een aantal partijen in kaart gebracht en, al dan niet voorzien van suggesties voor verbeteringen aan overheid of (individuele) ondernemingen, gepubliceerd. In dit verband genieten vooral de rapporten van Eumedion en de Vereniging voor Effectenbezitters bekendheid. De wetgever houdt ook zelf een vinger aan de pols en heeft de Monitoring Commissie Corporate Governance ingesteld, ook wel de 'Commissie Frijns' genoemd (hierna: de Commissie). De taak van de Commissie is tweeledig. Enerzijds inventariseert (monitort) zij de toepassing en naleving van de Code. Anderzijds bevordert zij de actualiteit en bruikbaarheid daarvan. In deze bijdrage zullen wij aan de hand van deze taken de activiteiten van de Commissie bespreken. Allereerst behandelen wij de wijze waarop de Commissie haar inventarisatie verricht. In dat verband zullen wij ook aandacht besteden aan een aantal bevindingen die de Commissie in haar meest recente rapport neerlegde. Vervolgens zullen wij

aandacht besteden aan de aanbevelingen van de Commissie aan de huidige minister van Financiën en aan diens reactie daarop.

Onderzoek door de Commissie

Jaarlijks onderzoekt de Commissie de naleving van de Code. In deze inventarisatie betreft de Commissie alle aan de AEX, AMX en AMS genoteerde fondsen met een Nederlandse statutaire zetel, voor zover van deze fondsen de voor het onderzoek benodigde informatie beschikbaar is. Die informatie bestaat met name uit jaarverslagen, notulen van jaarvergaderingen en websites. Voor de uitvoering van dit onderzoek laat de Commissie zich bijstaan door de Rijksuniversiteit Groningen. Verder baseert de Commissie zich, ten aanzien van de activiteiten van aandeelhouders, op een rapport dat zij door Rematch laat opstellen. Het resultaat van deze gezamenlijke inspanning publiceert de Commissie in een rapport. Dit rapport is openbaar en, onder andere, via de website van de Commissie (www.commissiecorporategovernance.nl) te verkrijgen.

Sinds de invoering van de Code heeft de Commissie twee rapporten gepubliceerd. Het eerste rapport ziet op de naleving van de Code in het boekjaar 2004, het tweede rapport ziet op de naleving in het boekjaar 2005. Dit tweede rapport is in december 2006 gepubliceerd (hierna: het 2006-rapport). Centrale onderdelen in het 2006-rapport zijn vaststelling van de naleving van de Code, activiteiten van aandeelhouders, inclusief naleving van de Code door administratiekantoren en institutionele beleggers, internationale ontwikkelingen, interne risicobeheersings- en controlesystemen en beloningsbeleid.

Uitkomsten 2006-rapport

In het 2006-rapport concludeert de Commissie dat de naleving van de Code ten opzichte van 2004, de periode waarop haar voorgaande rapport ziet, is toegenomen. De bepalingen van de Code zijn in 2005 gemiddeld door 92% van de 119 onderzochte vennootschappen toegepast en door 4% niet toegepast, maar uitgelegd. De bepalingen worden dus in 96% van de gevallen nageleefd. In 2004 waren die percentages respectievelijk 87%, 5% en 92%. Verdeeld over de onderzochte fondscategorieën zijn die percentages voor de AEX: 94%, 3% en 97%, voor de AMX: 94%, 3,5% en 97,5% en voor de AMS: 93%, 4,5% en 97,5%.

De bepalingen die het minst worden toegepast, en waarvoor dus het vaakst een uitleg gegeven dient te worden, zijn de volgende. Dit zijn de bepalingen waarvan in totaal in dertig of meer gevallen uitleg is aangetroffen:

- bepaling II.1.1: de maximale benoemingstermijn van bestuurders bedraagt vier jaar;
- bepaling II.2.6 en bepaling III.7.3: de raad van commissarissen stelt een reglement vast waarin regels worden gesteld ten aanzien van bezit en transacties in effecten door bestuurders en/of commissarissen anders dan die uitgegeven door de vennootschap;

- bepaling II.2.7: bij onvrijwillig ontslag tijdens de eerste benoemingstermijn bedraagt de maximale ontslagvergoeding voor bestuurders maximaal één jaarsalaris of, indien deze vergoeding onredelijk is, mogelijk twee jaarsalarissen; en
- bepaling IV.3.1: alle analistenbijeenkomsten en -presentaties, presentaties aan institutionele beleggers en persconferenties worden vooraf via de website van de vennootschap en persberichten aangekondigd. Alle aandeelhouders moeten deze bijeenkomsten kunnen volgen.

Hoewel nog steeds een van de minder nageleefde bepalingen, werd bepaling II.1.4 in het boekjaar 2005 significant vaker toegepast dan in het boekjaar 2004. In 2005 werd 11 maal uitgelegd waarom de bepaling niet werd toegepast, in 2004 was dat nog 24 maal. Kort gezegd, deze bepaling schrijft voor dat het bestuur in het jaarverslag verklaart en onderbouwt dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen adequaat en effectief zijn. De verbeterde toepassing is vermoedelijk het directe resultaat van de door de Commissie in het rapport over de naleving in 2004 aanbevolen versoepeling van de interpretatie van deze bepaling. Om tegemoet te komen aan de blijkbaar levende angst van bestuurders deze verklaring af te geven, heeft de Commissie aanbevolen dat de strekking van de verklaring wordt beperkt. Aan de bepaling wordt dan (al) voldaan als ten aanzien van de financiële verslagleggingsrisico's wordt verklaard dat:

1. de systemen een redelijke mate van zekerheid geven dat de financiële verslaggeving geen materiële onjuistheden bevat;
2. de systemen in het verslagjaar naar behoren hebben gewerkt; en
3. er geen indicaties zijn dat dit in het lopende jaar anders zal zijn.

Daarnaast dienen tekortkomingen met materiële gevolgen die in het verslagjaar of het lopende jaar zijn geconstateerd, te worden gemeld. Ten aanzien van alle andere risico's (operationele, strategische en wet- en regelgevingsrisico's) kan worden volstaan met een constatering van de tekortkomingen en een beschrijving van de risicobeheersings- en controlesystemen.

In het 2006-rapport heeft de Commissie ook de aard van de gegeven uitleg in kaart gebracht. De meest voorkomende elementen daarvan zijn de volgende:

- toepassing van de bepaling is in strijd met of staat in de weg aan de nakoming van bestaande afspraken en contracten. Deze uitleg heeft een tijdelijk element in zich en schept de verwachting van toekomstige toepassing. Immers, de bestaande afspraken en contracten zullen in beginsel eindigen, waarmee de vennootschap in de gelegenheid komt de betreffende bepaling alsnog na te leven;

- bestaande regelgeving staat toepassing van een specifieke bepaling in de weg;
- de afwijking is tijdelijk van aard en implementatie van de bepaling is in voorbereiding;
- de vennootschap heeft een eigen regeling voor de door de specifieke bepaling geregelde materie en de vennootschap stelt expliciet dat die in lijn is met de geest van de Code;
- de vennootschap heeft een eigen regeling voor de door de specifieke bepaling geregelde materie en de vennootschap geeft informatie over de regeling, maar geen motivering voor de afwijking;
- toepassing van de bepaling vereist een werkwijze die niet gebruikelijk is in landen of sectoren waar de vennootschap actief is;
- de aan de toepassing verbonden administratieve of financiële kosten zijn buitensporig hoog voor de vennootschap. Deze uitleg wordt met name door kleine fondsen gegeven. De Commissie meent dat dit een indicatie kan zijn dat de Code voor kleine fondsen op onderdelen bezwaard is;
- de door de bepaling geregelde materie is in de ogen van de vennootschap een privéaangelegenheid van de bestuurders of commissarissen.

Voor het eerst heeft de Commissie in het 2006-rapport ook de kwaliteit van de aangetroffen uitleg tegen het licht gehouden. De onderzoekers hebben bij de analyse van de uitleg met name aandacht besteed aan de begrijpelijkheid en de controleerbaarheid daarvan. Begrijpelijkheid heeft betrekking op de vraag of de uitleg inzicht geeft in de redenen dat toepassing van de betreffende bepaling achterwege wordt gelaten. Controleerbaarheid heeft betrekking op de vraag of de gegeven uitleg controleerbaar is met behulp van publiek toegankelijke informatie. In 85% van de gevallen hebben de onderzoekers de uitleg als begrijpelijk ervaren. In 47% van de gevallen werd de uitleg als controleerbaar ervaren.

Zoals eerder aangegeven, worden, ondanks de wettelijke verplichting daartoe, de bepalingen door gemiddeld 4% van de vennootschappen niet nageleefd. In die gevallen wordt noch de bepaling toegepast, noch uitgelegd waarom toepassing achterwege is gebleven. Dit gebeurt met name bij AMS- en lokale fondsen. De AEX- en AMX-fondsen blijken in dit opzicht beduidend braver. De bepalingen die het minst worden nageleefd, zijn:

- bepaling II.1.3: de vennootschap heeft een op haar toegesneden intern risicobeheersings- en controlesysteem;
- bepaling II.2.9: het rapport van de remuneratiecommissie beschrijft hoe het bezoldigingsbeleid het afgelopen jaar in praktijk is gebracht en geeft een overzicht van het beloningsbeleid dat de komende jaren wordt voorzien;
- bepaling II.2.10: het overzicht dient ten minste een aantal, door deze bepaling voorgeschreven, elementen te bevatten;

- bepaling III.1.5: frequent afwezige leden van de raad van commissarissen worden op hun afwezigheid aangesproken en vermeld in het jaarverslag;
- bepaling III.1.7: de raad van commissarissen bespreekt ten minste eenmaal per jaar zijn eigen functioneren, het functioneren van het bestuur en het functioneren van de individuele commissarissen en bestuurders en de consequenties die daaraan verbonden worden;
- bepaling III.1.8: de raad van commissarissen bespreekt ten minste eenmaal per jaar de strategie, de risico's van de onderneming en de uitkomst van de beoordeling door het bestuur van de opzet en werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen;
- bepaling IV.1.4: het reserverings- en dividendbeleid wordt op de algemene vergadering van aandeelhouders separaat geagendeerd; en
- bepaling IV.3.1: voor de inhoud van deze bepaling verwijzen wij naar hetgeen hiervoor over deze bepaling is gezegd.

De Commissie benadrukt dat de naleving 100% behoort te zijn. Indien het voor een vennootschap niet mogelijk is een specifieke bepaling van de Code toe te passen, dan is dat immers toegestaan, mits daarvan een begrijpelijke en controleerbare uitleg gegeven wordt. De omvang van de onderneming kan dan ook geen excuus zijn voor slechte naleving. Uiteraard verdient toepassing de voorkeur boven uitleg. Omdat vooral de bepalingen betreffende het beloningsbeleid en de verklaringen over de interne risicobeheersings- en controlesystemen achterblijven in de toepassing, roept de Commissie vennootschappen op met name aan die onderdelen aandacht te schenken. Daarnaast vraagt zij vennootschappen nadrukkelijk te streven naar vergroting van de controleerbaarheid en begrijpelijkheid van gegeven uitleg.

Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code

Zoals gezegd, inventariseert de Commissie niet alleen de toepassing en de naleving van de Code. Ook stelt zij zich ten taak de actualiteit en bruikbaarheid daarvan te bevorderen. Een onderwerp dat in dat verband de aandacht van de Commissie heeft getrokken, is de toenemende activiteit van 'hedge'- en 'private equity'-fondsen en andere (buitenlandse) aandeelhouders en de zorgen die over dit aandeelhoudersactivisme in de maatschappij ontstaan. Naar aanleiding van de aan haar door het kabinet gestelde vragen heeft de Commissie, gelijktijdig met het 2006-rapport, een consultatiedocument met haar voorlopige visie op dit onderwerp uitgebracht. Dit document behandelt de communicatie tussen aandeelhouders en de vennootschap en het toepassingsbereik van de Code. Samen met de in de consultatieronde opgebrachte reacties heeft het document geleid tot een advies dat op 30 mei 2007 aan de ministers van Financiën en Economische Zaken is aangeboden en een aantal concrete suggesties bevat. Deze suggesties zijn deels, in de vorm van nadere uitwerkingen van bestaande bepalingen, aan de vennootschappen en aandeelhouders gericht en

deels, in de vorm van aanbevelingen, aan de wetgever. Deze aanbevelingen zijn inmiddels door deze ministers bestudeerd, hetgeen tot een kabinetsvisie heeft geleid. Hierna bespreken wij het advies van de Commissie en vervolgens de kabinetsvisie.

In het algemeen is de Commissie van mening dat toename van het aandeelhoudersactivisme geen aanleiding geeft het Nederlandse corporate governance-stelsel fundamenteel aan te passen. De Code voldoet nog steeds aan haar initiële doelstelling: het bevorderen van goed ondernemerschap. Uitgangspunt is het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. Hiervoor is van belang dat vennootschappen aantrekkelijk blijven voor aandeelhouders, maar voorkomen wordt dat zij geregeerd worden door kortetermijnstrategieën van die aandeelhouders. Het toenemend gebruik van beschermingsmaatregelen is daarvoor in de ogen van de Commissie niet de juiste weg, maar veel meer het zorgvuldig laten verlopen van de communicatie tussen bestuur, raad van commissarissen en aandeelhouders, zodat belangenafweging zo optimaal mogelijk kan plaatsvinden. De suggesties van de Commissie zijn met dat oogmerk gedaan.

Een aantal suggesties betreft – zoals gezegd – nadere uitwerking van bestaande regels. De Commissie suggereert dat:

- gesprekken met aandeelhouders in beginsel door het bestuur gevoerd worden. De voorzitter van de raad van commissarissen dient daar terughoudend in te zijn. Dat kan anders zijn als aandeelhouders bij het bestuur geen gehoor vinden of een conflict met het bestuur dreigt;
- de raad van commissarissen naar een gemengde samenstelling streeft;
- de vennootschap een beleid voor bilaterale contacten met aandeelhouders formuleert, en dat op haar website publiceert;
- aandeelhouders het agenderingsrecht alleen uitoefenen na in gesprek te zijn gegaan met het bestuur. Indien een aandeelhouder een onderwerp agendeert dat kan leiden tot een wijziging van de strategie van de onderneming (waaronder ontslag van bestuurders en/of commissarissen), dan krijgt het bestuur een responstijd van 180 dagen. In die periode beraadt het bestuur zich en zoekt het gesprek, ook met de betreffende aandeelhouder. Onder het huidige artikel 2:114a lid 1 BW dient het bestuur punten die op de 61e dag voor die van de vergadering binnenkomen, nog te agenderen. De Commissie rept overigens niet over een wijziging van dit artikellid;
- de vennootschap beleggers de mogelijkheid biedt hun stemvolmacht bij een onafhankelijke derde te deponeren;
- de voorzitter van de vergadering van aandeelhouders de spreektijd van individuele aandeelhouders kan beperken, ter bevordering van de zin en efficiëntie van de vergadering;
- voorwaarden van 'change of control'-bepalingen in contracten met bestuurders en andere in het vooruitzicht gestelde vergoedingen openbaar worden gemaakt. Bij

besluiten die kunnen leiden tot toepasselijkheid van deze bepalingen, wordt deze informatie aan de vergadering van aandeelhouders verstrekt.

De aanbevelingen van de Commissie beantwoorden de door het kabinet gestelde vragen en verzoeken om verder onderzoek of (achterwege laten van) wijzigingen van wet- of regelgeving. Die zijn dan ook aan de wetgever gericht. De Commissie beveelt aan dat:

- de drempel voor het melden van zeggenschap wordt verlaagd van het huidige door de Wet op het financieel toezicht gegeven percentage van 5% naar 3%. Daarnaast zou een meldingsplicht dienen te gelden voor iedere 1%-wijziging;
- aandeelhouders met een belang van 5% wordt verplicht hun intenties openbaar te maken;
- ‘securities lending’ met het enkele doel stemrecht te verkrijgen, wordt ontmoedigd en de mogelijkheden voor ontmoediging nader onderzocht worden;
- regels worden geïmplementeerd die de vennootschap in staat stellen de identiteit van de aandeelhouder/certificaathouder te achterhalen;
- de drempel voor het agenderingsrecht van de huidige door artikel 2:114a lid 2 BW gegeven 1% wordt verhoogd naar 3% en het nominale criterium (aandelen die volgens de Officiële Prijscourant een waarde van EUR 50 miljoen vertegenwoordigen) komt te vervallen;
- de voor niet-structuurvennootschappen reeds bestaande mogelijkheid de besluitvorming bij ontslag van commissarissen statutair aan verzwaarde meerderheden te onderwerpen ook voor structuurvennootschappen wordt geïntroduceerd. Voor structuurvennootschappen geldt thans dat het vertrouwen in de raad van commissarissen opgezegd kan worden met een besluit genomen met meerderheid van stemmen in een vergadering van aandeelhouders waarin ten minste een derde van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is; en
- naleving van de Code niet wettelijk wordt verplicht voor de handel op alternatieve handelsplatformen van aandelen in ondernemingen behorend tot het MKB, zoals Alternext (Amsterdam, Brussel en Parijs) en de AIM (Londen). De houders van dergelijke platformen worden opgeroepen aan te geven dat het op hun platform van toepassing zijnde corporate governance-regime afwijkt van het regime dat van toepassing is op geregelde markten.

Op een tweetal vragen van het kabinet heeft de Commissie niet met een aanbeveling, maar met een conclusie gereageerd. Ten eerste vroeg het kabinet of de Code ook nageleefd zou dienen te worden door lokale fondsen. In reactie op die vraag overwoog de Commissie dat verondersteld dient te worden dat beleggers in lokale fondsen behoefte zullen hebben aan dezelfde informatievoorziening als beleggers in de AEX-, AMX- en AMS-fondsen, maar dat dergelijke fondsen in de regel over een kleinere organisatie en portemonnee beschikken. De Commissie meent dat de

Code ook lokale fondsen voldoende gelegenheid biedt uit te leggen, waarom toepassing voor hen in bepaalde gevallen onevenredig bezwarend is. Ten tweede stelt het kabinet diezelfde vraag, maar dan ten aanzien van Nederlandse fondsen met louter buitenlandse notering(en). Deze fondsen zullen normaliter (ook) gebonden zijn aan de in het betreffende buitenland geldende governance code. De fondsen passen soms meer dan één governance code toe. De Commissie meent dat indien deze fondsen ervoor kiezen alleen de buitenlandse code toe te passen, de Code hun verplicht dat uit te leggen.

Kabinetsreactie

De ministers van Financiën en Economische Zaken hebben de aanbevelingen meegenomen bij het bepalen van een kabinetsvisie over de betreffende onderwerpen. Deze visie is neergelegd in de al eerder genoemde kabinetsreactie, die op 19 juni 2007 aan de Tweede Kamer is aangeboden.¹ Naast de kabinetsvisie op de aanbevelingen van de Commissie bevat de reactie ook een aantal actiepunten ten aanzien van *hedge-fondsen* en *private equity* en een plan van verkenning van de mogelijkheden om de positie van werknemers te versterken. Deze twee onderdelen van de reactie laten wij in deze bijdrage onbehandeld.

Het advies van de Commissie is in vruchtbare aarde gevallen. Het leeuwendeel van de aanbevelingen is overgenomen en wordt door het kabinet gesteund. Ten aanzien van de aanbevelingen die niet zijn overgenomen, wil het kabinet zich verder beraden, vóórdat het zich daarover uitspreekt. Zo is de aanbeveling tot introductie van melding van 1%-wijziging in zeggenschap niet overgenomen omdat het kabinet eerst onderzoek wil doen naar de administratieve last die de implementatie van de aanbeveling meebrengt. De aanbeveling van introductie van de mogelijkheid de vereiste meerderheid voor ontslagbesluiten van commissarissen van structuurvennootschappen statutair te verhogen is nog niet overgenomen omdat het kabinet in de besluitvorming rekening wenst te houden met de gedachten van de in de praktijk betrokkenen en de gevoelens van de SER. De aanbeveling tot het verhogen van de drempel voor het agenderingsrecht is, in de ogen van de ministers, gewenst, maar impliceert tevens (anders dan de andere aanbevelingen) een daadwerkelijke beperking van een aandeelhoudersrecht. Onduidelijk is of, en zo ja, hoe het kabinet zich hierover verder wil beraden of laten informeren.

Anderzijds gaat de aanbeveling tot verplichte openbaarmaking van intenties van houders van 5% of meer van de aandelen het kabinet niet ver genoeg. Bij de verdere implementatie van deze aanbeveling zal het kabinet proberen de drempel op 3% te krijgen.

1. Kamerstukken II 2006/07, 31 083, nr. 1.

Inmiddels is de kabinetsreactie, samen met de aanbevelingen van de Commissie, op 6 augustus 2007 door de minister van Financiën en de vaste commissies voor Financiën, Economische Zaken en Justitie besproken.² De minister van Financiën zegde daar toe een overzicht van zijn voorstellen en beoogde maatregelen en een tijdsplanning schriftelijk aan de Tweede Kamer te presenteren.

Naar verwachting zal binnen enkele maanden het derde rapport van de Commissie verschijnen, dat verslag doet van de naleving van de Code gedurende het boekjaar 2006. Dit artikel uit Vennootschap & Onderneming is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoekers Wij kijken uit naar dat rapport en zijn benieuwd in welke mate de oproep van de Commissie aandacht te besteden aan de onderdelen beloningsbeleid en de verklaringen over de interne risicobeheersings- en controlesystemen, ter harte is genomen.

Mr. J. Mos
Mr. L.W. de Waard
Loyens & Loeff

2. Kamerstukken II 2006/07, 31 083, nr. 2.