

Evaluatierapport corporate governance code

Inleiding

Op 4 juni 2008 heeft de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (hierna: de Commissie) haar rapport (hierna: het Rapport) gepubliceerd over de evaluatie en actualisering van de Nederlandse corporate governance code (hierna: de Code).

De taak van de Commissie is de actualiteit en bruikbaarheid van de Code te bevorderen en de naleving ervan door de Nederlandse beursvennootschappen en institutionele beleggers te bewaken. In 2005, 2006 en 2007 zijn rapporten van de Commissie verschenen waarin wordt toegelicht hoe de naleving van de Code in de praktijk geschiedt, mede in het licht van internationale ontwikkelingen op het gebied van corporate governance. In dit Rapport vindt een evaluatie plaats van drie jaar monitoren en worden door de Commissie wijzigingsvoorstellen gedaan ten aanzien van bepaalde principes en best practice-bepalingen in de Code. Belangstellenden kunnen tot medio september 2008 reageren op de door de Commissie voorgestelde wijzigingen. Het is de intentie van de Commissie om in december 2008 een volledig herziene en aangepaste Code te presenteren aan het kabinet met het verzoek om deze Code van een wettelijke basis te voorzien.

In deze bijdrage zal ik om te beginnen kort aandacht besteden aan enkele cijfers die betrekking hebben op de naleving en de toepassing van de Code. Daarna zal ik nader ingaan op de meest in het oog springende wijzigingsvoorstellen van de Commissie. Deze voorstellen hebben betrekking op: (1) de interne risicobeheersings- en controlesystemen, (2) de taak van de raad van commissarissen; (3) de algemene vergadering van aandeelhouders, (4) de positie van het bestuur en de raad van commissarissen bij overnames, en (5) aanbevelingen aan de wetgever. De wijzigingsvoorstellen betreffende de vaststelling en openbaarmaking van de bezoldiging van bestuurders en de inhoud van het remuneratierapport zullen in een volgende aflevering van V&O aan de orde komen.

Naleving – enkele cijfers

De Commissie constateert dat de naleving van de Code door beursvennootschappen over de periode 2005-2007 is gestegen van 92 naar 95% en de toepassing van 87 naar 90%. Gemiddeld 5% van de bepalingen werd uitgelegd. Institutionele beleggers blijven, op de bedrijfstakpensioenfondsen na (zij hebben een nalevingpercentage van 100%), achter met nalevingpercentages van 87% (de vijf grootste beleggingsinstellingen), 53% (de vijf grootste levensverzekeraars) en 60% (de vijf grootste ondernemingspensioenfondsen). Geen van de bepalingen werd door de institutionele beleggers uitgelegd, waarmee de toepassingpercentages gelijk zijn aan de nalevingpercentages. In dit verband merk ik op dat de Commissie ten aanzien van de kwaliteit van de uitleg (begrijpelijkheid, contro-

leerbaarheid, legitimiteit en plausibiliteit) een toegenomen standaardisering van de uitleg van de Code bespeurt. Een voorbeeld hiervan is de uitleg dat in plaats van de Code een eigen regeling wordt gehanteerd. De Commissie beschouwt deze uitleg, zonder nadere motivering, als onvoldoende. In de toekomst zouden beursvennootschappen moeten toelichten waarom een eigen regeling wordt gehanteerd.

De interne risicobeheersings- en controlesystemen

De Commissie constateert dat de interne risicobeheersing belangrijker is geworden. Op grond van best practice-bepaling II.1.4 dienen bestuurders op dit moment in het jaarverslag onder meer te verklaren, begeleid door een deugdelijke onderbouwing, dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen adequaat en effectief zijn. In haar rapport van 2005 heeft de Commissie reeds geconstateerd dat beursvennootschappen behoefte hebben aan meer sturing ten aanzien van deze verklaring. In datzelfde rapport heeft de Commissie ook verduidelijkt dat een onderscheid dient te worden gemaakt tussen risico's die betrekking hebben op financiële verslaggeving, en risico's in de operationele en strategische sfeer. In het in december 2007 verschenen rapport heeft de Commissie nadere aanbevelingen geformuleerd ten aanzien van de in control-verklaring.

In dat verband stelt de Commissie nu voor om in het jaarverslag een gescheiden verklaring op te nemen voor risico's omtrent financiële verslaggeving. Het bestuur dient te verklaren dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen een redelijke mate van zekerheid geven dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden van materieel belang bevat. Voorts dient te worden verklaard dat deze systemen in het verslagjaar naar behoren hebben gewerkt en er geen indicaties zijn dat zij in het lopende jaar niet naar behoren zullen werken. De Commissie motiveert niet wat onder 'redelijke mate van zekerheid' moet worden verstaan. In haar rapport van 2005 geeft de Commissie echter aan dat in dit verband moet worden uitgegaan van wat als zodanig geldt voor een zorgvuldig handelend bestuurder in de gegeven omstandigheden (vergelijk art. 2:138 BW).

De taak van de raad van commissarissen

De Commissie constateert dat het commissariaat intensiever en gespecialiseerder is geworden. De Commissie stelt daarom onder andere de volgende wijzigingen voor.

De invulling van de toezichtstaak van de raad van commissarissen, zoals neergelegd in best practice-bepaling III.1.6, dient in de toekomst mede te omvatten de verhouding met aandeelhouders. Opmerkelijk is dat de Commissie niet overweegt dat het een taak van de raad van commissarissen is om als bemiddelaar op te treden bij conflicten tussen het bestuur en aandeelhouder(s). Dit terwijl de Ondernemingskamer nu juist heeft geoordeeld dat in het stelsel van checks and balances binnen Stork N.V. de raad van commissarissen in geschillen tussen aandeelhouders en bestuur een bijzondere en met name bemiddelende rol is toebedacht.¹

1. Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007, 42, onder 3.4.

Daarnaast stelt de Commissie voor om best practice-bepaling III.1.7 te wijzigen, die ziet op de evaluatie van de raad van commissarissen. In de toekomst bespreekt de raad van commissarissen minimaal eens per jaar buiten de aanwezigheid van het bestuur, desgewenst met een externe adviseur, niet alleen zijn eigen functioneren en dat van de individuele commissarissen, maar tevens het functioneren van de afzonderlijke commissies. In het verslag van de raad van commissarissen wordt vermeld op welke wijze de evaluatie heeft plaatsgevonden. Ik merk op dat niet hoeft te worden gerapporteerd over de uitkomst van deze evaluaties.

De Commissie doet ook voorstellen ten aanzien van de deskundigheid en samenstelling van de raad van commissarissen. Zo wordt voorgesteld om aan principe III.3 toe te voegen dat de raad van commissarissen streeft naar een gemengde samenstelling, onder meer ten aanzien van geslacht en leeftijd. In best practice-bepaling III.3.1 wordt vervolgens bepaald dat in de profielschets wordt ingegaan op de voor de vennootschap relevante aspecten van diversiteit. Voor zover de bestaande situatie verschilt ten opzichte van de situatie die wordt nagestreefd op basis van de profielschets, legt de raad van commissarissen hierover verantwoording af in het jaarverslag. Daarnaast geeft de raad van commissarissen aan hoe en op welke termijn hij verwacht dat de nagestreefde situatie zal worden bereikt.

Voorts wordt door de Commissie voorgesteld om best practice-bepaling III.7.3 (en de tegenhanger daarvan voor het bestuur in II.2.6) betreffende effectenbezit te schrappen. Ter vervanging wordt best practice-bepaling III.6.5 over het reglement ten aanzien van tegenstrijdig belang en handel in effecten gewijzigd door de toevoeging dat de vennootschap tevens regels opstelt voor het bezit van en transacties in effecten door bestuurders en commissarissen anders dan die uitgegeven door de 'eigen' vennootschap.

De algemene vergadering van aandeelhouders

De Commissie overweegt dat aandeelhouders zich, sinds de inwerkingtreding van de Code, actiever opstellen in de uitoefening van hun rechten. Dit heeft in sommige gevallen geleid tot conflicten met het bestuur en de raad van commissarissen. De Ondernemingskamer en de Hoge Raad hebben in dat verband enkele belangrijke uitspraken gedaan (bijvoorbeeld betreffende HBG, Stork, ABN AMRO, en recentelijk nog bij ASMI). De Commissie benadrukt dat een toegenomen invloed van een aandeelhouder gepaard gaat met toenemende verantwoordelijkheid, ook tegenover de minderheidsaandeelhouders en andere stakeholders. Daartoe wordt door de Commissie voorgesteld om enkele best practice-bepalingen toe te voegen aan hoofdstuk 4 van de Code.

Zo moet op grond van best practice-bepaling IV.4.6 elke aandeelhouder, door het beantwoorden van vragen en het verstrekken van een toelichting tijdens de algemene vergadering, openheid van zaken verschaffen ten aanzien van punten die op zijn verzoek op de agenda zijn geplaatst. Daarnaast wordt via best practice-bepaling IV.4.5 van een

aandeelhouder verwacht dat hij zich, indien hij gebruikmaakt van stemadviezen van derden, een onafhankelijk oordeel vormt over het stembeleid en het verstrekte stemadvies van deze derden.

De voorgestelde best practice-bepaling IV.4.4 betreffende de responstijd valt het meeste op. Met deze bepaling wordt een afkoelperiode geïntroduceerd van 180 dagen wanneer het bestuur van een beursvennootschap wordt geconfronteerd met (activistische) aandeelhouders die een wijziging van de strategie beogen of het ontslag van bestuurders en/of commissarissen. Interessant is de correlatie van deze bepaling met artikel 2:114a BW, dat aandeelhouders en houders van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten het recht geeft om onderwerpen te agenderen die tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders aan de orde dienen te komen. Het eerste lid bepaalt namelijk dat een onderwerp wordt opgenomen in de oproeping indien de vennootschap het verzoek niet later dan op de zestigste dag voor die van de vergadering heeft ontvangen. Het voorstel van de Commissie in de huidige vorm zou ertoe kunnen leiden dat het in de praktijk 240 dagen kan duren voordat deze onderwerpen daadwerkelijk op de agenda van de algemene vergadering van aandeelhouders staan.

De rol van het bestuur en raad van commissarissen bij overnames

De Commissie memoreert dat de vennootschap een langetermijnsamenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen. In dat verband draagt het bestuur, onder supervisie en met advies van de raad van commissarissen, de integrale verantwoordelijkheid om de belangen van alle betrokkenen af te wegen, met als streven het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn.

Volgens de Commissie bestaat in overnamesituaties het risico dat bepaalde deelbelangen de overhand krijgen. Daarom vergen deze situaties een bijzondere betrokkenheid van de raad van commissarissen. Deze dient toezicht te houden op (1) de gevolgen van een overname voor de strategie van de onderneming, (2) het onderhandelingsproces bij overnames, (3) de beoordeling van de wenselijkheid van een overname, en (4) de verhoudingen met (minderheids)-aandeelhouders en andere betrokkenen bij de onderneming rondom het overnameproces, daarbij rekening houdend met de (financiële) belangen van het bestuur. De Commissie stelt daarom voor om een nieuw hoofdstuk 6 aan de Code toe te voegen dat specifiek ziet op de positie van het bestuur en de raad van commissarissen bij overnames. Het hoofdstuk bestaat voornamelijk uit één principe (VI) en zes best practice-bepalingen (VI.1 tot en met VI.6).

Het opnemen van gedragsregels bij overnames is op zich een opmerkelijke stap voorwaarts, omdat een van de grondleggers van de Code, de heer Tabaksblat, recent nog heeft verklaard een tegenstander te zijn van het opnemen van zulke regels in een code. Zelfregulering via een code is volgens

hem een te zwak instrument om overnameprocessen te reguleren. De zelfstandigheid van de onderneming staat op het spel en daardoor wordt het spel op het scherpst van de snede gespeeld. Dergelijke situaties vragen om wetgeving en om een door de wetgever aangewezen toezichthouder.²

Inhoud

Het eerste wat opvalt als men kijkt naar de gedane voorstellen, is de terminologie die wordt gehanteerd ten aanzien van 'overnames'. In punt 10 van de samenvatting bij het Rapport wordt aansluiting gezocht bij 'situaties waarin de aandelen in een vennootschap door middel van een openbaar bod wordt overgenomen of waarin een vennootschap een substantiële acquisitie pleegt'. Het voorgestelde hoofdstuk 6 van de Code ziet echter louter op een (voorgenomen) overnamebod op de aandelen in de vennootschap.

Verder bespreken het bestuur en de raad van commissarissen een mogelijk overnamebod op de aandelen van de vennootschap en de wijze waarop de raad van commissarissen dit proces zal begeleiden (best practice-bepaling VI.1). Mocht (een lid van) het bestuur overleg voeren met een (potentiële) bieder, dan wordt de raad van commissarissen hierover onverwijld ingelicht (best practice-bepaling VI.2). De raad van commissarissen ziet toe op een ordentelijk verloop van het onderhandelingsproces, zeker daar waar het bestuur een (financieel) belang heeft bij het al dan niet slagen van het overnamebod (best practice-bepaling VI.3).

De voorgestelde best practice-bepaling VI.4 bepaalt dat een vennootschap die in het kader van een overnamebod een *fairness opinion* laat uitbrengen, de opdracht daartoe verleent aan een deskundige die geen (financieel) belang heeft bij het al dan niet slagen van de voorgenomen transactie. De opdracht aan de deskundige moet ter goedkeuring worden voorgelegd aan de raad van commissarissen.

De Commissie stelt onder andere voor om, via best practice-bepaling VI.5, het bestuur in de standpuntbepaling over een overnamebod (in de zin van het Besluit openbare biedingen Wft, hierna: het Bob) de gevolgen te laten schetsen van het welslagen van een bod voor betrokkenen bij de vennootschap, waaronder aandeelhouders, werknemers en crediteuren. Op grond van artikel 18 lid 2 juncto Bijlage G onder 1 Bob bestaat al de verplichting voor het bestuur om in de standpuntbepaling aan te geven wat de gevolgen zijn van de uitvoering van het openbaar bod voor de werkgelegenheid, de arbeidsvoorwaarden en de vestigingsplaatsen van de vennootschap.

Best practice-bepaling VI.6 schrijft voor dat het bestuur een verzoek van een (potentieel) concurrerende bieder om op dezelfde wijze als de bieder inzage te krijgen in de boeken

van de vennootschap, onverwijld met de raad van commissarissen bespreekt. Het Bob bevat ook bepalingen die van toepassing zijn op concurrerende biedingen.³

Samenvattend kan worden gesteld dat het primaat bij een overnameproces reeds in een vroeg stadium meer bij de raad van commissarissen komt te liggen. Ik denk dat dit een goede ontwikkeling is. Een kanttekening die ik hierbij zou willen plaatsen, is dat dit beginsel beter zou kunnen worden opgenomen in de regels die zien op de invulling van de toezichtstaak van de raad van commissarissen. De voorgestelde best practice-bepalingen zijn lovenswaardig, maar zouden vanuit wetsystematisch oogpunt beter als aanbeveling aan de wetgever kunnen worden gedaan. Dit geldt, vanwege hun correlatie met het Bob, in het bijzonder voor best practice-bepalingen VI.5 en VI.6.

Aanbevelingen aan de wetgever

Put up or shut up rule

Een ander voorstel van de Commissie dat nauw aansluit bij het vorige onderwerp, betreft de mogelijke aanbeveling aan de wetgever om een '*put up or shut up rule*' te incorporeren binnen de Nederlandse biedingsregels. Dit zou moeten voorkomen dat een onderneming langer dan strikt noodzakelijk wordt blootgesteld aan overnamegeruchten. Een partij zou moeten worden gedwongen om binnen afzienbare tijd kenbaar te maken of zij een bod gaat uitbrengen op een onderneming of dat zij daarvan afziet. In het laatste geval zou het die partij voor langere tijd niet meer moeten worden toegestaan om alsnog een bod uit te brengen op de betreffende onderneming.

Een interessante vraag die hier opkomt, is of het opnemen van een '*put up or shut up rule*' ook een instantie vereist die toezicht houdt op het overnameproces. Het is in dat verband van belang om onderscheid te maken tussen enerzijds het toezicht op het overnameproces en anderzijds het bewaken van de belangen van alle stakeholders. Het instellen van een toezichthouder gelijk aan bijvoorbeeld het Britse *takeover panel* zou in Nederland op bezwaren stuiten, omdat naar Nederlands recht de belangen van alle betrokkenen moeten worden afgewogen en niet alleen die van de aandeelhouders. De afweging van deze belangen is in Nederland altijd het exclusieve domein van de rechter geweest. Dit suggereert dat een toezichthouder, of marktmeester, slechts verantwoordelijk zou kunnen zijn voor het bewaken van het overnameproces, in termen van uitvoering, snelheid en flexibiliteit.

Uitkoopprocedures

De Commissie geeft in haar Rapport te kennen dat zij redenen heeft om aan te nemen dat uitkoopprocedures in de

2. Speech van M. Tabaksblat, Eumedion-seminar '4 jaar Code Tabaksblat: ervaringen en vooruitblik', 8 mei 2008, Amsterdam.

3. Vgl. C.J.C. de Brauw, *Concurrerende openbare biedingen*, *Ondernemingsrecht* 2008, p. 66-72.

Vennootschap & Onderneming

praktijk niet in alle gevallen optimaal functioneren en dat zij daarom overweegt om aan de wetgever aan te bevelen de bestaande uitkoopprocedures aan te passen. Zo geven vennootschappen aan dat de procedures vaak lang duren en relatief kostbaar zijn. Aandeelhouders betwijfelen of de bescherming van de resterende minderheidsaandeelhouders adequaat geregeld is. Belanghebbenden worden uitgenodigd om aan de Commissie kenbaar te maken of een aanbeveling aan de wetgever om de uitkoopprocedures aan te passen, zinvol is.

Ik merk op dat er naar Nederlands recht twee uitkoopprocedures bestaan, namelijk voor de NV die van artikel 2:92a BW (algemene uitkoopregeling minderheidsaandeelhouders) en die van artikel 2:359c BW (uitkoopregeling na een

openbaar bod). De laatste procedure is pas zeer recent geïntroduceerd, waardoor deze regeling voorsnog de nodige praktijkervaring ontbeert.⁴ Het ligt voor de hand om aan te nemen dat de Commissie in ieder geval de procedure van artikel 2:92a BW voor ogen heeft gehad, maar wellicht wordt ook bedoeld op aanpassing van de procedure van artikel 2:359c BW.

*Mr. J.J.A. Sombezki
Stibbe*

4. Op 28 oktober 2007 (Stb. 2007, 390 en Stb. 2007, 202).