

Kantoren Stichtage  
Koningin Julianaplein 10  
2595 AA Den Haag

Postbus 11756  
2502 AT Den Haag  
telefoon (070) 515 30 00  
www.pelsrijcken.nl

Pels Rijcken  
& Droogleever  
Fortuijn *advocaten*  
*en notarissen*

Monitoring Commissie Corporate Governance Code  
De heer mr. W.B. Kuijpers  
Postbus 20201  
2500 EE DEN HAAG

onze ref. JP/KT/-

uw ref. -

inzake Rapport over de evaluatie en  
actualisering van de Nederlandse  
Corporate Governance Code

t (070) 515 3000

f (070) 515 3100

15 september 2008

Zeer geachte heer Kuijpers,

Met veel belangstelling hebben wij kennis genomen van het rapport van uw Commissie en wij maken graag gebruik van de mogelijkheid om daarop te reageren.

De Nederlandse Corporate Governance Code (hierna te noemen: 'de Code') heeft zijn waarde inmiddels ruimschoots bewezen. Corporate governance is niet langer het exclusieve domein van specialisten en direct betrokkenen, maar wordt in het maatschappelijk verkeer breed gedragen en begrepen. De Code heeft inbedding gekregen in de wet en in het oordeel van de rechter. De gemeten naleving van de Code door beursgenoteerde ondernemingen is bemoedigend.

Zonder af te willen doen aan het belang van de aanbevelingen van de Commissie omtrent onderwerpen als bestuur, RvC en verslaglegging, concentreert onze bijdrage zich op de positie van de aandeelhouder. Die aandeelhouder is, naar wij weten, veelzijdig in zijn verschijningsvorm. Het is moeilijk de 'kleine' aandeelhouder te vergelijken met de grote -actieve- investeerders. De institutionele beleggers nemen een aparte plaats in.

De laatste jaren hebben aandeelhouders van verschillende snit en herkomst, geruggensteund door de Code en de toenemende aandacht voor deugdelijk ondernemingsbestuur, diverse malen het bestuur ter verantwoording of tot de orde geroepen. In een aantal gevallen is dat uitgedraaid op strijd met het bestuur. Daar lijkt op zich niet zoveel op tegen zolang het belang van de vennootschap daardoor niet te zeer in gevaar komt. De moeilijkheid echter is hoe het belang van de vennootschap, die in zichzelf reeds een verzameling van deelbelangen verenigt, te duiden. De Commissie merkt op dat het aan het bestuur en de commissarissen is het vennootschappelijk belang af te wegen. Maar wie maakt uiteindelijk, de rechter even buiten beschouwing gelaten, uit wat in het belang van de vennootschap is? Voorop moet staan dat iedere aandeelhouder een eigen, legitiem, belang heeft bij het bevorderen van effectiviteit, strategie en resultaat van de onderneming en, inderdaad, de waarde van het aandeel. In de Preambule (no. 3) bij de Code merkte de Commissie Tabaksblat al op dat de vennootschap streeft naar aandeelhouderswaarde op de lange termijn. Zo te zien wil ook de Commissie niet aan deze gedachte tornen.

#### **Paragraaf IV.4 – Enkele algemene kanttekeningen**

Bij de invoering van de Code werd van institutionele beleggers verwacht dat zij hun verantwoordelijkheid zouden nemen in het systeem van 'checks and balances' binnen de beursgenoteerde vennootschap. Door actiever en bewuster gebruik van hun rechten zouden aandeelhouders tegenwicht moeten bieden tegen onder meer onrealistische groeiplannen, te dure overnames en excessieve beloningen.

Ten aanzien van Hoofdstuk IV van de Code lijken de aanbevelingen van de Commissie over het algemeen niet bijzonder ingrijpend te zijn, wat erop zou kunnen duiden dat de Commissie de Code waar het de positie van de aandeelhouder betreft, anno 2008 bruikbaar en actueel acht. Wel meent de Commissie kennelijk dat de actievare rol van de aandeelhouder matiging behoeft. Precies op dat punt vreezen wij dat de aanbevelingen van de Commissie, in het bijzonder ten aanzien van de beperking van het recht van agendering, hun doel voorbij (kunnen) schieten.

#### **Geen 'pas toe of leg uit' voor aandeelhouders.**

De Commissie introduceert in het Rapport een nieuw onderscheid tussen aandeelhouders en institutionele beleggers. Sommige bepalingen gelden alleen voor institutionele beleggers, andere voor alle aandeelhouders.

De toepasselijkheid van de Codebepalingen voor institutionele beleggers is wettelijk verankerd in art. 5:86 Wft. Verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsinstellingen met zetel in Nederland moeten de Code naleven op basis van 'pas toe of leg uit'. Voor de bepalingen die zijn gericht tot bestuur en RvC is de Code wettelijk verankerd in art. 2:391 BW, ook op basis van 'pas toe of leg uit'. De Code ontleent zijn draagvlak en gezag mede aan deze veelgeprezen combinatie van wettelijke basis en flexibiliteit. In juridische literatuur en in de rechtspraak is een tendens waar te nemen om de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW mede in te vullen aan de hand van de

bepalingen van de Code. Uit het verzoek van de opdrachtgevers van de oorspronkelijke Code tot aanpassing van de Code (brief van VNO-NCW van 25 april 2008) blijkt dat ook zij de nieuwe bepalingen voor aandeelhouders zien als invulling van die 'redelijkheid- en billijkheidsnorm'.

Voor de aandeelhouders die geen institutionele beleggers zijn, bestaat geen wettelijke verankering van paragraaf IV.4 van de Code. Dat roept de vraag op of en op welke manier aandeelhouders aan deze bepalingen zijn gebonden en in hoeverre de rechter in voorkomend geval naleving van de best practice bepalingen door aandeelhouders zal toetsen. Naar onze mening zal van een invulling van art. 2:8 BW door Codebepalingen zonder wettelijke basis of verankering niet vanzelfsprekend sprake zijn.

Dat geldt des te meer omdat bij gebrek aan een wettelijke verankering ook geen ruimte aan aandeelhouders wordt gelaten om met uitleg af te wijken van de Codebepalingen. Met uitzondering van het administratiekantoor zullen de aandeelhouders in de regel niet de mogelijkheid hebben om in het jaarverslag van de vennootschap uit te leggen waarom zij niet aan bepaalde bepalingen voldoen.

Indien institutionele beleggers met zetel in Nederland op grond van art. 5:86 Wft wel kunnen afwijken met uitleg (aan hun elgen 'achterban') en andere (buitenlandse) aandeelhouders niet, zou dat ten koste kunnen gaan van een 'level playing field' tussen aandeelhouders en mogelijk op gespannen voet staan met het vrije verkeer van kapitaal.

Best practice bepaling IV.4.5: gebruik maken van stemadviezen

De Commissie verwacht van aandeelhouders die gebruik maken van stemadviezen van derden dat zij zich (ook) een eigen oordeel vormen.

Naar onze mening zou dat inderdaad de 'best practice' zijn. Indien aandeelhouders massaal en klakkeloos het stemadvies van de grote stembureaus zouden volgen, bestaat het risico dat deze stembureaus de besluitvorming in de AvA zullen domineren. De stembureaus zouden daarmee de facto de rol van administratiekantoren als dominante kracht in de AvA overnemen. Wel merken wij op dat zelfs het klakkeloos volgen van een deskundig adviseur soms te prefereren is boven het klakkeloos stemmen vóór alle agendavoorstellen van het bestuur, een handelwijze die vóór introductie van de Code niet ongebruikelijk was.

Ook hier vraakt zich de mogelijke doorwerking van art. 2:8 BW en de onmogelijkheid om met uitleg af te wijken voor de niet-Nederlandse institutionele beleggers. De kosten van strikte naleving van deze bepaling zouden prohibitief kunnen zijn. Wij veronderstellen dat de Commissie niet meent dat gebruikmaking van het stemrecht conform het advies van een onafhankelijke deskundige strijdig zou zijn met hetgeen

de redelijkheid en billijkheid van iedere aandeelhouder vordert omdat over het stemadvies geen eigen oordeel is gevormd. De Commissie zal ook niet bedoelen dat een stem of AvA-besluit aantastbaar zou kunnen zijn, indien niet alle aandeelhouders deze bepaling hebben nageleefd.

Best practice bepaling IV.4.6: toelichten agendapunt

Wij delen de opvatting dat het 'best practice' is om een agendapunt toe te lichten in de AvA en wij verwachten ook niet dat hier veel discussie over zal ontstaan.

Wel plaatsen wij een vraagteken bij de werking van deze best practice bepaling.

Wij kunnen ons moeilijk voorstellen dat een besluit, genomen door een meerderheid van de aandeelhouders, vanwege de doorwerking van art. 2:8 BW, aantastbaar zou kunnen zijn omdat het niet in de vergadering is toegelicht.

**Best practice bepaling IV.4.4**

Reeds in 1997 werd door de Commissie Peters de aanbeveling voor een wettelijk agenderingsrecht gedaan. Nadien is een brede discussie gevoerd tussen, én met, de diverse stakeholders ten einde het wettelijk agenderingsrecht optimaal te modelleren. In 2004 is art. 2:114a BW ingevoerd, welke invoering breed werd gedragen omdat de kapitaalverschaffers een volwaardige rol zouden kunnen gaan spelen in het systeem van checks and balances. Sinds de invoering hebben aandeelhouders die alleen of tezamen ten minste 1% van het geplaatste kapitaal bezitten, het recht om ten minste 60 dagen voor een AvA onderwerpen aan te dragen voor de agenda van die AvA. De termijn van 60 dagen houdt enerzijds verband met de mogelijkheid voor het bestuur en de RvC om tijdig de agenda te doen opstellen en verspreiden en anderzijds met de introductie van de registratiedatum en de gedachte dat volmachtverwerving beter kan verlopen indien de registratiedatum 30 tot 40 dagen voor de aandeelhoudersvergadering ligt en de agenda voor die aandeelhoudersvergadering beschikbaar is. Deze gedachte wordt ondersteund door de door de Commissie voorgestelde best practice bepaling IV.3.10.

Het recht op agendering mag alleen bij een zwaarwegend belang van de vennootschap worden onthouden, waarbij wij aantekenen dat blijkens de parlementaire geschiedenis onder zwaarwegend belang niet valt de situatie waarbij een persoonlijk belang van bestuurders of commissarissen in het geding is, bijvoorbeeld omdat het vertrouwen in hun functioneren als agendapunt aan de orde wordt gesteld. De voorgestelde responstijd is daarbij echter wel van toepassing indien het voorgestelde agendapunt kan leiden tot het ontslag van een bestuurder.

De context van het voorstel en het gebruik van de term 'responstijd' wekken de indruk dat de bepaling vooral bedoeld is om het bestuur tijd te gunnen en dat op de aandeelhouder de verplichting rust vooraf gedetailleerd aan te geven welke problemen deze heeft met de strategie en/of het functioneren van het bestuur (vaak zullen deze

hand in hand gaan). Wij wijzen er daarbij op dat het agenderingsrecht toekomt aan aandeelhouders die ten minste 1% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen. Het bestuur heeft voorts niets te vrezen van de uitoefening van het agenderingsrecht als niet de meerderheid van de aandeelhouders het geagendeerde voorstel steunt in de vergadering.

Wij stellen voorop dat in bepaalde gevallen een bevrozing van de situatie wenselijk kan zijn. De vraag is echter of een door de Code opgelegde generieke afkoelingsperiode daarvoor het geëigende middel is. In de praktijk zien wij voor dergelijke 'noodgevallen' vooral een rol weggelegd voor de Ondernemingskamer. Uit het Rapport blijkt niet bij wie het initiatief ligt tot het bepalen van de duur van de responstijd. Denkbaar is dat de aandeelhouder de termijn aangeeft waarop hij een reactie van het bestuur verwacht. In ieder geval mag van het bestuur worden verwacht dat het de aandeelhouder meldt binnen hoeveel tijd het bestuur zal reageren. Indien die reactie uitblijft, moet de aandeelhouder zich vrij kunnen voelen om behandeling van het agendapunt te verzoeken.

De responstijd geldt terecht als een maximum, maar de duur ervan heeft het gevaar van normering in zich. Het zou interessant zijn te vernemen in welke gevallen de Commissie een korte responstijd zou aanbevelen en in welke situaties het bestuur naar het oordeel van de Commissie terecht gebruik zou maken van de maximumtermijn.

Mogelijk is een relatief lange responstijd door de Commissie geschikt geacht voor extreme situaties waarin het bestuur wordt verrast door een aandeelhouder. Tegen dit verrassingseffect biedt de wet al bescherming. De vraag is wat een extra tussenstap toevoegt. Hoe de stappen precies in de tijd dienen te worden gezet wordt uit het Rapport niet direct duidelijk. Maar het lijkt erop dat de aandeelhouder eerst zijn gevoelens kenbaar moet maken aan het bestuur, vervolgens zal er overleg moeten plaatsvinden en moet de reactie van het bestuur worden afgewacht. Eerst na die reactie kan de aandeelhouder agenderen en zal hij voor de behandeling van dat punt een volgende periode van minimaal 60 dagen moeten wachten voor dat een AvA wordt gehouden. In een extreem geval kan de voorbereidingstijd die een aandeelhouder moet gebruiken voordat hij een punt omtrent strategie of ontslag aan zijn medeaandeelhouders kan voorleggen als volgt verlopen:

- medio augustus 2008 komt de wens op bij 1% van de kapitaalverschaffers om de strategie van de onderneming bij te stellen en treedt men in overleg met het bestuur en/of de (voorzitter van de) RvC;
- op basis van de voorgestelde best practice IV.4.4 geldt voor het bestuur een responstijd van maximaal 180 dagen, waarna het agenderingsrecht mag worden uitgeoefend;

- 15 april 2009 is de jaarlijkse AvA gepland, wat inhoudt dat 7 februari 2009 uiterlijk het agenderingsrecht op basis van artikel 2:114a BW kan worden uitgeoefend;
- indien het bestuur niet voor 7 februari 2009 een respons heeft gegeven, zal het agenderingsrecht zien op de volgende AvA;
- deze volgende AvA kan heel goed pas de jaarlijkse AvA zijn die medio april 2010 zal plaatsvinden.

Daarbij merken wij nog op dat als de AvA uiteindelijk voor het geagendeerde voorstel tot strategiewijziging heeft gestemd, het bestuur nog uitvoering aan dit besluit zal moeten geven. Indien het bestuur geen gehoor geeft aan het besluit van de AvA, ligt het in de rede dat het ontslag van het bestuur geagendeerd zal worden. Voor het voorstel tot ontslag zal een nieuwe responstijd gelden wat wederom in een extreem geval tot gevolg heeft dat een aandeelhouder pas na een lange periode het voorstel aan zijn mede-aandeelhouders kan voorleggen.

Het bestuur zal vermoedelijk geneigd zijn zichzelf (in voorkomend geval wellicht zoveel mogelijk) tijd te gunnen voor de respons. Men kan zich de vraag stellen of dat in het belang is van de vennootschap en haar stakeholders. In gevallen waarin de aandeelhouder wordt geconfronteerd met een bestuur dat zich een lange responstijd voorbehoudt, is het zeer wel denkbaar dat de aandeelhouder de Ondernemingskamer verzoekt voorlopige maatregelen te treffen, met gebruikmaking van de gebruikelijke responstijd van art. 2:349 BW.

Het is moeilijk voorstelbaar in welke gevallen het bestuur daadwerkelijk – maximaal – een half jaar nodig heeft voor het vormen of verkrijgen van een deskundig oordeel over het agendapunt dat de aandeelhouder wil opbrengen. De bepaling werkt zo gezien op zijn best als een plicht tot het zoeken van de (constructieve) dialoog en op zijn slechtst als een vertragingsmechanisme. In veel gevallen zullen de standpunten bekend zijn en zal, tenzij er nieuwe gezichtpunten opkomen, de constructieve dialoog zijn uitgewerkt. In dat geval leidt een afkoelingsperiode vooral tot stilstand. De voorbehouden responstijd voorkomt waarschijnlijk niet dat de vennootschap 'in play' geraakt, waardoor de situatie drastisch kan veranderen en alsnog een onmiddellijke respons van het bestuur is vereist. Heeft het bestuur dan nog wel de juiste mind-set voor een open gedachtevorming?

De responstijd brengt onzekerheid mee die zijn effect kan hebben op de waarde van het aandeel. In noodsituaties belemmert, althans compliceert, een lange responstijd effectief en daadkrachtig optreden van het bestuur indien het bestuur in plaats van te luisteren naar de (andere) aandeelhouders zich concentreert op het aantonen van het gelijk van de eigen strategie of op het eigen belang.

Een lange responstijd past ons inziens niet in een goed werkend systeem van 'checks and balances' tussen de diverse belanghebbenden bij de vennootschap. In gevallen waarin (diepe) verdeeldheid heerst, lost een lange responstijd niets op.

De aanbeveling van de Commissie zal niet zijn bedoeld om de rechten van de aandeelhouder in te snoeren, daarvoor zou in de eerste plaats de wetgever aan zet zijn. De vraag is op welke wijze de bepaling de verhouding cq. de communicatie tussen aandeelhouder en bestuur/commissarissen bevordert. In de regel zal het bestuur ruim tevoren op de hoogte zijn van de wensen van een aandeelhouder die maatregelen wil en heeft al dan niet uitgebreid overleg plaatsgevonden. Dat past ook in de voorstellen van de Commissie tot het actief publiceren van beleid voor bilaterale contacten tussen bestuur en aandeelhouders die de Commissie lijkt te willen bevorderen. In veel gevallen zal het bestuur zijn antwoord klaar hebben op het moment waarop de aandeelhouder het punt op de agenda van de AvA wil zetten, waardoor een nadere afkoelingsperiode niet nodig is. Sterker nog: in dergelijke gevallen is het juist aangewezen dat het gefaalde overleg aan de andere aandeelhouders wordt voorgelegd.

Slechts als de aandeelhouder 10% van het kapitaal vertegenwoordigt, kan hij op grond van art. 2:110 BW het bestuur verzoeken een AvA bijeen te roepen en indien dat niet binnen zes weken navolging heeft gekregen zelf de rechter verzoeken een vergadering bijeen te roepen. De wet gunt het bestuur dus een termijn van 6 weken om de nodige maatregelen te treffen indien een verzoek tot het oproepen van een vergadering is gedaan. De responstijd geldt eveneens voor dit recht om de rechter te verzoeken een vergadering bijeen te roepen. Wij vragen ons af of het voorstel van de Commissie niet leidt tot dubbele toetsing. Naast de toets die de voorzieningenrechter aanlegt op grond van art. 2:110 BW, komt door het voorstel van de Commissie ook specifiek art. 2:8 BW in beeld voor een oordeel over de aan het verzoek voorafgaande gedwongen gang naar het bestuur en eventueel over de redelijkheid van de opstelling van partijen in de door de Commissie voorgestelde voorperiode. Introductie van de responstijd in combinatie met het inroepen van het recht van art. 2:110 BW werkt als een 'wachtkamer' voor de voorzieningenrechter.

Wij geven de Commissie dan ook in overweging om duidelijk te omschrijven hoe zij de verhouding tussen de voorgestelde best practice bepaling IV.4.4 en de artikelen 2:110 BW en 2:114a BW ziet.

#### **Hoofdstuk VI**

De Commissie geeft in een nieuw hoofdstuk VI best practices voor het bestuur en de RvC in overnamesituaties. Dat de Commissie hier aandacht aan besteedt juichen wij toe, al komt het ons voor dat dergelijke specifieke regels eerder in de wet of in het Besluit openbare biedingen thuis horen. Met de voorstellen van de Commissie ten aanzien van Hoofdstuk VI (positie bestuur en RvC bij overnames) zijn wij het

datum 15 september 2008  
onze ref. JP/KT

8/8

grotendeels eens, maar ook hier valt de vraag te stellen wat de toegevoegde waarde is van de aanbevelingen ten opzichte van de reeds bestaande wettelijke regelingen.

Wat ons wel opvalt is dat volgens Principe VI het bestuur zich in een overnamesituatie 'uitsluitend' laat leiden door het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming. Deze bepaling kan voor verwarring zorgen, omdat sommigen hierin zullen lezen dat het bestuur in een overnamesituatie niet de belangen van de aandeelhouders dient te behartigen. De praktijk leert dat bij conflicten met aandeelhouders of in overnamesituaties 'het belang van de vennootschap en de onderneming' steeds vaker wordt aangewend als argument om juist niet te streven naar aandeelhouderswaarde maar naar een ander doel, zoals handhaving van de door het bestuur gekozen strategie of behoud van werkgelegenheid voor het personeel of de bestuurders zelf op korte termijn. Toch lijkt het ons evident dat, zeker bij de onderhandelingen met een bieder, het belang van de aandeelhouders bij een goed bod op zijn minst een belangrijke rol zal spelen.

Met dank aan de Commissie voor het bieden van de gelegenheid te reageren op het rapport, zien wij uit naar de (ongetwijfeld boeiende) discussie over dit voor de ondernemingsrechtpraktijk belangrijke onderwerp.

Hoogachtend,  
Pels Rijcken & Droogleever Fortuijn N.V.

J.H. Lemstra  
F.J. Oranje  
J. Pas  
V.M. Neering  
W. Admiraal