

Monitoring Commissie Corporate Governance Code
t.a.v. de heer prof. dr. J.M.G. Frijns
Postbus 20201
2500 EE DEN HAAG

Vereniging van Effectenbezitters
Postbus 240, 2501 CE Den Haag
Bezoekadres: Amaliastraat 7, Den Haag

Tel.: +31 (0)70 313 00 00
Fax: +31 (0)70 313 00 99
Internet: www.veb.net
E-mail: info@veb.net

Per fax (070-342 7928), e-mail en gewone post

Den Haag, 18 september 2008

Ons kenmerk: JMS/dt/nl/20080918

Betreft: VEB reactie voorstellen actualisering Nederlandse Corporate Governance Code

Geachte heer Frijns,

De Vereniging van Effectenbezitters (VEB) maakt graag gebruik van de uitnodiging om te reageren op de voorgestelde aanpassingen van de Nederlandse Corporate Governance Code (de Code) door de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (de Commissie) zoals gepubliceerd op 4 juni 2008. De zienswijze van de VEB op deze voorstellen tot actualisering treft u hieronder aan. Bovendien doet de VEB enkele concrete aanbevelingen voor toevoegingen aan de aangepaste Code.

Algemeen commentaar

De Code is hét referentiekader geworden voor beursvennootschappen én aandeelhouders en heeft op diverse punten een bijdrage geleverd aan de verbetering van de corporate governance van Nederlandse beursfondsen. Hierbij valt te denken aan het professionaliseren van het commissariaat en het versterken van de rol van de aandeelhoudersvergadering bij bestuursbenoemingen en besluiten omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap. Dit is een positieve ontwikkeling.

Daar staat tegenover dat onder meer uit het jaarlijkse onderzoek van de VEB is gebleken, dat de afgelopen jaren slechts marginale progressie is geboekt bij het aanpakken van de pijnpunten in de naleving van de Code. De Commissie heeft deze conclusie in haar evaluatierapportage van december 2007 bevestigd. Ondernemingen maken bij deze pijnpunten veelvuldig gebruik van het

“pas toe of leg uit” principe dat hen de mogelijkheid biedt af te wijken van de Code. De uitleg die voor een afwijking van de Code wordt gegeven is vaak onbevredigend. Hierdoor is op de meest wezenlijke punten (zeggenenschap, transparantie en beloning) niet of nauwelijks vooruitgang geboekt. Zo blijft de transparantie over prestatiecriteria voor toekenning van variabele beloning ver ondermaats en staat de certificering van (gewone) aandelen nog altijd een volwaardige deelname van de aandeelhoudersvergadering in de weg. Een ‘incentive’ om bepalingen daadwerkelijk toe te passen - in plaats van naleven door uitleggen - binnen de onderneming, lijkt dan ook te ontbreken.

Daarentegen worden bepalingen met een meer triviaal karakter (bijvoorbeeld het via de website beschikbaar stellen van reglementen en profielschetsen) in hoge mate nageleefd. Terwijl een volledige opsomming van die best practice bepalingen waaraan niet wordt voldaan, maar ook niet worden uitgelegd (zoals vereist onder het “comply or explain” principe), veelal ontbreekt. Ondernemingen verschaffen kortom selectieve informatie. Ten slotte zijn de door ondernemingen gegeven motiveringen voor afwijkingen van specifieke Codebepalingen zelden bevredigend en veelal ondeugdelijk.

De VEB is verheugd dat de Commissie de noodzaak heeft erkend om de code Tabaksblat te actualiseren. Zoals ook reeds aangegeven in eerdere reacties, is de VEB voorstander van het aanscherpen en - op specifieke punten - uitbreiden van de Code. De Code biedt momenteel bijvoorbeeld nauwelijks houvast bij overnamesituaties, hetgeen de afgelopen jaren meermaals is gebleken.

Op basis van de voorgestelde aanpassingen door de Commissie komt de VEB helaas tot de conclusie dat deze in het algemeen te weinig ambitieus zijn. Hoewel goede aanbevelingen op het gebied van beloningen worden gedaan, laat de commissie vooral kansen liggen in haar aanbevelingen bij overnamesituaties. Bovendien is een aantal suggesties, waaronder de voorgestelde responstijd, onevenwichtig en slecht onderbouwd waardoor aandeelhoudersrechten verder in het gedrang dreigen te komen. De VEB wijst in dit kader op een zeer recent onderzoek van de Wereldbank (*Doing Business 2009*) over de periode april 2007 – juni 2008 naar het vestigingsklimaat in 178 landen. Nederland behaalt ten aanzien van het onderwerp beleggersbescherming een bedroevende 104 plaats, achter landen als Tanzania, Nicaragua en Bangladesh.

De VEB zal hieronder per hoofdstuk en voorgestelde wijziging casu quo toevoeging van Codebepalingen haar commentaar toelichten en suggesties ter verbetering aanreiken.

Commentaar per hoofdstuk

Hoofdstuk II Het bestuur

II.1.4. Interne risicobeheersings- en controlesystemen en (a) verklaring omtrent financiële verslaggevingsrisico's

De VEB is van mening dat een gedegen en concrete uiteenzetting over het risicoprofiel van een onderneming speciale aandacht verdient. Voor (potentiële) aandeelhouders is dit zeer relevante informatie.

De VEB constateert dat ondernemingen weliswaar aandacht schenken aan het opsommen van allerhande mogelijke risico's, maar nauwelijks concrete informatie geven over hun risicoexposure, de risicobereidheid en de beheersing daarvan. Ook een kwantificering van risico's wordt niet gegeven en de mogelijke impact van risico's als deze zich daadwerkelijk voordoen, ontbreekt. Bovendien blijken ondernemingen niet geneigd te zijn om (eventuele) tekortkomingen in hun risicobeheer expliciet weer te geven.

De Commissie heeft de oorspronkelijke Codebepaling II.1.4. ('in control statement') in haar eerste monitoringrapport uit december 2005 nader gespecificeerd. Die verduidelijking betekende helaas tevens een afzwakking. De raad van bestuur hoeft in de risicoparagraaf van het jaarverslag nu nog slechts ten aanzien van de financiële verslaggevingsrisico's te verklaren dat de risicobeheersings- en controlesystemen een 'redelijke mate van zekerheid' geven dat de financiële verslaglegging geen onjuistheden bevat. Ook moet worden vermeld of deze systemen gedurende het verslagjaar naar behoren hebben gefunctioneerd en dat er geen indicaties zijn dat deze het komend boekjaar niet naar behoren zullen functioneren. Deze nieuwe risicoverklaring is derhalve minder verstrekkend dan de oorspronkelijke Codebepaling voorschrijft. Voorts betreft de VEB dat operationele en strategische risico's niet langer binnen de reikwijdte van deze bepaling (II.1.4.) vallen.

De VEB wijst er op dat zij niet vraagt om een lange lijst van risicofactoren zoals vele ondernemingen momenteel in hun jaarverslagen publiceren. In plaats daarvan is een top 5 van risicofactoren naar inschatting van bestuur en commissarissen te prefereren. Hierbij zal tevens een indicatie moeten worden gegeven van de potentiële en waarschijnlijke impact van een risicofactor en wat de onderneming als contingency plannen hiertegen als tegenwicht kan bieden. Dergelijke plannen moeten voldoende concreet zijn zodat aandeelhouders kunnen bepalen of die plannen afdoende zijn. De VEB is van mening dat ondernemingen hierover meer informatie zouden moeten verschaffen.

De VEB stelt voor om aan bepaling II.1.4. de volgende bepaling (II.1.4a.) toe te voegen. De voorstellen a) en b) van de Commissie blijven gehandhaafd (als sub b. en c).

II.1.4a) Het bestuur en commissarissen geven de vijf meest belangrijke geïdentificeerde risicofactoren. Daarbij wordt tevens een indicatie gegeven van de potentiële en waarschijnlijke

impact (gevoeligheidsanalyse) van deze risicofactoren en wat de onderneming als concrete contingency plannen hiertegen als tegenwicht kan bieden.

II.2.7. Vertrekvergoeding

De VEB kan zich grotendeels vinden in de door de Commissie voorgestelde wijzigingen. Het weglaten van de term “onvrijwillig” zal ondernemingen minder mogelijkheden geven om van deze bepaling af te wijken, door bijvoorbeeld een feitelijk vrijwillig vertrek aan te merken als “onvrijwillig”. Wel wijst de VEB er op dat de formulering “kennelijk onredelijk” in de tweede zin van deze bepaling ontwijkend gedrag in de hand zal blijven werken.

De maximering van de afvloeiingsregeling tot één basissalaris wordt nog altijd op grote schaal overtreden. De VEB constateert dat de door de Code toegestane uitzondering van twee vaste jaarsalarissen momenteel ook toegepast wordt op bestuurders die al langer deel uitmaken van het bestuur. De toelichting op de bepaling geeft echter onomwonden aan dat deze uitzondering alleen geldt voor bestuurders die in hun eerste benoemingstermijn worden ontslagen en wanneer aan de bestuursfunctie een langdurige arbeidsrelatie is voorafgegaan. De VEB constateert veelvuldig dergelijke ondeugdelijke toepassingen van de Codebepaling.

Vertrekregelingen dienen ter compensatie van het risico dat een bestuurder na vertrek tijdelijk of langdurig geen of minder inkomen zal genieten. De hoofdregel voor het toekennen van een ontslagvergoeding (ten hoogste eenmaal het vaste jaarsalaris) moet zijn dat slecht management nimmer mag worden beloond. Ook indien een bestuurder direct of vrijwel direct na zijn aftreden bij een andere onderneming een nieuwe functie aanvaardt - zie de gebeurtenissen het afgelopen halfjaar bij vertrokken bestuurders bij OPG Groep, Ajax en Vedior - is een vertrekvergoeding niet passend. Voorts behoort geen vertrekvergoeding te worden betaald indien de waardegroei uit aandelen en optieregelingen substantieel is, bijvoorbeeld meer dan tweemaal het vaste jaarsalaris.

II.2 Vaststelling en openbaarmaking van de bezoldiging

De VEB onderschrijft de voorgestelde aanvullingen op dit principe. Het remuneratiebeleid van beursgenoteerde ondernemingen is momenteel onnodig gecompliceerd en onvoldoende inzichtelijk. Beloningsverslagen in het jaarverslag worden, onder invloed van externe beloningbureaus almaar dikker, maar dit betekent geenszins dat het remuneratiebeleid ook begrijpelijker en transparanter is geworden. De VEB is voorstander van meer eenvoud en uniformiteit in de rapportage over beloningen.

II.2.8a Scenarioanalyses

De transparantie over de scenarioanalyses wordt door de VEB ondersteund. Bij voorgestelde beloningsplannen dienen berekeningen te worden verstrekt over de uitwerking bij benedengemiddelde, gemiddelde en bovengemiddelde prestaties. Tevens dient aan de variabele

beloning een maximum te worden verbonden. Daarnaast dient bij de scenarioanalyses rekening gehouden te worden met marktomstandigheden, ontwikkelingen bij concurrenten alsmede een overnamesituatie. Bij de overname van Numico en ABN Amro is duidelijk geworden tot welke beloningsexcessen een onevenwichtig beloningsbeleid kan leiden.

II.2.8b Ultimum remedium; claw back clause

De VEB kan zich vinden in deze nieuw voorgestelde best practice bepaling. De raad van commissarissen dient de (discretionaire) bevoegdheid te krijgen om een in een boekjaar toegekende (voorwaardelijke) variabele bezoldigingscomponent aan te passen bij onjuiste financiële gegevens of andere bijzondere omstandigheden. Voorts meent de VEB dat de raad van commissarissen ook de bevoegdheid moet hebben om – gemotiveerd – de vertrekregeling bij te stellen. Redenen daarvoor kunnen bijvoorbeeld zijn een vertrek op verzoek van de betreffende bestuurder, ondermaats presteren en overtreding van wet- en regelgeving.

De VEB heeft echter op basis van de ervaringen in het verleden weinig vertrouwen in de toepassing hiervan. Zij vreest dat de raad van commissarissen deze discretionaire bevoegdheid vooral opwaarts zal gebruiken.

II.2.10 Inhoud remuneratierapport

Bij enkele onderdelen van deze bepaling heeft de VEB de volgende opmerkingen:

a). Naar de mening van de VEB dient de verslaglegging van het beloningsbeleid sterk te worden vereenvoudigd. Een schematisch overzicht van de kosten waarin onderscheid wordt gemaakt tussen het vaste salaris, de contante jaarbonus, de lange termijn beloning in de vorm van aandelen en/of opties en toegekende pensioenrechten kan hier een belangrijke bijdrage aan leveren.

De VEB heeft het afgelopen jaar echter wel geconstateerd dat een aantal ondernemingen een andere methode hanteert voor de waardering van hun lange termijn beloningscomponenten dan waardering volgens IFRS. In enkele gevallen wordt de waarderingmethode van het externe beloningsadviesbureau gebruikt. Het verschil tussen deze uitkomst en de resultante volgens IFRS wordt vervolgens door de betreffende ondernemingen niet toegelicht.

g). De voorgestelde toevoeging van de woorden “gespecificeerd” en “objectief kwantificeerbaar” kunnen een vooruitgang betekenen. De VEB is daarentegen teleurgesteld dat de Commissie volstaat met het voorschrijven van het geven van slechts “een beschrijving” van deze prestatiecriteria.

De VEB heeft geconstateerd dat vrijwel geen enkele onderneming bereid is voorafgaand aan de evaluatieperiode exacte prestatiegegevens te publiceren voor de variabele beloningselementen. De enige motivering die daarvoor wordt gegeven is de vermeende concurrentiegevoeligheid van deze specifieke doelstellingen. Ondernemingen zijn in het bijzonder niet geneigd openheid te geven ten aanzien van de criteria voor de korte termijn cashbonus (bepaling II.2.10), maar ook

ten aanzien van prestatieaandelen (bepaling II.2.3) en optiebeloning (bepaling II.2.1 & II.2.2) worden zelden de concrete targets gepubliceerd. Indien bijvoorbeeld de toekenning van variabele bezoldiging afhankelijk is van de plaats die de vennootschap inneemt in een peer group, dan wordt doorgaans wel de samenstelling van de peer group vermeld, maar zelden de staffel aan de hand waarvan de onvoorwaardelijke uitkering van aandelen en opties zal worden bepaald.

De VEB vreest dat door de formulering die de Commissie kiest, ondernemingen zullen blijven volstaan met het slechts in kwalitatieve zin omschrijven van prestatiecriteria (zoals omzet, ebitda, nettowinst (per aandeel), total shareholder return (TSR), etcetera). De concrete kwantitatieve prestatienormen (d.w.z. in cijfers uitgedrukt) blijven voor aandeelhouders daardoor onbekend. Al met al wordt dan niet voldaan aan het vereiste van meetbare en kwantitatieve criteria en is toetsing van het beloningsbeleid door de aandeelhouder onmogelijk.

De VEB pleit derhalve voor een herformulering van deze bepaling in:

...een concrete weergave (in cijfers uitgedrukt) van de gespecificeerde, objectief kwantitatieve prestatiecriteria waarvan het deel van de variabele bezoldiging dat is gekoppeld aan de prestatiecriteria afhankelijk is. Deze kwantitatieve criteria worden door de vennootschap voorafgaand aan de evaluatieperiode verstrekt.

I. De VEB kan zich vinden in deze aanvullende bepaling. Zoals hierboven onder g). aangegeven zijn beursvennootschappen uiterst terughoudend met het publiceren van concrete prestatiedoelstellingen, zowel vooraf maar ook achteraf. Al in haar eerste evaluatierapport uit december 2005 kwam de Commissie met de aanbeveling aan ondernemingen om ten minste achteraf inzicht te geven in de prestatienormen en hierover verantwoording af te leggen. Drie jaar later moet worden vastgesteld dat zelfs aan deze toch weinig verregaande aansporing zelden gehoor wordt gegeven. Aandeelhouders kunnen derhalve niet vaststellen of de toegekende beloning wel gerechtvaardigd is.

Naar de mening van de VEB dienen ondernemingen duidelijk aan te geven welke doelstellingen waren geformuleerd, in hoeverre deze zijn gerealiseerd en welk deel van de variabele beloning van deze realisatie het gevolg is.

II.2.11 Openbaarmaking belangrijkste elementen contract

De VEB onderschrijft deze aangepaste bepaling. Het nader specificeren van de belangrijkste elementen van het contract van de bestuurder dienen onverwijld na het sluiten daarvan te worden gepubliceerd. De belangrijkste (financiële) afspraken bij vertrek in de vorm van afvloeiingsregeling, ontslagvergoeding, 'change of control' clause of anderszins in het vooruitzicht gestelde vergoedingen behoren hier eveneens toe. Indien vooraf geen afspraken zijn gemaakt over een vertrekregeling, moet de raad van commissarissen aangeven hoe hiermee om te zullen gaan.

In dit kader wijst de VEB de Commissie op het volgende. De VEB heeft onderzoek gedaan naar de naleving van het op 19 december 2007 uitgebrachte advies van de Commissie om afkoopsommen bij het vertrek van bestuurders onverwijld te publiceren. Sinds 1 januari 2008 zijn 30 bestuurders vertrokken of hebben aangekondigd te zullen vertrekken. Geen enkele onderneming heeft zich echter aan het advies van de Commissie gehouden, vaak door aan te geven dat dit slechts een “advies” betrof. Dat bevreemdt zeer aangezien bij een eerder advies van de Commissie uit december 2005 dat de “in control” verklaring over de risicobeheersings- en controlesystemen afgezwakt mocht worden, ondernemingen beduidend minder moeite hadden om dit advies snel op te volgen.

Gevolg van het niet onverwijld publiceren van afkoopsommen is dat aandeelhouders moeten wachten op het jaarverslag waarin de eventuele vertrekvergoeding verplicht vermeld moet worden. In de praktijk betekent dit dat beleggers maximaal 1,5 jaar op deze belangrijke informatie moeten wachten. De hoogte van de afkoopsom is een belangrijke indicatie in hoeverre een bestuurder al dan niet gedwongen heeft moeten opstappen. Voor (potentiële) aandeelhouders is dit een zeer relevant gegeven.

Hoofdstuk III Raad van Commissarissen

III.1.7. Evaluatie

De VEB kan zich vinden in de voorgestelde aanvullingen, maar wijst daarbij op een omissie. Uit de laatste zin van deze bepaling komt onvoldoende naar voren, dat in het verslag van de raad van commissarissen (RvC) ook expliciet moet worden ingegaan op de conclusies die aan de evaluatie worden verbonden, danwel welke verbeterpunten zijn geconstateerd. De VEB stelt daarom de volgende herformulering voor:

In het verslag van de RvC wordt vermeld op welke wijze de evaluatie van de RvC, de afzonderlijke commissies, en de individuele commissarissen heeft plaatsgevonden. Voorts wordt in dit verslag aangegeven welke conclusies uit deze evaluatie zijn getrokken en welke verbeterpunten zijn geconstateerd. Ten aanzien van deze conclusies en verbeterpunten wordt aangegeven hoe hiermee zal worden omgegaan.

III.1.8. Bespreking strategie en risico's

De VEB vindt het essentieel dat de RvC op een onafhankelijke en kritische manier opereert ten opzichte van het bestuur. De RvC heeft als gevolg van toenemende wet- en regelgeving een grotere verantwoordelijkheid gekregen. In de ogen van de VEB dient dit gepaard te gaan met een uitgebreidere en kwalitatief betere rapportage over haar werkzaamheden. Op dit moment wordt het verslag van de RvC nog te veel gekenmerkt door vage en algemene bewoordingen (clichés) en is de informatieve waarde derhalve te beperkt.

De VEB wenst dat de RvC uitgebreid verslag doet van haar werkzaamheden. Een weergave van de beraadslagingen in de vergaderingen is essentiële informatie voor aandeelhouders. Dit

betekent dat in ieder geval uitgebreid aan de orde dienen te komen de onderwerpen besproken in de commissarissenvergaderingen en commissievergadering, de strategie en doelstellingen en een beoordeling van de van de werking van de risicobeheersings- en controlesystemen (bepaling III.1.8). Met name beide laatste aspecten komen nu niet of nauwelijks aan bod.

Zo is het toch opmerkelijk dat over belangrijke strategische beslissingen van de vennootschap (bijvoorbeeld bij Akzo Nobel de desinvestering van Organon en de acquisitie van ICI) niets wordt vermeld in het verslag van de commissarissen. De afwegingen die de RvC bij dergelijke strategische heroriëntaties heeft gemaakt, zijn voor aandeelhouders bijzonder relevant. In het verslag van de raad van commissarissen moet deze informatie dus worden opgenomen.

De VEB stelt naar aanleiding van het bovenstaande de volgende toevoeging bij deze bepaling voor:

In het verslag wordt in ieder geval uitgebreid ingegaan op de onderwerpen besproken in de commissarissenvergaderingen en commissievergadering, de strategie en doelstellingen en een beoordeling van de werking van de risicobeheersings- en controlesystemen (bepaling III.1.8). Bij belangrijke strategische beslissingen (acquisitie, desinvestering, etcetera) wordt melding gemaakt van de afwegingen die de RvC heeft gemaakt.

Hoofdstuk IV De (algemene vergadering van) aandeelhouders (AVA)

IV.1.8. Beperking spreektijd

De VEB is het niet eens met het voornemen van de Commissie om deze bepaling toe te voegen aan de Code. De VEB is fel tegenstander van het beperken van de spreektijd van (individuele) aandeelhouders. Naar het oordeel van de VEB is de verantwoordingsplicht jegens aandeelhouders van bestuurders en commissarissen onverenigbaar met het beperken van spreektijd. Bovendien leidt juist de gebrekkige beantwoording van vragen van aandeelhouders door bestuurders en commissarissen ertoe dat de vergadering onnodig wordt gerekt en minder constructief is.

Deze voorgestelde toevoeging is bovendien voorbarig en ongefundeerd. De Commissie heeft namelijk de feitelijke gang van zaken bij aandeelhoudersvergaderingen niet in deze aanpassing betrokken. Een probleemanalyse heeft derhalve niet plaatsgevonden. In de VEB reactie (maart 2007) op het in december 2006 door de Commissie gepubliceerde consultatiedocument heeft de VEB de Commissie in overweging gegeven een separaat onderzoek te starten naar de (tekortschietende) kwaliteit van de beantwoording van vragen en het daardoor – meestal bewust – tekortschieten in de verantwoordingsplicht van bestuurders en commissarissen ten opzichte van de aandeelhouders. De VEB constateert ook dat de beantwoording slechter is in gevallen dat Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen zich op voorhand gesteund weten door een meerderheid van de stemmen, bijvoorbeeld door certificering of vooraf geworven stemvolmachten.

Alvorens met een dergelijke aanvullende bepaling te komen, had de Commissie volgens de VEB eerst - ten minste - de volgende aspecten rond de kwaliteit van de aandeelhoudersvergadering moeten analyseren en onderzoeken:

- a) lengte, agenda en voorzitterschap van de vergadering
- b) kwaliteit van discussie en beantwoording van vragen
- c) noodzaak tot beperking van spreektijd

De kwaliteit van de beantwoording van vragen in de AVA lijkt op dit moment een van grootste problemen te zijn ten aanzien van het functioneren van de AVA en heeft tevens een negatief effect op de animo van aandeelhouders om een AVA te bezoeken. De VEB roept de Commissie op af te zien van het opnemen van deze nieuwe bepaling.

IV.2 Certificering van aandelen

Een van de voornaamste doelstellingen van de code Tabaksblat is het verbeteren van de positie van aandeelhouders door hun reële zeggenschap te geven. Niet voor niets wordt in de Code gesproken over een “volwaardige deelname” van aandeelhouders. Daartoe is een eerste stap gezet door niet langer toe te staan dat certificering van gewone aandelen als beschermingsconstructie mag dienen. De VEB onderschrijft de Code echter niet, daar waar gesteld wordt dat certificering een middel is om aandeelhoudersabsenteïsme het hoofd te bieden.

De VEB benadrukt nogmaals dat zij voorstander is van volledige afschaffing van certificering van (gewone) aandelen dat – naast de beschermende werking – ook in vreedstijd het stemrecht aan de kapitaalverschaffer ontnemt. Rekening houdend met de gemiddelde presentie op aandeelhoudersvergaderingen in Nederland (+/- 30 à 40 procent) is certificering in de praktijk namelijk effectief altijd een beschermingsconstructie. De aanwezige aandeelhouders worden altijd overstemd door het Administratiekantoor (AK) en dit AK blijft de besluitvorming in de aandeelhoudersvergadering domineren. Voorts meent de VEB dat juist door certificering de opkomst tijdens aandeelhoudersvergaderingen beperkt blijft. Certificaathouders weten immers op voorhand al dat het AK de dienst zal uitmaken. Internationaal gezien loopt Nederland hiermee zeer uit de pas en is deze constructie niet langer verdedigbaar.

Uit recent onderzoek van de VEB (juli 2008) blijkt dat de nu nog gecertificeerde ondernemingen op grote schaal de Codebepalingen naast zich neer leggen. Het nalevingpercentage van de bepalingen aangaande certificering (IV.2.1. – IV.2.8.) bedraagt evenals vorig jaar slechts 53 procent. Op dit moment zijn nog vijftien (15) ondernemingen gecertificeerd waarvan liefst elf (11) deze constructie als beschermingsmaatregel blijven hanteren en daarmee het Codeprincipe aan hun laars lappen. Van effectieve invloed door de kapitaalverschaffer op het ondernemingsbeleid is derhalve nog lang geen sprake.

IV.3 Informatieverschaffing/logistiek algemene vergadering van aandeelhouders

IV.3.7. Informatieverstrekking aan aandeelhouders in geval van goedkeuring of machtiging

De VEB is het niet eens de voorgestelde aanpassing. Voorts betreurt de VEB dat de Commissie haar eerdere aanbeveling om het begrip “aandeelhouderscirculaire” nader te specificeren, niet heeft overgenomen.

Het vervangen van de “aandeelhouderscirculaire” ten faveure van “toelichting” zal juist leiden tot verwarring en onnodige discussies over wat van ondernemingen verwacht wordt. In plaats van het geven van meer guidance wordt door de formulering “toelichting op de agenda” het eminente belang van uitgebreide en accurate informatie bij belangrijke besluiten binnen de vennootschap ingevolge artikel 2:107a BW gemarginaliseerd.

Bepaling IV.3.7. van de huidige Code bepaalt dat het bestuur en de raad van commissarissen de AVA alle relevante informatie moeten verschaffen die zij nodig heeft voor de uitoefening van haar bevoegdheden. Bestuur en commissarissen dienen de aandeelhoudersvergadering – ook ingevolge de voorgestelde bepaling - in te lichten “over alle feiten en omstandigheden die relevant zijn voor de te verlenen goedkeuring.”

De VEB heeft de Monitoring Commissie reeds eind 2006 met klem geadviseerd om, mede in het licht de toenemende fusie- en overnameactiviteiten, nadere invulling (“guidance”) te geven aan bepaling IV.3.7. Dit kan door minimaal aan te geven welke gegevens over de doelvennootschap door een overnemende vennootschap ten minste moeten worden verstrekt.

De VEB meent dan ook dat de Commissie richtlijnen dient te geven voor welke informatie door beursvennootschappen in de aandeelhouderscirculaire moet worden opgenomen. De VEB denkt hierbij aan – in het algemeen - ten minste de balans, winst- en verliesrekening en cash flow overzicht van de laatste drie boekjaren. Voorts zijn de geprognosticeerde rendementen alsmede de termijn waarbinnen deze dienen te worden gerealiseerd, de te verwachten synergievoordelen (gekwantificeerd) en eventueel verwachte integratie- en reorganisatiekosten essentiële informatie. Ten slotte dient de wijze van financiering (voorwaarden bankfaciliteiten, aandelenemissie) duidelijk onderbouwd te worden.

De VEB stelt voor bepaling IV.3.7. als volgt te wijzigen.

Een voorstel tot goedkeuring of machtiging door de algemene vergadering van aandeelhouders wordt schriftelijk toegelicht. Het bestuur gaat in de toelichting in op alle feiten en omstandigheden die relevant zijn voor de te verlenen goedkeuring of machtiging. In geval van ingrijpende besluiten zoals bedoeld in art. 2:107a BW geeft de vennootschap ten minste de balans, winst- en verliesrekening en cash flow overzicht van de laatste drie boekjaren. Ook verstrekt de vennootschap informatie over de geprognosticeerde rendementen, de termijn waarbinnen deze dienen te worden gerealiseerd, de te verwachten synergievoordelen (gekwantificeerd) en eventueel verwachte integratie- en reorganisatiekosten.

IV.3.10. Deponeren van stemvolmachten bij onafhankelijke derde

De VEB kan zich vinden in deze nieuw voorgestelde bepaling. De VEB is voorstander van de participatie van zoveel mogelijk aandeelhouders in het besluitvormingsproces van de vennootschap. De mogelijkheid van het stemmen op afstand (proxy voting door middel van het verlenen van stemvolmachten en/of het geven van steminstructies) draagt hier absoluut toe bij.

Indien een onderneming gebruik maakt van ‘proxy voting’ dan dienen de uitgebrachte stemmen op afstand voorafgaand aan de vergadering bij een onafhankelijk partij te worden verzameld. Hierdoor wordt een situatie voorkomen dat een onderwerp van de agenda wordt afgevoerd alleen omdat de vennootschap weet dat het agendapunt door de stemmen op afstand niet gehaald gaat worden. Voorts wordt bij een dergelijke handelwijze tegengegaan dat het bestuur te lichtzinnig met haar verantwoordingsplicht richting de aandeelhoudersvergadering omgaat.

Indien echter onverhoopt bij de vennootschap voorafgaand aan de AVA stemmen en/of stemvolmachten bekend zijn dan dienen deze te allen tijde ruim voor aanvang van de AVA te worden gecommuniceerd. Het kan niet zo zijn dat er voor en tijdens de AVA op dit essentiële vlak een informatieasymmetrie bestaat tussen (het bestuur van) de vennootschap enerzijds en de aandeelhouders anderzijds. Deze voorwetenschap bij het bestuur en de raad van commissarissen ondermijnt het functioneren van de AVA in ernstige mate.

IV.4.4. Responstijd

Zoals bekend is de VEB tegenstander van het invoeren van de responstijd. Volgens de Commissie zou een grootaandeelhouder pas gebruik mogen maken van het agenderingsrecht nadat deze aandeelhouder in dialoog is getreden met het bestuur van de vennootschap.

De VEB is juist van mening dat de aandeelhoudersvergadering het middelpunt dient te zijn van de dialoog. De dialoog dient plaats te vinden in aanwezigheid van zoveel mogelijk andere aandeelhouders die bij die gelegenheid kennis kunnen nemen van de wederzijdse argumenten en bovendien de mogelijkheid hebben zich in de discussie te mengen. De AVA is daartoe het geëigende forum. Bovendien zullen één-op-één gesprekken de discussie in de AVA ontmoedigen en het gevaar van voorkennis in de hand werken.

De VEB is voorts niet te spreken over de voorgestelde responstijd van 180 dagen indien de agendering van een onderwerp kan leiden tot wijziging van de strategie van de onderneming of tot het ontslag en benoeming van commissarissen. De VEB voert hiervoor de navolgende argumenten aan:

- a. Het kabinet heeft de aanbeveling van de Commissie Frijns om de agenderingsdrempel te verhogen naar 3 procent inmiddels overgenomen. Hierdoor wordt het aandeelhouders al moeilijker gemaakt onderwerpen ter agendering voor te dragen.
- b. Het agenderen van een strategiewijziging draagt juist bij aan een goede dialoog.

- c. De Nederlandse kapitaalmarkt dreigt hierdoor minder interessant te worden. Nederland zal hierdoor een buitenbeentje in Europa worden. Om een level playing field te behouden zou dit Europees geregeld moeten worden.
- d. Het inlassen van “180 dagen rust” is slecht voor de flexibiliteit van het bedrijfsleven. Daarbij komt dat het absoluut onverantwoord is indien een onderneming in financiële moeilijkheden verkeert en mogelijk afstevent op een faillissement.
- e. De stemming over een voorgestelde strategiewijziging in het Nederlandse vennootschapsrecht niet bindend en kunnen bestuur en commissarissen de uitslag naast zich neerleggen. Gezien de huidige bestaande belemmeringen voor aandeelhouders om bestuurders en/of commissarissen te ontslaan is een responstijd bij het ontslag van bestuurders en/of commissarissen zeer ongepast.
- f. Een responstijd beschermt slecht functionerende bestuurders en/of commissarissen en functioneert daarmee effectief als beschermingsconstructie.

De VEB wijst de Commissie er tevens op dat een responstijd van 180 dagen in strijd is met het geldende vennootschapsrecht. De wet bepaalt namelijk dat een agenderingsverzoek van aandeelhouders ingediend ten minste 60 dagen voor het plaatsvinden van de aandeelhoudersvergadering moet worden gehonoreerd (tenzij een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet). Een aandeelhouder hoeft zich derhalve aan de responstijd van het bestuur niets gelegen te laten liggen. Aangezien een wet in formele zin prevaleert boven de Code, dringt de VEB er op aan om deze voorgestelde bepaling aangaande een responstijd niet op te nemen in de aangepaste Code.

In dit kader hecht de VEB er voorts aan te benadrukken dat iedere aandeelhouder die alleen of gezamenlijk ten minste 10 procent van het uitstaande kapitaal vertegenwoordigt te allen tijde een aandeelhoudersvergadering moet kunnen bijeenroepen, zonder hierbij rekening te hoeven houden met de responstijd van het bestuur.

IV.4.5. Uitoefening stemrecht

De VEB is met de Commissie van mening dat aandeelhouders de verantwoordelijkheid hebben om zorgvuldig gebruik te maken van hun stemrecht en zich zo goed als mogelijk te informeren. De noodzaak voor het toevoegen van deze bepaling is de VEB echter in het geheel niet duidelijk.

Dat aandeelhouders voor het bepalen van hun uiteindelijke stemgedrag onder andere gebruik maken van informatie verstrekt door stemadviseur (RiskMetrics, Glass, Lewis & Co.) acht de VEB volstrekt legitiem. De VEB kan zich niet aan de indruk onttrekken dat deze bepaling vooral is ingegeven door gebeurtenissen bij een tweetal aandeelhoudersvergaderingen in 2008, te weten de AVA's van Philips en Corporate Express, en de lobby van beursvennootschappen die daarop volgde. Bij Philips werd mede door de stemvolmachten en steminstructies een onevenwichtig en onduidelijk beloningsplan afgestemd, terwijl bij Corporate Express het voorgestelde exorbitante beloningsbeleid uiteindelijk niet in stemming werd gebracht, toen zij inzag dat het plan zou worden afgestemd.

Hoofdstuk VI De positie van het bestuur en de raad van commissarissen bij overnames

Recente overnamebiedingen hebben duidelijk gemaakt dat de Nederlandse wet- en regelgeving onvoldoende bepalingen bevat om overnameproces optimaal te laten verlopen. De VEB heeft in april van dit jaar haar eigen VEB Overnamecode gepresenteerd waarbij is gekozen voor een model van zelfregulering. Daarbij dient te worden opgemerkt dat de regeling voor het overnameproces ook zou kunnen worden opgenomen in het Besluit openbare biedingen (Bob). Dat maakt handhaving van de regeling voor het overnameproces eenduidig. De flexibiliteit om de regeling voor het overnameproces aan te passen aan veranderende omstandigheden en ontwikkelingen in het maatschappelijk verkeer neemt daarmee echter af. De door de Monitoring Commissie gekozen vorm van zelfregulering is daarom voorlopig te prevaleren boven het opnemen van een regeling voor het overnameproces in het Bob, mits de marktpartijen tegen wie de regeling voor het overnameproces zich richt, zich aan de zelfregulering committeren.

VEB Overnamecode

De VEB heeft in de VEB Overnamecode de volgende tien overnamegeboden opgenomen die essentieel zijn voor het optimaal laten verlopen van een overnameproces in Nederland.

1. De vennootschap weerhoudt zich van het frustreren van overnamebiedingen.
2. De vennootschap dient tot het sluiten van de aanmeldingstermijn open te blijven staan voor alle reële alternatieven voor een lopend bod.
3. Aandeelhouders dienen alle relevante informatie te krijgen om zich een oordeel te kunnen vormen over de vraag of ze hun aandelen aanbieden.
4. Ingewonnen advies omtrent de waarde van de onderneming dient geheel onafhankelijk te zijn en dient in het biedingsbericht uitgebreid en gekwantificeerd te worden weergegeven.
5. Een overnameovereenkomst dient onverwijld en volledig gepubliceerd te worden.
6. Alle belangenverstrengeling dan wel de schijn van belangenverstrengeling dient te worden vermeden.
7. Aandeelhouders moeten geheel vrij kunnen beoordelen of ze een bod al dan niet accepteren. Minderheidsaandeelhouders dienen daarom ook na een overname op adequate wijze te worden beschermd.
8. Speciale overnamebonussen en change of control clauses dienen vooraf te zijn goedgekeurd door de aandeelhoudersvergadering. Ook de vroegtijdige afwikkeling van lange termijn bonusregelingen bij overnames vereist specifieke goedkeuring door de aandeelhoudersvergadering.
9. Om het biedingsproces niet onnodig te verlengen wordt in Nederland een ‘put up or shut up’ regel ingevoerd en de mogelijkheid tot veiling.
10. Overnemende partijen dienen hun aandeelhouders op een uniforme en adequate wijze te informeren over een (potentiële) aankoop.

Deze tien geboden komen voort uit de overtuiging van de VEB dat in een overnameproces de afweging van de betrokken belangen niet naar behoren gemaakt wordt. De VEB Overnamecode gaat uit van het principe dat het bestuur en de raad van commissarissen de verplichting hebben

zich in te spannen voor de creatie van aandeelhouderswaarde op lange termijn. Bij een bieding weegt deze verplichting extra zwaar en heeft de vennootschap een extra verantwoordelijkheid om voor de aandeelhouders een optimale prijs te bewerkstelligen, zonder daarbij afbreuk te doen aan de overige belanghebbenden. Het is essentieel voor aandeelhouders om op de hoogte te zijn van eventuele serieuze interesse van derden in de gehele onderneming dan wel in bepaalde bedrijfsonderdelen van de onderneming.

Tijdens het biedingsproces dient te worden voorkomen dat het bestuur van de doelvennootschap een overname probeert te frustreren, zodat aandeelhouders geen gelegenheid hebben om te oordelen over het bod. In elk geval dient bij het uitgeven van aandelen, het verkopen of aankopen van belangrijke onderdelen en het aangaan van buitengewone contracten ten tijde van een aangekondigd bod, de aandeelhoudersvergadering goedkeuring te verlenen.

Het is in beginsel aan het bestuur om beslissingen te nemen ten aanzien van de strategie van de vennootschap. Dit wil echter niet zeggen dat aandeelhouders niet behoeven te worden geïnformeerd over strategische besluiten. Materiële wijzigingen in de strategie dienen onverwijld bekend te worden gemaakt. Hieronder valt in ieder geval onderzoek naar beëindiging van de beursnotering of het wijzigen van de controle in de vennootschap.

Bij biedingen waarin het bestuur direct of indirect participeert, dienen de belangen van aandeelhouders extra te worden gewaarborgd door de raad van commissarissen en toenemende transparantie. Gezien het feit dat de bestuursvoorzitter veelal een direct belang heeft bij de uitkomst (al dan niet beëindiging van zijn functie) van een eventuele bieding, dient de raad van commissarissen een leidende rol te hebben in het biedingsproces. In praktijk zal dit een taak van de president-commissaris zijn. Deze dient te waken voor belangenconflicten van bestuurders (honorering, positie, deelname) en draagt zorg voor een ordentelijk proces.

Aangezien bestuurders vaak een persoonlijke voorkeur hebben voor een overnemende partij, dient de raad van commissarissen te bewaken dat iedere serieuze geïnteresseerde partij gelijk wordt behandeld. Indien één der geïnteresseerde partijen met minder informatie genoeg neemt dan maatschappelijk gangbaar tijdens een overname (bijvoorbeeld het afzien van een due diligence) laat dat onverlet dat andere geïnteresseerde partijen wel over die informatie mogen beschikken.

In geval van overname of fusie dient aan aandeelhouders van (voornamelijk) de doelvennootschap maar ook aandeelhouders van de bidder, uitgebreide informatie te worden verschaft. Bij een bieding bestaat een extra verantwoordelijkheid van het bestuur en de raad van commissarissen om aandeelhouders adequaat en objectief te informeren. Met name ten aanzien van de vooruitzichten en verwachtingen op de korte en middellange termijn worden in praktijk nauwelijks gekwantificeerde gegevens verstrekt. Dit is echter essentieel om als aandeelhouder van de doelvennootschap zelf te kunnen bepalen hoeveel de onderneming en daarmee de aandelen waard zijn. Een argument om de aandelen al dan niet aan te bieden, is ook gelegen in de strategische plannen van de bidder en de synergievoordelen die deze kan behalen. Ook de

verwachte financiële randvoorwaarden dienen te worden vermeld (zoals onder andere schuldratio, solvabiliteitsratio en liquiditeitsratio).

Hoewel de fairness opinie geen wettelijk verplichting is in Nederland, is het inmiddels wel market practice. Een fairness opinie heeft echter alleen waarde voor aandeelhouders als deze door een onafhankelijke partij is opgesteld. De onafhankelijkheid van de partij die de fairness opinie opstelt, dient buiten elke vorm van twijfel te staan. Een adviseur die tijdens de overnameonderhandelingen één der partijen heeft bijgestaan, wordt door de VEB niet als onafhankelijk gezien. Daarnaast dient de fairness opinie inzicht te geven in de waardering van de onderneming en de aannames die daarin zijn gesteld.

Bij een voorgenomen bod leggen de bieder en de doelvennootschap in de regel de afspraken vast in een overnameovereenkomst. Deze overeenkomst, waarin alle juridische verplichtingen van beide partijen zijn vastgelegd, is essentieel voor aandeelhouders om te bepalen onder welke condities een van beide partijen kan afzien van het bod, dan wel het meewerken aan een bod van een derde. De VEB pleit voor het openbaar maken van de overeenkomst, zoals reeds in de Verenigde Staten wettelijk geregeld is. Als een partij de overeenkomst schendt, is deze veelal een boete verschuldigd. Als de boete te hoog is, werkt deze in de praktijk als een beschermingsconstructie, dit dient te worden voorkomen. Ook dient te worden geopenbaard welke grootaandeelhouders voorafgaand aan het bod zijn gepolst en welke afspraken met de grootaandeelhouders in dat kader zijn gemaakt.

Iedere Nederlandse beursvennootschap is wettelijk verplicht een beloningsbeleid te hebben. In de praktijk blijkt dat bij overnames het beloningsbeleid niet wordt gevolgd, dan wel dat er in het beleid onvoldoende rekening is gehouden met de mogelijkheid van een overname. De afhandeling van lopende (voorwaardelijke) opties en aandelen lijkt op dit moment willekeurig te gebeuren, waarbij niet meer wordt gekeken naar de oorspronkelijke voorwaarden. Daarnaast dient het beloningsbeleid zo te worden vormgegeven dat bestuurders niet exorbitant worden beloond alleen vanwege het feit dat er een overname plaatsvindt. De variabele beloning moet te allen tijde gerelateerd zijn aan de prestaties.

Het algemene beginsel van de Europese overnamerichtlijn is naast de bescherming van beleggers onder meer dat “houders van effecten van een doelvennootschap over voldoende tijd en inlichtingen (moeten kunnen) beschikken om met kennis van zaken over het bod te kunnen beslissen”. Belangrijk in dat verband is dat de huidige biedingregels de mogelijkheid geven aan de bieder om met diverse bedreigingen het spreekwoordelijke mes op de keel van de aandeelhouders te zetten. Onder de huidige wetgeving is de positie van minderheidsaandeelhouders na een bieding weinig beschermd. Zo kunnen bidders na gestanddoening een juridische fusie aangaan en kan de uitkoopprocedure bij de Ondernemingskamer worden omzeild en kan de bieder – indien hij minder dan de vereiste 95 procent van de aandelen in handen heeft – toch nog de beursnotering beëindigen.

Ook activa-passiva transacties kunnen nadelig zijn voor minderheidsaandeelhouders, waarbij in plaats van een overnamebod alle activa en passiva worden verkocht aan de bieder en de lege

onderneming wordt geliquideerd. Bij deze activa-passiva transacties kan de bieder volstaan met een (toevallige) meerderheid op de aandeelhoudersvergadering in plaats van een aanmelding van meer dan 95 procent. Juridische fusie, activa-passiva transacties maar ook aandeleninkoop dienen niet als alternatief voor het biedingsproces.

VEB voorstellen voor toevoeging aan herziene Code

Het voorgestelde principe VI. bevat het uitgangspunt dat het bestuur en de raad van commissarissen zich uitsluitend moeten richten op het belang van de vennootschap. De VEB acht dat niet juist. In de aanloop naar een overname kan inderdaad het belang van de vennootschap als geheel worden gewogen. Op een zeker moment in het overnameproces verschieft dat belang echter van kleur. De belangen van andere actoren van de vennootschap, zoals werknemers en crediteuren, worden ondergeschikt aan het belang van de aandeelhouders. Tijdens het overnameproces is er een duidelijk point-of-no-return. De overname zal geschieden enkel de prijs is nog onderhandelbaar. Dan dient het uiteindelijk enkel te gaan om een waardecreatie voor aandeelhouders op lange termijn met daarbij het voortbestaan van de vennootschap als entiteit in het financieel economisch verkeer. De prijs die door de bieder wordt betaald - al dan niet rekeninghoudend met secundaire opbrengsten en kosten verbonden aan de overname - dient zo hoog mogelijk te zijn. Het begrip ‘nauw betrokken’ dient zodanig uitgelegd te worden dat minimaal twee commissarissen - de president-commissaris en een onafhankelijke commissaris - direct bij het overnameproces worden betrokken.

De uitwerking van dit principe in zes best practice bepaling herbergt een aantal elementen die de VEB eerder in de VEB Overnamecode presenteerde.

VI.1. Deze bepaling beschouwt de VEB als een welkome aanvulling op de geldende regeling. Ook in een ‘stille, niet-overname’ periode moet het bestuur vanwege strategische redenen de mogelijkheid van een overname of overval bespreken. Het hoeft daarbij niet te gaan om ‘concrete aandacht’. Het getuigt van een juiste benadering van het bestuur om tijdens de strategiediscussie over de positie van de vennootschap meerdere scenario’s te beschrijven, te bespreken en te simuleren.

Het enkel aandacht besteden aan de wijze van optreden en begeleiden door de commissarissen getuigt echter van weinig daadkracht. Natuurlijk dient de volledige raad van commissarissen te worden geïnformeerd over een voorliggend bod. Het ligt wel voor de hand dat de president-commissaris bij de overnamebesprekingen een leidende rol neemt, vergezeld van de ceo en cfo van de vennootschap en - indien het een raad van commissarissen van meer dan vijf personen betreft of een vennootschap van aanzienlijke marktwaarde - een onafhankelijke commissaris,. Een onderhandelingsteam van vier zwaargewichten kan de benodigde bescherming bieden aan i) situaties waarin een persoonlijk belang zou kunnen prevaleren, ii) een onjuiste belangafweging, en iii) het overhaast nemen van beslissingen door één of twee betrokken personen.

VI.2. De VEB meent dat deze bepaling vanzelfsprekend is en in het verlengde ligt van het principe dat de raad van commissarissen nauw betrokken moet worden bij het overnameproces.

Het begrip onverwijd betekent naar mening van de VEB ‘zonder tussenkomst van andere ontwikkelingen in tijd’.

VI.3. Deze bepaling gaat helaas minder ver dan de VEB Overnamecode. De VEB is van mening dat bij biedingen waarin het bestuur direct of indirect participeert, de belangen van aandeelhouders extra dienen te worden gewaarborgd door de raad van commissarissen en toenemende transparantie.

Gezien het feit dat de bestuursvoorzitter veelal een direct belang heeft bij de uitkomst (al dan niet beëindiging van zijn functie) van een eventuele bieding, dient de raad van commissarissen een leidende rol te hebben in het biedingsproces. In praktijk zal dit een taak van de president-commissaris zijn, maar deze rol kan ook aan een onafhankelijke commissaris worden verleend. Deze commissaris dient te waken voor belangenconflicten van bestuurders (honorering, positie, deelname) en draagt zorg voor een ordentelijk proces. Daar komt bij dat de raad van commissarissen ervoor dient te zorgen dat iedere serieuze geïnteresseerde partij gelijk wordt behandeld. Deze bepaling dient daarom te worden uitgebreid met het VEB Overnamegebod zes:

De raad van commissarissen ziet er op toe dat het onderhandelingsproces met een (potentiële) bieder naar behoren verloopt. Dit geldt in het bijzonder ingeval een of meer bestuurders een aanzienlijk persoonlijk (financieel) belang hebben bij de (potentiële) overname. Alle belangenverstremgeling dan wel de schijn van belangenverstremgeling dient te worden vermeden.

VI.4. Deze bepaling is in lijn met het vierde gebod van de VEB Overnamecode, maar gaat veel minder ver. Een fairness opinie heeft alleen waarde als deze door een volledig onafhankelijke financieel adviseur wordt afgegeven en volledig onderdeel wordt van de transparantieverplichtingen van het bestuur ten tijde van het overnameproces.

In aanvulling op deze bepaling is de VEB van mening dat de fairness opinie inzicht dient te geven in de waardering van de onderneming en de aannames die daarin zijn gesteld. De navolgende analyses dienen ten minste in het advies te worden opgenomen, samen met de belangrijkste aannames. De uitkomsten per analyse kunnen in een range worden vermeld.

- discounted cashflow methode
- multiple analyses (bijv. EV/EBITDA, EV/omzet, K/W)
- sum of the parts analyses
- liquidatiewaarde

Het verdient aanbeveling in deze bepaling op te nemen dat de fairness opinie gekwantificeerd moet worden onderbouwd. Opname van de volledige fairness opinie in het biedingsbericht ligt nog meer voor de hand.

VI.5. De VEB is van mening dat op een zeker moment in het overnameproces enkel het belang van de aandeelhouders dient te prevaleren, zoals ook hierboven aangegeven. Indien het besluit tot overname genomen is en enkel de prijs per aandeel nog als discussiepunt geldt, dient de prijs zo

hoog mogelijk te zijn om aandeelhouderswaarde te maximaliseren. De Monitoring Commissie zou volgens de VEB een onderscheid dienen te maken in de weging van de belangen in verschillende fases van het overnameproces.

VI.6 Deze nieuwe bepaling is een goede eerste stap naar een level playing field voor overnames in Nederland. Het enkel bespreken van het toestaan van een concurrerende bidder is echter niet voldoende om daadwerkelijk tot een dergelijk gelijk speelveld te komen. Iedere bonafide bidder dient over dezelfde informatie over de doelvennootschap te kunnen beschikken, al dan niet met een geheimhoudingsclausule voor een bepaalde tijd, maar in ieder geval niet langer dan 15 werkdagen.

VEB aanbevelingen aan de wetgever

Put up or shut up

Ondanks de invoering van de overnamerichtlijn vorig jaar kunnen overnameprocessen in de praktijk nog steeds erg lang duren. Het is in het belang van de vennootschap en de aandeelhouders dat er op een bepaald moment een einde komt aan de biedingstrijd en biedingstermijn. Daarnaast is de huidige wetgeving onvoldoende berekend op meerdere biedingen tegelijk.

De VEB is voorstander van de mogelijkheid dat een toezichthouder op verzoek van de doelvennootschap of aandeelhouders een tijdlimiet in kan stellen waarbinnen een partij een bod moet doen, of verklaren dat zij geen bod zal uitbrengen. Indien twee of meer partijen bereid zijn een bod te doen onder gelijke voorwaarden, kan de toezichthouder besluiten tot een veiling, om zo het biedingsproces in goede banen te leiden. Hiermee wordt onnodige vertraging vermeden en kan het optimale resultaat voor de vennootschap en haar aandeelhouders worden bereikt.

Uitkoopprocedures

De VEB is van mening dat de uitkoopprocedure, zoals deze thans in de artikelen 2:92a en 2:359c BW geregeld is, geen aanpassing behoeft. Genoemde bezwaren geven daartoe naar het oordeel van de VEB geen aanleiding. De VEB merkt ten aanzien van deze bezwaren het volgende op.

Dat sommige uitkoopprocedures een wat langere duur kennen, is voornamelijk te wijten aan onderbezetting en overbelasting van de Ondernemingskamer. Dat staat los van de inrichting van de procedure en kan opgelost worden door uitbreiding van het aantal fte's bij de Ondernemingskamer. De VEB heeft begrepen dat stappen in die richting reeds genomen zijn.

Voorts valt de duur van uitkoopprocedures over het algemeen erg mee, zeker in vergelijking met procedures bij andere rechterlijke colleges. Een uitkoopprocedure bij de Ondernemingskamer is daarnaast niet kostbaarder dan een procedure bij een ander rechterlijk college.

Er hebben de VEB geen geluiden bereikt dat de bescherming van minderheidsaandeelhouders in de bestaande uitkoopprocedure niet toereikend zou zijn. Wellicht dat bij bepaalde individuele aandeelhouders ontevredenheid of teleurstelling bestaat over de uitspraak in een specifiek geval.

In het algemeen geldt dat de bescherming van minderheidsaandeelhouders in de uitkoopprocedure toereikend is.

In ieder geval is essentieel dat bij een onteigeningsprocedure, wat de uitkoopprocedure feitelijk is, een onafhankelijke toets door een ter zake kundig rechterlijk college plaatsvindt, omgeven door alle waarborgen die artikel 6 EVRM aan dergelijke toets verbindt. De Ondernemingskamer is een dergelijk rechtelijk college en wordt in praktijk met name vanwege haar deskundigheid in dezen als positief ervaren.

Vanzelfsprekend zijn wij gaarne bereid onze opmerkingen en suggesties nader toe te lichten.

Hoogachtend,

mr. J.M. Slagter, directeur

drs. D.M. Tomić

mr. drs. N. Lemmers