

# Slotdocument Monitoring Commissie: terugblik, maar vooral ook vooruitkijken

*Mr. S. Rietveld\**

*In deze bijdrage bespreekt de auteur het zogenoemde Slotdocument van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code onder voorzitterschap van Jaap van Manen. In dit vierde en laatste monitoringrapport blikt de Commissie terug op haar werkzaamheden van de afgelopen jaren, maar kijkt zij ook vooruit en geeft zij de nieuwe Commissie stof tot nadenken.*

## 1 Inleiding

Het mandaat van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (hierna: Commissie) onder voorzitterschap van Jaap van Manen (commissie-Van Manen) is beëindigd. Om deze periode af te sluiten heeft de commissie-Van Manen op 29 januari 2018 haar zogenoemde Slotdocument gepubliceerd. In dit vierde en laatste rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: Code) blikt de Commissie terug op haar werkzaamheden van de afgelopen vier jaar en behandelt zij de resultaten van de monitoring van de naleving in het boekjaar 2016. Beursvennootschappen rapporteerden in dit boekjaar nog over de naleving van de Code uit 2008. De commissie-Van Manen kijkt echter ook vooruit door na te gaan op welke wijze beursvennootschappen in 2017 reeds anticiperen op de op 8 december 2016 gepubliceerde herziene Code (hierna: Code 2016). Ook bespreekt zij enkele actuele corporate-governancevraagstukken die nadere aandacht zullen vragen in de toekomst en waarmee de volgende Commissie aan de slag kan gaan.

Sinds de instelling van de eerste Commissie op 16 december 2004<sup>1</sup> onder voorzitterschap van Jean Frijns (commissie-Frijns) heeft de Commissie de taak om de actualiteit en bruikbaarheid van de Code te bevorderen. Deze taak voert de Commissie onder meer uit door ten minste jaarlijks te inventariseren op welke wijze en in welke mate de voorschriften van de Code worden nageleefd. In dit kader wordt tevens de redengeving van eventuele afwijkingen van principes en best practice

bepalingen (hierna: bpb's) van de Code bestudeerd.<sup>2</sup> De uitkomsten van deze inventarisatie worden jaarlijks gepubliceerd in een monitoringrapport. Het eerste monitoringrapport,<sup>3</sup> dat zag op boekjaar 2003,<sup>4</sup> verscheen op 5 oktober 2004 en vele monitoringrapporten volgden sindsdien. De op 1 september 2009 ingestelde Commissie onder voorzitterschap van Jos Streppel (commissie-Streppel),<sup>5</sup> publiceerde daarnaast ook nog een Slotdocument om haar mandaatsperiode af te sluiten.<sup>6</sup> Hierin blikt de commissie-Streppel terug op de ontwikkelingen die vanaf het ontstaan van de Code hebben plaatsgevonden, geeft zij enkele aandachtspunten voor de monitoring in de toekomst en wordt een aantal onderwerpen benoemd die extra aandacht vragen. De commissie-Van Manen<sup>7</sup> heeft deze traditie voortgezet en op 29 januari 2018 haar eigen Slotdocument gepubliceerd. De commissie-Van Manen heeft er daarbij voor gekozen om – in tegenstelling tot de commissie-Streppel – het Slotdocument te combineren met haar vierde en laatste monitoringrapport.

In dit artikel bespreek ik bovengenoemd Slotdocument van de commissie-Van Manen. Ik ga eerst in op de resultaten van de monitoring van de naleving van het boekjaar 2016. Vervolgens blik ik – net als de commissie-Van Manen – terug op de werkzaamheden van de Commissie, met uiteraard in het bijzonder aandacht voor de Code 2016. Hierbij komt ook aan de orde het onderzoek naar de mate waarin beursvennootschappen de nieuwe onderdelen van de Code 2016 in het boekjaar 2017 reeds toepassen. Ik vervolg dit artikel met een bespreking van enkele door de Commissie besproken corporate-governanceactualiteiten en sluit af met een conclusie.

2. Art. 2 en 3 van het Instellingsbesluit 2004 en p. 1 van de toelichting daarbij.
3. Via <https://www.mccg.nl/download/?id=1215>.
4. In dat boekjaar hoefden beursvennootschappen nog niet verplicht te rapporteren over de naleving van de Code.
5. Benoeming Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Stcrt. 2009, 10644.
6. Corporate governance in beweging (augustus 2013), via <https://www.mccg.nl/slotdocument-streppel>.
7. De commissie-Van Manen is ingesteld op 11 december 2013 door het Besluit van de Minister van Economische Zaken van 29 november 2013, nr. WJZ / 13183060, houdende instelling van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (Stcrt. 2013, 34316). Het Instellingsbesluit 2004 is op 30 november 2013 ingetrokken (Stcrt. 2013, 33234).

\* Mr. S. Rietveld is Senior Professional Support Lawyer Corporate bij Stibbe te Amsterdam.

1. Besluit instelling Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Stcrt. 2004, 241 (Instellingsbesluit 2004) en Benoeming leden Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Stcrt. 2004, 241.

## 2 Nalevingsonderzoek boekjaar 2016

In hoofdstuk 4 van het Slotdocument komt de monitoring van de naleving van de Code in boekjaar 2016 aan de orde. Mede omdat beursvennootschappen in dat boekjaar nog rapporteerden over de naleving van de Code uit 2008, heeft de commissie-Van Manen besloten om minder uitgebreid stil te staan bij de resultaten van de monitoring en meer aandacht te besteden aan de terug- en vooruitblik. Toch bespreek ik enkele wetenswaardigheden.

Al jaren is de naleving van de Code onverminderd hoog,<sup>8</sup> al streeft de Commissie uiteraard naar een nalevingspercentage van 100%. Onder 'naleving' verstaat de Commissie zowel het toepassen van de Codebepalingen alsook een uitleg bij afwijking waarom een bepaalde bepaling niet een-op-een in praktijk is gebracht ('pas toe of leg uit'-principe).<sup>9</sup> Deze uitleg moet bovendien van goede kwaliteit zijn.

De Commissie heeft voor het tweede jaar op rij SEO Economisch Onderzoek (hierna: SEO) benaderd om onderzoek te verrichten naar de naleving van de bepalingen uit de Code 2008.<sup>10</sup> Waar SEO voor het onderzoek naar de naleving over het boekjaar 2015 nog gebruik maakte van een desk research en een webenquête onder beursvennootschappen, heeft zij voor het boekjaar 2016 gekozen voor een bureaustudie: bestudering van bestuursverslagen en andere openbare stukken van (uiteindelijk) 88 Nederlandse beursvennootschappen, genoteerd aan de Nederlandse beurs (zowel AEX- als AMX-, AScX- en lokaal genoteerd).<sup>11</sup> SEO heeft op basis van deze stukken voor elke beursvennootschap de naleving per bpb in kaart gebracht en deze resultaten afzonderlijk met de verschillende beursvennootschappen gedeeld ter controle en aanvulling. Na deze validatie heeft SEO haar finale bevindingen met een toelichting gedeeld met deze vennootschappen. De finale bevindingen zijn vervolgens verwerkt in het SEO Nalevingsonderzoek.<sup>12</sup>

Met de keuze voor de huidige methodologie (bureaustudie) lijkt overigens het risico op 'veronderstelde toepassing' te worden vergroot. De Code geeft niet altijd aan of er expliciet mel-

ding gemaakt moet worden van toepassing van een bepaling. Hierdoor kan uit het bestuursverslag van een beursvennootschap niet worden geconcludeerd of de betreffende bepaling ook echt wordt toegepast. Op basis van het vertrouwensbeginsel wordt dan verondersteld dat de Code wordt toegepast, terwijl dit niet altijd zo hoeft te zijn.<sup>13</sup> Bovendien maakt de keuze van SEO, om gedurende opeenvolgende nalevingsonderzoeken uit te gaan van verschillende methodologieën, het lastiger om de nalevingscijfers per boekjaar te vergelijken.

De naleving over het boekjaar 2016 ligt op 98,8%. Dit is hoger dan over het boekjaar 2015, toen het nalevingspercentage op 96,9% lag. De toepassing van de bepalingen uit de Code is gestegen van 94,9% in 2015 naar 96,7% in 2016. Het aandeel gemotiveerde afwijking is gelijk gebleven (2,1%). Er wordt in het boekjaar 2016 in 1,1% van de gevallen niet nageleefd.<sup>14</sup> Van de 88 op naleving onderzochte vennootschappen leven 31 vennootschappen de Code volledig na. 6 vennootschappen (boekjaar 2015: 22) leven de Code voor minder dan 95% na.<sup>15</sup>

In de top 3 van vaakst niet-nageleefde bepalingen staan bpb IV.3.13 (Beleid bilaterale contacten met aandeelhouders), bpb II.2.13 (Overzicht van bezoldigingsbeleid) en bpb V.3.3 (Aanbeveling raad van commissarissen bij ontbreken interne auditfunctie). Bpb V.3.3 over de interne auditfunctie (in gewijzigde vorm opgenomen in bpb 1.3.6 van de Code 2016) is nieuw in de top 3. Het zijn lokale fondsen die bpb V.3.3 niet naleven en nog eens 16% van deze fondsen past deze bepaling niet toe, maar legt deze uit.<sup>16</sup> Zowel onder de Code 2008 als onder de Code 2016 zijn beursvennootschappen niet verplicht om een interne auditfunctie in te richten. De rol van de interne auditfunctie is onder de Code 2016 echter wel versterkt en ook de commissie-Van Manen hecht een groot belang aan de interne auditfunctie.<sup>17</sup> Uit de door SEO gehouden enquête onder beursvennootschappen ten aanzien van de toekomstige naleving van de Code 2016 volgt dat ruim 30% van de geënquêteerde vennootschappen geen interne auditfunctie heeft of slechts in enige mate een auditfunctie heeft die voldoet aan de bepalingen in de Code 2016 (dit zijn – op één na – AScX- en lokale fondsen). Daar waar de Commissie het zetten van stappen op dit punt op zijn plaats acht, vanwege de essentiële rol die een interne auditfunctie heeft bij het beoordelen en controleren van het risicobeheersingssysteem van een onderneming, lijken de lokaal genoteerde vennootschappen echter

8. Zie bijv. ook A.A. Bootsma, Monitoring Commissie Corporate Governance Code – Rapport monitoring boekjaar 2014, Ondernemingsrecht 2016/36 en A. Doorman, Monitoring Commissie Corporate Governance Code – Rapport monitoring boekjaar 2013, Ondernemingsrecht 2015/56.

9. Slotdocument, p. 16. Deze definitie van 'naleving' wijkt overigens af van die van de wetgever. De wetgever beschouwt alleen toepassen als naleven, zie Monitoringrapport boekjaar 2010 (december 2011), p. 9, voetnoot 1, via <https://www.mccg.nl/download/?id=588>.

10. SEO Nalevingsonderzoek Corporate Governance Code boekjaar 2016 (september 2017), via <https://www.mccg.nl/?page=5757> (SEO Nalevingsonderzoek).

11. Wederom zijn de zogenoemde beurs-NV's in den vreemde (zie A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink, De beurs-NV in den vreemde. Een perspectief op modernisering van het NV-recht, Ondernemingsrecht 2014/15) niet betrokken bij het onderzoek, terwijl wordt verwacht dat hun aantal alleen nog maar zal groeien. Zie eerder ook Bootsma 2016, p. 174.

12. Slotdocument, p. 37 en 38 onder verwijzing naar SEO Nalevingsonderzoek, p. 33-46 (Bijlage A).

13. Zie Monitoringrapport boekjaar 2013 (29 januari 2015), p. 17-19. Zie bijv. ook A.A. Bootsma, Vierde rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code: waarheen leidt de weg?, Bb 2013/29 en de discussie tussen G. van der Laan & M. de Roo (MAB (88) 2014, afl. 10, p. 409-416 en MAB (89) 2015, afl. 4, p. 157-158) en A.A. Bootsma (MAB (89) 2015, afl. 4, p. 155-157).

14. SEO Nalevingsonderzoek, p. i en ii. De percentages tellen niet op tot 100% in verband met afrondingsverschillen.

15. Slotdocument, p. 38.

16. Slotdocument, p. 39-40.

17. Zie over de interne auditfunctie bijv. H. Chuah & J. Bendermacher, Interne auditors onmisbaar in goed ondernemingsbestuur, in: M. Lückerrath-Rovers e.a. (red.), Jaarboek Corporate Governance 2016-2017, Deventer: Wolters Kluwer 2016, hoofdstuk 9.

geen plannen te hebben in die richting, aldus de Commissie. De Commissie heeft er begrip voor dat het instellen van een interne auditfunctie veel vergt van kleinere vennootschappen, maar moedigt deze vennootschappen aan om bij afwezigheid van een interne auditfunctie de nodige alternatieve maatregelen te nemen.<sup>18</sup> Werk aan de winkel dus voor de kleinere fondsen, mede omdat de Commissie hierin wordt gesteund door diverse stakeholders, zoals de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM), de Vereniging van Effectenbezitters (hierna: VEB) en Eumedion, die eveneens wijzen op het belang van de interne auditfunctie.<sup>19</sup>

### 3 Terugblik en vooruitkijken naar de Code 2016

In hoofdstuk 2 van het Slotdocument blikte de commissie-Van Manen terug op haar werkzaamheden van de afgelopen vier jaar met als grootste verdienste de herziening van de Code. Zij heeft daarmee een belangrijk werk afgeleverd. De vorige Code dateerde alweer van 2008 en was aan vernieuwing toe. Na een verzoek daartoe gekregen te hebben van de schragende partijen, heeft de commissie-Van Manen, na een consultatieronde, op 8 december 2016 de Code 2016 gepubliceerd. Deze Code is – als gebruikelijk – aangewezen als gedragscode in de zin van artikel 2:391 lid 5 Burgerlijk Wetboek (BW)<sup>20</sup> en daarmee wettelijk verankerd.<sup>21</sup> Beursvennootschappen moeten op grond van het gewijzigde Besluit inhoud bestuursverslag rapporteren over de naleving van de Code 2016, te beginnen over het boekjaar dat is aangevangen op of na 1 januari 2017. Tijdens de algemene vergadering die wordt gehouden in 2018 leggen het bestuur en de raad van commissarissen (hierna: RvC) vervolgens daarover verantwoording af aan de algemene vergadering.

Vooruitlopend op de monitoring van de naleving van de Code 2016 door de nog te benoemen Commissie, richt de commissie-Van Manen in hoofdstuk 2 van het Slotdocument haar blik ook op de toekomst. In opdracht van de commissie-Van Manen heeft SEO in 2017 een enquête gehouden onder beursvennootschappen naar de mate waarin deze vennootschappen de nieuwe onderdelen van de Code 2016 in het boekjaar 2017 reeds toepassen en welke knelpunten zij daarbij mogelijk ervaren. Thema's als langetermijnwaardcreatie, cultuur en gedrag, risicomanagement, diversiteit, verantwoord belonen en het *executive committee* komen aan de orde. Het

algemene beeld dat uit de resultaten van de enquête naar voren komt, is dat vennootschappen al in grote mate rekenschap geven van de nieuwe elementen in de Code 2016. Tegelijkertijd merkt de commissie-Van Manen op dat niet in alle gevallen vennootschappen erin zullen slagen de Code 2016 optimaal toe te passen in het boekjaar 2017. Het staat volgens de commissie-Van Manen buiten kijf dat de volgende Commissie de komende boekjaren met extra aandacht zal moeten gaan kijken hoe vennootschappen met deze eventuele (kortstondige) niet-toepassing omgaan.<sup>22</sup> Vermoedelijk kan het voorgaande zo worden opgevat, dat wanneer een vennootschap inderdaad de Code 2016 nog niet optimaal toepast in het boekjaar 2017, zij kan volstaan met een uitleg in het bestuursverslag dat, en waarom, meer tijd nodig was voor de implementatie van de desbetreffende bpb's in haar corporate governance.<sup>23</sup> Indien de tijdelijke afwijking evenwel langer duurt dan één jaar, moet in ieder geval worden uitgelegd wanneer de vennootschap verwacht de betreffende bpb's te kunnen toepassen.<sup>24</sup>

Het voert te ver om in deze bijdrage alle thema's uit de enquête van SEO te behandelen, maar ik wil kort stilstaan bij de onderwerpen diversiteit, langetermijnwaardcreatie en cultuur. Uit de resultaten van de enquête is namelijk gebleken dat met name de lokaal genoteerde vennootschappen met betrekking tot deze thema's niet voornemens zijn stappen te gaan ondernemen. Daarnaast worden ten aanzien van het diversiteitsbeleid en de verantwoording daarover ook knelpunten ervaren.<sup>25</sup>

#### 3.1 Diversiteit

Bpb's 2.1.5 en 2.1.6 van de Code 2016 gaan ervan uit dat beursvennootschappen een diversiteitsbeleid implementeren voor de samenstelling van het bestuur, de RvC en, indien aanwezig, het executive committee. De Code 2016 hanteert een breed diversiteitsbegrip. Het gaat niet alleen om genderdiversiteit, maar ook om diversiteit op het gebied van leeftijd of achtergrond qua opleiding en beroepservaring, enzovoort. In de corporate-governanceverklaring in het bestuursverslag moet dit beleid en de uitvoering daarvan worden toegelicht, waarbij moet worden ingegaan op (1) de doelstellingen van het beleid, (2) de wijze waarop het beleid is uitgevoerd, en (3) de resultaten van het beleid in het afgelopen boekjaar. Indien de samenstelling van het bestuur en de RvC afwijkt van de doelstellingen van het diversiteitsbeleid van de vennootschap en/of van het streefcijfer voor de verhouding man-vrouw als bedoeld in artikel 2:166 jo. artikel 2:391 lid 7 BW, moet de vennootschap tevens toelichten (1) wat de stand van zaken is, (2) welke

18. Slotdocument, p. 20-22.

19. Zie de reactie van de AFM op de Code 2016 (8 december 2016), via <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2016/dec/monitoring-commissie-corporate-governance-code>, de reactie van de VEB op het Voorstel tot herziening van de Code (8 april 2016), p. 9-11, via <https://www.veb.net/media/2486/veb-commentaar-voorstel-voor-herziening-corporate-governance-code-20.pdf> en de Eumedion speerpuntenbrief 2015 (6 oktober 2014), via <https://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/speerpuntenbrief/speerpuntenbrief-2015.pdf>.

20. Besluit van 29 augustus 2017 tot wijziging van het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag (Stb. 747) (Stb. 2017, 332).

21. Zie ook S. Rietveld & M.A.J. Cremers, De Corporate Governance Code en haar inwerkingtreding, *Ondernemingsrecht* 2017/97 en H. Koster, De wettelijke verankering van de Nederlandse Corporate Governance Code 2016, *Ondernemingsrecht* 2018/5.

22. Slotdocument, p. 19.

23. Zie eerder Rietveld & Cremers 2017, p. 554.

24. Zie Code 2016, p. 11 (Naleving van de Code). Zie eerder Monitoring-rapport boekjaar 2010 (december 2011), p. 9 en 12.

25. Slotdocument, p. 10. Ook ten aanzien van het instellen van een interne auditfunctie zijn vennootschappen minder geneigd om stappen te zetten. Dit onderwerp heb ik echter hiervoor al behandeld.

maatregelen worden genomen om de nagestreefde situatie te bereiken, en (3) op welke termijn dit valt te verwachten.<sup>26</sup>

De enquêteresultaten laten zien dat bedrijven moeite hebben om te voldoen aan diversiteitsdoelstellingen. Ruim twee derde van de vennootschappen hanteert wel diversiteitsdoelstellingen zoals voorgeschreven door de Code 2016, maar uit de enquêteresultaten blijkt ook dat bijna 20% van de vennootschappen knelpunten ervaart bij het behalen daarvan en slechts 25% van de vennootschappen voornemens is om concreet diversiteitsdoelstellingen voor het bestuur in te voeren. Deze laatste bevindingen roepen bij de Commissie het idee op dat het voor vennootschappen niet altijd gemakkelijk zal zijn een effectief diversiteitsbeleid waar te maken. Op het gebied van genderdiversiteit wordt dit beeld bevestigd door de op 6 maart 2018 gepubliceerde Bedrijvenmonitor Topvrouwen 2017:<sup>27</sup> slechts 11,7% van de leden van raden van bestuur is vrouw en 16,2% van de leden van RvC's, terwijl op grond van artikel 2:166 jo. artikel 2:391 lid 7 BW gestreefd moet worden naar een aandeel van 30% vrouwen (en 30% mannen). Minister Van Engelshoven van Onderwijs, Cultuur en Wetenschap heeft stevige maatregelen aangekondigd als blijkt dat de cijfers in 2019 nog steeds zo teleurstellend zijn. Een wettelijk quorum behoort dan zeker tot de mogelijkheden.<sup>28</sup> Het belang van diversiteit binnen de onderneming is evident, aldus de commissie-Van Manen. De Commissie wil vennootschappen dan ook aanzetten tot het voeren van een effectief en transparant diversiteitsbeleid voor de top van de onderneming.<sup>29</sup>

### 3.2 Langetermijnwaardcreatie

De commissie-Van Manen heeft het begrip langetermijnwaardcreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming nadrukkelijk centraal gesteld in de Code 2016. Het bestuur dient in dit verband onder meer een visie op de langetermijnwaardcreatie van de vennootschap en haar onderneming te ontwikkelen en een daarbij passende strategie te formuleren (principe 1.1 en bpb 1.1.1 van de Code 2016). Het bestuur en de RvC dienen daarbij de belangen van stake-

holders af te wegen.<sup>30</sup> Het thema is meer dan actueel en niet meer weg te denken binnen besturend Nederland.<sup>31</sup>

De resultaten van de enquête van SEO wijzen uit dat de meeste vennootschappen geen knelpunten ervaren ten aanzien van de langetermijnwaardcreatie.<sup>32</sup> De commissie-Van Manen signaleert in dit verband dat de vennootschappen langetermijnwaardcreatie ook centraal *willen* stellen. Uit het onderzoek blijkt echter ook dat twee derde van de vennootschappen ruimte ziet voor verdere verbetering, ontwikkeling en verankering in de organisatie wat betreft het centraal stellen van de langetermijnwaardcreatie. De Commissie ziet het verder verbeteren, ontwikkelen of verankeren van de langetermijnwaardcreatie in de organisatie als een voortdurend proces en juicht het toe dat vennootschappen zich hier bewust van zijn. Het is daarbij van groot belang om de voortgang van de langetermijnwaardcreatie goed te communiceren met de stakeholders, aldus de commissie-Van Manen.<sup>33</sup>

### 3.3 Cultuur en gedrag

Een ander nieuw element in de Code 2016, dat samenhangt met de langetermijnwaardcreatie, is cultuur (principe 2.5 en bpb's 2.5.1 t/m 2.5.4).<sup>34</sup> De cultuur van de vennootschap moet gericht zijn op de langetermijnwaardcreatie. Bestuurders en commissarissen zullen een cultuur moeten creëren die het gewenste gedrag en integer handelen stimuleert. De Code schrijft niet precies voor wat cultuur is of zou moeten zijn. Het is aan het bestuur om vorm te geven aan een passende cultuur voor de vennootschap en in het bestuursverslag daarop een toelichting te geven. Het bestuur stelt daartoe waarden vast die bijdragen aan deze cultuur en zorgt voor inbedding en onderhoud van deze waarden in de vennootschap. Hierbij wordt onder meer aandacht besteed aan (1) de strategie en het bedrijfsmodel, (2) de omgeving waarin de onderneming opereert, en (3) de bestaande cultuur binnen de onderneming en

26. De verplichting tot het opstellen van een diversiteitsbeleid en de verantwoording daarover in de corporate governance verklaring in het bestuursverslag volgt voor grote beursvennootschappen die zijn genoteerd aan een geregelende markt in Nederland of binnen de EU ook uit de Europese Richtlijn 2014/95/EU met betrekking tot de bekendmaking van niet-financiële informatie en informatie inzake diversiteit door bepaalde grote ondernemingen en groepen (PbEU 2014, L 330/1). Zie in Nederland art. 2:391 lid 5 BW jo. art. 1 lid 4 en 3a onder d van het Besluit inhoud bestuursverslag. Zie ook het Besluit bekendmaking diversiteitsbeleid (Stb. 2016, 559).

27. Bijlage bij Kamerstukken II 2017/18, 30420, 263.

28. Kamerstukken II 2017/18, 30420, 263. Zie ook het gezamenlijk persbericht van het ministerie van OCW en VNO-NCW van 16 mei 2018, via <https://www.rijksoverheid.nl/actueel/nieuws/2018/05/15/%E2%80%98extra-acties-om-het-aantal-vrouwen-in-de-top-versneld-te-verhogen%E2%80%99>.

29. Slotdocument, p. 10 en 22-23.

30. Zie ook het document van de Commissie 'Herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code. De belangrijkste wijzigingen in vogelvlucht', 2016, p. 2, via [www.mccg.nl](http://www.mccg.nl). Zie over langetermijnwaardcreatie en de Code bijv. W.J. Oostwouder, Corporate Governance in Nederland: lange termijn waardcreatie, O&F 2016, afl. 3, p. 36-48.

31. Zie bijv. Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, JOR 2017/261 m.nt. C.D.J. Bulten (AkzoNobel/Elliott c.s.), r.o. 3.34, waarin de Ondernemingskamer oordeelt dat het bestuur zich bij de beoordeling van de voorstellen van een potentiële bidder moet richten op de langetermijnwaardcreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en daartoe de in aanmerking komende belangen van de stakeholders moet wegen. Zie ook HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:799, JOR 2014/290 m.nt. R.G.J. de Haan.

32. Het is overigens de vraag in hoeverre een enquête een geschikt instrument is om tot deze conclusie te komen.

33. Slotdocument, p. 20.

34. Zie over cultuur en de Code bijv. B.T.M. Steins Bisschop & T.F. van der Meer, Voorstel voor herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code: enige opmerkingen over 'cultuur', TvOB 2016, afl. 4, p. 120-124 en E. van de Loo & J.W. Winter, Cultuur en gedrag volgens de nieuwe Corporate Governance Code, Ondernemingsrecht 2016/72.

of het gewenst is daar wijzigingen in aan te brengen. De RvC houdt hierop toezicht.<sup>35</sup>

Uit de enquêteresultaten blijkt dat reeds tussen de 80 en 90% van de vennootschappen werkt aan het creëren van een cultuur en gedrag gericht op langetermijnwaardcreatie, zoals voorzien in de Code 2016. Vennootschappen zeggen waarden te hebben vastgelegd die bijdragen aan de langetermijnwaardcreatie en voeren regelmatig overleg over de cultuur in de vennootschap. Bijna twee derde van de vennootschappen die hebben deelgenomen aan de enquête onderschrijft echter dat de cultuur blijvend of nog meer aandacht behoeft en is voornemens daartoe stappen te zetten. Dit geldt in nog sterkere mate voor lokaal genoteerde vennootschappen. De commissie-Van Manen roept vennootschappen in dit verband op om hun inzet voor het verder invullen en optimaliseren van een cultuur gericht op langetermijnwaardcreatie binnen de onderneming niet alleen vast te houden, maar ook te intensiveren. De Commissie verwacht verder van de lokaal genoteerde fondsen dat zij daadwerkelijk stappen gaan zetten.

#### 4 Enkele actuele vraagstukken en procedurele maatregelen

In hoofdstuk 3 van het Slotdocument richt de commissie-Van Manen zich nadrukkelijk tot de volgende Commissie door enkele actuele corporate-governancevraagstukken te behandelen waarmee de volgende Commissie aan de slag kan gaan. Het ontbreekt me in deze bijdrage aan ruimte om alle onderwerpen te behandelen,<sup>36</sup> maar ik besteed kort aandacht aan het belang van de beloningsverhoudingen, de rol van de aandeelhouders en de discussie rondom de beschermingsmaatregelen van beursvennootschappen tegen vijandige overnames.

##### 4.1 Beloningsverhoudingen

Een bespreking van beloningen kan eigenlijk niet uitblijven op dit moment. De meestal te hoog bevonden bestuurdersbeloningen zijn een *hot item*. De verhouding in beloning (*pay ratio*) tussen bestuurders en werknemers maakt hier onderdeel van uit.<sup>37</sup> In verschillende regelingen staan verplichtingen op

dit gebied,<sup>38</sup> en zo ook in de Code 2016. Zo moeten vennootschappen bij hun beloningsbeleid de beloningsverhoudingen binnen de onderneming in overweging nemen en in het bestuursverslag hierover verantwoording afleggen. Bpb 3.4.1 onder iv van de Code 2016 bepaalt dat in het remuneratierapport verslag moet worden gedaan van de beloningsverhoudingen binnen de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Toegelicht moet worden wat de verhouding is tussen de beloning van de bestuurders en een door de vennootschap vast te stellen representatieve referentiegroep van overige werknemers.<sup>39</sup> Een toelichting hoe deze referentiegroep moet worden vastgesteld, ontbrak ten tijde van de publicatie van de Code 2016.

De commissie-Van Manen verduidelijkt in het Slotdocument dat zij bewust weinig *guidance* heeft willen geven in de Code 2016, omdat zij bestuurders en commissarissen wilde aanzetten tot het nemen van eigen verantwoordelijkheid op dit punt. Enige duidelijkheid schept de Commissie nu wel in het Slotdocument. Zij bevestigt dat kan worden afgezien van het vermelden van een breuk (bijvoorbeeld 1/20, 1/50 of 1/300). De commissie-Van Manen wil voornamelijk bewerkstelligen dat vennootschappen reflecteren op en zich bewust worden van de beloningsverhoudingen<sup>40</sup> en dat een dialoog tot stand komt. De Raad voor de Jaarverslaggeving heeft daarnaast ook duidelijkheid verschaft door eind 2017 een ontwerp-RJ-Uiting 2017-14 uit te vaardigen met daarin relevante aandachtspunten voor de te verschaffen informatie over de beloningsverhoudingen in het remuneratierapport.<sup>41</sup>

##### 4.2 Rol van de aandeelhouders

Vanwege nationale en internationale ontwikkelingen<sup>42</sup> waarvan de uitkomsten ten tijde van het vormgeven van de nieuwe Code nog niet vaststonden, heeft de commissie-Van Manen in de Code 2016 de bepalingen die zien op de algemene vergadering bijna ongewijzigd overgenomen uit de Code 2008. Toch spreekt voorzitter Van Manen in het voorwoord van het Slotdocument de verwachting uit dat vooral de normen voor het

35. Zie de documenten van de Commissie 'Herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code. De belangrijkste wijzigingen in vogelvlucht', 2016, p. 3 en 'Reacties op het Voorstel voor herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code. Verantwoording van het werk van de Commissie', 2016, p. 18-19, beide via [www.mccg.nl](http://www.mccg.nl).
36. Voor de thema's technologische ontwikkeling, de (gewijzigde) rol van de externe accountant bij de naleving van de Code en de uitstraling van de Code naar andere sectoren verwijs ik naar p. 33-35 van het Slotdocument.
37. Zie over beloningsverhoudingen en de Code bijv. E.C.H.J. Lokin, Beloningen en de Nederlandse Corporate Governance Code 2016: vier onderwerpen voor de boardroom, in: M. Lückerath-Rovers e.a. (red.), *Jaarboek Corporate Governance 2017-2018*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, par. 14.3 en E.C.H.J. Lokin, *De bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen* (IVOR nr. 113), Deventer: Wolters Kluwer 2018, hoofdstuk 24, p. 357-372.

38. Bijv. in de Europese Richtlijn (EU) 2017/828 inzake aandeelhoudersrechten (PbEU 2017, L 132/1) en in het wetsvoorstel tot wijziging van de Wet op de ondernemingsraden in verband met de bevoegdheden van de ondernemingsraad inzake de beloning van bestuurders (Kamerstukken I 2017/18, 34494, A).
39. Toelichting bij de Code, p. 47. P. Kakebeke & P. Couwenbergh, *Is de pay-ratio het zoveelste getalletje?*, FD 23 maart 2018, geven een overzicht van de manier waarop enkele beursvennootschappen in hun bestuursverslagen over het boekjaar 2017 zijn omgegaan met deze verplichting.
40. Slotdocument, p. 11, 23 en 33.
41. Zie <https://www.rjnet.nl/globalassets/rj-uitingen/2017/rj-uiting-2017-14-ontwerp-richtlijn-met-relevante-aandachtspunten-voor-informatie-over-beloningsverhoudingen-als-bedoeld-in-de-nederlandse-corporate-governance-code.pdf>. Tijdens de raadsvergadering van 17 januari 2018 heeft de Raad voor de Jaarverslaggeving RJ-Uiting 2017-14 ongewijzigd vastgesteld.
42. Verwezen wordt naar de door Eumedion op 18 september 2017 gepubliceerde concept-Stewardship Code, via <https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/best-practices/2017-09-consultatiedocument-stewardship-code.pdf> en naar de Europese Richtlijn (EU) 2017/828 inzake aandeelhoudersrechten (PbEU 2017, L 132/1).

gedrag van aandeelhouders de komende jaren veel aandacht zullen krijgen.<sup>43</sup> Vooruitlopend hierop heeft de commissie-Van Manen in 2017 door de Erasmus Universiteit Rotterdam (EUR) een onderzoek laten uitvoeren naar de rol die aandeelhouders kunnen spelen op het gebied van langetermijnwaardecreatie van de onderneming. Meer in het bijzonder heeft de EUR gekeken naar de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders bij Nederlandse beursvennootschappen.<sup>44</sup> Het onderzoek toont aan dat er voor grote<sup>45</sup> aandeelhouders bepaalde drempels bestaan voor het nastreven van langetermijnwaardecreatie, zoals een lange investeringsketen en het maandelijks *benchmarken* door de markt.<sup>46</sup> Met de conclusies van het onderzoek in de hand vraagt de commissie-Van Manen dan ook aandacht voor het belang van actieve betrokkenheid van aandeelhouders bij de onderneming waarin ze investeren. De Commissie ziet graag actieve aandeelhouders die participeren in de algemene vergadering en in dialoog treden met de vennootschap, maar ook een vennootschap die daarvoor openstaat. Verder zou het door corporate-governance-specialisten vormgegeven *engagement*-beleid in overeenstemming moeten worden gebracht met de daadwerkelijke uitvoering van dat beleid door vermogensbeheerders. Een in essentie op de lange termijn gericht beleid zou niet mogen worden ondergraven door beleidsbeslissingen die gevoed worden door kortetermijnrendement. Tevens dient er meer ruimte te zijn om af te kunnen wijken van de door beleggers gebruikte *benchmarks*, aldus de commissie-Van Manen.

Met betrekking tot regels en gedragscodes die zich richten tot aandeelhouders benadrukt de commissie-Van Manen dat deze pas echt toegevoegde waarde zullen hebben wanneer ook niet-Nederlandse aandeelhouders geadresseerd kunnen worden. Nu deze buitenlandse beleggers verreweg de grootste groep investeerders in Nederlandse beursvennootschappen vormen,<sup>47</sup> ligt het volgens de Commissie voor de hand om dergelijke regels op te nemen in de Code zelf, omdat de Code van toepassing is op *alle* aandeelhouders die actief zijn in Nederlandse beursvennootschappen, inclusief het buitenlandse deel daarvan.<sup>48</sup> Eumedion publiceerde vorig jaar een eigen concept-Stewardship Code voor institutionele beleggers. Deze Code geeft uiting aan de opstelling van pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders als betrokken en verantwoord aandeelhouder bij Nederlandse beursvennootschappen. Een

definitieve Stewardship Code is nog niet gepubliceerd. Eumedion laat weten dat zij in afronding van dit project het advies van de Commissie ter harte neemt en onderzoekt wat de meest effectieve manier is om zowel nationale als internationale beleggers aan gedragsnormen te binden.<sup>49</sup>

#### 4.3 Overnames en beschermingsmaatregelen

Een ontwikkeling die zeker ook betrekking heeft op een goede dialoog tussen aandeelhouders aan de ene kant en het bestuur en de RvC aan de andere kant, vormt de zeer actuele discussie rondom de beschermingsmaatregelen van beursvennootschappen tegen vijandige overnames. Deze discussie is mede ontstaan door een reeks van pogingen tot ongewenste overnames door buitenlandse bidders van Nederlandse beursvennootschappen, zoals PostNL, Unilever en AkzoNobel, en de oproep van *captain of industry* Jan Hommen om 'overnames van alle hijgerigheid te ontdoen'. Hij stelde voor om ondernemingen een wettelijke bedenktijd te geven van een jaar 'om over overnamevoorstellen na te denken, varianten te overwegen en alle belangen evenwichtig en naar behoren af te wegen'.<sup>50</sup> Dit plan is door het kabinet in gewijzigde vorm overgenomen in het Regeerakkoord,<sup>51</sup> waarin een wettelijke bedenktijd van 250 dagen wordt voorgesteld bij voorstellen tot strategiewijziging. Later is door de minister van Economische Zaken en Klimaat bevestigd dat deze bedenktijd ook zal gelden bij overnamebiedingen.<sup>52</sup> Gedurende de wettelijke bedenktijd dient de vennootschap verantwoording af te leggen aan de aandeelhouders over het gevoerde beleid en dient zij alle stakeholders te raadplegen. Bovendien kan de maatregel niet worden ingezet in combinatie met beschermingsconstructies van de vennootschap zelf, zoals de uitgifte van preferente aandelen en prioriteitsaandelen. Dit plan kan op een grote meerderheid van de Tweede Kamer rekenen. Een wetsvoorstel wordt echter pas na de zomer van 2018 verwacht omdat eerst de Raad van State zal adviseren over de Europeesrechtelijke aspecten van de wettelijke bedenktijd.<sup>53</sup>

43. Slotdocument, p. 7. Voorzitter Van Manen roept de volgende Commissie ook op om aandacht te besteden aan de aandeelhoudersrol.

44. Large shareholders in corporate governance (5 oktober 2017), via <https://www.mccg.nl/?page=5757>.

45. In het onderzoek wordt een grote aandeelhouder gedefinieerd als een aandeelhouder met een belang van 5% of meer, zie Slotdocument, p. 29. Interessant daarbij is dat bij beursvennootschappen ook steeds meer sprake is van geconcentreerd aandelenbezit, zie Eumedion Position Paper, Positie minderheidsaandeelhouders in ondernemingen met een controlerend aandeelhouder (28 juni 2016), p. 3-6, via <https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/position-papers/2016-06-position-paper-minderheidsaandeelhouders-def-versie.pdf>.

46. Slotdocument, p. 10-11 en 27-31.

47. Zo'n 80% van de beleggers van Nederlandse beursvennootschappen is niet in Nederland gevestigd, zie Slotdocument, p. 29.

48. Slotdocument, p. 10-11 en 27-31.

49. Nieuwsbericht Eumedion van 29 januari 2018, via <https://www.eumedion.nl/nl/nieuws/scheidende-monitoring-commissie-vraagterecht-meer-aandacht-voor-rol-en-positie-van-aandeelhouders>.

50. H. Jessayan, Hommen: 'Ontdoe een overname van alle hijgerigheid', FD 28 maart 2017.

51. Regeerakkoord 'Vertrouwen in de toekomst' van 10 oktober 2017, via <https://www.kabinetsformatie2017.nl/documenten/publicaties/2017/10/10/regeerakkoord-vertrouwen-in-de-toekomst>.

52. Beantwoording Kamervragen uit begrotingsbehandeling Economische Zaken 2018 van 14 december 2017, via <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2017/12/14/beantwoording-kamervragen-uit-begrotingsbehandeling-economische-zaken-2018-deel-economie-energie-en-innovatie>.

53. Zie Kamerstukken II 2017/18, 29826, 96 en het plenair verslag van het dertigledende debat van 12 april 2018, via [https://www.tweedekamer.nl/kamerstukken/plenaire\\_verslagen/detail?vj=2017-2018&nr=73&version=2#id1e970042](https://www.tweedekamer.nl/kamerstukken/plenaire_verslagen/detail?vj=2017-2018&nr=73&version=2#id1e970042).

De discussie heeft al vele pennen in beweging gebracht.<sup>54</sup> Met name vanuit de vennootschappen is er de roep om wettelijke maatregelen, daar waar de aandeelhouders juist wijzen op de reeds bestaande beschermingsmaatregelen en daarom geen fiducia hebben in aanvullende maatregelen, aldus de commissie-Van Manen. De Commissie vindt het in ieder geval van belang dat voordat er wettelijke maatregelen worden genomen, eerst goed in kaart wordt gebracht of de huidige beschermingsmaatregelen effectief zijn. In de discussie moeten langetermijnwaardecreatie en de balans tussen de belangen van de verschillende stakeholders goed worden meegewogen. Verder wijst de Commissie ook hier op het belang van de dialoog tussen partijen, ook in een overnamesituatie. Dit vergt inspanningen van zowel de bieder, die het gesprek zal moeten aangaan over een mogelijke vorm van samenwerking, als het bestuur en de RvC van de doelvennootschap om open te staan voor dit gesprek.<sup>55</sup>

#### *4.4 Procedurele maatregelen*

Ten slotte doet de commissie-Van Manen nog een tweetal procedurele aanbevelingen. De Commissie meent ten eerste dat Nederland in navolging van bijvoorbeeld Engeland de Code op regelmatige basis zou moeten evalueren op leemtes en onduidelijkheden. In Engeland gebeurt dit bijvoorbeeld elke twee jaar. In de consultatie van het voorstel tot herziening van de Code ging de commissie-Van Manen uit van een driejaarlijkse evaluatie. Hieruit zou vervolgens een verzoek tot actualisering van de Code door de schragende partijen kunnen voortvloeien.<sup>56</sup> Ten tweede wijst de Commissie op het mogelijke belang van de instelling van een permanente Monitoring Commissie met leden met een bepaalde benoemingstermijn (en de mogelijkheid tot herbenoeming) die op verschillende momenten aan- en aftreden. Dit zou kunnen leiden tot meer continuïteit in de monitoring van de Code.<sup>57</sup>

### 5 Afrondend

De commissie-Van Manen blikt in haar Slotdocument terug, maar kijkt vooral ook vooruit. Zij geeft de volgende Commissie in ieder geval genoeg stof tot nadenken. Er is een nieuwe Code, de instelling van een nieuwe Commissie is nabij en de

meeste beursvennootschappen hebben hun bestuursverslagen over het boekjaar 2017 gepubliceerd. Aan het eind van dit jaar weten we hoe de beursvennootschappen omgaan met de verantwoording over de nieuwe bepalingen uit de Code 2016 en komen we de bevindingen van de nieuwe Commissie daarbij te weten. Ik kan eerlijk gezegd niet wachten.

54. Zie bijv. R. Abma, Extra bescherming van Nederlandse beursvennootschappen: noodzaak of hypocrisie?, TvOB 2018, afl. 1, p. 1-5, L. Groot-huis, Hijgerig of een kwestie van lange adem? Beschouwingen bij het Plan Hommen, Ondernemingsrecht 2018/15 en G. Kemperink, Nederlandse kroonjuwelen en buitenlandse bidders, NJB 2017/1512.

55. Slotdocument, p. 11 en 31-33. Zie ook het eerder door de commissie-Van Manen uitgebrachte *statement* van 26 april 2017, via <https://www.mccg.nl/nieuws/5695/Recente-ontwikkelingen-en-het-publieke-debat-omtrent-overnames>. Voorzitter Van Manen zelf benadrukt overigens dat beursvennootschappen voldoende zouden hebben aan de 180 dagen responstijd uit de Code: 'Lukt het niet in 180 dagen, dan lukt het ook niet in 250 dagen.' Zie H. Jessayan, Van Manen vindt responstijd van 180 dagen bij overnames voldoende, FD 29 januari 2018.

56. Zie eerder ook Eumedion in haar nieuwsbericht van 1 oktober 2013, via [https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/persberichten/2013-01\\_persbericht\\_eindrapport\\_cie\\_streppel.pdf](https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/persberichten/2013-01_persbericht_eindrapport_cie_streppel.pdf). Zie ook R. van Lambalgen, Eindrapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Ondernemingsrecht 2014/26.

57. Slotdocument, p. 10 en 19.