



Vereniging VEB NCVB

Postbus 240, 2501 CE Den Haag
Amaliastraat 7, 2514 JC Den Haag

T: +31 (0)70 313 00 00
F: +31 (0)70 313 00 99

I: www.veb.net
E: info@veb.net

Rek: ABN-AMRO 51.70.19.485
K.v.K: 40408053

Monitoring Commissie Corporate Governance Code
T.a.v. mevrouw mr. I.L.J.M. Heemskerk en mevrouw K. van Kalleveen
Postbus 20401
2500 EK Den Haag

Per e-mail: secretariaat@mccg.nl

Den Haag, 8 april 2016

Betreft: Voorstel tot herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code

Geachte heer Van Manen, geachte leden van de Monitoring Commissie,

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 11 februari 2016.

Bijgesloten vindt u daartoe de zienswijze van de VEB op de specifieke voorstellen van de Commissie tot actualisering van de Code. Daarbij doet de VEB ook enkele concrete aanbevelingen voor toevoegingen c.q. aanscherpingen voor de herziene Code.

De VEB verwelkomt de herziening van de Code. De voorgestelde wijzigingen dragen haar inziens bij aan effectievere controle, meer transparantie aan beleggers en aandacht voor de lange termijn. Desalniettemin is de VEB van mening dat het herzieningsvoorstel de ervaringen uit het nabije verleden niet voldoende reflecteert. Daarbij doelen wij op de vele beursdebacles die in recente jaren hebben plaatsgevonden. De VEB betwijfelt dan ook of de voorstellen van de Commissie tot het versterken van het toezicht op de vennootschap, ter bescherming van aandeelhouders en andere belanghebbenden (*stakeholders*), toereikend zullen zijn.

Graag benadrukt de VEB in deze brief de volgende aandachtspunten alvorens in de bijlage wordt overgegaan tot het meer specifiek commentaar.

1. Versteving van de rol van de raad van commissarissen/auditcommissie

De raad van commissarissen, de auditcommissie in het bijzonder, speelt een eminente rol bij het voorkomen van misstanden. De VEB steunt derhalve de voorstellen van de Commissie om de rol van de raad van commissarissen/auditcommissie verder te verzwaren. Commissarissen moeten zelfstandig of als orgaan een breder onderzoek doen naar de beschikbare informatie over de met het bestuur te bespreken onderwerpen of de te nemen besluiten. Deze inspanningsverplichting manifesteert zich nadrukkelijk indien ontwikkelingen of signalen

vanuit de markt daartoe aanleiding geven. De VEB spreekt in dit kader van een 'haalplicht' van informatie. Dit speelt met name daar waar het toezicht op verdienmodellen, risicobeheersing en controlemechanismen betreft. Commissarissen kunnen niet enkel volstaan met de informatie toegespeeld door het bestuur.

2. Taakvervulling van de voorzitter van de raad van commissarissen

De VEB acht het wenselijk als de taakvervulling van de voorzitter van de raad van commissarissen nader wordt gespecificeerd. De voorzitter is immers eerstverantwoordelijk voor het goed functioneren van de raad van commissarissen. De voorzitter behoort onder andere zorg te dragen voor de aanwezigheid van de benodigde competenties binnen de raad van commissarissen, de onafhankelijkheid van haar toezicht, en de vertrouwensrelatie tussen commissarissen onderling en tussen de raad van commissarissen enerzijds en het bestuur en andere stakeholders anderzijds. Het voorstel om de voorzitter van de raad van commissarissen niet toe te staan ook als voorzitter van de selectie- en benoemingscommissie te fungeren vindt aldus geen steun bij de VEB.

3. Beloningen van de commissarissen

De beloning van de commissarissen dient in verhouding te staan tot de tijdsbesteding en de verantwoordelijkheden van de functie. De Commissie benadrukt terecht dat de functie van commissarissen professionaliseert. De VEB acht een hogere beloning voor commissarissen dan ook gerechtvaardigd, uiteraard op voorwaarde dat commissarissen op actieve wijze invulling geven aan hun bestaande en bijkomende verantwoordelijkheden (zie o.a. eerder genoemde 'haalplicht'). De VEB is evenwel geen voorstander van beloning in aandelen, zoals voorgesteld door de Commissie, daar deze de onafhankelijkheid van het toezicht kan aantasten.

4. Permanente educatie voor commissarissen

De huidige Code vereist dat elke commissaris beschikt over de specifieke deskundigheid die noodzakelijk is voor de vervulling van zijn taak en ook geschikt is om de hoofdlijnen van het totale beleid te beoordelen. Opleiding en training zijn vereist om de kennis op peil te houden en dus als individuele commissaris aan bovengenoemde verplichting te voldoen. De VEB pleit in dit kader dan ook voor de invoering van een systeem voor permanente educatie, zoals ook gebruikelijk is bij andere beroepsgroepen die een belangrijke rol vervullen in de maatschappij. De voorzitter van de raad van commissarissen dient in het jaarverslag aan te geven hoe invulling is gegeven aan permanente educatieverplichtingen van de individuele commissarissen.

De VEB is gaarne bereid haar commentaar nader toe te lichten.

Hoogachtend,



Paul M. Koster
Directeur VEB

Algemeen oordeel

De VEB heeft naar tevredenheid kunnen vaststellen dat de Code op het vlak van goed ondernemingsbestuur sinds 2003 hét referentiekader is geworden voor beursvennootschappen én aandeelhouders.

Op diverse punten heeft deze set regels voor goed ondernemingsbestuur een belangrijke 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 algemene vergadering bij bestuursbenoemingen en besluiten omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap. De stevige positie van de Code blijkt ook uit het feit dat deze bij onderzoeken naar wanbeleid een leidraad vormt voor de ondernemingskamer. De VEB beschouwt dit alles als zeer positief.

De VEB constateert dat de toonzetting in de herziene Code van een nieuw elan getuigt. Dat is een grote stap voorwaarts omdat de *corporate governance* van een beursgenoteerde onderneming niet door een sterk formalistische houding is te beïnvloeden. De verschillende partijen die direct of indirect betrokken zijn bij zo een onderneming moeten een permanent gericht zijn op zowel de *corporate governance* van de onderneming als de Code. Het zijn essentiële middelen om bijvoorbeeld fraude te voorkomen en adequaat op te treden na constatering van fraude. In het recente verleden hebben zich de nodige debacles voorgedaan bij beursgenoteerde ondernemingen die te herleiden zijn tot tekortkomingen op het gebied van de *corporate governance*. De VEB vraagt zich wel af of de herziene Code daarop een voldoende reactie geeft.

Tevens constateert de VEB op basis van analyses van jaarverslagen en discussies in algemene vergaderingen dat de afgelopen jaren minder progressie is geboekt bij het aanpakken van de pijnpunten in de naleving van de Code. Ondernemingen maken bij deze pijnpunten veelvuldig gebruik van het 'pas toe of leg uit' principe dat hun de mogelijkheid biedt af te wijken van de Code. De uitleg die voor een afwijking van de Code wordt gegeven, is nog te vaak onbevredigend. Hierdoor is op enkele wezenlijke punten (zeggenschap, transparantie en beloning) minder vooruitgang geboekt dan wenselijk. Zo blijft de transparantie over prestatiecriteria voor toekenning van variabele beloning ondermaats en staat de certificering van (gewone) aandelen nog altijd een volwaardige deelname van de algemene vergadering in de weg. De VEB spreekt de hoop uit dat de nadere richtingwijzer van de Commissie in hoofdstuk 7 een stimulans voor beursvennootschappen zal stimuleren om afwijkingen van de Code daadwerkelijk van overtuigende bedrijfsspecifieke redenen te voorzien.

De VEB is het eens met de Commissie dat de Code een levend document dient te zijn dat periodiek om onderhoud vraagt. Mede gelet op de kredietcrisis, bedrijfsaffaires (denk aan Ballast Nedam, SBM Offshore of Grontmij), geruchtmakende faillissementen (Van der Moolen (2009), InnoConcepts (2010), Imtech en Macintosh (beiden 2015) en de nationalisatie van SNS Reaal (2013), is een herziening van de Code volgens de VEB noodzakelijk.

De door de Commissie voorgestane periode van drie jaar waarna moet worden beoordeeld of de Code aanpassingen behoeft, ondersteunt de VEB eveneens.

1. Meer nadruk op lange termijn waardecreatie

De VEB gaat bij dit onderdeel in op de door de Commissie voorgestelde herzieningen. Tevens benoemt de VEB enkele elementaire onderdelen van lange termijn waardecreatie die naar haar oordeel in de huidige voorgestelde aanpassingen nog onvoldoende aandacht krijgen. Zij verzoekt de Commissie deze onderdelen te incorporeren in de definitieve wijzigingsvoorstellen voor de Code.

Algemeen

De Commissie stelt voor om het huidige uitgangspunt van de Code zoals geformuleerd in de preambule – het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn – te vervangen door ‘lange termijn waardecreatie’.

De VEB kan zich vinden in de voorgestelde nadruk op lange termijn waardecreatie. Ook deelt de VEB de mening van de Commissie dat de houdbaarheid van de strategie van de vennootschap op de lange termijn en de implementatie en effectiviteit van interne risicobeheersings- en controlesystemen meer aandacht behoeven in de herziene Code.

Vennootschappen dienen beleggers een samenhangend overzicht en toelichting te presenteren van onder andere het verdienmodel, de risicofactoren die de grootste bedreiging vormen voor het verdienmodel, de interne cultuur, een concurrentieanalyse, veronderstelde concurrentievoordelen en het (potentiële) waardecreërende vermogen van de onderneming.

Over de voortgang (positief en negatief) en verbeterplannen ten aanzien van deze elementen moet de vennootschap ook stelselmatig verantwoording afleggen in haar jaarverslag, aan de algemene vergadering en bij andere gelegenheden waarin aandeelhouders in contact treden met het management.

Onvoldoende concreet

Het uitgangspunt van ‘lange termijn waardecreatie’ heeft nadere, concrete invulling om daadwerkelijk de betekenis te krijgen die de Commissie eraan lijkt te willen geven.

Dat is nodig om alle belanghebbenden, en aandeelhouders in het bijzonder, meer houvast te bieden. In de door de Commissie nieuw voorgestelde definitie voor het kompas van de onderneming schuilt volgens de VEB namelijk het risico van een te abstract, onvoldoende richtinggevend en onvoldoende meetbaar principe.

Om daadwerkelijk een ‘stip aan de horizon’ te plaatsten, zoals de Commissie voor ogen zegt te hebben, is van groot belang ‘lange termijn waardecreatie’ meer handen en voeten te geven. Dit kan door middel van een (of meerdere) concrete financiële doelstelling(en) en *Environmental, Social and Governance*-targets. Dit aspect, dat uiteindelijk het bestaansrecht van een vennootschap illustreert, mist de VEB in de voorgestelde wijzigingen en aanpassingen van de Code.

Meetbaar criterium: rendement op geïnvesteerd kapitaal

De VEB raadt de Commissie aan om meetbare criteria op te nemen als uiteindelijke doelstelling voor ‘lange termijn waardecreatie’.

De belangrijkste taak van het management is het alloceren van kapitaal. De cruciale vraag bij lange termijn waardecreatie is derhalve welk rendement het management op de geïnvesteerde middelen denkt te kunnen behalen en in hoeverre dit afdoende is om de kapitaalkosten goed te maken. Op de langere termijn is dit een randvoorwaarde voor de continuïteit van de onderneming en om die reden van belang voor alle stakeholders (werknemers, klanten, toeleveranciers en vermogensverschaffers zoals aandeelhouders). Dit betekent dat een (beurs)vennootschap om waarde te creëren, een rendement op geïnvesteerd kapitaal (*return on invested capital, roic*) moet halen dat hoger is dan de kosten van het ter beschikking gestelde kapitaal (de kapitaalkosten, *weighted average cost of capital, wacc*). Alleen dan is sprake van financiële waardecreatie of economische winst.

Concurrentieanalyse en dividendbeleid

De VEB wijst de Commissie in het verlengde van het bovenstaande graag ook op twee andere onderbelicht gebleven aspecten. Deze zijn onlosmakelijk verbonden met de vraag of een vennootschap in staat is tot waardecreatie, maar die onderbelicht blijven. Dat zijn: a). een concurrentieanalyse en b). het dividendbeleid.

Beide deelonderwerpen verdienen het om naar onze mening een plaats te krijgen tussen de door de Commissie opgesomde factoren bij ontwerpbeplanning 1.1.1 (i-vi).

a. concurrentieanalyse

Uit een analyse door de VEB van de jaarverslagen van beursgenoteerde bedrijven over 2015 blijkt dat daarin – evenals in voorgaande jaren - niet of nauwelijks inzicht wordt gegeven in de concurrentiepositie. Ofwel, om welke reden(en) het bedrijf bijvoorbeeld een duurzaam concurrentievoordeel denkt te hebben en/of op welke wijze zij in staat meent te zijn om aantrekkelijke rendementen te behalen in een concurrerende omgeving. Ook ontbreekt veelal een beschrijving van de concurrentiekrachten, eventuele verschuivingen van de concurrentiepositie van de vennootschap binnen het krachtenveld van de concurrenten en de wijze waarop beursvennootschappen omgaan met die veranderingen. Ten slotte is ook relevant of – en zo ja in hoeverre - dergelijke verschuivingen het verdienmodel van de vennootschap mogelijk (duurzaam) kunnen aantasten.

Het management is kapitaalverschaffers betere verantwoording verschuldigd over wat de bron is van een - verondersteld - concurrentievoordeel. Denk hier - niet uitputtend - aan immateriële activa (bijvoorbeeld de merkenportefeuille van een FMCG-concern of patenten, structurele kostenvoordelen (schaalgrootte) of efficiënte schaal (markt niet aantrekkelijk voor nieuwe toetreders) of wisselkosten (waardoor substitutiegedrag beperkt blijft).

Dit thema raakt rechtstreeks aan de strategie, verdien capaciteit en de operationele en financiële doelen van een onderneming en past bovendien binnen de uitgangspunten van *integrated reporting*. Op basis van een analyse van de jaarverslagen over 2015 meent de VEB dat daarin nog aanzienlijke verbetering mogelijk is. Een expliciete vermelding in de herziene Code zou daaraan bijdragen.

Dit is voor investeerders belangrijke informatie, omdat het helpt bij de keuze voor een bepaalde onderneming in een bepaalde branche. Het is daarnaast een belangrijke graadmeter voor het succes van de lange termijn strategie en daarmee mede voor het functioneren van het bestuur.

b. dividendbeleid

Bij een strategie gericht op lange termijn waardecreatie hoort ook een bedrijfsspecifiek, goed beredeneerd dividendbeleid. Dat geldt eveneens als een onderneming op dit moment geen dividend uitkeert. Dat kan bijvoorbeeld gerechtvaardigd zijn als zij nog voldoende financieel aantrekkelijke investeringsproposities heeft waarmee de lange termijn waardecreatie van de onderneming is gediend.

Beursgenoteerde ondernemingen wijden in hun jaarverslagen weliswaar enkele woorden aan hun dividendbeleid, maar een adequate uitleg is dat zelden. Veelal beperkt men zich tot een non-descripte formulering als 'we streven naar een pay out van 40 tot 50 procent van de nettowinst', 'duurzaam en groeiend dividend' of 'wij streven naar een stabiel of stijgend dividend'.

De afweging tussen het uitkeren (als dividend of via aandeleninkoop) versus het inhouden van winsten is cruciaal voor een bedrijf en haar (potentiële) aandeelhouders. Het gaat immers om kapitaalallocatie, de belangrijkste taak van het management. Niettemin geven bedrijven geen analyse/inzicht in de vraag waarom een dergelijk – doorgaans oppervlakkig geformuleerd – dividendbeleid in het belang zou zijn van beleggers.

De cruciale vraag is daarom welk rendement het management op de ingehouden (niet aan beleggers uitgekeerde) winsten denkt te kunnen behalen. Het herinvesteren van winsten in het bedrijf is in beginsel alleen gerechtvaardigd als het management (na zorgvuldige analyse) meent dat die investeringen (in bijvoorbeeld onderzoek en ontwikkeling of acquisities) tot een hoger rendement leiden dan de kapitaalkosten. Een gedegen uiteenzetting - inclusief de achterliggende analyse - langs deze lijnen (de economische winst, of *economic value added*, vaak afgekort als EVA) is in jaarverslagen niet terug te vinden.

Dat is wat de VEB betreft een belangrijk manco. Een heldere, bedrijfsspecifieke toelichting op het dividendbeleid – door middel van een verantwoording in het jaarverslag – is een integraal onderdeel van de bedrijfsstrategie, de verdien capaciteit en het lange termijn perspectief van een vennootschap. Dit zal de kwaliteit van de discussie met het management op die punten bovendien stimuleren en intensiveren.

Op basis van het voorgaande doet de VEB de volgende aangaande ontwerpbeplanning 1.1.3:

In het bestuursverslag geeft het bestuur een ~~inhoudelijke~~ gedetailleerde omschrijving van de visie op lange termijn waardecreatie, de strategie ter realisatie daarvan en op welke wijze in het afgelopen boekjaar daaraan is bijgedragen. Het bestuur beschrijft het voorgenomen investeringsbeleid op de lange termijn, waarbij zij ingaat op aspecten als investeringen, schuldvermindering, dividendbetalingen en aandeleninkoop. Het bestuur gaat in op de positie van de vennootschap ten opzichte van haar concurrenten, alsook op verwachte en mogelijke verschuivingen in de concurrentiepositie van de vennootschap in de markten waarin zij actief is. Daarbij wordt zowel over de korte als lange termijn ontwikkelingen gerapporteerd. (cursief en onderstreept toevoeging VEB);

Kwartaalrapportages

Tot tevredenheid van de VEB geeft de Commissie geen gehoor aan het verzoek van de Minister van Financiën om kwartaalrapportages te verbieden. Naar mening van de VEB is dit verzoek gebaseerd op de foutieve aanname dat de langetermijn waardecreatie van de vennootschap

wordt ondermijnd door kortetermijn informatieverschaffing. De langetermijn verwantschap tussen vennootschap en aandeelhouders is juist gediend bij transparantie op weg naar eerder geformuleerde doelstellingen, zeker in een tijdperk waarin de economische dynamiek hoog is. De Commissie stelt evenwel dat de nut en noodzaak van kwartaalrapportages afhangt van ‘de activiteiten van de met de vennootschap verbonden onderneming en de markt waarin de onderneming opereert’. De VEB is van mening dat een besluit van het bestuur om af te zien van kwartaalrapportages ter goedkeuring moet worden voorgelegd aan de algemene vergadering. De VEB is derhalve voorstander van een bepaling in de herziene Code die stelt dat vennootschappen immer kwartaalrapportages publiceren tenzij de algemene vergadering ermee instemt dat een rapportage op halfjaarlijkse basis afdoende is.

2. Verstevinging van risicomanagement

Algemeen

De VEB is verheugd dat de Commissie meer de nadruk legt op de noodzaak van een stevig risicoraamwerk en controlemechanismen.

Een belangrijk element daarin is wat de VEB betreft – en zoals de Commissie eveneens vaststelt - een diepgaande beschouwing van de risicoappetijt, het ontwerp van adequate risicobeheersings- en controlesystemen en een kritische beoordeling van de effectiviteit van de opzet en werking van die systemen.

In dit kader geeft de VEB de Commissie graag het volgende mee. De afgelopen jaren zijn bedrijven gestaag meer inzicht gaan geven in de risicofactoren waarmee de onderneming wordt geconfronteerd, de mogelijke impact daarvan en de acties die het management kan ondernemen om de risico's te mitigeren.

Wat echter veelal bij dergelijke opsommingen in jaarverslagen ontbreekt, is bijvoorbeeld een top vijf van risicofactoren (in termen van mogelijke impact) naar inschatting van bestuur en commissarissen. Dat betekent dat veel risicoparagrafen momenteel nog onvoldoende concreet zijn en feitelijk lezen als één grote disclaimer. De VEB meent dat in een informatieve risicoparagraaf 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 beoordelen of die plannen afdoende zijn. De VEB ziet op dit vlak nog ruimte voor verbetering. Bovendien blijken ondernemingen niet geneigd te zijn om (eventuele) geconstateerde tekortkomingen in hun risicobeheer weer te geven en de correctiemaatregelen toe te lichten.

Van eminent belang is tevens dat bestuur en commissarissen oog hebben voor risicocumulatie. Risicofactoren die individueel beschouwd wellicht geen aanleiding geven tot waakzaamheid of een bepaalde materialiteit vertegenwoordigen, kunnen in samenhang mogelijk wel tot een significante impact leiden. De VEB vraagt daarom bijzondere aandacht voor een zorgvuldige analyse van de eventuele correlatie tussen afzonderlijke risicofactoren.

Risicotrend

Ook constateert de VEB een andere belangrijke lacune in de voorstellen van de Commissie. Zo is het voor aandeelhouders belangrijk om van bestuur en commissarissen te horen hoe de risicotrend ten aanzien van een bepaalde risicofactor (bijvoorbeeld het concurrerend speelveld) zich het afgelopen jaar heeft ontwikkeld. Bijvoorbeeld of het management een specifiek risico als minder, gelijk of hoger beoordeelt ten opzichte van het vorige verslagmoment.

Dit zou het mogelijk maken om diepgaander en gericht met het management van gedachten te wisselen over krachten die het verdienmodel van de onderneming kunnen aantasten. Dit sluit ook aan bij het centraal stellen van 'lange termijn waardecreatie' zoals de Commissie beoogt. Een beperkt aantal beursvennootschappen is daarmee onlangs gestart. De VEB hoopt dat dit op korte termijn navolging krijgt.

Verantwoording

De VEB benadrukt graag dat het bovenstaande niet alleen ziet op de verantwoording van het risicomangement door het bestuur, maar ook dat van commissarissen op dit vlak meer mag worden verwacht. Dit past binnen de brede oproep van belanghebbenden om het verslag van de raad van commissarissen informatiever te maken. Dit aspect ziet de VEB op dit moment helaas nog niet terug in de ontwerpbevestigingen. Ook commissarissen zouden in hun verslag nadere details moeten verstrekken over de inhoud van de gesprekken zijn gehouden ten aanzien van de in ontwerpbevestiging 1.5.3 vermelde punten.

Interne audit functie (algemeen)

De VEB ondersteunt het pleidooi van de Commissie om de rol van de interne audit dienst ('IAD') steviger te verankeren in de herziene Code. Bedrijfskwesaties als Imtech, Ballast Nedam, SNS Reaal, InnoConcepts en Van der Moolen illustreren dat een gebrekkige interne controle een belangrijke faalfactor vormt.

Een sterke en onafhankelijke IAD vormt een additionele veiligheidslijn voor bestuur, commissarissen en kapitaalverschaffers bij *governance*-, *risico*- en *compliance* aangelegenheden. Daarmee is de IAD naar onze mening een onmisbare bouwsteen voor het besturingsapparaat van een beursvennootschap die bijdraagt aan de beheersing van de belangrijkste risico's.

Randvoorwaarden effectieve IAD

Cruciale randvoorwaarden voor een effectieve IAD zijn voldoende autonomie in het bepalen van de aandachtspunten, expertise, overtuigingskracht en een grondige kennis van het bedrijf.

Voorts dienen de rapportagelijnen volgens de VEB dusdanig te zijn dat een onafhankelijke, kritische en betekenisvolle controlefunctie door de IAD wordt gewaarborgd. In dit kader is de rechtstreekse toegang van de IAD - naar eigen inzicht - tot het bestuur, de raad van commissarissen, de auditcommissie en de externe accountant van elementair belang.

Hieronder zullen wij ingaan op enkele door de Commissie voorgestelde nadere uitwerkingen van principe 1.3.

Benoeming

De VEB kan zich vinden in de ontwerpbevestiging omtrent benoeming. Het is daarnaast wenselijk om de aanstelling en het vertrek van het hoofd van de IAD door middel van een persbericht aan het belegend publiek kenbaar te maken. Immers, het hoofd van de IAD is - zoals hiervoor aangegeven - een belangrijke schakel in de *governance* van de vennootschap. Diens benoeming (of vertrek) is voor beleggers relevante informatie.

Uit gesprekken die de VEB in aanloop naar algemene vergaderingen heeft gehouden met bestuurders blijkt vaak niet duidelijk of de benoeming of het vertrek van het hoofd van de IAD kwalificeert als informatie die met de markt moet worden gedeeld. Nadere sturing door de Commissie door als aanvulling op deze ontwerpbevestiging op te nemen dat de beursvennootschap hieromtrent een persbericht dient uit te sturen doet recht aan het belang van dergelijk nieuws en geeft duidelijkheid waar deze nu ontbreekt.

De VEB doet het volgende concrete voorstel met betrekking tot ontwerpbeplating 1.3.1:

Het bestuur benoemt en ontslaat ~~de~~ een leidinggevende interne auditor. Zowel de benoeming als het ontslag van de leidinggevende interne auditor wordt ter goedkeuring voorgelegd aan de voorzitter van de auditcommissie. De vennootschap publiceert een persbericht bij de benoeming of het ontslag van de leidinggevende interne auditor. (cursief en onderstreept toevoeging VEB);

Beoordeling interne audit functie

De VEB wijst op het belang van verantwoording in het jaarverslag over het functioneren van de IAD, inclusief een eventueel veranderde samenstelling van het interne audit team.

Werkplan van de interne audit functie

De VEB onderschrijft het oordeel van de Commissie dat de IAD en de externe accountant complementair aan elkaar moeten zijn. De VEB wijst er bij ontwerpbeplating 1.3.3. wel op dat de IAD ook op eigen initiatief te allen tijde controles moet kunnen starten als veranderende omstandigheden daarom vragen.

Een voldoende autonome positie van de IAD impliceert dat deze werkzaamheden kan verrichten die niet vooraf in het in overleg met de externe accountant vastgestelde werkplan zijn opgenomen. Die vrijheid behoort de IAD volgens de VEB te hebben. Instemming vooraf van de externe accountant en de auditcommissie mag naar het oordeel van de VEB geen voorwaarde zijn voor een audit door de IAD. Ten behoeve van het onderzoek kan de IAD vanzelfsprekend wel met hen overleggen.

De VEB doet in dit kader het volgende voorstel voor aanpassing van ontwerpbeplating 1.3.3:

De interne audit functie stelt een intern werkplan op en legt het werkplan, na afstemming met de externe accountant, ter goedkeuring voor aan het bestuur en vervolgens aan de auditcommissie. In dit werkplan wordt tevens aandacht besteed aan de interactie met de externe accountant. De interne audit functie verricht daarnaast op eigen initiatief en zonder voorafgaande afstemming van de externe account, het bestuur of de raad van commissarissen interne controles wanneer zij daartoe aanleiding ziet. (cursief en onderstreept toevoeging VEB);

Rapportages bevindingen

De VEB kan zich in het algemeen vinden in ontwerpbeplating 1.3.5, maar plaatst wel vraagtekens bij het verschil tussen de rapportageverplichting van de IAD richting enerzijds het bestuur en anderzijds de auditcommissie.

Zo schrijft de Commissie dat ‘de onderzoeksresultaten’ door de IAD aan het bestuur moeten worden gerapporteerd, terwijl aan de auditcommissie kennelijk zou kunnen worden volstaan met ‘de kern van de resultaten’. De VEB meent dat de auditcommissie ook de beschikking behoort te krijgen over de integrale onderzoeksresultaten teneinde de informatiesymmetrie tussen bestuur en auditcommissie te borgen. Indien die niet op initiatief van de IAD worden verstrekt, dan heeft de auditcommissie in dit geval een ‘haalplicht’ (waarover meer in het volgende hoofdstuk).

Volgens de VEB ontbreekt bij deze ontwerpbeplating het voorschrift dat in het jaarverslag de belangrijkste constatering van de IAD moeten worden vermeld. Daarbij dienen bestuur en commissarissen - dit ligt vooral op de weg van de auditcommissie - aan te geven op welke wijze en op welke termijn gevolg wordt gegeven aan de door de IAD geconstateerde tekortkomingen/aandachtspunten.

Ingegeven door het bovenstaande doet de VEB de volgende aanbeveling betreffende ontwerpbeplating 1.3.5:

De interne audit functie rapporteert onderzoeksresultaten aan het bestuur, ~~rapporteert de kern van de resultaten aan de auditcommissie~~, rapporteert de kern van de resultaten aan de raad van commissarissen en informeert de externe accountant. De interne audit functie informeert het bestuur, de auditcommissie, de raad van commissarissen en de externe accountant over: i. gebreken in de effectiviteit van de interne risicobeheersings- en controlesystemen; ii. bevindingen en observaties die van wezenlijke invloed zijn op het risicoprofiel van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming; en iii. tekortkomingen in de opvolging van aanbevelingen van de interne audit functie en externe accountant. In het overleg tussen het bestuur en de auditcommissie met de interne audit functie worden tevens onderwerpen geadresseerd die zien op de cultuur en het gedrag binnen de met de vennootschap verbonden onderneming. De interne audit functie rapporteert op hoofdlijnen en in kernpunten in het jaarverslag. (cursief en onderstreept toevoeging VEB);

Ontbreken interne audit functie

De VEB is van mening dat een IAD onmisbaar onderdeel is van het risicobeheersingskader van beursvennootschappen. Het niet instellen van een IAD om (vermeende) redenen van beperkte omvang, te hoge kosten of beperkt risicoprofiel is naar onze mening niet acceptabel.

Dit valt niet te ondervangen door het op ad hoc basis verstrekken van aanvullende opdrachten aan de controlerende accountant. De externe accountant staat daarvoor op te grote afstand van de daadwerkelijke bedrijfsvoering en de interne processen. Bovendien kan de onafhankelijkheid van de controlerend accountant in het gedrang komen als deze ook verantwoordelijk is voor bepaalde interne audits gedurende het jaar. Ook heeft het bestuur met voortdurende interne audits door – en op instigatie van - een eigen IAD meer mogelijkheid om objectieve feedback te krijgen en tussentijds bij te sturen.

Ten slotte is een belangrijke overweging dat het door de IAD gehanteerde materialiteitsniveau (veel) lager ligt dan dat van de externe accountant. De IAD kijkt doorgaans naar de volle breedte van de bedrijfsvoering en neemt daardoor meer waar dan de externe accountant. Door zijn kennis en voeling met de onderneming zelf, is de IAD mogelijk ook beter in staat om meer organisatorische gebreken te detecteren. Dit impliceert in de regel ook dat de IAD eerder op de hoogte is van zaken die wellicht niet op korte termijn, maar mogelijk wel op de langere termijn financiële consequenties kunnen hebben. De IAD fungeert als ‘geheugen’ van een bedrijf en kan daardoor een betere inschatting maken van risico’s en bedreigingen.

Aangezien een interne audit functie onmisbaar is, stelt de VEB voor om in ontwerpbeplating 1.3.1 op te nemen dat het bestuur een leidinggevende interne auditor benoemt. Daarmee is gegeven dat er in ieder geval een benoemd moet worden, in plaats van dat het bestuur deze alleen benoemt in het geval de vennootschap de desbetreffende functie heeft. Ontwerpbeplating 1.3.6 is daarmee overbodig.

Rol raad van commissarissen en auditcommissie

De VEB is van mening dat een proactieve auditcommissie met meer bevoegdheden en verantwoordelijkheden binnen de raad van commissarissen noodzakelijk is voor een beter risicobeheer. De VEB steunt dan ook de intentie van de Commissie om bepalingen ten aanzien van de rol van de raad van commissarissen en de auditcommissie te verduidelijken en te verbreden.

Hiertoe heeft de VEB reeds in een eerder stadium enkele aanbevelingen aan de Commissie gedaan en herhaalt deze hieronder.

1. De auditcommissie dient een leidende rol te spelen bij de voordracht en de beoordeling van de externe accountant.
2. De auditcommissie dient de mogelijkheid te hebben om bij onregelmatigheden (inclusief vermoedens van fraude) het voortouw te nemen en een eigen onderzoek te initiëren.
3. De auditcommissie dient inzage te krijgen in de materiële wijzigingen die - al dan niet op instigatie van het bestuur - zijn aangebracht in de concept management letter.
4. De auditcommissie moet, via de eigen voorzitter, zelfstandig rapporteren aan de algemene vergadering van aandeelhouders.
5. De auditcommissie dient, met medewerking van de interne auditdienst, de werking van de door het bestuur gebruikte risicobeheersingssystemen te observeren.
6. De auditcommissie ziet toe op de werkzaamheden van de interne auditor.
7. De auditcommissie dient invloed te kunnen hebben op de scope van de accountantscontrole.
8. De auditcommissie dient in overnamesituaties een zwaarwegend advies te geven over de cultuur van de over te nemen onderneming (de *'tone at the top'*).
9. Minimaal één van de leden van de auditcommissie dient een achtergrond te hebben als CFO of controller bij een beursgenoteerde onderneming.

Benoeming en beoordeling functioneren externe accountant

Zoals blijkt uit het bovenstaande kan de VEB zich vinden in de leidende rol die de Commissie bepleit voor de auditcommissie in het benoemings- en beoordelingsproces van de externe accountant.

Tussentijds vertrek accountant

De VEB staat ook positief tegenover de ontwerpbeeping die voorschrijft dat bij een tussentijds vertrek van de externe accountant een persbericht dient te worden uitgebracht waarin de reden(en) van het tussentijds vertrek zijn toegelicht. Dit biedt aandeelhouders belangrijke informatie die bovendien aanleiding kan zijn om de dialoog met het bestuur en de auditcommissie aan te gaan.

Ook kan de accountant die de controle vervolgens op zich neemt gerichter worden bevraagd naar zijn motieven om de beursvennootschap als klant te accepteren en de gang van zaken rond de overdracht.

Accountant moet kunnen beschikken over alle relevante informatie

De VEB kan zich eveneens goed vinden in de voorgestelde verbreding van de huidige *best practice* bepaling V.4.1. De Commissie benadrukt in onze ogen terecht dat de accountant tijdig de beschikking moet krijgen over alle informatie die hij nodig heeft voor de uitvoering van zijn

werkzaamheden. De primaire verantwoordelijkheid voor die informatieverschaffing ligt ook volgens de VEB bij het bestuur.

Wijzigingen in de concept management letter

In bovenstaande aanbevelingen is ook opgenomen dat de auditcommissie volgens de VEB inzage behoort te krijgen in materiële wijzigingen die de externe accountant op verzoek van het bestuur heeft aangebracht in de concept management letter en het auditrapport.

Het afstemmen van de inhoud van de management letter vindt in de praktijk vooral plaats in het overleg tussen de accountant enerzijds en de afdeling *Group Control* en de financieel directeur anderzijds. Gedurende dit proces zullen niet zelden veranderingen worden doorgevoerd in bijvoorbeeld de toonzetting, geconstateerde aandachtspunten of materialiteit van onderwerpen die de accountant in haar controle heeft betrokken. Dit proces onttrekt zich doorgaans aan het zicht van de auditcommissie, terwijl deze ten behoeve van een adequaat zicht op de bevindingen van de externe accountant over het risico-, compliance- en controleraamwerk daarvan wel op de hoogte dient te zijn.

De VEB wijst er wel op dat het begrip 'materieel' in de praktijk moeilijk hanteerbaar kan zijn. De beoordeling van welke punten 'materieel' zijn immers bij het bestuur. De VEB zou de Commissie daarom in overweging willen geven dat de auditcommissie ook geïnformeerd zou moeten worden over de verschillende fases (met bijbehorende wijzigingen in de verschillende concepten) die zijn doorlopen voordat de definitieve management letter is vastgesteld.

3. Nieuwe accenten in effectief bestuur en toezicht

Algemeen

De maatschappelijke roep om een stevig toezicht bij allerhande organisatieverbanden klinkt steeds luider. De VEB kan zich derhalve vinden in het idee van de Commissie dat moet worden nagedacht over de positie van de raad van commissarissen binnen de vennootschap, de rol en taakopvatting van de onderscheidenlijke voorzitters van de raad van commissarissen en diens commissies, de betrokkenheid en kwaliteit van de individuele commissaris en diens remuneratie. De VEB zal een aantal voorstellen doen die in samenhang zouden moeten leiden tot een versteviging van de positie van de raad van commissarissen, een nadrukkelijker rol voor de voorzitter van de raad van commissarissen en commissarissen in staat kunnen stellen te komen tot een betere uitoefening van hun (toezichthoudende) taken.

De Commissie toont kernachtig aan dat de omgevingsfactoren waarmee het bestuur en de commissarissen worden geconfronteerd dynamischer, veeleisender en gecompliceerder zijn geworden. Die ontwikkeling komt bovenop de reeds uitdagende taken en verantwoordelijkheden die bestuurders en commissarissen hebben te vervullen vanwege hun verplichtingen in het licht van de continuïteit van de onderneming.

Daar waar bestuurders al langer gewend zijn aan het gegeven dat zij bijkans 24/7 verbonden zijn aan de vennootschap en de onderneming(en) waarvoor zijn verantwoordelijkheid dragen, heerst - naar mening van de VEB ten onrechte - bij commissarissen nog wel eens de opvatting dat een commissariaat in 'een paar honderd uur geklaard kan worden'. Die misvatting is in praktijk reeds gelogenstraft bij ondernemingen met incidenten en heeft mede tot schade en ondergang van vennootschappen geleid. De eisen die de markt stelt aan de kwaliteit en het functioneren van commissarissen worden steeds zwaarder.

De opkomst van het *executive committee* als een nieuwe management laag binnen de vennootschap is volgens de VEB begrijpelijk vanuit het perspectief van de vennootschap maar schept tegelijkertijd een situatie van onduidelijkheid ten aanzien van de verantwoordelijkheden. Een aandeelhouder kan het bestuur en de commissarissen aanspreken. Maar een lid van het *executive committee* heeft - tenzij benoemt door de algemene vergadering - geen directe relatie met de algemene vergadering en is aan dit orgaan geen specifieke verantwoording verschuldigd. Dit terwijl het executive committee juist vaak vergaande bestuursbevoegdheden heeft en als 'bestuur' opereert, iets wat relevant is voor aandeelhouders.

Haalplicht van informatie voor de raad van commissarissen

De VEB meent dat de raad van commissarissen zich in het huidige tijdsgewricht niet enkel door het bestuur moet laten informeren over het beleid en de gang van zaken binnen een vennootschap. De wet en de Code bieden commissarissen de mogelijkheid experts of onderzoeksmiddelen in te zetten om hun taken uit te oefenen. Dat roept de plicht op daar ook daadwerkelijk gebruik van te maken. Met name daar waar het de verdienmodellen, risicobeheersing en controlemechanisme betreft, dient de raad van commissarissen zeker te stellen dat zij geen *biased information* ontvangt. Commissarissen moeten zelfstandig of als orgaan breder onderzoek te doen naar beschikbare informatie over de te bespreken onderwerpen of de te nemen besluit(en). Door de immer voortgaande ontwikkelingen binnen de informatietechnologie zijn meer data en daardoor ook informatie op een eenvoudige manier beschikbaar dan enkele jaren geleden. Ook data en informatie van en over concurrenten of aanpalende markten en publieke instellingen kunnen van belang zijn voor de interne

besluitvorming. Indien commissarissen daar geen oog voor hebben of dergelijke data niet betrekken bij de gedachte- en oordeelsvorming is niet alleen sprake van een gemiste kans maar ook van een blinde vlek die vergaande consequenties kan hebben.

De VEB stelt voor om deze haalplicht toe te voegen aan principe 2.4:

Het bestuur en de raad van commissarissen dragen zorg voor een evenwichtige en effectieve besluitvorming waarbij rekening wordt gehouden met de belangen van stakeholders. Hiertoe wordt voor de raad van commissarissen een aanvullende, kwalitatieve en tijdige informatievoorziening opgezet. Daardoor wordt zowel binnen als buiten de vennootschap en de met haar verbonden ondernemingen informatie vergaard, worden kennis en vaardigheden op peil gehouden en wordt voldoende tijd besteed aan taken en verantwoordelijkheden. (cursief en onderstreept toevoeging VEB);

en te scharen onder de taakopvatting en deskundigheid van de commissarissen in ontwerpbeplanning 2.1.4:

Elke commissaris dient te beschikken over de specifieke deskundigheid die noodzakelijk is voor de vervulling van zijn taak. Elke commissaris dient geschikt te zijn om de hoofdlijnen van het totale beleid te beoordelen en zich in te spannen relevante beschikbare informatie daaromtrent tot zich te nemen. Deze inspanningsverplichting manifesteert zich met name indien ontwikkelingen of signalen vanuit de markt daartoe aanleiding geven. Minimaal één commissaris beschikt over specifieke deskundigheid op het gebied van technologische innovatie en nieuwe business modellen. (cursief en onderstreept toevoeging VEB);

en te verwerken in ontwerpbeplanning 2.4.6:

Het bestuur draagt zorg voor het instellen en handhaving van interne procedures die ervoor zorgen dat alle relevante informatie tijdig bij het bestuur en bij de raad van commissarissen bekend is. De raad van commissarissen houdt toezicht op de instelling en handhaving van deze procedures en zal zelfstandig informatie vergaren indien zij daartoe aanleiding ziet. (cursief en onderstreept toevoeging VEB);

en naar te verwijzen in ontwerpbeplanning 2.4.7:

De raad van commissarissen en de commissarissen afzonderlijk hebben een eigen verantwoordelijkheid van het bestuur, de interne audit functie en de externe accountant alle informatie te verlangen die de raad van commissarissen behoeft om zijn taak als toezichthoudend orgaan goed te kunnen uitoefenen dan wel benodigde informatie in te winnen bij derden. (cursief en onderstreept toevoeging VEB).

Voor de VEB is het evident dat deze haalplicht al onderdeel is van het takenpakket en de verantwoordelijkheden van een commissaris. Evenwel is dit nooit zo duidelijk gesteld of opgenomen in de Code. De actualiteit toont hiervan de urgentie aan. Recente nationale en internationale voorbeelden zoals de raad van commissarissen van Volkswagen AG (berichten van concurrenten die het onbegrijpelijk vonden dat auto's van Volkswagen dergelijke emissiewaarden konden behalen) en farmaceuten (de koersen kwamen onder druk te staan na de opmerking van Hillary Clinton over de explosieve prijsstijging van bepaalde medicijnen) tonen aan dat commissarissen alle relevante data en informatie moeten gebruiken bij het

uitoefenen van hun taak, waaronder het bevragen en uitdagen van het bestuur of bepaalde ontwikkelingen in de markt invloed zouden kunnen hebben op de eigen bedrijfsvoering.

Onafhankelijkheid commissarissen

De raad van commissarissen dient een onafhankelijk orgaan te zijn dat primair namens de aandeelhouders toezicht houdt op het bestuur. Het is niet in het belang van alle betrokkenen (*stakeholders*) dat bij dit toezicht de belangen van sommige (groot)aandeelhouders zwaarder wegen dan de belangen van andere aandeelhouders of mogelijk andere belanghebbenden. Vanwege het grotere economisch belang van de (groot)aandeelhouders hebben zij een direct belang bij het intern goed leiden van het bedrijf richting een lange termijn waarde creatie. Omdat het een positieve impuls kan geven aan de kwaliteit van de interne controle, is de VEB niet tegen de vertegenwoordiging van een belangrijke aandeelhouder in de raad van commissarissen. Volgens de huidige code is het aantal personen beperkt tot maximaal één (*best practice* bepaling III.2.1). De VEB wenst deze bepaling in stand te houden.

In de herziene Code wordt de indruk gewekt dat de benoeming van meerdere commissarissen die een aandelenbelang in het bedrijf van ten minste tien procent zou moeten worden aangemoedigd (ontwerpbepaling 2.1.7). Dit maakt het nodeloos ingewikkeld en is in internationale verhoudingen moeilijk uit te leggen. Aangezien de meerderheid van de commissarissen moet bestaan uit onafhankelijke leden en het aantal afhankelijke commissarissen in de zin van ontwerpbepaling 2.1.6 is beperkt tot maximaal één persoon, kan de commissaris met een groter aandelenbelang veel invloed uitoefenen op de besluitvorming binnen de raad van commissarissen. Dat bedreigt de delicate balans tussen controle en vrijheid aan het bestuur. Daarbij komt dat bij vennootschappen met een controlerende aandeelhouder het geheel van goede *governance* en het wederzijds controleren van organen aanmerkelijk vervaagt. Een directe of indirect oververtegenwoordiging van bepaalde aandeelhouders in de raad van commissarissen, die in naam dan als onafhankelijk zouden kunnen gelden, moet derhalve niet worden aangemoedigd. De VEB prefereert dan ook dat deze commissarissen als afhankelijk zouden moeten worden aangemerkt. Die benadering wordt internationaal beter begrepen dan het creëren van een soort tussencategorie.

Rol en taakopvatting voorzitters

De VEB is er voorstander van dat de rol van de voorzitter van de raad van commissarissen en de rol van de voorzitter van de adviescommissies verder te specificeren zonder te gedetailleerd te zijn. Volgens de VEB moet een voorzitter in ieder geval bouwen aan een vertrouwensrelatie binnen de raad van commissarissen en met de bestuursleden. Daarnaast zou de voorzitter sturend moeten zijn bij de planning en opvolging binnen de raad van commissarissen en het bestuur. De voorzitter stimuleert de leden van de raad van commissarissen een jaarlijkse opleidings- en trainingsprogramma te volgen en betrokken te zijn in discussies zowel binnen de raad van commissarissen - die tijdig en zonder belemmeringen worden gevoerd - als daarbuiten. De voorzitter is ook te allen tijde op zijn hoede voor mogelijke tegenstrijdige belangen en het voorkomen van (schijnbare) belangenconflicten of partijdigheid, zowel bij zichzelf als bij andere commissarissen. In het jaarlijkse verslag namens de raad van commissarissen wordt ingegaan op deze en andere aspecten van het voorzitterschap.

Het voorstel om de voorzitter van de raad van commissarissen niet toe te staan tevens als voorzitter van de selectie- en benoemingscommissie te fungeren vindt aldus geen steun bij de VEB. Juist de voorzitter van de raad van commissarissen heeft het overzicht over alle bestuur

geledingen binnen de vennootschap dat diens betrokkenheid bij opvolging van het leiderschap gewenst is.

Dat ligt nadrukkelijk anders bij het combineren van het voorzitterschap van de raad van commissarissen en het voorzitterschap van de auditcommissie. De VEB is van mening dat een proactieve auditcommissie met meer bevoegdheden en verantwoordelijkheden binnen de raad van commissarissen noodzakelijk is voor het voorkomen van toekomstige misstanden. Belangrijke taken van de raad van commissarissen zijn weggelegd voor de auditcommissie, met name op het gebied van risicobeheersing en in de relatie met de interne auditor en de externe accountant. Zo dient de auditcommissie de door het bestuur gepresenteerde risicobeheersystemen te controleren. Verder dient de auditcommissie het werkprogramma van de interne auditor goed te keuren dat zich tevens kan uitstrekken tot het functioneren van de raad van commissarissen en/of diens voorzitter. Daarnaast dient zij de mogelijkheid te hebben om invloed te kunnen uitoefenen op de scope van het onderzoek van de externe accountant en moet zij de verantwoordelijkheid dragen voor het beoordelen van de accountant. Om ervoor te zorgen dat binnen de raad van commissarissen meerdere commissarissen intensief betrokken zijn bij dergelijke discussies en beslissingen voor het goed kunnen uitoefenen van het toezicht alsmede mogelijke belangenconflicten te voorkomen, moet een andere commissaris dan de voorzitter van de raad van commissarissen de taak en verantwoordelijkheid op zich nemen de audit commissie te leiden. Daarenboven is de VEB van mening dat het überhaupt beter is dat de voorzitter van de raad van commissarissen geen lid is van de auditcommissie, De voorzitter kan altijd als toehoorder bij de vergadering aanwezig zijn. In bepaalde omstandigheden kan het in het belang van alle betrokkenen en de vennootschap beter zijn dat de auditcommissie beraadslaagt zonder dat de voorzitter van de raad van commissarissen daarbij betrokken is. Dan is het behulpzaam als de voorzitter van de raad van commissarissen geen lid is van die commissie.

De VEB is gezien het bovenstaande voorstander van handhaving van de huidige *best practice* bepaling.

Benoemingstermijn

De VEB vindt het een goede zaak dat de benoemingstermijn wordt aangepast naar '4+4+2+2' (ontwerpbepaling 2.2.2). Alhoewel dit niet automatisch tot een in totaal kortere benoemingstermijn hoeft te leiden, zal er wel een bepaalde aanmoediging van uitgaan tot een kortere zittingstermijn van commissarissen te komen. De benoemingstermijn zou volgens de VEB zelfs (nog) korter mogen. De VEB prefereert een maximale benoemingstermijn van 10 jaar, op te bouwen als '4+4+2'. De laatste verlenging van 2 jaar is enkel te agenderen en in stemming te brengen wanneer ingegeven door zwaarwegende redenen van vennootschappelijk belang en buitengewone omstandigheden. De voorzitter van de raad van commissarissen dient die redenen uitvoerig toe te lichten in het verslag (waarnaar wordt verwezen in de agenda voor de algemene vergadering) en tijdens de algemene vergadering. Het enkele feit dat de betreffende commissaris bepaalde (langjarige) kennis heeft, volstaat dan niet.

De VEB stelt derhalve voor ontwerpbepaling 2.2.2. als volgt aan te passen:

Een commissaris wordt benoemd voor een periode van vier jaar en kan daarna eenmalig voor een periode van vier jaar worden herbenoemd. Slechts bij zwaarwegende redenen en buitengewone omstandigheden kan de commissaris nadien wederom worden herbenoemd voor een laatste benoemingstermijn van twee jaar. De zwaarwegende redenen en buitengewone

omstandigheden die daartoe aanleiding geven, worden toegelicht in het verslag van de raad van commissarissen en tijdens de algemene vergadering besproken en betreffen niet enkel de kwaliteiten en betrokkenheid van de commissaris. Bij benoeming of herbenoeming wordt de profielsechets, bedoeld in best practice 2.1.1, in acht genomen. (cursief en onderstreept toevoeging VEB)

Een benoemingstermijn van 4 jaar staat naar mening van de VEB overigens niet in de weg aan het jaarlijks agenderen van een stemming over het aanblijven van een benoemde commissaris. Een sterke commissaris die van waarde voor de onderneming en een verantwoorde invulling heeft gegeven aan zijn taak, zal door aandeelhouders worden gesteund. Van een commissaris mag tegenwoordig ook verwacht worden dat het afleggen van een dergelijke verantwoording op professionele wijze wordt verricht.

Ten aanzien van ontwerpbeplating 2.2.4 over de opvolging is de VEB het grotendeels eens met de Monitoring Commissie. Er dient een gedegen plan te zijn voor de opvolging van bestuurders en commissarissen, dat is gericht op het in balans houden van de benodigde deskundigheid en ervaring. De ontwerpbeplating schrijft tevens voor dat de raad van commissarissen een rooster van aftreden vaststelt om zoveel mogelijk te voorkomen dat commissarissen tegelijk aftreden. De VEB meent dat los van het opgestelde plan en rooster de voorzitter van de raad van commissarissen een eigen verantwoordelijkheid heeft om daarvan af te wijken indien er redenen zijn om eerder tot opvolging van commissarissen over te gaan. Dit kan leiden tot een minder rigide benadering van *succession planning* en geeft de voorzitter de mogelijkheid bij de bemensing van zijn raad van commissarissen eerder in te spelen op veranderende omstandigheden en eisen aan de bezetting van de raad van commissarissen.

Kwaliteit en betrokkenheid:

Het is van belang dat gedurende de zittingstermijn voldoende aandacht wordt besteed aan het op peil houden van de deskundigheid van commissarissen. Tot genoegen van de VEB lijkt ook de Commissie dit uitgangspunt te onderschrijven zoals blijkt uit principe 2.4.

De uitwerking van dit principe in ontwerpbeplating 2.4.5 is naar mening van de VEB echter niet duidelijk genoeg. Het ligt inderdaad voor de hand dat de raad van commissarissen jaarlijks beoordeelt op welke onderdelen commissarissen en bestuurders gedurende hun benoemingsperiode behoefte hebben aan nadere training of opleiding. Permanente educatie past bij de door de Commissie geconcludeerde toenemende complexiteit van de functie. Echter, hoe wordt hier verslag van gedaan en op welke wijze is controleerbaar of daadwerkelijk een training of opleiding is genoten? De VEB pleit in dat kader voor de invoering voor een systeem voor permanente educatie, enigszins vergelijkbaar met datgene dat bij andere beroepsgroepen die een belangrijke rol vervullen in de maatschappij - accountants, advocaten, rechters, notarissen - gebruikelijk is. De voorzitter van de raad van commissarissen dient in het jaarlijkse verslag van de raad van commissarissen aan te geven hoe invulling is gegeven aan permanente educatie. De VEB stelt voor dat de Monitoring Commissie de naleving van de permanente educatieverplichtingen voor commissarissen monitort.

Overnamesituaties

Voor overnamesituaties bieden de bestaande Code, maar ook de onderhavige herzieningsvoorstellen, tot teleurstelling van de VEB weinig tot geen houvast. Dit is de afgelopen jaren meermaals is gebleken. De VEB verwijst in dit kader naar onverkwikkelijke praktijken bij de recente overnames van TenCate (2015) en Nutreco (2015). Tegenstrijdige

belangen bij bestuurders en/of commissarissen, de dreiging met uitrooktechnieken en een ontoereikende verantwoording van de biedprijs (waarbij geen inzicht werd gegeven in de toekomstprojecties van de onderneming) zorgden voor een onbevredigend en dubieus overnameproces. Ook in voorgaande jaren werden minderheidsaandeelhouders onvoldoende beschermd bij overnames rond Mediq (2012), Crucell (2011) en Océ (2010).

Het voorgestelde principe 2.7 bevat het uitgangspunt dat het bestuur en de raad van commissarissen bij een (voorgenomen) overnamebod op de aandelen in de vennootschap een zorgvuldige afweging dienen te maken van alle betrokken belangen van de stakeholders. De VEB onderstreept dit uitgangspunt daar waar het wijst op de betrokkenheid van alle bestuursleden en commissarissen tenzij sprake is van een (potentieel) belangenconflict of tegenstrijdig belang. De Commissie vervolgt dat het bestuur en de raad van commissarissen zich bij hun handelen moeten laten leiden door het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.

De VEB acht dat slechts tot een bepaald moment juist. In de aanloop naar een overname dient inderdaad het belang van de vennootschap als geheel worden gewogen. Op een zeker moment in het overnameproces verschiet dat belang echter van kleur. Tijdens het overnameproces is er een duidelijk point-of-no-return: de overname gaat dan zonder meer door; enkel de prijs is nog onderhandelbaar. Denk daarbij aan de recente overnamesituaties als Nutreco en TenCate. Dan dient het uiteindelijk enkel te gaan om een waardeontwikkeling voor aandeelhouders op lange termijn met daarbij het voortbestaan van de vennootschap als entiteit in het financieel economisch verkeer. Het sluitstuk van een overname komt in die laatste fase neer op het bepalen van een reële (markt)prijs voor de vennootschap of onderneming die ertoe leidt dat de verkoper - lees bij beursvennootschappen: de aandeelhouders - bereid is zijn pakket te verkopen.

4. Cultuur

Algemeen

De VEB is van mening dat kennis over de cultuur binnen een vennootschap en de met haar verbonden onderneming belangrijk is. De *'tone-at-the-top'* maakt daarvan een belangrijk onderdeel uit. Het voorstel om in het bestuursverslag te komen tot een betere beschrijving hoe de interne cultuur bijdraagt aan de lange termijn waardecreatie (ontwerpbepaling 2.5.5) kan daarom op steun van de VEB rekenen mits ook de *'tone-at-the-top'* daarvan onderdeel uitmaakt. Ook bij overnamesituaties is dit een belangrijk aandachtspunt.

De VEB stelt de volgende uitbreiding van ontwerpbepaling 2.5.5 voor:

In het bestuursverslag geeft het bestuur een toelichting op de wijze waarop invulling wordt gegeven aan een cultuur, waaronder de 'tone at the top', binnen de vennootschap die is gericht op lange termijn waardecreatie. (cursief en onderstreept toevoeging VEB).

5. Beloningen: opgeschoond en vereenvoudigd

Algemeen

De Commissie stelt voor een groot deel van de bepalingen in de paragraaf omtrent beloningen te schrappen. Daar waar deze bepalingen overlap vertonen met bestaande wet- en regelgeving (bijv. omtrent *clawback*) vindt de VEB een dergelijke schrapping gerechtvaardigd. Dit is echter niet het geval bij een groot deel van de bepalingen die worden weggelaten.

De Commissie acht het van belang dat het bestuur en de commissarissen zich bewust zijn van de maatschappelijke gevoeligheid van beloningen. In de media is met regelmaat ophef over beloningen, met name bonussen. Hieruit blijkt voor de VEB dat dit bewustzijn (nog) niet voldoende aanwezig is. De beloningsbepalingen in de Code worden bovendien slecht nageleefd. Hoewel de VEB een groot voorstander is van een overzichtelijke en hanteerbare Code, vindt het voorstel van de Commissie om een groot deel van de bepalingen in de nieuwe Code achterwege te laten geen steun bij de VEB. De tijd is daarvoor nog niet rijp.

VEB voorstellen variabele beloning bestuur

De beloningsstructuur dient eenvoudig en inzichtelijk te zijn. Zij behoort de belangen van de vennootschap op middellange en lange termijn te bevorderen en niet aan te zetten tot gedrag van bestuurders in uitsluitend hun eigen belang noch tot het nemen van onverantwoorde risico's.

Voor een verantwoord en evenwichtig beloningsbeleid, is het van belang dat variabele beloningen daadwerkelijk als prestatiebeloningen fungeren. Vanuit die gedachte doet de VEB de volgende aanbevelingen:

- a. De variabele beloning dient afhankelijk te zijn van kwantitatieve, objectieve meetbare en beïnvloedbare doelstellingen die door de onderneming voorafgaand aan de evaluatieperiode worden verstrekt. Na afloop van de evaluatieperiode wordt duidelijk aangegeven in hoeverre de vooraf gestelde prestatiedoelstellingen zijn gerealiseerd.
- b. Het opstellen van het beloningsbeleid moet beginnen met een analyse van de mogelijke uitkomsten van de variabele bezoldigingscomponenten en de gevolgen daarvan voor de bezoldiging van de bestuurders. Deze scenarioanalyse (ten minste drie scenario's) dient opgenomen te worden in het beloningsplan dat (ter goedkeuring) voorgelegd wordt aan aandeelhouders.
- c. Binnen de variabele beloningscomponent dient een duidelijke nadruk te liggen op de langere termijn waardecreatie van de onderneming. Bonussen die toch betrekking hebben op prestaties binnen een korte termijn dienen na toekenning nog enkele jaren "geparkeerd" te worden. Uitbetaling vindt alleen plaats bij voorzettende positieve prestaties gedurende een periode van drie jaar.
- d. Lange termijn bonussen moeten gebaseerd zijn op prestaties over een periode van 3-5 jaar die een reëel beeld geven van de waardecreatie binnen de vennootschap.
- e. Lange termijn bonussen in de vorm van aandelen behoren afhankelijk te zijn van vooraf vastgestelde, objectief meetbare en beïnvloedbare doelen. Aandelen worden onvoorwaardelijk toegekend indien na een periode van drie jaar aan de doelstellingen is voldaan. De meest bruikbare graadmeter om prestaties van een bedrijf te vergelijken met die van directe concurrenten is de TSR. Dit is het koersresultaat plus dividend van een onderneming over een bepaalde periode ten

opzichte van de beurskoers aan het begin van die periode. Een goede vergelijking is alleen mogelijk door een zorgvuldig gekozen groep vergelijkbare ondernemingen (*peer group*) op te stellen. In het beloningsbeleid wordt toegelicht waarom tot deze *peer group* is besloten.

- f. Nadat aandelen onvoorwaardelijk zijn toegekend, dienen bestuurders deze nog minimaal vijf jaar aan te houden om de belangen van bestuurders en aandeelhouders op één lijn te houden.
- g. *Claw back*/clausule: de raad van commissarissen dient de (discretionaire) bevoegdheid te hebben om een in een boekjaar toegekende (voorwaardelijke) variabele bezoldigingscomponent terug te vorderen indien deze is toegekend op basis van onjuiste financiële gegevens of in het geval van bijzondere omstandigheden. Onder deze *claw back*-clausule valt ook de bevoegdheid van commissarissen om de vertrekregeling bij te stellen.

Met betrekking tot ontwerpbeeping 3.1.2 stelt de VEB de volgende wijzigingen voor:

Bij het vaststellen van het beloningsbeleid worden in ieder geval de volgende aspecten meegewogen:

- i. *de doelstellingen ten aanzien van de strategie ter realisatie van lange termijn waardecreatie, zoals bedoeld in best practice bepaling 1.1.1;*
- ii. *de beloningsverhoudingen binnen de met de vennootschap verbonden onderneming;*
- iii. *de verhouding van de korte en lange termijn variabele beloningscomponent ten opzichte van de vaste beloningscomponent;*
- iv. *de ontwikkeling van de beurskoers van de aandelen over de lange termijn;*
- v. *in geval van beloning in aandelen, de voorwaarden van het aanhouden van deze aandelen op de lange termijn, maar met een minimum van vijf jaar na toekenning; en*
- vi. *de realisatie van vooraf bepaalde zoveel mogelijk kwantitatieve, objectief meetbare en beïnvloedbare doelstellingen en hoe deze zich verhouden tot de ontwikkelingen op de markt. (cursief en onderstreept toevoeging VEB);*

Claw back

De VEB steunt het voorstel van de Commissie om in het beloningsbeleid de parameters te specificeren op basis waarvan de vennootschap onder voorafgaand vastgestelde omstandigheden toegekende variabele beloningen kan terugvorderen of de hoogte neerwaarts kan bijstellen. De raad van commissarissen dient echter ook de mogelijkheid te hebben, mits voldoende onderbouwd, om tot een dergelijke terugvordering of neerwaartse aanpassing over te gaan in situaties die niet beschreven staan in het beloningsbeleid. Het is namelijk onmogelijk om bij de vaststelling in alle mogelijke situaties te voorzien. Dit dient aan bepaling *best practice* bepaling 3.1.4. te worden toegevoegd.

Rol van de algemene vergadering

De Code spreekt zich niet uit over de rol van aandeelhouders bij de vaststelling van het beloningsbeleid. De VEB is van mening dat het beloningsbeleid van een vennootschap ter goedkeuring moet worden voorgelegd aan de algemene vergadering. De algemene vergadering verleent voor een vastgesteld periode (maximaal 2-4 jaar) haar goedkeuring. Indien de raad van commissarissen tussentijds wijzigingen wil aanbrengen, vereisen deze de goedkeuring van de algemene vergadering. De raad van commissarissen moet aandeelhouders een adequate toelichting geven over nut en noodzaak van de voorgestelde wijziging(en).

Ook moeten speciale vergoedingen aan bestuurders (bijv. overnamebonussen) die buiten het door de algemene vergadering vastgestelde beloningsbeleid vallen separaat ter stemming aan de algemene vergadering worden voorgelegd.

De raad van commissarissen legt in het jaarlijkse remuneratierapport verantwoording af over het door haar gevoerde beloningsbeleid. Momenteel wordt door de Europese Commissie, het Europees Parlement en de Raad van de EU onderhandeld over de herziening van de Europese richtlijn inzake aandeelhoudersrechten. Hierin komt onder andere ‘*say on pay*’ aan de orde. Het is zo goed als zeker dat de algemene vergadering een stem zal worden toegekend, al dan niet bindend, over het remuneratierapport. Dat de Commissie heeft besloten dit niet op te nemen in de Code, vindt de VEB een gemiste kans.

Beloning commissarissen

De Commissie stelt voor een *best practice* bepaling te introduceren die stelt dat de beloning van commissarissen de tijdsbesteding en verantwoordelijkheden van de functie reflecteert. De VEB is het hiermee volledig eens. De hoogte van de beloning aan commissarissen moet in overeenstemming zijn met de verantwoordelijkheden die aan het commissariaat verbonden zijn. Die verantwoordelijkheden zijn sterk toegenomen. Dit geldt ook voor het afbreukrisico. De beloningen van commissarissen moeten daarom (in de regel) omhoog. Dit neemt niet weg dat een verhoging van de beloning voor commissarissen in het jaarverslag gemotiveerd moet worden met concrete argumenten die toezien op de endogene prestaties van de commissarissen in kwestie maar niet op exogene factoren zoals maatschappelijke trends. Waar aangesloten wordt op exogene factoren dienen deze niet alleen benoemd, maar ook gespecificeerd te worden. De enkele verwijzing naar bijvoorbeeld een *peer group* of een lijst *peers* bevat als zodanig te weinig informatie voor de algemene vergadering om tot een daadwerkelijk geïnformeerde beoordeling te leiden.

Tot slot, stelt de Commissie voor *best practice* bepaling III.7.1., dat bepaalt dat commissarissen niet in aandelen mogen worden beloond of rechten op aandelen mogen worden toegekend, te schrappen. Een dergelijke beloning in aandelen of rechten in aandelen kan ertoe leiden dat commissarissen bij het uitoefenen van toezicht hun eigen persoonlijke en financiële belangen te zwaar laten meewegen. Handhaving van de oude bepaling verdient daarom de voorkeur. Dat het commissarissen gewoonlijk vrijstaat de geldelijke beloning die zij ontvangen aan te wenden om aandelen aan te schaffen, is voor de VEB niet voldoende reden om dergelijk aandelenbezit aan te moedigen door beloningen in aandelen toe te staan.

6. De (algemene vergadering van) aandeelhouders

Stewardship Code

De Commissie pleit ervoor om bij een toekomstige herziening van de Code de mogelijkheden te verkennen om de in de Code opgenomen verantwoordelijkheden van aandeelhouders op te nemen in een zogenoemde *'stewardship code'*. De VEB vindt dat een beetje te zwak. Herzieningen van deze Code vinden vaak plaats met tussenpozen van een aantal jaren terwijl de discussie over *stewardship* van aandeelhouders reeds enige tijd wordt gevoerd. De Commissie is in de preambule duidelijk wat zij verwacht van 'betrokken aandeelhouders'. Voorheen was dit opgenomen in een afzonderlijk principe. Alhoewel de VEB zich afvraagt of met het verplaatsen van de tekst afbreuk wordt gedaan aan de waarde van hetgeen van aandeelhouders en institutionele beleggers wordt verwacht, kan de VEB zich in het doel en de strekking van de tekst goed vinden. Het is naar mening van de VEB ook gepast in een corporate governance code hierover een opmerking te maken.

Dat neemt voor de VEB niet weg dat het de voorkeur verdient om een afzonderlijk stewardship code te concipiëren en stakeholders daarover te consulteren. Het past bij het brede draagvlak dat bestaat voor de werkzaamheden van de Commissie om een eerste aanzet voor discussie over een stewardship code door deze commissie te laten opstellen. Daarbij kan aansluiting worden gezocht bij internationale richtlijnen over het gewenste gedrag van institutionele beleggers zoals de *Guidance on Institutional Investor Responsibilities* van het *International Corporate Governance Network*, de *United Nations Principles for Responsible Investment* en de *Code for External Governance* van de *European Fund and Asset Management Association*. De VEB verwijst ook graag naar nationale *Steward Codes* die vaak tot stand zijn gekomen na stevige inhoudelijke debatten. In Nederland heeft Eumedion reeds in juni 2011 *best practices* voor betrokken aandeelhouderschap opgesteld. In het Verenigd Koninkrijk is de *UK Stewardship Code* zelfs al een keer herzien. Andere voorbeelden zijn de codes in Canada, Zwitserland, Hong Kong, Italië, Japan, Zuid-Afrika, Kenia en Maleisië. Naar mening van de VEB zou een eerste aanzet voor discussie in de loop van 2017 opportuun zijn.

Verplichte goedkeuring bij karakter- of identiteitswijzigende besluiten

Besluiten die leiden tot een wezenlijke wijziging van het karakter of de identiteit van de onderneming dient het bestuur aan de algemene vergadering ter goedkeuring voor te leggen (artikel 2:107a BW). In een drietal concrete gevallen wordt in ieder geval aangenomen dat van zo een wijziging sprake is. Artikel 2:107a BW laat veel ruimte voor interpretatie.

De ratio achter verplichte aandeelhoudersgoedkeuring is dat wanneer de identiteit of het karakter van de onderneming wezenlijk wijzigt, dit ertoe leidt dat de aandeelhouder in feite aandelen gaat houden in een andere onderneming. Investeringsbeslissingen voor de vennootschap zijn aan het bestuur; investeringsbeslissingen voor de aandeelhouder aan de aandeelhouder zelf.

Gelet op de open formulering van artikel 2:107a BW is het voor het bestuur niet altijd helder of goedkeuring geboden is. Daarom worden bij twijfel de besluiten vaak voor de zekerheid voorgelegd aan de algemene vergadering. Voor zover de VEB kan nagaan leidt dit nooit blokkering van het besluit.

De praktijk om bij twijfel over de juiste interpretatie van artikel 2:107a BW goedkeuring te vragen aan de algemene vergadering, verdient vastlegging in de herziene Code.

De VEB adviseert een nieuwe *best practice* bepaling 4.1.4 in te voegen. De voorgestelde ontwerpbeepaling 4.1.4 wordt dan 4.1.5 etcetera.

4.1.4 Goedkeuringsrecht algemene vergadering

Wanneer het bestuur redelijkheidshalve aanleiding ziet voor twijfel over de vraag of een besluit onderworpen is aan de goedkeuring van de algemene vergadering, als bedoeld in artikel 2:107a BW, dan legt het bestuur dit besluit ter goedkeuring aan de algemene vergadering voor. (cursief en onderstreept toevoeging VEB);

Besluit het bestuur een beslissing ter goedkeuring voor te leggen aan de algemene vergadering, dan pleegt enkel de informatie te worden verschaft zoals gebruikelijk is bij informering van de algemene vergadering. Laatstelijk constateerde de VEB dit bij de overname door Royal Dutch Shell Plc. van BG Group Plc. Een dergelijk niveau van informatievoorziening doet naar de overtuiging van de VEB geen recht aan de ratio van de verplichte aandeelhoudersgoedkeuring: de aandeelhouder moet zelf kunnen beslissen wanneer het in essentie om zijn eigen investering gaat.

Het verdient in zo'n geval aanbeveling een hoger niveau en een grotere omvang van informatievoorziening te vereisen. Dat vergt meer tijd en kosten dan normaal, maar dat vindt mede rechtvaardiging in de impact van het voorliggende besluit en de hiervoor beschreven aard van het goedkeuringsrecht. De kosten van de extra informatievoorzieningen zullen overigens in het niet vallen bij de overige kosten die met de desbetreffende beslissing gepaard gaan.

De inhoud van de aan de algemene vergadering te verstrekken informatie beslaat in ieder geval de onderwerpen die de VEB hiervoor heeft beschreven, maar dan geplaatst in het licht van het voorgenomen besluit. Betreft het besluit een fusie met een branchegenoot, dan voorziet het bestuur de algemene vergadering met betrekking tot de concurrentieanalyse van een uiteenzetting van de positie van de nieuwe combinatie op de betrokken markten (geografisch, maar ook qua product); de redenen waarom het fusiebedrijf een beter duurzaam concurrentievoordeel kan behalen, maar ook de bedreigingen daarvan.

De VEB adviseert een nieuwe *best practice* bepaling 4.2.8 in te voegen:

4.2.8 Informatieverstrekking bij goedkeuringsrecht algemene vergadering

Voorafgaand aan een (bijzondere) algemene vergadering waarin een of meer besluiten als bedoeld in artikel 2:107a BW geagendeerd zijn, verstrekt het bestuur aan de algemene vergadering de informatie die de algemene vergadering in staat stelt om tot een gedetailleerd oordeel te komen over de strategische, financiële en organisatorische kansen en risico's van de met het voor goedkeuring voor te leggen besluit in te zetten verandering. In het algemeen overtreft de omvang en mate van detail van deze informatie die van de gebruikelijke informatie voor de algemene vergadering. (cursief en onderstreept toevoeging VEB);

Responstijd

De responstijd is geïntroduceerd om het bestuur voldoende tijd te geven voor beraadslaging. Door de lange maximale duur van de redelijke termijn voor respons van 180 dagen heeft de Code feitelijk een soort 'afkoelingsperiode' geïntroduceerd. Daartegen bestaat een formeel

bezwaar: een dergelijke termijn lijkt onverenigbaar met de in artikel 2:114a BW verankerde verplichting om het voorgestelde onderwerp te agenderen wanneer dit uiterlijk zestig dagen voor de algemene vergadering is ontvangen. Er zijn ook wezenlijker bezwaren. Binnen deze periode is beraad mogelijk, maar kan het bestuur ook andere mechanismen in stelling brengen om het de 'lastige' aandeelhouder moeilijk te maken. Denk daarbij aan het oplijnen van aandeelhouders aan de kant van het bestuur. Voor dat laatste is de responstijd niet bedoeld, want met een dergelijke strategie wordt afgedaan aan de (wettelijke) positie van de aandeelhouder. Ook komt dit ten koste van het primaat van de algemene vergadering. Dat acht de VEB onwenselijk en in strijd met de geest van de wet en de Code.

Een dergelijke responstijd is ook onnodig. Een deskundig en ervaren bestuur dat toegerekend is op zijn taak wordt niet noemenswaardig verrast door de agendering van onderwerpen die tot wijziging van de strategie van de onderneming leiden. Aan een weldoordachte strategie, gaat ook het onderkennen en doordenken van de mogelijke alternatieven vooraf. Bij *good governance* hoort evenzeer het regelmatig herijken van de gekozen strategie. Of de onderneming goed functioneert; of de uitwerking van een strategie voldoende vlot en of deze vruchten afwerpt zijn alle vragen die het bestuur zich zeer regelmatig behoort te stellen. Bovendien heeft het bestuur de nodige interne en externe hulptroepen ter beschikking. Op ieder te agenderen onderwerp betreffende de onderneming moet het bestuur snel, maar ten hoogste binnen een paar weken kunnen reageren.

Certificering (algemeen)

De VEB is pleitbezorger van het ook door de Commissie onderschreven uitgangspunt (principe 4.1) dat de algemene vergadering een volwaardige rol moet spelen in het systeem van de *checks and balances* binnen de onderneming.

Een van de voornaamste doelstellingen van de code Tabaksblat en de in 2008 herziene versie was het verbeteren van de positie van aandeelhouders door hun reële zeggenschap te geven overeenkomstig het 'one share one vote' principe.

Certificering van aandelen is echter bij uitstek een constructie waarbij geen sprake is van het 'one share one vote' beginsel. De VEB is daarom principieel tegenstander van certificering. Bij certificering worden de economische en juridische rechten die aan een aandeel zitten 'ontkoppeld'. Een certificaathouder heeft wel de economische rechten (dividend, claimrechten, liquidatie-uitkering), maar in beginsel geen stemrechten.

Die stemrechten liggen bij een aan de vennootschap gelieerd administratiekantoor. Een administratiekantoor is geen kapitaalverschaffer, maar in de praktijk wel een invloedrijke medebeslisser. Tijdens de algemene vergadering stemt het administratiekantoor op alle certificaten waarvoor certificaathouders niet zelf het stemrecht opvragen. In de praktijk betekent dit dat het administratiekantoor van bijvoorbeeld Unilever tijdens de algemene vergadering van 2015 36 procent van alle stemrechten had. Bij ING – dat inmiddels bekend heeft gemaakt certificering te zullen opheffen na de algemene vergadering 2016 – was dat 43 procent.

Het administratiekantoor heeft geen financiële investering in de onderneming maar vertegenwoordigt wel een significant stemmenpakket. Daarmee is het administratiekantoor in de ogen van de VEB een ongecontroleerde machtsfactor. Certificering leidt daarom tot een

structurele verstoring in de zeggenschapsverhoudingen (in de algemene vergadering) bij bedrijven.

Voorstellen Commissie ongewenst en inconsistent

In de huidige Code is bepaald dat certificering niet wordt gebruikt als beschermingsmaatregel.

In dit kader begrijpt de VEB de intentie van de Commissie niet om certificering van aandelen als beschermingsmaatregel in de toekomst wel toe te staan.

De ommezwaai stimuleert beursvennootschappen met certificering van aandelen niet langer om de precieze wijze waarop certificering bij hun in praktijk werkt, te verbeteren. Bovendien gaat van dat voorgestelde nieuwe uitgangspunt een ongewenste precedentwerking uit.

In geval van bijvoorbeeld een mogelijke overname meent de Commissie dat het administratiekantoor geen stemvolmacht hoeft te verlenen aan certificaathouders, terwijl dit volgens de VEB nu juist een cruciaal moment in het beursbestaan is waarop certificaathouders die stem zelf moeten kunnen uitbrengen.

De Commissie stelt voor dat ‘certificering van aandelen enkel wordt gebruikt als beschermingsmaatregel voor zover certificering dienstig is aan lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming’. Daarmee kiest de Commissie voor een significant andere opstelling die haaks staat op het ‘*one share one vote*’ uitgangspunt. Ook kunnen kapitaalverschaffers in die situatie niet een volwaardige rol in het besluitvormingsproces van de vennootschap in de algemene vergadering vervullen, terwijl de Commissie aangeeft dat kapitaalverschaffers die volwaardige rol nu juist wel moeten hebben.

Ook de motivering van de Commissie voor deze voorgestelde aanpassing gaat volgens de VEB mank. Zo stelt de Commissie dat ‘de opvatting dat certificering van aandelen niet gebruikt wordt als beschermingsmaatregel zich volgens de Commissie niet meer verhoudt tot de praktijk’. Daaraan voegt de Commissie toe dat ‘certificering in bepaalde gevallen wel degelijk als beschermingsmaatregel wordt gebruikt’.

De Commissie legitimeert certificering derhalve door te wijzen naar de praktijk. Dat is een onjuiste opstelling. De Code dient sturing te geven aan de praktijk, niet andersom, zoals de Commissie doet. Bovendien stelt de Commissie geen eisen aan beursvennootschappen ten aanzien van de verantwoording richting kapitaalverschaffers waarom de certificering in het ondernemings specifieke geval ‘dienstig is aan lange termijn waardecreatie’.

Ten slotte het volgende. Uit het jaarlijkse VEB-onderzoek naar beschermingsconstructies van in Nederland genoteerde beursvennootschappen (certificering, preferente aandelen, structuurregime, agenderingsrecht, prioriteitsaandelen, bindende voordrachten voor benoeming bestuurders en/of commissarissen) blijkt inderdaad dat enkele beursvennootschappen certificering als beschermingsconstructie inzetten. Voorbeelden zijn het recent aan de beurs genoteerde ABN Amro, maar ook bedrijven als Fugro, TKH Holding en Reesink.

VEB bezwaren certificering

De Commissie zou het als haar taak moeten beschouwen om de wijze waarop administratiekantoren in de praktijk functioneren, te verbeteren. Hiertoe zal de VEB in de

volgende paragraaf enkele voorstellen doen. Hieronder zet de VEB allereerst haar bezwaren tegen certificering nogmaals uiteen.

- a. De aanzienlijke macht van het bestuur van het administratiekantoor, dat gemiddeld zo'n 40 procent van de stemmen in de algemene vergadering uitoefent.
- b. De dientengevolge te beperkte invloed van certificaathouders (lees: de daadwerkelijke kapitaalverschaffer) in de algemene vergadering.
- c. De omstandigheid dat de leden van het bestuur van het administratiekantoor benoemd worden als gevolg van een niet democratisch coöptatiemodel (bestuur draagt eigen leden voor) en nooit afkomstig zijn uit certificaathouderskringen.
- d. Het feit dat besturen van administratiekantoren onvoldoende verantwoording afleggen over hun functioneren. De administratiekantoren van Brill en Eurocommercial Properties hebben zelfs nog nooit een vergadering van certificaathouders willen houden. Fugro en Reesink in de afgelopen tien jaar pas één keer.
- e. De constatering dat nog nooit door een bestuur van een administratiekantoor in een algemene vergadering tegen een bestuursvoorstel is gestemd. Hieruit kan worden afgeleid dat besturen van administratiekantoren – tenminste gemiddeld gesproken – onvoldoende kritisch zijn.
- f. Het uitschakelen van het tegenwicht van de algemene vergadering, waardoor de noodzakelijke “checks and balances” ontbreken.
- g. Het waardedrukkende effect van certificering. Het CPB becijferde dat effect in het kader van de beursgang van ABN Amro onlangs nog op 1,5 miljard euro, ofwel 10 procent van de verwachte – initiële – beurswaarde.
- h. De – indien certificering expliciet als beschermingsmaatregel wordt gebruikt (bijvoorbeeld bij Fugro, Eurocommercial Properties, TKH Holding en Brill) - beschikbaarheid van betere alternatieven. Dat wil zeggen, beschermingsmaatregelen die in vreedstijd geen werking hebben. Denk hier aan een Stichting Preferente Aandelen.
- i. Bestuurders van het administratiekantoor ontvangen hun jaarlijkse vergoeding van de vennootschap. Daardoor alleen al is hun onafhankelijkheid kwetsief.

VEB voorstellen bij certificering

De VEB is van oordeel dat de Commissie er goed aan zou doen wél nadere richting te geven aan beursvennootschappen met certificering van aandelen door middel van enkele aanvullingen op bestaande *best practice* bepalingen. Op die wijze kunnen enkele leemtes worden aangepakt.

De VEB zal onderstaand suggesties aandragen voor aangepaste *best practice* bepalingen inzake certificering. Wij hebben ons voor deze suggesties gebaseerd op de gang van zaken bij administratiekantoren in afgelopen jaren en op ervaringen van de VEB sinds het inwerkingtreden van de Code in 2004. De VEB is veelal aanwezig bij vergaderingen van certificaathouders waarin met het administratiekantoor kan worden gediscussieerd over haar functioneren en de gang van zaken bij de onderneming.

Alhoewel het uitgangspunt van de VEB blijft dat certificering van aandelen bij beursvennootschappen ongewenst is, zal opname van onderstaande suggesties in de herziene Code naar verwachting bijdragen aan een beter functionerend administratiekantoor en een betere verantwoording richting beleggers over hun werkwijze. Dat is essentieel en noodzakelijk: een administratiekantoor heeft zoals reeds gememoreerd een significante stemmenmacht in de algemene vergadering, maar geeft op dit moment nog onvoldoende inzicht in haar werkzaamheden en analyse van de onderneming in kwestie.

- a. het administratiekantoor organiseert jaarlijks een vergadering van certificaathouders.

In die vergadering van certificaathouders legt het bestuur van het administratiekantoor verantwoording af over haar werkzaamheden gedurende het boekjaar. Daaronder valt in ieder geval een inhoudelijke motivering van het stemgedrag van het administratiekantoor in de algemene vergadering en de besproken onderwerpen tijdens ontmoetingen van het administratiekantoor met het bestuur en/of commissarissen.

Ook het geven van een onderbouwde mening van het administratiekantoor over bijvoorbeeld de bedrijfsstrategie, de concurrentiepositie, het dividendbeleid en de risico's zal bijdragen aan het kunnen beoordelen van het bestuur van het administratiekantoor door certificaathouders. Die elementen neemt het administratiekantoor eveneens op in haar jaarlijkse verslag.

In de huidige praktijk geeft het administratiekantoor in haar jaarlijkse verslag en tijdens de vergadering van certificaathouders nauwelijks inzicht in haar werkzaamheden en de gemaakte analyse van de bedrijfsstrategie en de resultaten. Ook ieder inzicht in de besproken thema's met bestuur en/of commissarissen ontbreekt, terwijl dit wel cruciaal is voor het kunnen beoordelen van het bestuur van het administratiekantoor.

- b. het bestuur van het administratiekantoor geniet het vertrouwen van certificaathouders. Ten minste eenmaal per jaar legt het administratiekantoor aan de vergadering van certificaathouders ter stemming voor of zij het vertrouwen van certificaathouders geniet.

Alle administratiekantoren (en de ondernemingen in kwestie, zoals Unilever, ING en Telegraaf Media Groep) stellen het vertrouwen van certificaathouders te hebben, terwijl dat formeel nimmer is gegeven.

De huidige Code bepaalt slechts dat het bestuur van het administratiekantoor het vertrouwen van certificaathouders dient te hebben, maar bepaalt op dit moment niet wanneer kan worden vastgesteld dat dit vertrouwen ook daadwerkelijk is verkregen. De VEB meent dat hiervan uitsluitend sprake kan zijn indien dit onderwerp in de vergadering van certificaathouders formeel in stemming is gebracht. Hierbij merken wij volledigheidshalve op dat het administratiekantoor zich bij een dergelijke stemming uiteraard afzijdig dient te houden, aangezien zij anders goedkeuring verleent over haar eigen functioneren.

De Code dient voorts duidelijk aan te geven dat de vertrouwenskwestie moet worden geagendeerd en in stemming wordt gebracht. De meeste administratiekantoren blijken hiertoe – de afgelopen tien jaar overziend - niet op vrijwillige basis bereid.

- c. een bestuurder van het administratiekantoor kan maximaal tweemaal voor een periode van vier jaar zitting hebben in het bestuur van het administratiekantoor.