

Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht

van de

Nederlandse Orde van Advocaten

en de

Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie

Reactie inzake consultatie met betrekking tot het concept rapport van juni 2008 van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code over de evaluatie en actualisering van de Nederlandse Corporate Governance Code ("concept rapport")

1. INLEIDING

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten en de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie ("Gecombineerde Commissie") gaat niet in op de politieke keuzes die in het concept rapport gemaakt worden, maar wil graag een aantal kanttekeningen plaatsen bij onduidelijkheden en juridische aspecten van het concept rapport.

2. ALGEMENE OPMERKINGEN

2.1. Vennootschappelijk belang

De Gecombineerde Commissie vraagt aandacht voor de spanning die inherent is aan het stakeholdermodel tussen enerzijds de regel dat het bestuur en de raad van commissarissen bij hun besluitvorming dienen uit te gaan van het belang van de vennootschap en alle daarbij betrokkenen en anderzijds het feit dat ze over hun handelen verantwoording moeten afleggen aan aandeelhouders die mogen uitgaan van hun eigen belang. Deze aan het stakeholdermodel inherente spanning manifesteert zich op diverse fronten, zoals de wens van aandeelhouders dat de prestatiecriteria van bestuurders zoveel mogelijk zodanig worden gekozen dat het

belang van bestuurders optimaal "aligned" is met aandeelhoudersbelangen (via beloning gerelateerd aan aandelen), het afleggen van verantwoording aan de aandeelhouders over (de uitvoering van) het beleid en de strategie, in overnamesituaties en in de mogelijkheid van de aandeelhoudersvergadering de commissarissen, en bij niet structuur vennootschappijen ook het bestuur, te ontslaan en te benoemen wanneer aandeelhouders willen dat het door hen gewenste beleid wordt geïmplementeerd. Dit spanningsveld komt ook tot uitdrukking daar waar de Ondernemingskamer een "standstill" beveelt en partijen zonder daarbij over een duidelijk juridisch richtsnoer te beschikken gedwongen zijn in overleg met elkaar tot een oplossing te komen, zoals bij Stork en ASMI. Hoewel het concept rapport onderkent dat enerzijds het bestuur en de raad van commissarissen uit moeten gaan van een ander samenstel van belangen dan de aandeelhouders, spreekt het concept rapport niet uit dat deze aan het stakeholdermodel inherente spanning een probleem oplevert bij het vinden van regels over de wijze waarop de diverse stakeholders met elkaar dienen om te gaan. De Gecombineerde Commissie onderkent dat het niet zo eenvoudig is een oplossing voor dit probleem te bedenken indien men enerzijds het stakeholdermodel wil handhaven en anderzijds niet de paria wil worden van de internationale kapitaalmarkten. Door het probleem echter niet te onderkennen komt er ook niet een goede discussie op gang die wellicht wel tot bepaalde verbeteringen van het stelsel zou kunnen leiden.

2.2. Prestatiecriteria voor de bezoldiging van bestuurders

Er is in het concept rapport veel aandacht voor de hoogte van de bestuurdersbeloning en de transparantie ten aanzien van die beloning en de samenstelling ervan. Er is echter slechts weinig aandacht voor de aard van de prestatiecriteria en voor de vraag of de aard van de in de praktijk gehanteerde criteria en de mate waarin de hoogte van de beloning van de verschillende criteria afhankelijk is, voldoende recht doet aan het stakeholdermodel dat we in Nederland zeggen na te streven. Of dat deze criteria in de praktijk juist te weinig recht doen aan een alignment van bestuurdersbelangen met aandeelhoudersbelangen, zoals de in het concept rapport bedoelde en door de Monitoring Commissie geraadpleegde buitenlandse beleggers kennelijk menen. Zie voor de opvatting van deze beleggers o.a. pagina 8 van het concept rapport waar wordt gemeld dat de meerderheid van de geraadpleegde buitenlandse institutionele beleggers meent dat een groter deel van de beloning van bestuurders zou moeten bestaan uit of gekoppeld zou moeten zijn aan aandelen.

Principe II.2 zegt in de tweede alinea weliswaar dat de bezoldigingsstructuur zodanig moet zijn "dat zij de belangen van de vennootschap op middellange en lange termijn bevordert" en de nieuwe best practice bepaling II.2.10.h zegt

bovendien dat het remuneratierapport een verantwoording dient te bevatten van "de relatie tussen gekozen prestatiecriteria en de gehanteerde strategiedoelstellingen", maar uit het concept rapport wordt niet duidelijk of de Monitoring Commissie meent dat de Nederlandse beursvennootschappen met de keuze van hun prestatiecriteria en met name ook de mate waarin de hoogte van de beloning van deze verschillende criteria afhankelijk is, wel recht doen aan het ook door de Monitoring Commissie gehanteerde uitgangspunt dat het bestuur het vennootschappelijk belang als leidraad moet nemen. In dit kader zou het ook interessant zijn de mening te vernemen van de Monitoring Commissie of conform de wens van de geraadpleegde buitenlandse aandeelhouders de aandelencomponent in de beloning zou moeten toenemen. In ieder geval kan geconstateerd worden dat in de paar gevallen die in het kader van zogenaamd excessieve beloningen sterk de aandacht hebben getrokken, sprake was van een beloning die voor verreweg het grootste deel afhankelijk was van de aandelencomponent.

2.3. Opvattingen en aanbevelingen van de Monitoring Commissie die ze niet heeft opgenomen in de Code

Het valt op dat er in het concept rapport een aantal opvattingen en aanbevelingen van de Monitoring Commissie staat over hoe vennootschappen zich moeten gedragen die niet terugkomen in de aanpassingsvoorstellen voor de Code zelf. Het gaat hier om citaten uit eerdere concept rapporten en om opmerkingen die staan in de toelichtingen die horen bij de diverse aanpassingsvoorstellen. Hieronder in de reactie van de Gecombineerde Commissie (zie met name para. 3.3 eerste twee alinea's en para. 4.2) zal op een aantal van deze opvattingen en aanbevelingen worden gewezen. Het opnemen van dergelijke opvattingen en aanbevelingen in de tekst van het concept rapport maar niet in de Code zelf schept onduidelijkheid. Indien bijvoorbeeld de Monitoring Commissie aanbevelingen citeert uit eerdere concept rapporten en, zonder daarvan afstand te nemen, deze aanbevelingen niet opneemt in de Code doet dat de vraag rijzen wat er van de betrokken vennootschappen wordt verwacht. In dit kader is niet onbelangrijk dat de rechter er reeds blijk van heeft gegeven dat de uit de Code blijkende opvattingen omtrent goede Corporate Governance invulling kunnen geven aan in Nederland geldende rechtsnormen. Indien de Monitoring Commissie meent dat betrokken vennootschappen conform de geventileerde opvattingen en aanbevelingen zouden moeten handelen, verdient het aanbeveling die in de Code zelf op te nemen. Dat zou in ieder geval de effectiviteit van de aanbevelingen vergroten.

3. HOOFDSTUK 2: HET BESTUUR

3.1. Bepaling II.2.7 - Vertrekvergoeding

Artikel 7:681 BW regelt dwingendrechtelijk de schadevergoeding in geval van kennelijk onredelijke opzegging van een arbeidsovereenkomst. In dat artikel worden dezelfde woorden "kenmerkend onredelijk" gebruikt als in de best practice bepaling II.2.7. De rechter stelt daarbij de hoogte van de schadevergoeding op een zodanig niveau vast dat daarmee naar het oordeel van de rechter voldoende compensatie wordt geboden voor het kenmerkend onredelijk ontslag. Dat geldt ook indien in het arbeidscontract een maximum vergoeding is opgenomen. De rechter zal met die maximum vergoeding rekening houden doch kan er vanaf wijken indien hem dat geboden lijkt. De eerste zin van de desbetreffende best practice bepaling ziet kenmerkend op hetgeen in arbeidscontracten met bestuurders geregeld zou moeten worden. De tweede zin lijkt echter te zien op de situatie zoals die zich voordoet ten tijde van het ontslag. Indien alsdan de omstandigheden zodanig zijn dat het ontslag kenmerkend onredelijk is zal krachtens het arbeidsrecht compensatie worden geboden voor die onredelijkheid. De tweede zin van de best practice bepaling lijkt dat echter alleen dan te willen toestaan indien het ontslag in de eerste benoemingstermijn plaatsvindt. Het arbeidsrecht kent echter deze beperking niet en zij zal voor de rechter dan ook geen leidraad mogen zijn. De Gecombineerde Commissie meent dan ook dat de woorden "die in zijn eerste benoemingstermijn wordt ontslagen" beter kunnen worden geschrapt. Die woorden kunnen leiden tot onnodige en onterechte verwijten aan het adres van een raad van commissarissen die een ontslagvergoeding regelt boven het maximum van één jaar indien die raad advies heeft ontvangen dat anders het ontslag kenmerkend onredelijk zou zijn. Het is een regel waarmee een raad van commissarissen in de praktijk niet goed kan werken. De Gecombineerde Commissie realiseert zich dat er een voorontwerp van wet ligt waarin het kabinet wil regelen dat de relatie tussen vennootschap en bestuurder niet langer gekwalificeerd wordt als een arbeidsrelatie, maar tegen dat voorstel is terecht veel oppositie en het lijkt verstandig niet in de Code vooruit te lopen op een mogelijke afschaffing van de arbeidsrelatie van bestuurders met hun vennootschappen.

In dezelfde best practice bepaling II.2.7 stelt de Monitoring Commissie voor het woord "onvrijwillig" te schrappen "om te voorkomen dat de bepaling eenvoudig kan worden ontweken door een vertrek niet als "onvrijwillig" aan te merken. Dezelfde redenering kan echter worden toegepast op het in de bepaling voorkomende woord "voortijdig". De Gecombineerde Commissie neemt aan dat het woord "voortijdig" doelt op een vertrek gedurende een lopende benoemingstermijn. Hoewel bij deze interpretatie nog wel een paar arbeidsrechtelijke kanttekeningen zijn te plaatsen, zou aldus strikt genomen bij

een letterlijke interpretatie van de bewuste bepaling het de raad van commissarissen vrijstaan de bestuurder bij gebreke van een herbenoeming alsnog een vergoeding mee te geven die het maximum te boven gaat.

3.2. Bepalingen II.2.8a en 8b - Nadere invulling bevoegdheid raad van commissarissen bij bezoldigingsbeleid

De bepaling II.2.8a en b wekken ten onrechte de indruk dat de raad van commissarissen een eenmaal toegekende beloning achteraf zomaar zou kunnen wijzigen indien hij van oordeel is dat de uitkomst vanwege bijzondere omstandigheden onbillijk is. Zoals de Monitoring Commissie ook zelf lijkt te onderkennen zal de raad dat alleen kunnen doen indien hij bij de toekenning van de beloning dat voorbehoud heeft gemaakt. Het lijkt daarom beter deze bepaling zodanig te formuleren dat de desbetreffende bevoegdheid in nieuwe bezoldigingscontracten met bestuurders moet worden opgenomen en dat bij reeds bestaande bezoldigingscontracten de desbetreffende bevoegdheid bij het toekennen van nieuwe voorwaardelijke variabele bezoldigingscomponenten of de wijziging daarvan, moet worden voorbehouden. De Gecombineerde Commissie leest deze bepaling voorts zo dat deze alleen van toepassing is op omstandigheden die zich kunnen voordoen (en tot onbillijke uitkomsten kunnen leiden) in de periode van de vesting van voorwaardelijke variabele bezoldigingscomponenten en dat deze bepaling niet van toepassing is op eventuele omstandigheden en "onbillijke uitkomsten" die zich zouden kunnen voordoen tijdens een lock-up periode van onvoorwaardelijk toegekende bezoldigingscomponenten.

3.3. Bepaling II.2.10 - Inhoud remuneratierapport

Het valt op dat de Monitoring Commissie op pagina 53 memoreert dat zij in haar concept rapport van december 2005 heeft aanbevolen dat het remuneratierapport inzicht moet verschaffen in een aanduiding van de kwantitatief meetbare prestatiecriteria met als uitzondering "voorzover overwegingen van concurrentiegevoeligheid zich daar niet tegen verzetten". Deze uitzondering wordt niet vermeld in de Code.

Voorts wordt er op pagina 53 eveneens geciteerd uit het concept rapport van december 2007 dat het door de raad van commissarissen gehanteerde beleid ten aanzien van de maximale verhouding tussen de vaste en de variabele beloning door de vennootschap openbaar gemaakt moet worden en dat de raad van commissarissen interne richtlijnen voor een beloningsplafond voor het totale beloningspakket van leden van de raad van bestuur zou moeten hanteren. De

Monitoring Commissie geeft niet aan waarom ze deze eerdere aanbevelingen niet heeft opgenomen in de Code. Weliswaar is er in bepaling II.2.10 sub c sprake is van een bandbreedte waarbinnen het toegekende *aantal* voorwaardelijk en/of opties minimaal en maximaal kan komen te liggen, doch aantallen geven nog geen indicatie ten aanzien van mogelijke verdiensten in bedragen, waarvan wel sprake zou zijn bij het hanteren van een beloningsplafond of het hanteren van een maximale verhouding tussen de vaste en variabele beloning. De Gecombineerde Commissie vraagt zich af of de Monitoring Commissie met deze formulering bewust van haar eerdere aanbevelingen afwijkt.

Voorts valt op dat in het remuneratierapport volgens paragrafen g en i van bepaling II.2.10 een beschrijving gegeven moet worden van "gespecificeerde en objectief kwantificeerbare prestatiecriteria" enerzijds en discretionair door de raad van commissarissen vast te stellen variabele bezoldiging anderzijds. Denkbaar is echter dat er met name kwalitatieve prestatiecriteria zijn die weliswaar niet objectief kwantificeerbaar zijn, maar toch ook niet geheel ter discretie staan van de raad van commissarissen. De Gecombineerde Commissie neemt aan dat ook van die prestatiecriteria een beschrijving zou moeten worden gemaakt. Dit kan worden verduidelijkt door in II.2.10.i de woorden "dat discretionair door de raad van commissarissen kan worden vastgesteld" te vervangen door de woorden "dat niet objectief kwantificeerbaar is".

3.4. Bepaling II.2.11 - Openbaarmaking belangrijkste elementen uit bestuurderscontract

Deze belangrijkste elementen dienen onverwijld na het sluiten van het contract te worden gepubliceerd. De Gecombineerde Commissie vraagt zich af of de Monitoring Commissie met "het sluiten" ook doelt op het aanbrengen van belangrijke wijzigingen in het contract. Indien de Monitoring Commissie dat niet voor ogen heeft doet de vraag zich voor of belangrijke wijzigingen niet evenals eenmalige bijzondere uitkeringen en vertrekvergoedingen jaarlijks in het remuneratierapport zouden moeten worden vermeld.

3.5. Correctie

Op de achtste regel van de eerste alinea op pagina 60 van het concept rapport wordt gesproken over "de lock-up periode" Dit moet zijn de vestingperiode

4. HOOFDSTUK 3: RAAD VAN COMMISSARISSEN

4.1. Bepaling III.3.4 - Beperking in aantal commissariaten

Deze bepaling dat één persoon niet meer dan vijf commissariaten mag hebben bij *Nederlandse* beursgenoteerde vennootschappen wordt ongetwijfeld niet alleen ingegeven door de in de toelichting genoemde wenselijkheid het "old boys network" te doorbreken maar ook om te bevorderen dat iemand voldoende tijd kan besteden aan zijn commissariaat bij de desbetreffende vennootschap. Deze beschikbare tijd wordt niet alleen beïnvloed door commissariaten bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen maar ook door overige bezigheden van de desbetreffende persoon. Wat dat betreft blijft de verwijzing naar alleen commissariaten bij Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen enigszins merkwaardig aandoen. De Monitoring Commissie constateert dat de desbetreffende bepaling goed werkt, doch gaat daarbij waarschijnlijk met name af op het feit dat diverse commissarissen hun commissariaten bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen hebben opgezegd teneinde aan het maximum te voldoen. Daarmee is echter nog niet gezegd dat ze ook voldoende tijd vrijmaken voor hun commissariaten. Gelet op de toenemende bemoeienis met de vennootschap die tegenwoordig van commissarissen wordt verwacht, zou het geen kwaad kunnen het algemene uitgangspunt te formuleren dat commissarissen bij het aannemen van andere werkzaamheden en functies er mee rekening houden dat ze voldoende tijd overhouden voor het goed vervullen van hun taken bij de vennootschap. Desgewenst zou daaraan kunnen worden toegevoegd dat ze in ieder geval niet meer dan vijf commissariaten bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen zullen accepteren. Er zijn op dit moment nogal wat commissarissen bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen die commissariaten bij buitenlandse beursfondsen of bij niet genoteerde vennootschappen vervullen of die andere tijdrovende werkzaamheden hebben.

4.2. Bepaling III.4.2. - (oud) bestuurder geen voorzitter van de raad van commissarissen

In de toelichting bij deze bepaling zegt de Monitoring Commissie nogal stellig dat een vennootschap die deze best practice niet toepast in zijn uitleg mede informatie moet geven over eventuele voorzorgsmaatregelen die zijn getroffen. Deze opvatting blijkt niet uit de best practice bepaling zelf. De Gecombineerde Commissie verwijst in dit verband naar haar opmerking in paragraaf 2.3 van deze reactie.

4.3. Bepaling III.6 - tegenstrijdige belangen

Het op pagina 72 gegeven voorbeeld van een persoonlijk belang van een bestuurder dat strijdig zou kunnen zijn met dat van de vennootschap, te weten de situatie waarin een bestuurder bij een overname een functie krijgt in de overnemende vennootschap is ongelukkig gekozen. Het is vrij gebruikelijk dat

bestuurders van overgenomen vennootschappen functies aangeboden krijgen bij de overnemende vennootschap. De Ondernemingskamer heeft in haar uitspraak van 17 april jl. in de ABN AMRO zaak beslist dat een dergelijke functie op zich nog niet leidt tot een tegenstrijdig belang. Als dat wel het geval zou zijn zou bovendien evenzeer geredeneerd kunnen worden dat bestuurders en commissarissen die in het kader van een overname hun functie bij de over te nemen vennootschap zullen verliezen, evenzeer een tegenstrijdig belang hebben. Het lijkt beter hier het voorbeeld te geven van bestuurders die in het kader van een public-to-private transactie (overname door een private equity partij) een substantieel belang gaan nemen in het acquisitievehikel.

5. HOOFDSTUK 4: DE (ALGEMENE VERGADERING VAN) AANDEELHOUDERS

5.1. Inleiding

Op pagina 76 van het concept rapport meent de Monitoring Commissie dat de bij de vennootschap bekende stemmen en/of stemvolmachten (waarmee we aannemen dat ook bedoeld wordt de richting waarin zal worden gestemd) niet voorafgaand aan de algemene vergadering behoeven te worden gepubliceerd. Heeft de Monitoring Commissie deze opvatting ook ten aanzien van bekendmaking tijdens de vergadering, bijvoorbeeld voordat er gestemd wordt?

5.2. Bepaling IV.1.1 - Doorbreken bindende voordracht/voorstel tot ontslag

In de toelichting op deze bepaling zegt de Monitoring Commissie dat ze in haar advies van 2007 heeft aanbevolen "de statutaire vrijheid van de vennootschappen om nadere eisen te stellen aan de besluitvormingen bij het ontslag van bestuurders en/of commissarissen te handhaven". Hetzelfde had de Monitoring Commissie kunnen zeggen ten aanzien van een bindende voordracht met betrekking tot een bestuurder wiens (her)benoeming op de agenda staat. De door de Monitoring Commissie bedoelde statutaire vrijheid wordt echter beperkt door best practice bepaling IV.1.1 die voorschrijft dat aan de voor een doorbreking van een bindende voordracht voor een benoeming dan wel voor een ontslag zonder daartoe strekkend voorstel van de RvC benodigde meerderheid geen eis gesteld kan worden dat het daardoor vertegenwoordigde gedeelte van het geplaatste kapitaal hoger moet zijn dan 1/3 van dat kapitaal. De conclusie van de Monitoring Commissie dat ze geen aanleiding ziet voor te stellen deze best practice bepaling IV.1.1 te wijzigen lijkt dan ook niet geheel in overeenstemming met haar eerdere uitspraak dat de statutaire vrijheid op dit punt gehandhaafd moet worden, nu de Code de bedoelde statutaire vrijheid meer beperkt dan de wet dat

doet.

5.3. Best practice bepaling IV.1.4 en IV.1.5 - Apart behandelen van reserverings- en dividendbeleid en dividenduitkering

De formulering van deze bepalingen die erop ziet dat beide agendapunten apart behandeld moeten worden wekt, naar de Gecombineerde Commissie vermoedt onbedoeld, de indruk dat het dividendbeleid ieder jaar als vast agendapunt moet worden opgevoerd. De meningen zijn echter verdeeld of deze best practice bepalingen voorschrijven dat het dividendbeleid ieder jaar als agendapunt moet worden opgevoerd of alleen indien wijzigingen daarvan worden voorgesteld. Het verdient wellicht aanbeveling dit te verduidelijken.

5.4. Bepaling IV.1.6 - Decharge van bestuur en raad van commissarissen

De aan deze bepaling door de Monitoring Commissie toegevoegde zin moet vermoedelijk als volgt luiden: "verantwoording over de naleving van de Code wordt afgelegd voorafgaand aan het voorstel tot goedkeuring van het door het bestuur gevoerde beleid en het door de raad van commissarissen gevoerde beleid uitgeoefende toezicht".

5.5. Principe IV.2 - Certificering van aandelen

De bepaling dat de vennootschap aan het administratiekantoor geen informatie verschaft die niet openbaar is gemaakt, lijkt onnodig beperkend. In tijden van crisis komt het wel voor dat er overleg plaatsvindt tussen de vennootschap en het bestuur van het administratiekantoor, waarbij niet openbare informatie kan worden uitgewisseld die dienstig is voor een goede dialoog. Ook in het jaarlijkse overleg kan het de gedachtenwisseling bevorderen indien niet openbare, bij voorbeeld privacygevoelige, informatie kan worden uitgewisseld. Zolang deze informatie niet koersgevoelig is, zijn daartegen ook geen principiële bezwaren. Het is bovendien zo dat de vennootschap ook wel eens niet openbare informatie aan andere aandeelhouders verstrekt wanneer ze daarmee in gesprek is, mits die maar niet koersgevoelig is. In het kader van noodzakelijk "polen" van aandeelhouders mag bovendien zelfs onder bepaalde omstandigheden koersgevoelige informatie worden verschaft mits geheimhouding maar gewaarborgd wordt.

5.6. Bepaling IV.3.6 - Informatieverstrekking aan aandeelhouders via website

De Monitoring Commissie stelt onderaan p.79 van haar concept rapport voor deze bepaling te beperken tot informatie die voor de algemene vergadering van aandeelhouders relevant is. Het is de Gecombineerde Commissie niet geheel duidelijk of de Monitoring Commissie hiermee slechts doelt op informatie die nodig is in het kader van de behandeling van agendapunten op de AvA of dat dit ook andere voor aandeelhouders relevante informatie kan betreffen.

5.7. Nieuwe bepaling IV.4.4 - Responstijd

De Gecombineerde Commissie zet vraagtekens bij de effectiviteit van deze bepaling indien daaraan niet een zekere wettelijke basis wordt verleend. Het agenderingsrecht van artikel 2:114a BW en het recht tot het verkrijgen van een rechterlijke machtiging tot oproeping van een aandeelhoudersvergadering van artikel 2:110 BW zijn immers in de wet geregeld en voorzien niet in een periode van bezinning conform de Code alvorens het recht kan worden uitgeoefend. Het is maar de vraag in hoeverre de rechter deze Codebepaling in aanmerking zal nemen indien de vennootschap weigert aan het verzoek te voldoen omdat de vennootschap meent dat er nog geen redelijke termijn verstreken is. Men kan in dit kader o.a. geschillen verwachten over de vraag of in dat geval een beroep gedaan kan worden op de enige wettelijke uitzondering op het agenderingsrecht van artikel 2:114a BW, in die voege dat het niet in acht nemen van de in de Code bedoelde redelijke termijn er toe leidt dat een "zwaarwichtig belang van de vennootschap" zich tegen agendering verzet.

Daarnaast roept de bepaling wel een paar vragen op.

Zo neemt de Gecombineerde Commissie aan dat met uitoefening van "het agenderingsrecht" ook bedoeld wordt het recht de voorzieningenrechter te verzoeken de aandeelhouder te machtigen een vergadering bijeen te roepen met de in het verzoek aangegeven agendapunten. Wellicht verdient het aanbeveling dit te verduidelijken.

Ook is niet geheel duidelijk hoe de verschillende stappen zich verhouden in de tijd. De Gecombineerde Commissie neemt aan dat de Monitoring Commissie met de uitoefening van het agenderingsrecht doelt op het formeel bij de vennootschap indienen van het verzoek tot agendering of tot bijeenroeping van een bijzondere vergadering en niet op het verderop in dezelfde bepaling genoemde "indienen van het voorstel tot agendering". Dat voorstel is, naar de Gecombineerde Commissie aanneemt, een nog niet formeel verzoek doch slechts een voorstel aan de hand waarvan het in deze bepaling bedoelde overleg plaatsvindt.

Tot slot kan het geen kwaad te verduidelijken wat de Monitoring Commissie

bedoelt met haar opmerking in de toelichting dat het bestuur en de raad van commissarissen de wachttijd niet mogen gebruiken om hun eigen positie veilig te stellen. Bedoelt de Monitoring Commissie te zeggen dat het bestuur en de raad van commissarissen in deze periode niet zouden mogen proberen andere aandeelhouders van hun gelijk te overtuigen en daarmee hun steun te verwerven? Zo ja, waarom geldt de bedoelde opmerking dan niet ook voor de desbetreffende aandeelhouder? Of doelt de Monitoring Commissie op het in stelling brengen van beschermingsmaatregelen of op iets anders?

6. HOOFDSTUK 6: DE POSITIE VAN HET BESTUUR EN DE RAAD VAN COMMISSARISSEN BIJ OVERNAMES

6.1. Inleiding. Ontwikkelingen in de markt.

In de eerste alinea op pagina 87 wordt gezegd dat de AFM in 2007 tweemaal zoveel biedingsberichten ter goedkeuring voorgelegd heeft gekregen als in de jaren daarvoor. Strikt genomen is dit geen juiste uitspraak omdat de AFM in de jaren voor 2007 geen bevoegdheid had tot goedkeuring van biedingsberichten en dan ook in formele zin die biedingsberichten niet goedkeurde. Het is beter om te zeggen dat er in 2007 tweemaal zoveel biedingen zijn uitgebracht als in de jaren daarvoor. Een andere mogelijkheid is om de woorden "ter goedkeuring" te schrappen.

6.2. Rol van de Code

Op pagina 87 staat nog eens geschreven dat het bestuur en de raad van commissarissen "uitsluitend" in het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming dienen te handelen. Zeker in overnamesituaties is dit echter een nogal theoretisch uitgangspunt. De Monitoring Commissie lijkt vooral bezorgd dat bestuurders hun eigen belangen laten prevaleren. Hoewel de Gecombineerde Commissie het evenals de Monitoring Commissie van belang vindt dat met de mogelijkheid van tegenstrijdige belangen van bestuurders rekening wordt gehouden en ervoor zorg te dragen dat het gehele overnameproces en de besluitvormingsprocedure daarop wordt afgestemd, signaleert de Gecombineerde Commissie tevens dat er in de praktijk bij overnames niet daadwerkelijk wordt uitgegaan van een stakeholdersmodel, maar dat aandeelhoudersbelangen vrijwel altijd prevaleren indien er een goede prijs wordt geboden. Het is in de praktijk ook niet eenvoudig om een goede prijs voor de aandeelhouders af te wegen tegen de (emotionele) bezwaren van een break-up of het ontslag van een groot aantal werknemers. De praktijk leert dat bij de meeste vennootschappen in een dergelijke situatie wordt gekozen voor de beste prijs. Zoals reeds eerder bij de Algemene Opmerkingen in paragraaf 2.1 werd

aangegeven kan dit verschil tussen de theorie en de praktijk de nodige spanning opleveren die niet worden opgelost door te negeren dat deze spanning bestaat.

6.3. Principle VI - Overnamebod op de aandelen in de vennootschap

De Monitoring Commissie constateert terecht in het concept rapport dat omstreeks 75% van alle aandeelhouders in Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen buitenlandse aandeelhouders zijn. Voorzover zij kennis nemen van de Code zal dat zijn in de vorm van een Engelse vertaling. Buitenlandse aandeelhouders zijn over het algemeen aanmerkelijk minder goed thuis in het stakeholdermodel dan Nederlandse institutionele beleggers. De zin in Principle VI dat "the management board shall be guided in its actions solely by the interest of the company and its affiliated enterprise" zal wellicht tot misverstanden aanleiding geven nu geen van de stakeholders in dit kader wordt genoemd.

Voorts lijkt het beter in de tweede zin voor te schrijven dat niet alleen het bestuur maar ook de raad van commissarissen zich moet laten leiden door het belang van de vennootschap.

Tot slot zou aan het principe een regel kunnen worden toegevoegd dat bestuur en raad van commissarissen en hun leden volledige transparantie tegenover elkaar betrachten met betrekking tot relevante ontwikkelingen in het kader van een (mogelijke) overname (uiteraard voor zover een persoon daarvan niet vanwege een tegenstrijdig belang is uitgesloten). Een dergelijke algemene regel zou bijvoorbeeld best practice bepalingen VI.2 en VI.6 overbodig maken en het onderwerp van VI.2 beter regelen (zie ook de opmerkingen van de Gecombineerde Commissie aldaar).

De raad van commissarissen moet in het kader van zijn taakvervulling een commissie uit zijn midden kunnen instellen teneinde het overnameproces intensiever te kunnen begeleiden en om daaraan een deel van zijn taken te kunnen delegeren.

6.4. Bepaling VI.1

In bepaling VI.1 verdient het wellicht aanbeveling op de eerste regel de woorden "reeds op voorhand" in te voegen voor de woorden "de mogelijkheid" indien de Monitoring Commissie meent dat reeds nu aandacht moet worden besteed aan de wijze waarop commissarissen te zijner tijd een overnameproces zullen begeleiden, ook al is er van een overname nog geen sprake. Het is trouwens maar de vraag of het op voorhand bespreken veel verder kan gaan dan het uitwisselen van een aantal algemeenheden, nu overnamesituaties in de praktijk nogal van

elkaar kunnen verschillen.

6.5. Bepaling VI.2

In bepaling VI.2 zou aangegeven kunnen worden dat, afhankelijk van de aard van het overleg en het stadium waarin het zich bevindt, het bestuur kan volstaan met het informeren van de voorzitter van de raad van commissarissen, die vervolgens moet bepalen of de voltallige raad van commissarissen al op dat moment daarover zou moeten worden geïnformeerd. Denkbaar is dat zich situaties voordoen waarin het niet wenselijk is dat reeds de voltallige raad, althans bepaalde leden daarvan met mogelijk een tegenstrijdig belang, over de situatie worden geïnformeerd.

Het valt voorts op dat in deze bepaling geen aandacht wordt besteed aan de situaties (a) dat een bestuur(der) een voorstel tot overname ontvangt, maar besluit daarover geen overleg te voeren met de potentiële bieder (overnames kunnen trouwens ook op een andere manier tot stand komen dan middels een openbaar bod) en (b) dat een commissaris wordt benaderd met een verzoek te bevorderen dat er overleg over een overname tussen doelvennootschap en de (potentiële) overnemer tot stand komt (m.n. buitenlandse partijen hebben nogal eens de neiging de voorzitter van de raad van commissarissen te benaderen). De ook zonder de Code geldende zorgvuldigheid zal meestal met zich meebrengen dat in die situaties de betrokkene anderen informeert. Het gevaar van het opschrijven van ons inziens reeds geldende best practice bepalingen als VI.2., is dat men situaties niet vermeldt en dat wellicht sommigen daaraan de conclusie willen verbinden dat de desbetreffende regel derhalve niet in die (niet vermelde) situaties geldt.

6.6. Bepaling VI.4

De Gecombineerde Commissie is er geen voorstander van dat de Code onderwerpen op het gebied van beleggersbescherming probeert te regelen die eerder tot het domein van de openbare biedingsregels horen. Deze best practice bepaling valt in die categorie. Als de Monitoring Commissie desondanks iets over dit onderwerp wil zeggen dan kan ze de regel beter minder absoluut formuleren. In de praktijk kunnen er serieus te nemen kostenoverwegingen of andere overwegingen zijn, die er toe leiden dat het bezwaarlijk is voor de fairness opinion een andere adviseur in te schakelen dan de adviseur die het overname proces begeleidt en die in de praktijk altijd beloond wordt op basis van een succesfee. Men moet zich in dit kader ook realiseren dat partijen er altijd naar streven om al bij de eerste aankondiging te kunnen melden dat er een fairness opinion is. Tot dat moment moet men de kring van personen die op de hoogte

zijn, zo beperkt mogelijk houden. Er kunnen bovendien tijdsbelemmeringen zijn die in de weg staan aan het tijdig uitbrengen van een fairness opinion door een ander dan de reguliere adviseur. Het moment dat er uitleg moet worden gegeven in het kader van de Code over het al dan niet toepassen van deze best practice bepaling, is een ander (dat wil zeggen eerder) moment dan het moment waarop de overnamesituatie zich voordoet. Het "apply or explain" van de Code biedt daarom geen uitkomst indien op dat latere moment een afwijking van de best practice bepaling gewenst is, tenzij in de best practice bepaling zelf wordt opgenomen dat de vennootschap daarvan mag afwijken indien ze daarvoor goede redenen heeft die ze in het bericht aan aandeelhouders kenbaar maakt.

6.7. Bepaling VI.6

In bepaling VI.6 verdient het aanbeveling de woorden "op dezelfde wijze" te schrappen.

6.8. Suggesties voor aanbevelingen aan de wetgever: put up or shut up

Het Ministerie van Financiën is op 8 september jl. een consultatie begonnen over de vraag of Nederland een marktmeester nodig heeft en in dat kader over de wenselijkheid van een "put-up or shut-up" - regeling. Indien een dergelijke regeling wenselijk wordt gevonden, zal die een plaats krijgen in de openbare biedingsregels. Mede gelet op die consultatieronde die loopt tot 1 december a.s. vraagt de Gecombineerde Commissie zich af of de Monitoring Commissie zich daarover nog zou moeten uitlaten. Verwezen wordt ook naar de inleidende opmerking bij best practice bepaling VI.4. De Gecombineerde Commissie zal in het kader van de consultatie van het Ministerie van Financiën op de gestelde vraag reageren.

6.9. Suggesties voor aanbevelingen aan de wetgever: uitkoopprocedures

Het meest gevoelde knelpunt in de uitkoopprocedure van artikelen 2:92a en 201a BW en de daarop gebaseerde uitstotingsprocedure van artikel 2:359c BW, is de traagheid van de procedure. De Gecombineerde Commissie meent dat het in ieder geval wenselijk is en mogelijk zou moeten zijn, die procedure aanzienlijk te vereenvoudigen en daarmee te versnellen in het geval van de uitstoting van minderheidsaandeelhouders na een openbaar bod in geld. Een eerste vereenvoudiging kan erin bestaan dat aandeelhouders en certificaathouders niet meer alle gedagvaard zouden moeten worden, maar dat volstaan kan worden met het indienen van een verzoekschrift bij de Ondernemingskamer. Een tweede vereenvoudiging kan gerealiseerd worden door te bepalen dat, indien de Ondernemingskamer vaststelt dat aan de voorwaarden voor de uitstoting wordt

voldaan, de uitstoting wordt bevolen tegen betaling door de verzoeker van een bedrag per aandeel gelijk aan de biedprijs (welke beslissing bij voorraad uitvoerbaar is) en het daarbij mogelijk te maken dat uitgestoten aandeelhouders in een separate verzoekschriftprocedure de Ondernemingskamer vragen de prijs alsnog op een ander (hoger) bedrag vast te stellen of een andere peildatum te bepalen. Indien de Ondernemingskamer daarin de prijs anders vaststelt of op een andere peildatum bepaalt, zou die voor alle uitgestoten aandeelhouders kunnen gelden.

Den Haag, 12 september 2008