

Bb 2017/43

## De herziene Corporate Governance Code: Een gemiste kans voor de positie van de aandeelhouder?

Mr. M. van der Velden en mr. L. Bogers, datum 05-05-2017

|               |                                                                                     |
|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| Datum         | 05-05-2017                                                                          |
| Auteur        | Mr. M. van der Velden en mr. L. Bogers <sup>[1]</sup>                               |
| JCDI          | JCDI:ADS208962:1                                                                    |
| Vakgebied(en) | Ondernemingsrecht / Corporate governance<br>Ondernemingsrecht / Rechtspersonenrecht |

*In deze bijdrage gaan de auteurs in op de herziene Nederlandse Corporate Governance Code en de positie van aandeelhouders.*

### 1. Inleiding

Op 8 december 2016 heeft de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (hierna: de Commissie) de herziene Corporate Governance Code (hierna: de Herziene Code) gepubliceerd.<sup>[2]</sup> Belangrijkste wijziging is het centraal stellen van lange termijn waarde creatie en de introductie van cultuur als onderdeel van een goede corporate governance.

Voor deze lange termijn waarde creatie is met betrekking tot de rol van de aandeelhouder geduldig kapitaal een vereiste. In het centraal stellen van lange termijn waarde creatie hebben aandeelhouders een eigen verantwoordelijkheid, waarbij een continue en constructieve dialoog tussen de vennootschap en haar aandeelhouders onmisbaar is, aldus de Commissie.

In dit artikel bespreken wij de belangrijkste implicaties van de Herziene Code op de positie van de aandeelhouder, in het bijzonder het (ongewijzigde) agenderingsrecht en de responstermijn. Daarnaast gaan wij in op de Europese ontwikkelingen op het gebied van de rol van de aandeelhouder. Wij sluiten af met de beantwoording van de vraag of het ongewijzigd laten van de positie van de aandeelhouder in de Herziene Code een gemiste kans is, hetgeen uit enkele reacties bij de presentatie van de Herziene Code op te maken was.

### 2. De Herziene Code

In de Herziene Code is gekozen voor een nieuwe indeling, waarbij de nadruk wordt gelegd op een aantal actuele thema's, waaronder genoemde lange termijn waarde creatie (hoofdstuk 1). De rol van de aandeelhouder komt in het vierde hoofdstuk (getiteld Algemene Vergadering) aan de orde.

Inhoudelijk is het onderdeel van de Herziene Code dat ziet op de relatie met aandeelhouders echter nagenoeg ongewijzigd overgenomen uit de Corporate Governance Code uit 2008. Deze aanpak heeft geleid tot gemengde reacties.

Hoewel de reacties van de schragende partijen over de Herziene Code in het algemeen positief waren, zijn ten aanzien van de rol van de aandeelhouders ook enkele kritische geluiden geuit.

Onder meer beleggersvereniging Eumedion - hoewel het de Herziene Code onderschrijft - noemde het bij de presentatie van de Herziene Code een gemiste kans dat in de Herziene Code niets is veranderd als het gaat om de verhouding tussen bedrijven en aandeelhouders. Peters ging nog verder door te stellen dat de Herziene Code het Europese recht "*met voeten lijkt te treden*".<sup>[3]</sup>

Als reden voor het niet doorvoeren van wijzigingen, geeft de Commissie aan dat er momenteel veel ontwikkelingen gaande zijn op Europees en nationaal niveau ten aanzien van de positie en rechten van aandeelhouders, waarvan de uitkomst nog niet vaststaat.<sup>[4]</sup>

Commissievoorzitter Van Manen gaf bij de presentatie van de Herziene Code aan het gebrek aan aandacht voor de verhouding met de aandeelhouder een terecht punt te vinden.

"Maar wij zijn volgend aan het maatschappelijk debat. Dat debat is op dit onderwerp nog niet uitgekristalliseerd. We blijven het derhalve als monitoringscommissie volgen", aldus Van Manen.<sup>[5]</sup>

### 3. Europese Ontwikkelingen

Op Europees niveau doelt Van Manen met name op het voorstel van de Europese Commissie<sup>[6]</sup> (hierna: het Voorstel) tot wijziging van de richtlijn aandeelhoudersrechten<sup>[7]</sup> (hierna: de Richtlijn). Op 9 december 2016 is er tussen het Comité van Permanente Vertegenwoordigers (het orgaan dat de vergaderingen van de Raad van Ministers voorbereidt) en het Europees Parlement overeenstemming bereikt over het tekstvoorstel van het Voorstel.

De Richtlijn voorzag al in de regulering van de positie van de aandeelhouder wat betreft de gelijke behandeling van aandeelhouders, de informatieverplichting voorafgaand aan de algemene vergadering, het recht om punten op de agenda van de algemene vergadering te plaatsen en het deelnemen aan en het stemmen op de algemene vergadering.

Het Voorstel borduurt voort op de Richtlijn en probeert de lange termijn betrokkenheid van aandeelhouders te bevorderen. Volgens de Europese Commissie moet dit worden aangepakt, omdat institutionele beleggers en vermogensbeheerders zich onvoldoende op de werkelijke prestaties (op de lange termijn) richten en te vaak alleen geïnteresseerd zijn in de ontwikkeling van de aandelenprijzen en de opbouw van de kapitaalmarktindexen op de korte termijn. Ook op Europees niveau wordt dus geprobeerd om de nadruk te verleggen naar lange termijn waarde creatie.

Om dit te bewerkstelligen wordt in het Voorstel onder meer aan institutionele beleggers en vermogensbeheerders de verplichting opgelegd om een beleid inzake aandeelhoudersbetrokkenheid te ontwikkelen dat moet bijdragen aan het beheersen van feitelijke en potentiële belangenconflicten in verband met de aandeelhoudersbetrokkenheid (in het Voorstel nader aangeduid als: het betrokkenheidsbeleid). Institutionele beleggers dienen hun betrokkenheidsbeleid in beginsel openbaar te maken, waarin zij dienen toe te lichten hoe hun strategie voor beleggingen in aandelen is afgestemd op het profiel en de looptijd van hun verplichtingen en hoe deze strategie bijdraagt aan de middellange- tot lange termijn prestatie van hun portefeuille.

Daarnaast moeten lidstaten op grond van het Voorstel ervoor zorgen dat tussenpersonen van beursgenoteerde vennootschappen de mogelijkheid bieden om hun aandeelhouders te identificeren om zo de uitoefening van de aandeelhoudersrechten te bevorderen en de betrokkenheid van aandeelhouders te vergroten.

Indien het Voorstel door de Europese Commissie en het Europees Parlement wordt aangenomen, krijgen de lidstaten nog twee jaar de tijd om het Voorstel te implementeren. Het kan hierdoor nog zeker tot 2019 duren, voordat het Voorstel in de gehele Europese Unie van kracht zal worden. De Commissie lijkt dit af te willen wachten voordat zij wijzigingen ten aanzien van de rol van de aandeelhouders in de Code zal doorvoeren.

#### 4. Vergelijking Herziene Code met het Voorstel

Zowel het Voorstel als de Herziene Code probeert wat betreft de positie van de aandeelhouder de focus op de lange termijn waarde creatie te leggen. Echter, zowel het Voorstel als de Herziene Code geeft geen concrete toelichting of verduidelijking wat dient te worden verstaan onder “lange termijn” en “waarde creatie”.

Ook de uitwerking van het vereiste van de ontwikkeling van het betrokkenheidsbeleid voor institutionele beleggers en vermogensbeheerder en de openbaarmaking van de desbetreffende aandeelhouder zoals opgenomen in het Voorstel dient nog in een toekomstige herziening van de Code te worden opgenomen.

#### 5. Agenderingsrecht en Responstijd

In best practice bepaling 4.1.6 van de Herziene Code is ongewijzigd opgenomen dat een aandeelhouder het agenderingsrecht slechts uitoefent nadat zij hieromtrent in overleg is getreden met het bestuur.

Indien de aandeelhouder gebruikmaakt van haar recht om agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap, dan dient het bestuur in de gelegenheid te worden gesteld een redelijke termijn in te roepen om hierop te reageren (de responstijd). Deze responstijd is maximaal 180 dagen en wordt benut voor het tot stand komen van een dialoog tussen de aandeelhouder en de vennootschap (vertegenwoordigd door het bestuur). Expliciet wordt als voorbeeld van een dergelijk agenda onderwerp - evenals in de Code 2008 - genoemd het ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen.

In haar voorstel tot wijziging had de Commissie nog voorgesteld dat onder een wijziging van de strategie wordt verstaan de besluiten van het bestuur omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap en haar onderneming die ingevolge art. 2:107a BW zijn onderworpen aan de goedkeuring van de algemene vergadering. In de consultatieronde zijn hierbij de nodige opmerkingen geplaatst, aangezien buiten de in die wetsbepaling genoemde gevallen er nog wel andere strategiebepalende besluiten denkbaar zijn. De Commissie heeft hierop besloten om dit voorstel niet in de Herziene Code op te nemen.

Daarnaast had de Commissie voorgesteld om de bevoegdheid van het bestuur om de responstijd aan te wenden in gevallen waarin de aandeelhouder aanstuurt op het ontslag van één of meer bestuurders of commissarissen, te schrappen. Ook hierbij zijn in de consultatieronde de nodige opmerkingen geplaatst, aangezien met een dergelijk ontslag een vergaande strategiewijziging beoogd of afgedwongen kan worden. Dit voorstel heeft het dan uiteindelijk ook niet gehaald.

In de Herziene Code is ten opzichte van de Code uit 2008 slechts nieuw dat het bestuur aan het einde van de responstijd verslag dient te doen aan de algemene vergadering van het overleg met de aandeelhouder dat in de responstijd heeft plaatsgevonden.

Ten slotte is nog te vermelden dat de regeling dat de responstijd maar één keer per vergadering kan worden ingeroepen, door de Commissie is gehandhaafd. Dit blijft een opmerkelijke regeling, aangezien in het geval een aandeelhouder voor dezelfde vergadering twee verschillende onderwerpen wil agenderen die beide zouden kunnen leiden tot een strategiewijziging, dan zou het bestuur dus niet voor beide punten de responstijd kunnen inroepen. Door het inroepen van de responstijd wordt weliswaar agendering van een bepaald onderwerp uitgesteld, maar niet een reeds geplande aandeelhoudersvergadering als geheel, waardoor de responstijd door de algemene vergadering lijkt te kunnen worden omzeild. De Herziene Code geeft geen nadere toelichting omtrent deze regeling.

#### 6. Discussie over de Responstijd

Sinds de introductie ervan in 2008 is de responstijd het onderwerp ten aanzien van de rol van de aandeelhouder dat de meeste stof heeft doen opwaaien. Op diverse plekken in de literatuur is kritiek op de responstijd geuit.

Ook bij de vaststelling van de Herziene Code heeft dit onderwerp de pennen weer in beweging gekregen. Naast de mogelijke strijdigheid met Europees recht is het volgens Peters na het invoeren van de responstijd maar sterk de vraag of het kalf tegen die tijd nog levend in de put wordt aangetroffen.<sup>[8]</sup> Eerder is al gewezen op het ontbreken van een stevig draagvlak voor de responstijd onder aandeelhouders, zoals institutionele beleggers.<sup>[9]</sup> Deze veelal lange termijn beleggers hebben op hun website een bepaling opgenomen dat ze afwijken van de Code en de wettelijke termijn van 60 dagen zoals opgenomen in art. 2:114a BW in acht zullen nemen. Hiermee behouden ze zich het recht voor de desbetreffende best practice bepaling niet ongeclausuleerd te zullen toepassen.

Bovendien heeft de minister in antwoord op Kamervragen gesteld dat de aandeelhouder zelf beslist *“of hij een langere responstijd ten behoeve van het bestuur erkent dan de termijn die het bestuur heeft om zich te beraden op een agenderings-verzoek op grond van de wettelijke regeling. Zo ja, dan doet hij feitelijk afstand van zijn recht om op kortere termijn beroep te doen op het agenderingsrecht. De wet noch de Code dwingt hem daartoe, zodat de kwalificatie uitholling van het agenderingsrecht niet op zijn plaats lijkt. De aandeelhouder kan zich beroepen op de kortere wettelijke agenderingstermijn”*.<sup>[10]</sup>

Hiermee is overigens niet gezegd dat de responsbepaling uit de Code geen meerwaarde zou hebben. De Hoge Raad heeft immers in 2007 reeds uitgesproken dat de Code *“een uiting vormt van de in Nederland heersende algemene rechtsovertuiging welke mede inhoud geeft aan de eisen van redelijkheid en billijkheid”*.<sup>[11]</sup> Deze rechtsovertuiging zal echter steeds dienen te worden getoetst in het licht van alle relevante omstandigheden van het geval.

De Ondernemingskamer heeft in 2013 bij deze toetsing het invoeren van de responstijd door Cryo-Save Group N.V. gesanctioneerd toen die vennootschap zich geconfronteerd zag met een aandeelhouder die onder meer de CEO van het bestuur wilde vervangen. Uit de beschikking van de Ondernemingskamer volgt dat de best practice bepaling van de responstijd via de weg van de redelijkheid en billijkheid tot gevolg heeft dat de aandeelhouder tijdelijk het agenderingsrecht, vergaderrecht en het ontslagrecht niet kan uitoefenen.<sup>[12]</sup>

In deze zaak bleek de responstijd overigens een effectief instrument, aangezien gedurende de responstijd Cryo-Save en de betreffende aandeelhouder overeenstemming over hun verschil van inzicht bereikten.

Uit het jaarverslag 2015 van de Commissie is op te maken dat door de aan de enquête deelnemende vennootschappen van het invoeren van de responstijd in het boekjaar 2015 geen gebruik is gemaakt.<sup>[13]</sup> Van de geënquêteerden geven twee vennootschappen aan dat hun aandeelhouders in het boekjaar 2015 gebruik hebben gemaakt van het agenderingsrecht. In één geval was dit nadat de aandeelhouder(s) hierover met het bestuur in overleg was (waren) getreden. Echter, het bestuur van deze onderneming heeft vervolgens geen responstijd ingeroepen.

Het lijkt op basis van bovenstaande niet onredelijk om aan te nemen dat het bestaan van deze mogelijkheid aandeelhouders stimuleert om eerst de dialoog aan te gaan voordat ze gebruikmaken van hun wettelijke en statutaire bevoegdheden.

## 7. Conclusie

In de Herziene Code is het onderdeel dat ziet op de relatie met de aandeelhouder nagenoeg ongewijzigd overgenomen uit de Code uit 2008. Als reden voor het niet doorvoeren van wijzigingen, geeft de Commissie aan dat er momenteel veel ontwikkelingen gaande zijn op Europees en nationaal niveau ten aanzien van de positie en rechten van aandeelhouders, waarvan de uitkomst nog niet vaststaat.

Wat betreft de implementatie van het Voorstel kunnen wij er begrip voor opbrengen dat de Commissie haar vingers daar nog niet aan heeft willen branden. De Commissie heeft zich voorgenomen de Code elke drie jaar

te herzien. Mogelijk is bij een volgende herziening van de Code het Voorstel geïmplementeerd en kan dit door de Commissie in het wijzigingsvoorstel worden meegenomen.

De responstijd, hoewel al in 2008 geïntroduceerd, sluit ons inziens aan bij de lange termijn waarde creatie van de vennootschap die in de Herziene Code centraal staat. Het bestuur heeft tijdens de responstijd de gelegenheid om op verantwoorde wijze te bepalen hoe het moet reageren op de geuite wensen van aandeelhouders en kan in dat kader de belangen van de overige *stakeholders* afwegen.

Wij menen dan ook dat met het ongewijzigd laten van de positie van de aandeelhouder in de Code de Commissie een begrijpelijke keuze heeft gemaakt. Van een gemiste kans is ons inziens dan ook geen sprake.

---

## Voetnoten

[1] Marc van der Velden en Larissa Bogers zijn beiden advocaat bij Buren N.V. in Amsterdam, respectievelijk Den Haag.

[2] Te raadplegen via de website van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code [www.mccg.nl](http://www.mccg.nl).

[3] Mr. F. Peters, 'Herziene Governance Code heeft te weinig oog voor de aandeelhouder', *Financieele Dagblad*, 13 december 2016.

[4] Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De belangrijkste wijzigingen in vogelvlucht*, 8 december 2016, p. 5.

[5] R. Bruins, 'Governance code is niet gemaakt voor de Zuidas', [www.accountant.nl/nieuws/2016/12/governance-code-is-niet-gemaakt-voor-de-zuidas/#](http://www.accountant.nl/nieuws/2016/12/governance-code-is-niet-gemaakt-voor-de-zuidas/#).

[6] Voorstel COM (2014) 213 van 9 april 2014.

[7] Richtlijn 2007/36/EG van 11 juli 2007.

[8] Mr. F. Peters, 'Herziene Governance Code heeft te weinig oog voor de aandeelhouder', *Financieele Dagblad*, 13 december 2016.

[9] Melis, *The Institutional Investor Stewardship Myth, een theoretische, juridische en empirische analyse van 'institutional investor stewardship' in een Nederlandse context*, 2014 (diss), p. 268 en 270, geciteerd in: A. van der Krans, 'Uitoefening aandeelhoudersrechten, in de Code en de praktijk', *Onderneming en Financiering* 2016 (24) 3.

[10] [Kamerstukken II 2010/11, 32014, 12](#), p. 10.

[11] HR 13 juli 2007, NJ 2007/434 (ABN AMRO).

[12] Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 6 september 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:2836.

[13] Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Rapport monitoring boekjaar 2015*, december 2016.