

Monitoring Commissie Corporate Governance Code  
T.a.v. mevrouw mr. S.M. de Mik en mevrouw mr. R.J.G. Kitaman  
p/a Ministerie van Economische Zaken  
Postbus 20401  
2500 EK Den Haag

Per e-mail: [secretariaat@mccg.nl](mailto:secretariaat@mccg.nl)

Den Haag, 21 maart 2022

Betreft: European Investors-VEB reactie consultatie voorstellen actualisatie Corporate Governance Code

Geachte leden van de Monitoring Commissie,

European Investors-VEB ('de VEB') heeft met bijzondere interesse kennisgenomen van uw voorstellen voor de actualisatie van de Nederlandse corporate governance code ('de Code'). Uw Commissie ('de Commissie') heeft het consultatiedocument met daarin de voorgestelde aanpassingen op 21 februari jl. gepresenteerd. Wij gaan graag in op de uitnodiging om daarop in deze publieke consultatieronde te reageren.

In deze reactie geven wij onze zienswijze op de door uw Commissie voorgestelde wijzigingen van enkele principes en bijbehorende best practice bepalingen (bpb). Wij richten ons daarbij achtereenvolgens op de volgende thema's en bijbehorende tekstvoorstellen:

1. Lange termijn waardecreatie;
2. Responsstijd;
3. Aanbevelingen rapport *Versterking verantwoordingsketen*.

De VEB zal bovendien enkele onderwerpen benoemen die de Commissie in het consultatiedocument niet adresseert. Deze thema's zijn in onze ogen leemtes in de huidige Code. Enkele van deze punten hebben wij in een eerder stadium bij de Commissie onder de aandacht gebracht. In het streven te komen tot een relevante en actuele Code zouden wij graag hebben gezien dat uw Commissie specifiek en aanvullend aandacht aan die onderwerpen zou hebben geschonken.

### **Algemeen oordeel**

De VEB hecht eraan ook in deze publieke consultatieronde te benadrukken dat het instrument van zelfregulering waaraan de Code invulling geeft op aanhoudende steun van de VEB kan rekenen. De Code geeft uitdrukking aan de in Nederland algemeen heersende rechtsovertuiging en is het referentiekader geworden voor beursvennootschappen én stakeholders. Hij heeft op diverse punten een bijdrage geleverd aan de verbetering van - en verantwoording over - de corporate governance in Nederland.

Evenwel is dit nooit een rustig erfgoed. Het normatieve gezag van de Code staat als gevolg van nationale en Europese wet- en regelgeving onder druk. Periodiek zijn bijstellingen, aanscherpingen en verduidelijkingen nodig om de Code relevant en toekomstgericht te houden. Die bijstellingen kunnen bestaan uit verwijdering of weglating van bestaande bepalingen. Bij alle wijzigingen is het zaak verbale en conceptuele overdaad te voorkomen. Er ligt een dreiging op de loer van overlapping, tegenstrijdigheid of terminologische verwarring.

Uw Commissie heeft met het oog op mogelijke aanpassingen van de Code de afgelopen jaren actief de dialoog gezocht met de schragende partijen. Gedachtewisselingen vonden plaats in de vorm van rondetafelgesprekken, (virtuele) werktafels over specifieke thema's uit de Code en diverse schriftelijke rondes waarin concepttekstvoorstellen aan partijen ter becommentariëring zijn voorgelegd. De VEB waardeert die werkwijze van uw Commissie.

De VEB begrijpt dat uw Commissie bij het concipiëren van tekstvoorstellen te maken heeft met uiteenlopende ambities en wensen onder de schragende partijen. Tot onze teleurstelling moeten wij constateren dat eerdere suggesties van de VEB niet dan wel relatief onvoldoende doorklinken in de huidige voorstellen. Deze tekstvoorstellen reflecteren naar onze mening ook niet ten volle het ambitieniveau dat de Commissie bij haar installatie en in diverse stadia van het traject zelf etaleerde.

Hoewel de VEB kan instemmen met de aanbevelingen op het gebied van diversiteit en inclusie, de verantwoordelijkheid van aandeelhouders en de interne auditfunctie (IAD) ontbreekt het bij enkele elementaire voorstellen aan vooruitstrevendheid en een richtinggevend kompas. Dit geldt in het bijzonder voor het meest wezenlijke thema: lange termijn waardecreatie. Dit zou een ankerpunt van de Code moeten zijn. Ook ten aanzien van de responstijd - waarvoor de VEB geen enkele basis meer ziet - en het versterken van de verantwoordingsketen had de Commissie een progressievere houding kunnen en moeten aannemen.

In het kader van de actualisatie van de Code moeten in onze ogen derhalve enkele tekortkomingen van de huidige tekstvoorstellen worden geadresseerd. Mocht de Commissie daar geen aanleiding voor zien, dan is er volgens de VEB sprake van een teleurstellend testament van deze Commissie. De VEB betwijfelt of een herziene Code langs de lijnen van het consultatiedocument een goede governance bij beursondernemingen in het huidige en veranderende tijdsgewricht zal stimuleren en de verantwoording daarover naar een passend niveau zal tillen. Als gevolg van het onvoldoende richtinggevende karakter van de huidige tekstvoorstellen, ligt het gevaar van het bezigen van symbooltaal en holle frasen door beursgenoteerde ondernemingen opnieuw op de loer.

## 1. Lange termijn waardecreatie

Bij de herziening van de Code in 2016 is ervoor gekozen het uitgangspunt '*lange termijn aandeelhouderswaarde*' te vervangen door '*lange termijn waardecreatie*'. De VEB begreep dat de uitdagingen van deze tijd om een breder perspectief op ondernemingsbestuur vroegen. Maar volgens de VEB heeft de toenmalige Commissie zich te weinig rekenschap gegeven van het belang om dit andere beginsel van deugdelijke kaders te voorzien. Van begin af aan wezen wij erop dat dit centrale thema een nadere, concrete invulling nodig had om daadwerkelijk de betekenis te krijgen die de toenmalige Commissie ambieerde.

### Tollende naald

De vorige Commissie was van mening dat het aangepaste uitgangspunt als nuttig nieuw kompas diende. In de praktijk is sindsdien zichtbaar dat - helaas - eerder sprake is van een alle kanten op tollende naald. In haar recente voortgangsrapportage (monitoring rapport) van 15 december 2021 concludeerde uw Commissie dat beursgenoteerde ondernemingen een onvoldoende betekenisvolle rapportage overleggen. Strategie, risico's en cultuur worden niet genoeg gekoppeld aan het succes van de onderneming op langere termijn (lange termijn waardecreatie). Meer dan de helft van de onderzochte bedrijven rapporteerde afzonderlijk over strategie en lange termijn waardecreatie, terwijl die twee onderwerpen volgens de Commissie een duidelijke samenhang hebben.

Ook verschuilen ondernemingen zich te veel achter algemeenheden en inwisselbare teksten. Beleggers hebben behoefte aan bedrijfsspecifieke details over het waarde creërende vermogen, de geïdentificeerde risico's, mitigerende acties en duurzaamheids- en klimaatrisico's. Tegen de achtergrond van de klimaattransitie en -adaptatie kunnen ESG-inspanningen zich versneld vertalen in financiële waarde creatie in de vorm van bijvoorbeeld een meer bestendige omzet, betere winstgevendheid, hogere rendementen op het geïnvesteerde vermogen en lagere financieringskosten. Met betrekking tot die laatste categorie verwachten beleggers dat ondernemingen publiek maken hoe hun activiteiten het milieu en de samenleving beïnvloeden, wat de concrete doelstellingen zijn en wat dit betekent voor de (toekomstige) kasstromen.

### Tekstvoorstel zet niet aan tot heldere rapportage

De Commissie stelt in het consultatiedocument voor de bestaande tekst omtrent lange termijn waardecreatie (Principe 1.1 en Bpb 1.1.1) aan te passen.

Aan de tekst van Principe 1.1 wordt voorgesteld toe te voegen dat het bestuur '*zich rekenschap geeft van de effecten van het handelen van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming in de productie- en waardeketen*'. Bpb 1.1.1 wordt aangevuld met de tekst dat een onderneming '*een strategie op het gebied van ESG heeft ten behoeve waarvan het bestuur concrete doelstellingen formuleert*'.

De VEB is niet overtuigd van de meerwaarde van specifiek deze toevoegingen. Wij betwijfelen of hiervan voldoende stimulans voor beursgenoteerde ondernemingen uitgaat om in hun verslaggeving helder, concreet en samenhangend te rapporteren over de wijze waarop invulling wordt gegeven aan lange termijn waardecreatie.



Wij beschouwen het tekstvoorstel als een stap terug ten opzichte van een eerder door ons overwogen voorstel, bijvoorbeeld inhoudende dat vennootschappen *‘verantwoordelijkheid nemen voor de negatieve externe effecten van haar handelen’*. Wij hebben ons altijd sterk gemaakt voor een voorstel om in Principe 1.1. op te nemen dat de vennootschap *‘inzicht geeft in en verantwoordelijkheid neemt voor de materiële positieve en negatieve externe effecten’*<sup>1</sup>.

Met deze toevoegingen beoogden wij de Code op het punt van lange termijn waardecreatie van een nieuw, inspirerend en richtinggevend elan te voorzien. De toevoeging *‘materiële positieve externe effecten’* zou in onze ogen onder andere kunnen bijdragen aan een zeker ‘good practice’ en ‘first mover’ effect. Het scherper inschatten van kansen en risico’s, het tijdig voelen van urgentie en het daadwerkelijk aantoonbaar in actie komen door ondernemingen kan een concurrentievoordeel betekenen. Het draagt bij aan een betere reputatie en performance, het opent deuren naar nieuw intellectueel en financieel kapitaal. Dit alles werkt als katalysator voor lange termijn waardecreatie.

Aandeelhouders zijn primair gericht op ESG-initiatieven en -informatie die daadwerkelijk materiële impact hebben op de waarde van de onderneming. Tegen die achtergrond heeft de VEB de Commissie gewezen op het concept van dubbele materialiteit, zoals ook opgenomen in de *Corporate Sustainable Reporting Directive* (‘CSRD’). Het transparant rapporteren over externe positieve en negatieve effecten, ook waar zij vooralsnog geen directe impact hebben op de financiële resultaten, biedt aandeelhouders de mogelijkheid toekomstige juridische en regulerende consequenties in te schatten.

Onze suggestie expliciet in een nieuw tekstvoorstel op te nemen dat ondernemingen verantwoordelijkheid nemen voor materiële effecten was ook ingegeven door het feit dat juist materiële negatieve externaliteiten door de ondernemingsleiding moeten worden meegewogen in elk besluit. Het bestuur zal daarover concreet moeten rapporteren. De bedoelde materialiteit kan eenvoudig nader ingevuld worden. Dit zal niet enkel in financiële variabelen moeten worden uitgedrukt, maar ook in andere risico’s (strategische, operationele, compliance en klimaatrisico’s, meer specifiek de continuïteit van de *‘licence to operate’*). Deze laatste risico’s regaderen de stakeholders evenzeer. Enkel met concreet inzicht in al deze risico’s kan richting 2030 en 2050 worden beoordeeld of een onderneming op elke onderdeel afzonderlijk en gecombineerd in control is.

#### **Tekstvoorstel onvoldoende ambitieus**

Voor (institutionele) beleggers staat het belang van klimaattransitie en -adaptatie buiten kijf. Onze indruk is dat de ondernemingsleiding te weinig ambitie in deze toont. Dat blijkt bijvoorbeeld uit het ontbreken van een passende toekomstvisie en -ambitie. Hier moet meer transparantie over komen en bestuurders moeten kunnen worden afgerekend op het negeren van deze voor een ieder zeer relevante toekomstige belangen.

Uw Commissie had een meer sturende rol hierin kunnen nemen. Maar zowel de aanvankelijk door de overwogen passage ten aanzien van *‘negatieve externe effecten’* als de hierboven aangehaalde tekstsuggestie van de VEB zijn in het consultatiedocument vervangen door een veel minder ambitieuze tekst. Die tekst laat weer ruimte voor de bekende juichverhalen over goede doelen en ad-hoc ‘glory glory halleluja’ initiatieven met een meer of minder sterke ESG-connectie.

---

<sup>1</sup> De eerder door de VEB ingebrachte suggesties zijn onderstreept.

In de nu voorliggende tekst van het consultatiedocument stelt de Commissie voor dat ondernemingen een duidelijke strategie op het gebied van ESG(-impact) moeten hebben. Dat moeten ze ook zonder de Code al. En een strategie is nog geen uitgewerkt klimaatimpact mitigatie plan om tot volledige klimaatneutraliteit te komen. Hoog over (strategie) betekent in de praktijk hetzelfde als weinig concreet. Stakeholders hebben juist behoefte aan concretisering en meting van de impact en mitigatie van bestaande risico's tot het moment dat klimaatneutraliteit is bereikt.

De door de Commissie voorgestelde tekst gaat naar onze mening lang niet ver genoeg. Ook het vervangen van '*verantwoordelijkheid nemen voor*' door '*rekenschap geven van*' is een, wat ons betreft, teleurstellende, materiële verarming. Van die laatste passage gaat hooguit een zekere vrij in te vullen inspanningsverplichting uit, terwijl in onze ogen een meer resultaatgerichte harde zorgplicht opportuun is. Ook legt de Commissie in het tekstvoorstel geen expliciete verantwoordingsplicht over de ESG-strategie neer bij ondernemingen. De VEB hecht er zeer aan dat in een herziene Code een duidelijk richtsnoer wordt opgenomen dat ondernemingen aanzet tot versnelde verduurzaming waarover ze verantwoording afleggen in dialoog met aandeelhouders en andere stakeholders. Dit mist de VEB in de nu gepresenteerde tekstvoorstellen.

#### **Code minder verstrekkend dan Europese richtlijn**

Op dit moment is nog onduidelijk wanneer een tekstvoorstel voor de *European sustainable corporate governance Richtlijn* verschijnt. Maar er is een aanmerkelijke kans dat de ambitie van de tekstvoorstellen van de Commissie (ruimschoots) wordt 'ingehaald' in het voorstel van de Europese Commissie. Europa leidt duidelijk in de route naar het daadwerkelijk realiseren van een meer duurzame en leefbare samenleving. Zij maakt daarbij gebruik van haar bevoegdheden tot het introduceren van wet- en regelgeving op het gebied van het algemeen ondernemingsrecht. Vanaf het moment dat een voorstel voor een richtlijntekst bekend is, zou het zeer wel kunnen betekenen dat de voorgestelde tekst voor de Code is gedevalueerd tot een weinig ambitieuze symboolwaarde.

Op dit moment is niet bekend wanneer de *Corporate Sustainable Reporting Directive* ('CSRD') in werking treedt. Hoewel zij primair over rapportage gaat, heeft zij verstrekkender gevolgen. Wat klimaat betreft, moet de onderneming bijvoorbeeld zorgen voor overeenstemming met het Akkoord van Parijs. Er moet worden beschreven op welke wijze bedrijfsmodel en strategie rekening houden met de effecten van de onderneming op duurzaamheidsaspecten. Ook moet aangegeven worden hoe de strategie van de onderneming ten aanzien van duurzaamheidsaspecten is uitgevoerd. De in de CSRD opgenomen *due diligence* verplichting (verplichte eigen verificatie van compliant gedrag, bijvoorbeeld op het terrein van mensenrechten, kinderarbeid en CO<sub>2</sub>-uitstoot) is een ander voorbeeld van een gemis in deze Code. Ten aanzien van dit laatste heeft de Europese Commissie eind februari van dit jaar een Richtlijnvoorstel aangenomen (*Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence*) dat ondernemingen moet stimuleren tot duurzaam en verantwoordelijk gedrag. Ook bepaalt dit voorstel dat ondernemingen mensenrechten en milieuoverwegingen in hun operaties en corporate governance moeten verankeren. Ondernemingen worden tevens gestimuleerd om de negatieve effecten van hun operaties te adresseren. Al met al zal de CSRD naar verwachting direct verstrekkender zijn dan de nu voorgestelde tekst van de Code.



De noodzaak tot verduurzaming van ondernemingen is groot. Voor ondernemingen en aandeelhouders is het van belang dat laatstgenoemden worden meegenomen in de initiatieven op ESG-gebied die de onderneming ontplooit of zal (moeten) gaan ontplooiën. Ruimhartige informatievoorziening is daarbij de sleutel.

In dit kader wijst de VEB uw Commissie graag nog op het volgende. Over de wijze waarop verantwoording over duurzaamheid moet worden afgelegd, wordt vaak gesteld dat deze niet eenduidig kan worden bepaald ten gevolge van het bestaan van vele verschillende standaarden. In theorie is dit juist, in de praktijk valt dat wel mee. Recent zijn succesvolle pogingen ondernomen meer consistentie tussen standaarden te krijgen. Het *reporting framework* van de *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) van de *Financial Stability Board* moet vanaf 2023 verplicht worden toegepast.

Daarnaast zal de *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) als *Sustainability Standard Board* (SSB) onder de structuur van de *IFRS Foundation* worden opgenomen en naast de *International Accounting Standards Board* (IASB), verantwoordelijk voor de totstandkoming van de *International Financial Reporting Standards* (IFRS), komen te staan. Kortom, de totstandkoming van duurzaamheidsstandaarden wordt zeer binnenkort naar verwachting meer coherent met de financiële verslaggevingsstandaarden aangevlogen.

## 2. Responstijd

In een eerdere reactie aan uw Commissie hebben wij aangegeven voorstander te zijn van het schrappen van de responstijd uit de Code. Blijkens het consultatiedocument heeft de Commissie er toch voor gekozen deze bepaling - met een beperkte aanpassing - te handhaven.

De VEB ziet geen basis voor het handhaven van de responstijd, in welke vorm dan ook. De meningen over nut en noodzaak van de wettelijke bedenktijd (art. 2:114b BW) als zodanig en de responstijd als zodanig zijn reeds verdeeld. Om deze in een parallel universum nu naast elkaar in stand te laten is bevreemdend en in ieder geval praktisch onwenselijk.

De VEB heeft ook bezwaren tegen de wijze waarop de Commissie de responstijd in het nieuwe tekstvoorstel adresseert. Het feit dat de Commissie de (onwenselijke) overlap/samenloop met de wettelijke bedenktijd niet expliciet benoemt in bpb 4.1.7., maar slechts een beperkte verduidelijking in de toelichting op die bepaling opneemt (in de vorm van: 'ligt het in de rede dat..'), biedt volgens ons onvoldoende waarborgen voor de praktijk. Hierdoor zou alsnog een totale 'pauzeperiode' van 430 dagen mogelijk zijn. Nu de Commissie de responstijd in de Code wil handhaven, had dit op zijn minst moeten leiden tot een ander tekstvoorstel. In eerdergenoemde bpb had een anti-cumulatieclausule moeten zijn opgenomen inhoudende dat het invoeren van de responstijd nimmer mag worden gevolgd door het invoeren van de wettelijke bedenktijd. Immers is het stapelen van bedenktijd op responstijd in strijd met de ondernemingsrechtelijke redelijkheid en billijkheid.

De VEB is zich ervan bewust dat de wettelijke verankering berust op een coalitieafpraak in het vorige regeerakkoord. Het heeft in de vormgeving van de wettelijke bedenktijd evenwel ontbroken aan de nodige zorgvuldigheid. Het ware beter geweest als een meer zorgvuldige afweging, met ook oog op de praktische implicaties, had plaatsgevonden.

In deze reactie zullen wij ons dan ook niet zozeer richten op de wettelijke bepaling, maar op de praktische uitvoerbaarheid, meer specifiek bij handhaving van de responstijd. We blijven de volgende concrete bezwaren houden tegen de responstijd.

**a. Heldere keuze vereist: wetgeving boven zelfregulering**

De bedenktijd is in de wet opgenomen en daarmee een gegeven. Het is wat ons betreft alleen al om die reden niet juist vast te houden aan een (bestaande) regeling die rust op zelfregulering. De wettelijke regeling prevaleert boven een Codebepaling en overlap met wetgeving moet zoveel mogelijk worden voorkomen.

Uw Commissie had de unieke kans deze kwestie adequaat aan te pakken door duidelijkheid te scheppen richting alle marktpartijen. Die duidelijkheid en voorspelbaarheid zijn essentieel voor vertrouwen tussen bedrijven onderling en vertrouwen tussen bedrijven en aandeelhouders. Het is een verkeerd signaal de responstijd als apart instrument te laten bestaan.

De VEB is net als de Commissie van mening dat het streven naar een kwalitatief hoogwaardige Code het uitgangspunt moet zijn. Zo moet de Code ook bijdragen aan het Nederlandse vestigingsklimaat en een open economie. Deze argumenten pleiten er evenzeer voor dat de responstijdbepaling wordt geschrapt.

**b. Rol toezichthouder onwerkbaar**

De rol van toezichthouder AFM bij de uitoefening van het toezicht op berichtgeving van beursvennootschappen in situaties van een openbaar bod is met de invoering van de wettelijke bedenktijd complexer en troebeler geworden. De AFM heeft dit probleem destijds in haar officiële reactie aan de ministeries bij het ontwerp van de wettelijke bedenktijd geschetst. Zo wees de AFM onder andere op een aanmerkelijk risico op voorwetenschap en marktmisbruik. Ook was de toezichthouder beducht voor het ontstaan van extra onzekerheden in het biedingsproces. De betrokken partijen zullen vanuit tactisch oogpunt alternatieve werkelijkheden schetsen over de voortgang van de onderhandelingen. Er is bij biedingen vanuit informatieoogpunt en marktintegriteit dan ook dringend behoefte de lengte van onzekerheid zo kort mogelijk te laten zijn. Dit staat in schril contrast met het verankeren van vertragingstijd ten behoeve van één van beide partijen. Het handhaven in de Code van een responstijdbepaling maakt de uitoefening van het toezicht door de AFM nog gecompliceerder.

Wij voorzien een onwerkbaar spagaat waarbij in overnamesituaties informatieverstrekking aan de markt enerzijds noodzakelijk is, terwijl dit in vigerende regelingen niet is opgenomen. In het uiterste geval, bij de hierboven genoemde alternatieve publieke uitingen, kan de AFM maar tot één actie overgaan: de handel stopzetten ('notering doorhalen'). Dit is het slechtste van twee werelden. De VEB verwacht dan ook dat niet uitgesloten kan worden dat de responstijd partijen minder zekerheid en in de praktijk minder tijd geeft tot een passend akkoord te komen. Geheel contrair het beoogde doel. Met de stapeling tussen de responstijd en de bedenktijd, met verschillende vereisten en toetsingskaders, wordt dit risico en de daaruit voortvloeiende procesonzekerheid alleen maar groter.



**c. Responstijd in strijd met principe Code en intenties herziene Aandeelhoudersrichtlijn (SRD II)**

De Code bepaalt dat de aandeelhoudersvergadering (AV) een zodanige invloed moet kunnen uitoefenen op het beleid van het bestuur en de raad van commissarissen (rvc) dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van *checks and balances*. De responstijd staat aan dat fundamentele uitgangspunt in de weg.

Ook staat de responstijd in onze ogen haaks op de intenties van de herziene Aandeelhoudersrichtlijn (SRD II). Daarin is onder andere opgenomen dat een effectieve en duurzame aandeelhoudersbetrokkenheid één van de hoekstenen van het corporate governance-model van beursvennootschappen is.

Het invoeren van de responstijd voorziet juist in de mogelijkheid de betrokkenheid van aandeelhouders gedurende maximaal 180 dagen op te schorten. Het handhaven van de responstijd in de Code is daarom onverenigbaar met de heersende (nationale en internationale) opvattingen van good governance.

**d. Aandeelhouders hebben geen inspraak in de strategie**

De wet bepaalt in art 2:129 lid 1 BW dat onder 'het besturen van de vennootschap' in ieder geval is begrepen het bepalen van het beleid en de strategie. Deze wetsbepaling is de codificatie van jurisprudentie (*Stork, ABN AMRO, ASMI, Cancun, AkzoNobel, Fugro/Boskalis*). De responstijd is alleen daarom al onnodig.

Uw Commissie stelt voor de Code in die zin aan te passen dat de stakeholdersdialoog wordt ingevoerd. Over de strategie voor de lange termijn waardecreatie wordt actief engagement met alle relevante stakeholders, dus ook de aandeelhouders, in beleid verankerd en geëffectueerd. In dit licht bevreemdt het de VEB dat de Commissie enerzijds beoogt de dialoog tussen bedrijf en aandeelhouder te stimuleren, maar tegelijkertijd een mogelijke blokkade (in de vorm van de responstijd) daarvoor overeind houdt. De VEB is juist van mening dat agendering door aandeelhouders aan die dialoog een belangrijke bijdrage kan leveren.

**e. Stapeling beschermingsconstructies ongewenst en onnodig**

Onmiskenbaar is dat Nederland een breed arsenaal aan middelen kent waarmee beursvennootschappen en bestuurders zich kunnen verschuilen tegen marktwerking en correctie van buiten.

Dit bestaande en beproefde beschermingsinstrumentarium - dat, waar ter discussie, verregaande sanctionering door de rechter kreeg - biedt beursvennootschappen al adequate waarborgen om ongewenste belagers effectief af te schudden. Door middel van deze instrumenten kunnen bedrijven voldoende tijd en rust creëren voor een zorgvuldige beleidsbepaling. Een stapeling van beschermingsconstructies is hoogst ongewenst en onnodig.

Daarbij komt dat we in discussies rond de wettelijke bedenktijd en responstijd feitelijk spreken over een fictieve situatie. Van het agenderingsrecht wordt nauwelijks gebruik gemaakt, laat staan het agenderen van het ontslag van bestuurders of commissarissen. In Nederland is bovendien geen enkele vennootschap tegen haar zin overgenomen. De feiten tonen aan dat er zonder een fiat van de doelvennootschap geen overname plaatsvindt. De VEB wijst er in dit kader op dat de uitwerking van de bedenken- en responstijd met name disfunctionerende bestuurders ten goede zal komen. Deze kunnen zich waar nodig lang verschuilen tegen onafwendbare vervanging ten gunste van het belang van de vennootschap.



### 3. Aanbevelingen Rapport *Versterking verantwoordingsketen*

#### **IAD belangrijke veiligheidslijn**

De VEB toonde zich al bij de vorige herzieningsronde voorstander van een stevige verankering van de rol van de interne audit functie ('IAD') in de Code.

Een goed functionerende 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. Zowel Nederlandse als internationale bedrijfsaffaires illustreren dat een gebrekkige interne controle een belangrijke voorspeller voor falende ondernemingen vormt.

Cruciale randvoorwaarden voor een effectieve IAD zijn voldoende autonomie in het bepalen van de aandachtspunten, expertise, overtuigingskracht en een grondige kennis van het bedrijf. De IAD moet dusdanig kunnen functioneren dat een onafhankelijke, kritische en betekenisvolle controlefunctie wordt gewaarborgd. In dit kader is een rechtstreekse toegang van de IAD - naar eigen inzicht - tot het bestuur, de RvC, de auditcommissie en de externe accountant van elementair belang.

Het op 9 juli jl. in opdracht van de Minister van Financiën verschenen rapport *Versterking verantwoordingsketen* biedt nuttige additionele aanbevelingen inzake - kortgezegd - het functioneren van en rapporteren door de IAD. De Commissie neemt belangrijke suggesties over in haar tekstvoorstellen. Die kunnen op instemming van de VEB rekenen. Deze hebben onder andere betrekking op het rapporteren van de volledige onderzoeksresultaten van de IAD aan zowel de auditcommissie als het bestuur, de periodieke beoordeling van het functioneren van de IAD door een onafhankelijke derde, de rapportagelijnen van de IAD, en de wijze van totstandkoming van het werkplan van de IAD. Ook de aanbeveling van de Commissie inhoudende dat de IAD onverwijld een materiële misstand of onregelmatigheid bij bestuur en voorzitter van de auditcommissie meldt indien hij deze constateert of vermoedt beschouwen wij als een waardevolle toevoeging.

#### **Uitbreiding verklaring risicobeheersing**

Wij zijn wel van mening dat de Commissie in het doen van aanbevelingen verder had kunnen gaan. De VEB heeft uw Commissie al eerder laten weten zich geheel te kunnen vinden in de in het voornoemde rapport gedane aanbevelingen om gecontroleerde entiteiten op een betere manier invulling te laten geven aan hun verantwoordelijkheid ten aanzien van (jaar)verslaggeving en accountantscontrole.

Eén van die aanbevelingen strekte tot uitbreiding van de verklaring van het bestuur omtrent risicobeheersing. Het bestuur zou voortaan niet alleen expliciet moeten verklaren dat de onderneming beschikt over een adequate opzet en effectieve werking van het risicobeheersings- en controlesysteem ten aanzien van de financiële verslaggeving, maar tevens ten aanzien van operationele en compliance risico's.

Uw Commissie kwalificeert deze aanbeveling in het consultatiedocument als een ‘controversieel’ onderwerp. De VEB had niettemin graag gezien dat uw Commissie op basis van deze aanbevelingen met tekstvoorstellen was gekomen.

Met het groeiend belang van niet-financiële informatie is het passend dat de verantwoording over de interne risicobeheersings- en controlesystemen wordt uitgebreid van louter financiële aspecten naar financiële én niet-financiële aspecten, zoals ook destijds beoogd door de Commissie Tabaksblad. De VEB heeft de beperktere reikwijdte van de verklaring over risicobeheersing (tot slechts de financiële verslaggevingsrisico’s) zoals deze door de Commissie Frijns in 2008 in de Code is opgenomen altijd betreurd.

Pas op het moment dat het bestuur zich in de verklaring ook specifiek uitlaat over de beheersing van de operationele risico’s en compliance met wet- en regelgeving, en daarover dus zelf publiekelijk verantwoording aflegt, kan de externe accountant een oordeel geven over de betrouwbaarheid van deze informatie. Ten aanzien van strategische en klimaatrisico’s onderkennen wij dat het nog niet reëel is te verklaren dat de interne systemen waarborgen dat deze risico’s tot nul zijn gereduceerd.

Concluderend meent de VEB dat er onmiskenbaar oog moet zijn voor de transitie naar de verdere verbreding van de in control verklaring. Dit draagt ontegenzeggelijk bij aan een beter en meer verantwoord functionerend bedrijfsleven. De introductie vergt ook zorgvuldigheid en overleg met en begeleiding van het bedrijfsleven.

**Betere communicatie over de selectie van, opdrachtverlening aan, en de werkzaamheden, het functioneren en de bevindingen van de controlerend accountant**

De VEB maakt zich al lange tijd zorgen over de kwaliteit van de accountantscontrole. De accountant levert een belangrijke bijdrage aan het verschaffen van zekerheid. Hij moet op het niveau van de individuele controlecliënt aan gebruikers van de jaarrekening meer dan ooit zijn maatschappelijke toegevoegde waarde aantonen.

De beoogde cruciale onafhankelijke rol van de accountant voor het functioneren van de financiële markten wordt in de praktijk nog onvoldoende ingevuld. Zo is gebleken dat de sector de noodzakelijke cultuur- en structuurveranderingen niet voortvarend genoeg doorvoert. Als het gaat om de communicatie van de accountant met de eindgebruiker, is naar onze mening bovendien noodzakelijk dat een verdiepingsslag wordt gemaakt ten aanzien van de informatiewaarde van de uitgebreide controleverklaring.

Datzelfde geldt voor de initiatieven gericht op verbetering van de communicatie door de vennootschap over de selectie van en de opdrachtverlening aan de controlerend accountant. De Commissie Toekomst Accountancysector (CTA) kwam in haar eindrapport onder andere met de aanbeveling om de communicatie te verbeteren tussen de rvc en de aandeelhouders over de wijze waarop de opdrachtverlening aan en het toezicht op het functioneren van de externe accountant heeft plaatsgevonden. In navolging van de CTA is in het rapport *Versterking verantwoordingsketen* tevens een aantal aanbevelingen opgenomen die de communicatie tussen accountants en aandeelhouders een impuls moeten geven.



De VEB ondersteunt die aanbevelingen. Voorop: wij wezen er één en andermaal op dat in de Nederlandse praktijk de Europese Audit Verordening (Nr 537/2014) onjuist en onvoldoende wordt nageleefd. Het betreft hierbij artikel 16 van de Verordening, dat ertoe verplicht dat er bij de benoeming van de externe accountant daadwerkelijk iets te kiezen is voor de AV, dus tenminste twee potentiële accountants(organisaties) worden voorgedragen. Dit vergt simpelweg het meer tijdig anticiperen op (her)benoeming van de externe accountant door de auditcommissie en de rvc. De AV dient kennis te krijgen van de integrale selectie door de rvc. Wij constateren in de praktijk dat ondernemingen c.q. de rvc's in hun toelichting op de selectie van een nieuwe externe accountant nog onvoldoende toelichten hoe het selectieproces is verlopen, welke selectiecriteria zijn gehanteerd, welke afwegingen zijn gemaakt en om welke precieze redenen de voorkeur voor een specifieke accountantsorganisatie bestaat<sup>2</sup>.

Ook in de dialoog tussen accountants en aandeelhouders is nog voldoende ruimte voor verbetering. Na een buitengewoon stoeve start na het inwerking treden van de Code Tabaksblat zijn inmiddels de externe accountants van alle beursgenoteerde ondernemingen aanwezig in de AV. Dat neemt niet weg dat de door de accountant op eigen initiatief in de AV gegeven toelichting op de controleverklaring weinig meer om het lijf heeft dan een algemene presentatie, zoals in het rapport *Versterking verantwoordingsketen* terecht wordt geconstateerd. Die toelichting gaat volgens een duidelijk stramien en blijft vaak beperkt tot de controleaanpak, gehanteerde materialiteit en de geïdentificeerde kernpunten van de controle.

De AV is volgens de VEB het platform bij uitstek voor dialoog tussen aandeelhouders, vertegenwoordigers van de onderneming en de controlerend accountant. Die interactie tussen aandeelhouders en accountants tijdens de AV laat nog voldoende ruimte voor verbetering, in het bijzonder daar waar het de bevindingen rond fraudewerkzaamheden en de kernpunten van de controle betreft. Het alleen binnen een vooraf geregisseerd kader optreden van de accountant voldoet niet meer aan de verwachtingen en informatiebehoefte van de gebruikers van de jaarrekening. De spontaniteit en diepgang die zo inherent zijn aan het voeren van een dialoog ontbreekt over een brede linie. De aanbevelingen in het rapport *Versterking verantwoordingsketen* kunnen bijdragen aan een betere inhoudelijke dialoog tussen aandeelhouder en externe accountant. De VEB had graag gezien dat uw Commissie deze had overgenomen in het kader van de herziening van de Code.

Overigens is het de VEB een doorn in het oog dat de praktijkhandleiding NBA van de accountant in de algemene vergadering, Praktijkhandleiding, 1118 van februari 2018, bij wijze van klap op de vuurpijl, bepaalt dat buiten de jaarvergadering en tijdens de schorsing daarvan, de accountant niet ingaat op vragen. De geheimhoudingsplicht is onverkort van toepassing, zo bepaalt de praktijkhandleiding met zoveel woorden. Dit is een veel te krampachtige uitwerking door de sector zelf en staat in schril contrast met de rol van de externe accountant als gespecialiseerd (financieel) intermediair tussen onderneming en externe aandeelhouder (en andere stakeholders).

---

<sup>2</sup> De toelichting door (de raad van commissarissen van) Ahold Delhaize op de voordracht van KPMG als nieuwe externe accountant in de AV 2022 kan als inspiratie dienen voor een verdere doorontwikkeling van de communicatie over het selectieproces en de voordracht van een nieuwe externe accountant. Ahold Delhaize stelt in tegenstelling tot hetgeen vigerende regelgeving van beursvennootschappen verlangt overigens niet twee accountantsorganisaties voor aan de AV.

<https://media.aholdelhaize.com/media/cddfgkp2/ahold-delhaize-agm-2022-agenda-and-explanatory-notes-2022.pdf?t=637818307127370000>

### Overige aanbevelingen voor wijzigingen van de Code

De VEB heeft in eerdere correspondentie met uw Commissie - in aanvulling op enkele hierboven reeds genoemde aspecten - nog een aantal aanbevelingen gedaan voor wijzigingen van de Code. Om de Code relevant en actueel te houden, vonden wij het van belang dat de Commissie aanvullend aandacht zou schenken aan:

- a. overnamesituaties: meer waarborgen minderheidsaandeelhouders;
- b. publiceren (*ex ante*) scenarioanalyse bij beloningen.

Wij lichten deze punten graag nogmaals toe.

#### a. overnamesituaties: meer waarborgen minderheidsaandeelhouders

Openbare biedingen horen bij een goed functionerende kapitaalmarkt. De bestaande Code biedt (minderheids)aandeelhouders in dergelijke situaties te weinig waarborgen voor een ordentelijk proces. Dat is volgens de VEB een leemte. Aandeelhoudersrechten zijn mede daardoor bij overnames niet voldoende geborgd. De omstandigheden rond de overnamepogingen van Hunter Douglas, de overnames van Altice, ICT Group en DPA en de op het moment van schrijven voorgenomen overname van Accell Group zijn daarvan recente voorbeelden.

Bij openbare biedingen worden (minderheids)aandeelhouders te vaak geconfronteerd met een ondermaats gemotiveerde en onbevredigende biedprijs. Zo wordt (minderheids)aandeelhouders geen enkel inzicht verstrekt in toekomstprojecties van de onderneming en de daarvoor gehanteerde veronderstellingen.

Tegenstrijdige belangen tussen bestuurders en/of commissarissen enerzijds en aandeelhouders anderzijds zijn aan de orde van de dag, evenals de dreiging tot het inzetten van uitrooktechnieken die (minderheids)aandeelhouders geen andere mogelijkheid laat dan hun aandelen aan te bieden aan de bieder.

De VEB meent dat er een taak lag voor de Commissie om de status quo bij overnamesituaties te doorbreken. Nu nog biedt de Code geen enkele steun voor (minderheids)aandeelhouders in een zo cruciale levensfase van de vennootschap. Daarmee blijft de Commissie achter bij de (juridische) praktijk waarin meer wordt verwacht van vennootschappen, bijvoorbeeld ten aanzien van het opstellen van een kwalitatief hoogstaande *fairness opinion*.

Volgens de VEB had de Commissie dan ook de volgende punten moeten adresseren in nieuwe *best practice* bepalingen.

#### Publiceren volwaardig waarderingsrapport

De VEB meent dat de doelvennootschap in haar *position statement* een volwaardig waarderingsrapport moet opnemen ter substantiëring van de overnameprijs. Dit rapport moet zijn opgesteld door een onafhankelijke en deskundige partij. Het waarderingsrapport bevat ten minste een uitgebreide toelichting



op de verrichte financiële analyses, de gebruikte aannames, projecties en uitkomsten (denk aan bandbreedten voor de waardering).

In 2008 deed de toenmalige Monitoring Commissie onder leiding van Jean Frijns in eerste aanleg een voorstel voor een *best practice* bepaling inhoudende dat in ieder geval een *fairness opinion* moest worden gedeeld met aandeelhouders. Zelfs deze weinig ambitieuze bepaling haalde uiteindelijk de later dat jaar gepresenteerde herziene Code niet. De VEB acht het onbegrijpelijk dat Nederlandse regels voor goed ondernemingsbestuur geen enkele bepaling bevatten die een adequate informatieverschaffing aan (minderheids)aandeelhouders in overnamesituaties waarborgt. Het overnamespel wordt op het scherpst van de snede gespeeld en dit vraagt om bescherming van de (minderheids)aandeelhouder.

#### **Volledige transparantie over participatieregeling bestuurders (en/of commissarissen)**

Bestuurders en/of commissarissen van de doelvennootschap krijgen van de bieder veelal de mogelijkheid om direct of indirect te participeren in het bod of gaan mee naar het bestuur van de overnemende partij. Dat leidt tot een direct belangenconflict tussen het bestuur (en/of commissarissen) en (minderheids)aandeelhouders. De belangen van (minderheids)aandeelhouders moeten dan extra worden gewaarborgd.

De VEB meent dat alle modaliteiten van de participatieregeling in het biedingsbericht (opgesteld onder verantwoordelijkheid van de bieder) én het *position statement* (verantwoordelijkheid van de doelvennootschap) moeten zijn opgenomen. Dat is momenteel niet het geval, terwijl het belangenconflict evident is. Immers, (minderheids)aandeelhouders wordt geadviseerd uit te stappen tegen de biedprijs, terwijl diezelfde biedprijs voor bestuurders (en/of commissarissen) juist als referentie en startpunt dient voor hun eigen participatieregeling. Derhalve ontbreekt een incentive voor bestuurders (en/of commissarissen) om een zo hoog mogelijke biedprijs voor aandeelhouders te realiseren.

#### **b. Publiceren scenarioanalyse beloningsbeleid**

De VEB constateert dat beursvennootschappen geen scenarioanalyse publiceren op het moment dat zij een nieuw remuneratiebeleid aan de AV voorleggen. De huidige Code bepaalt dat de rvc vooraf een analyse van de mogelijke uitkomsten van het beleid opstelt, maar niet dat deze scenarioanalyse ook moet zijn opgenomen in het aan de AV voorgelegde remuneratiebeleid.

Het ontwerpen van een nieuw beloningsbeleid moet naar de mening van de VEB 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 volgens de VEB opgenomen te worden in het remuneratiebeleid dat ter goedkeuring voorgelegd wordt aan aandeelhouders. De meerwaarde van de nu door de Commissie voorgestelde aanpassing van *best practice* bepaling 3.4.1. sorteert niet het door ons noodzakelijk geachte effect.

Wij verwachten dat de hierboven gedane suggesties de inhoud van de herziene Code verder zullen versterken en de Code klaar maakt voor de toekomst. Wij wensen uw Commissie veel succes met het verdere proces. We hopen dat de inbreng in deze consultatie en de reflectie daarop van uw Commissie voor nieuw perspectief en herwonnen ambitie voor de herziening van de Code zal zorgen. De VEB blijft te allen tijde graag beschikbaar voor nader overleg.

Hoogachtend,

Gerben Everts

Directeur