

# De wenselijkheid van nieuwe Europese corporate governance-regelingen

*Mr. P.M. van de Ven, LL.B., LL.M. (Finance) \**

## Inleiding

Op 5 april 2011 publiceerde de Europese Commissie ter consultatie het Groenboek op het gebied van corporate governance voor beursgenoteerde vennootschappen (hierna: het Groenboek).<sup>1</sup> Het kabinet heeft op 31 mei 2011 een reactie op het Groenboek gegeven.<sup>2</sup> Ook Eumedion, de vertegenwoordiger van een groot aantal institutionele beleggers, heeft per brief van 18 juli 2011 op het Groenboek gereageerd.<sup>3</sup> Hieronder zullen kort het Groenboek en de reacties daarop van het kabinet en van Eumedion worden besproken.

Volgens de Commissie is gebrekkige corporate governance binnen beursgenoteerde vennootschappen een van de oorzaken van de financiële crisis. Hoewel deze stelling slechts op een beperkt aantal, voornamelijk Angelsaksische, financiële instellingen van toepassing zou kunnen zijn en er daarom vraagtekens geplaatst kunnen worden bij deze legitimatie van het Groenboek, heeft dit de Commissie er niet van weerhouden om marktpartijen te consulteren om te bepalen of de bestaande regelgeving met betrekking tot het bestuur, de betrokkenheid van aandeelhouders en het *'comply or explain'*-beginsel aangepast zou moeten worden.

## Toepassingsbereik corporate governance-regels

De Commissie begint haar consultatie met een tweetal algemene vragen. Zij vraagt zich af of Europese corporate governance-regels onderscheid dienen te maken naargelang de omvang van de beursgenoteerde vennootschap waarop zij van toepassing zijn. Daarnaast wil zij graag weten of er op Europees niveau actie ondernomen dient te worden om de ontwikkeling en toepassing van vrijwillige corporate governance codes voor niet-beursgenoteerde vennootschappen te bevorderen.

Voor wat betreft de eerste vraag ziet het kabinet daartoe geen aanleiding omdat het bestuur en toezicht binnen alle beursgenoteerde vennootschappen aan bepaalde uitgangspunten dienen te voldoen. Eumedion meent dat goede corporate governance zo essentieel is voor het winnen van het vertrouwen van investeerders dat vennootschappen geen baat hebben bij *'corporate governance light'*. Ook voor wat betreft de tweede vraag achten beide een Europese regeling voor de toepassing van corporate governance codes op niet-beursgenoteerde vennootschappen niet noodzakelijk. Het kabinet neemt hierbij het standpunt in dat er geen grensoverschrijdende problemen bekend zijn die actie op Europees niveau rechtvaardigen en daarom volstaan kan worden met regels van nationaal recht. Eumedion meent dat goede corporate governance in de eerste plaats de verantwoordelijkheid van de vennootschap zelf is. Indien er op nationaal niveau behoefte zou bestaan aan het promoten van corporate governance voor niet-beursgenoteerde vennootschappen, zou dit het beste via het *'comply or explain'*-beginsel gerealiseerd kunnen worden.

## Taakverdeling bestuur

De Commissie vraagt of Europese regels dienen te worden opgesteld om een duidelijke functiescheiding tussen de voorzitter van de raad van bestuur en de *'chief executive officer'* te waarborgen. Zowel het kabinet als Eumedion meent dat een dergelijke functiescheiding inderdaad wenselijk is om machtsconcentratie te voorkomen en de uitvoerende en toezichthoudende taken van bestuursleden duidelijk te scheiden. Beide merken echter ook op dat dit al in het wetsvoorstel Bestuur en Toezicht<sup>4</sup> wordt geregeld en er daarmee voor wat betreft Nederlandse vennootschappen geen behoefte bestaat aan een Europese regeling.

## Samenstelling bestuur

De Commissie stelt de vraag of beursgenoteerde vennootschappen een specifiek profiel zouden moeten opstellen waaraan (kandidaat-)bestuurders zouden moeten voldoen. Ook wil zij graag weten of beursgenoteerde vennootschappen kenbaar dienen te maken of zij een diversiteitsbeleid hanteren, en zo ja,

\* Mr. P.M. van de Ven, LL.B., LL.M. (Finance) is werkzaam als advocaat bij Clifford Chance te Amsterdam.

1. COM(2011)164 final.

2. Kabinetsreactie op het Groenboek over het EU-kader inzake corporate governance, 31 mei 2011, Kamerstukken II 2010/11, 22 112, nr. 1181 onder verwijzing naar de kabinetsreactie op het consultatiedocument inzake corporate governance bij financiële instellingen en beloningsbeleid, 8 september 2010. Zie ook <<https://zoek.officielebekendmakingen.nl/kst-22112-1181.html>>.

3. <[http://eumedion.nl/page/downloads/Response\\_EC\\_Green\\_Paper\\_CG.pdf](http://eumedion.nl/page/downloads/Response_EC_Green_Paper_CG.pdf)>.

4. Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van regels over bestuur en toezicht in naamloze en besloten vennootschappen, Kamerstukken II 2008/09, 31 763, nr. 2.

of zij de voornaamste doelstellingen en inhoud daarvan dienen te publiceren en periodiek over de realisatie daarvan dienen te rapporteren. In het verlengde daarvan is zij ook geïnteresseerd in een eventuele verplichting voor beursgenoteerde vennootschappen om een betere balans tussen het aantal mannelijke en vrouwelijke bestuurders te waarborgen. Zowel het kabinet als Eumedion is van mening dat een goede combinatie van verschillende specialisaties, ervaringen, leeftijden, nationaliteiten en geslacht, rekening houdend met de markt waarin de betreffende vennootschap actief is, essentieel is voor een evenwichtige samenstelling van het bestuur. Een naar haar aard noodzakelijkerwijs meer algemene Europese regeling zou de vereiste diversiteit echter niet afdoende kunnen weerspiegelen en wordt daarom niet gesteund. Daarnaast bevat de Nederlandse Corporate Governance Code momenteel al bepalingen van vergelijkbare strekking. Eumedion is wel voorstander van een algemene publicatieplicht voor wat betreft het diversiteitsbeleid en de implementatie daarvan, maar wijst in dit verband ook op de eigen verantwoordelijkheid van de vennootschap.

### Limitering bestuursposities

De Commissie stelt ook de vraag of op Europees niveau het aantal mandaten van niet-uitvoerende bestuurders dient te worden beperkt. Volgens het kabinet hangt het antwoord op deze vraag af van de specifieke omstandigheden van het geval, zoals de fysieke afstand tussen en de omvang van de verschillende vennootschappen, en is een definitief standpunt voor of tegen Europese regelgeving op dit punt momenteel moeilijk te bepalen. Eumedion meent dat Europese regels in de weg zouden staan aan lokale initiatieven, bijvoorbeeld in Nederland geïntroduceerd via het wetsvoorstel Bestuur en Toezicht, waarin het aantal toezichthoudende posities van bestuurders expliciet wordt beperkt.

### Externe evaluatie

De Commissie is verder geïnteresseerd in de vraag of het bestuur van beursgenoteerde vennootschappen periodiek (bijvoorbeeld elke drie jaar) extern dient te worden geëvalueerd. Volgens het kabinet verdient de huidige Nederlandse systematiek, waarbij het primaat voor evaluatie bij de commissarissen ligt en dezen zich, waar gewenst, kunnen laten bijstaan door externe experts, de voorkeur en is er daarom geen behoefte aan een Europese regeling. Eumedion geeft aan voorstander te zijn van het opnemen van een aanbeveling tot jaarlijkse evaluatie in de aanbeveling van de Commissie over de rol van niet-uitvoerende of toezichthoudende bestuurders.<sup>5</sup>

### Beloningsbeleid

Voor wat betreft het beloningsbeleid wil de Commissie graag weten of publicatie, jaarlijkse rapportage over de implementatie en specificatie van individuele beloningen voor uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders verplicht dient te worden en of de eerste twee onderdelen verplicht door aandeelhouders dienen te worden getoetst. Het kabinet is van mening dat een

en ander al in de huidige Nederlandse wet- en regelgeving geregeld is (art. 2:135 lid 2 en 2:383c Burgerlijk Wetboek (BW) en bepaling II.2.12 van de Nederlandse Corporate Governance Code) en ziet daarom geen aanleiding voor Europese regelgeving. Eumedion verwijst hier weliswaar ook naar, maar prefereert Europese regels om de onderlinge samenhang en effectiviteit van dergelijke rapportages te vergroten.

### Risicomanagement

De Commissie vraagt zich verder af of het bestuur expliciet het vennootschappelijk risicoprofiel dient goed te keuren, of het daarvoor verantwoordelijkheid dient te nemen en of het hierover op een betekenisvolle wijze dient te rapporteren aan de aandeelhouders. Daarnaast werd marktpartijen gevraagd of zij menen dat het risicoprofiel mede belangrijke maatschappelijke risicofactoren dient te omvatten en of het bestuur de effectiviteit en proportionaliteit van het risicomanagement ten opzichte van het vennootschappelijk risicoprofiel dient te waarborgen. Zowel het kabinet als Eumedion is van mening dat het bestuur verantwoordelijk is voor de strategie van de vennootschap en de in verband daarmee aangegeven risico's en dat publicatie daarvan conform de daarvoor geldende bepalingen geboden is. Europese regels op dit gebied zijn dus niet noodzakelijk, al zou Eumedion wel Europese publicatieverplichtingen willen introduceren om de risicobewustwording te bevorderen en de inzichtelijkheid van de mogelijke gevolgen onder beursgenoteerde vennootschappen en aandeelhouders te vergroten.

### Kortetermijnvisie van aandeelhouders

Al eerder werd verwezen naar de opvatting van de Commissie dat gebrekkige corporate governance een van de oorzaken zou zijn van de financiële crisis. De Commissie refereert in het bijzonder aan de vermeende apathie van aandeelhouders om het bestuur ter verantwoording te roepen. Tegelijkertijd lijkt de Commissie echter ook te erkennen dat aandeelhouders daartoe wellicht onvoldoende prikkels of gelegenheid hadden, gelet op de met meer risicovolle bedrijfsvoering gepaard gaande winsten en technologische ontwikkelingen, zoals *high-frequency* en *automated trading*, en de steeds groter wordende rol van tussenpersonen, zoals vermogensbeheerders, waardoor beleggingen steeds korter werden aangehouden.

In dit verband is de Commissie benieuwd welke Europese regels volgens de respondenten bijdragen aan het ontstaan van ongepaste kortetermijnbenaderingen van investeerders. Het kabinet geeft aan met dergelijke regels niet bekend te zijn. Eumedion refereert aan de Solvency II-richtlijn.<sup>6</sup> Deze richtlijn zou ertoe leiden dat verzekeraars, een belangrijke categorie langetermijnbeleggers, eerder geneigd zijn minder in risicovolle activa, zoals aandelen van beursgenoteerde vennootschappen, te beleggen, waardoor het relatieve aandeel van kortetermijnbeleggers binnen de totale beleggerspopulatie zou toenemen.

5. Aanbeveling 2005/162/EG.

6. Richtlijn 2009/138/EG.

## Verhouding tussen institutionele beleggers en vermogensbeheerders

De Commissie vraagt zich af of de verhouding tussen institutionele beleggers en vermogensbeheerders meer gereguleerd zou moeten worden. Daarbij denkt zij aan maatregelen met betrekking tot de beloningsstructuur en prestatiecriteria van vermogensbeheerders, het toezicht van institutionele beleggers op vermogensbeheerders voor wat betreft strategie, kosten en handel, en de mate waarin zij een dialoog dient te bevorderen met vennootschappen waarin wordt geïnvesteerd. Verder overweegt de Commissie of Europese regelgeving wellicht een zekere mate van onafhankelijkheid van de vermogensbeheerder ten opzichte van zijn beleidsbepaler zou dienen te bevorderen. Zowel het kabinet als Eumedion is van mening dat geen nieuwe Europese regels nodig zijn, aangezien institutionele beleggers goed in staat (zouden moeten) zijn om via contractuele afspraken controle over en toezicht op het beleggingsbeleid en de beloningsstructuur af te dwingen. Het kabinet refereert daarnaast ook nog aan de verschillende vereisten zoals neergelegd in de MiFID-richtlijn,<sup>7</sup> AIFM-Richtlijn<sup>8</sup> en UCITS-richtlijn.<sup>9</sup> Eumedion geeft aan voorstander te zijn van openbaarmaking van het gehanteerde beleid inzake tegenstrijdig belang.

## Samenwerking tussen aandeelhouders

De Commissie vraagt marktpartijen voorstellen te doen om de onderlinge samenwerking tussen aandeelhouders te bevorderen. Zowel het kabinet als Eumedion geeft aan dat de huidige regeling omtrent *'acting in concert'* hieraan vaak in de weg staat. Het kabinet stelt voor dit probleem in het kader van de herziening van de Overnamerichtlijn<sup>10</sup> aan te pakken. Eumedion lijkt de voorkeur te geven aan richtlijnen zoals eerder door de AFM gepubliceerd.<sup>11</sup>

## Stemadviseurs

De Commissie stelt ook de invloed van stemadviseurs aan de orde. In dit kader vraagt zij zich af of Europese regelgeving de transparantie van stemadviseurs dient te bevorderen, bijvoorbeeld voor wat betreft de toegepaste analytische methoden, tegenstrijdig belang en het introduceren van een gedragscode of andere maatregelen. Onder verwijzing naar de conclusie van het monitoringrapport 2010 van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code geeft het kabinet aan nog niet besloten te hebben of wettelijke maatregelen en Europese initiatieven nodig zijn. Het verkiest de resultaten af te wachten van een door de *European Securities and Markets Authority* uit te voeren onderzoek naar stemadviesbureaus. Eumedion preferert een niet-verbindende gedragscode waarin onder andere transparantie omtrent het algemene stembeleid, de wijze waarop vennootschappen in de gelegenheid worden gesteld kennis

te nemen van conceptanalyses, het beleid ter voorkoming van tegenstrijdige belangen en het beleid waarmee de beschikbaarheid van de juiste vaardigheden en ervaringen wordt gewaarborgd, toegelicht zouden moeten worden. Daarnaast spreekt Eumedion zich uit voor een verbod voor stembureaus om werkzaam te zijn voor vennootschappen ten aanzien waarvan zij tevens stemadvies aan derden uitbrengen.

## Identificatie van aandeelhouders

Het onderwerp van de identificatie van aandeelhouders in het kader van grensoverschrijdend stemmen staat al sinds lange tijd in verschillende vormen op de Europese wetgevingsagenda, tot op heden zonder resultaat. Ditmaal vraagt de Commissie of technische dan wel wettelijke maatregelen genomen zouden moeten worden om uitgevende instellingen in staat te stellen aandeelhouders te identificeren teneinde een dialoog over corporate governance te faciliteren en of een dergelijke dialoog ook de samenwerking tussen aandeelhouders onderling ten goede zou komen. Het kabinet refereert in verband hiermee aan het sinds 2009 aanhangige wetsvoorstel ter implementatie van de aanbevelingen van de commissie-Frijns.<sup>12</sup> Ook geeft het aan dat het huidige Commissievoorstel voor een Effectenrechtlijn<sup>13</sup> in dit kader wellicht behulpzaam is. Eumedion meent dat ter bevordering van het contact en de informatie-uitwisseling tussen aandeelhouders overwogen zou kunnen worden om hun het recht te geven kennis te nemen van de identiteit van iedere andere aandeelhouder. Waar nodig zou dit moeten worden gefaciliteerd door de vennootschap en tussenpersonen. Hierbij dient echter te worden voorkomen dat aandeelhouders geconfronteerd worden met prohibitief hoge kosten, er commercieel gevoelige informatie, bijvoorbeeld percentages gehouden aandelen, kenbaar wordt en het aantal informatieverzoeken beperkt wordt om administratieve overbelasting tegen te gaan. Ook Eumedion verwijst naar het voorstel voor een Effectenrichtlijn als een geschikte plaats om Europese regels op dit gebied te implementeren.

## Bescherming van minderheidsaandeelhouders

Verder vraagt de Commissie zich af of minderheidsaandeelhouders extra rechten zouden moeten krijgen om hun belangen beter te kunnen beschermen ten opzichte van meerderheids- of dominante aandeelhouders en bij transacties met verbonden partijen. Het kabinet meent, onder verwijzing naar de onder Nederlands recht bestaande mechanismen, dat Europese regelgeving om de positie van minderheidsaandeelhouders te verbeteren overbodig is. Voor wat betreft transacties tussen verbonden partijen is het kabinet van mening dat er daarbij niet alleen schade kan worden berokkend aan minderheidsaandeelhouders, maar ook aan de vennootschap en andere stakeholders en wijst daarom een uitzonderingspositie voor

7. Richtlijn 2004/39/EG.

8. COM(2009)207 final.

9. Richtlijn 2009/65/EG.

10. Richtlijn 2004/25/EG.

11. <[www.afm.nl/marktpartijen/upl\\_documents/acting\\_in\\_concert\\_eng.pdf](http://www.afm.nl/marktpartijen/upl_documents/acting_in_concert_eng.pdf)>.

12. Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007, Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 2.

13. <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/securities/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/securities/consultation_paper_en.pdf)>.

minderheidsaandeelhouders af. Eumedion is van mening dat extra rechten, zoals het benoemen van bestuurders, de positie van minderheidsaandeelhouders zouden verbeteren. Voor wat betreft transacties met verbonden partijen sluit Eumedion zich aan bij de voorstellen van het *European Corporate Governance Forum*<sup>14</sup> en stelt voor deze integraal in Europese regelgeving om te zetten.

### Aandeelhouderschap onder werknemers

De Commissie vraagt zich verder af of er op Europees niveau maatregelen genomen zouden moeten worden om aandeelhouderschap onder werknemers te bevorderen. Het kabinet is van mening dat er, mede gelet op de financiële risico's die beleggen met zich mee kan brengen, geen behoefte bestaat aan het van overheidswege actief bevorderen van aandeelhouderschap onder werknemers. Eumedion legt de verantwoordelijkheid voor het promoten van aandeelhouderschap onder werknemers bij de vennootschap.

### Toezicht op naleving

Hoewel het *'comply or explain'*-beginsel meer flexibiliteit biedt dan wettelijke regelingen en tegelijkertijd streefdoelen definieert, meent de Commissie dat er wellicht ruimte is voor verbetering, vooral in de mate van detail in de toelichting in geval van afwijkingen. De Commissie vraagt marktpartijen daarom of vennootschappen die afwijken van toepasselijke corporate governance codes zouden moeten worden verplicht meer gedetailleerde redenen daarvoor te geven en ook aan te geven of, en zo ja, welke alternatieven zijn toegepast. Ook wil de Commissie graag weten of toezichthouders de mogelijkheid zouden moeten krijgen om de informatieve kwaliteit van de toelichting te controleren en, indien nodig, de vennootschap te verplichten deze aan te vullen. Zowel het kabinet als Eumedion is van mening dat het *'comply or explain'*-beginsel in combinatie met toezicht op de naleving daarvan door de Monitoring Commissie Corporate Governance Code vanwege zijn flexibiliteit de voorkeur verdient boven een (Europese) wettelijke regeling waarin meer gedetailleerde eisen zouden worden gesteld aan de inhoud van toelichtingen in het geval van niet-naleving van de Corporate Governance Code.

### Conclusie

Het Groenboek is gelanceerd omdat volgens de Europese Commissie gebrekkige corporate governance bij beursgenoteerde vennootschappen een van de oorzaken van de financiële crisis is en eventuele verbeteringen gewenst zouden zijn. Bij deze legitimatie kunnen echter vraagtekens worden geplaatst. Het Nederlandse kabinet heeft aangegeven dat, wat het kabinet betreft, Europese regels eigenlijk alleen nuttig zijn voor het bevorderen van identificatie van en samenwerking tussen aandeelhouders. Of Europese regels ter limitering van het aantal bestuursposities en de rol van stemadviseurs wenselijk zijn, laat het kabinet voorlopig in het midden. Voor de overige onderwerpen ziet het geen noodzaak voor Europese regelgeving.

Eumedion ziet – in lijn met de belangen van haar achterban – op vrijwel alle gebieden die te maken hebben met toezicht op en verantwoording afleggen door het bestuur en verbetering van de positie van aandeelhouders voordelen in Europese regelgeving.

Naar verwachting zal de Commissie dit najaar een synthese van de reacties op de consultatie publiceren. Daarbij zal het vooral interessant zijn om te zien hoe marktpartijen in de andere lidstaten tegenover de voorstellen van de Commissie staan en of de standpunten afwijken van de opvattingen zoals in deze bijdrage beschreven.

14. <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/ecgf\\_related\\_party\\_transactions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_related_party_transactions_en.pdf)>.