

***De Nederlandse Corporate Governance Code
Voorstel voor herziening
Een uitnodiging voor commentaar.***

De Monitoring Commissie Corporate Governance Code heeft op 11 februari 2016 een consultatiedocument gepresenteerd met voorstellen tot herziening van de Nederlandse corporate governance code, gepaard gaande met een algemene uitnodiging om een reactie uit te brengen en deel te nemen aan het publieke debat omtrent de herziening van de Code.

Gehoor gevend aan deze uitnodiging wordt hierna ingegaan op het inleidende hoofdstuk uit het consultatiedocument en op de daarop volgende voorstellen tot herziening die worden samengevat in zeven thema's.

B.T.M. Steins Bisschop
Breukelen,
5 april 2016

I. INLEIDING

- a. De stelling dat de Code zijn succes heeft bewezen, wordt niet onderbouwd. Het is begrijpelijk dat in Nederland sedert 1997 (Aanbevelingen Peters) aansluiting wordt gezocht bij de internationale tendens om door middel van niet-bindende regulering goed bestuur te bevorderen.
 - i. Daarbij moet worden bedacht dat 'goed bestuur' niet eenduidig valt te omschrijven. Er moet onderscheid gemaakt worden tussen de verschillende soorten ondernemingen, met onderkenning van de verschillende aard, omvang en functie van die ondernemingen. Zo kennen familiebedrijven een andere structuur, en functioneren anders, dan beursvennootschappen. Beursvennootschappen vormen een afzonderlijke categorie, maar onder hen moeten ondernemingen van geheel verschillende aard worden onderscheiden. Ook onder de overige categorieën ondernemingen bestaan grote verschillen.
 - ii. Tegen deze achtergronden moet aandacht gegeven worden aan het karakter dat inmiddels aan de Nederlandse Corporate Governance Code is gegeven. De Code stelt wel alleen van toepassing te zijn op Nederlandse beursvennootschappen, maar in feite is het bereik van de Code veel breder. De Code wordt geacht een weergave te zijn van de in Nederland heersende algemene rechtsovertuiging.
 - iii. Deze karakterisering brengt mee dat regulering, en aanpassing, van de Code met terughoudendheid dient te geschieden. De Code stelt wel een product van zelfregulering te zijn, maar vanwege de bredere duiding en betekenis die in de loop der tijd daaraan is gegeven, moet de Code ook gezien worden als informele regelgeving, die vergelijkbaar is met wettelijke regulering.
 - iv. De totstandkoming van die informele regulering is echter wezenlijk anders dan het geval is bij totstandkoming van formele regulering door middel van wetgeving. De Code "is een document van de 'markt'", zoals in de Inleiding wordt gesteld. Deze markt wordt vertegenwoordigd door Eumedion, Euronext, de VEB, de VEUO en VNO-NCW. In de inleiding wordt gesteld: "Samen met de vertegenwoordigers van de werknemers, CNV en FNV, worden zij de schragende partijen van de Code genoemd." De aan het proces van formele wetgeving verbonden democratische controle ontbreekt, terwijl het karakter van formele wetgeving kleeft aan de Code.
 - v. → Op grond van deze overwegingen dient in het algemeen terughoudendheid te worden betracht bij deze vorm van regulering.
- b. Het gestelde succes van de Code wordt gekleurd door de omstandigheid dat de financiële crisis van 2007/2008 in de weg heeft gestaan, en wellicht nog staat, aan realisatie van de oorspronkelijke doelstellingen, herstel van vertrouwen in de (met name financiële) markten.

Het is niet realistisch te verwachten dat financiële en economische crises kunnen worden vermeden door regulering, maar het is evenmin realistisch om te verwachten dat meer regulering meer waarborgen tegen herhaling van crises zal bieden.

 - i. Het is interessant dat in het Voorstel voor herziening een nieuwe component is toegevoegd waarbij in een afzonderlijk thema nadruk wordt gelegd op 'cultuur' door voor dit aspect een principe en enige best practice bepalingen voor te stellen.

- ii. De nieuwe Code zal het begrip omkaderen door te verwijzen naar de beoogde lange termijn waardecreatie en “een gezonde cultuur van openheid en aanspreekbaarheid”.
 - iii. Volgens de Commissie gaat het hier om normen en waarden waarvan een concrete invulling echter – terecht – niet wordt gegeven. De verantwoordelijkheid daarvoor berust bij het bestuur en de RvC.
 - iv. → De betekenis van deze toevoeging kan worden vergeleken met die van de bankiers eed.
- c. Onder het kopje ‘Uitgangspunten herziening’ wordt gesteld: “De huidige Code heeft [...] een stevige positie verworven in de regulering van corporate governance”.
- i. Hier dient dezelfde kanttekening te worden geplaatst als hierboven aangaande de geboden terughoudendheid die bij zelfregulering dient te worden betracht.
 - ii. Een ander verwaterend effect van de Code wordt gevormd door de omstandigheid dat het merendeel van de aandelen in Nederlandse beursvennootschappen wordt gehouden door buitenlandse aandeelhouders, waaronder institutionele beleggers. Deze partijen zijn, dan wel voelen zich, veelal niet gebonden aan de Code.
 - iii. Buitenlandse beleggers bedienen zich veelal van stemadviesbureaus, zoals ISS en Glass Lewis. Deze instellingen hanteren hun eigen richtlijnen bij het uitoefenen van het stemrecht verbonden aan hun aandelenbezit in Nederlandse beursvennootschappen. Deze richtlijnen komen in zekere mate overeen met de Code, maar worden daardoor niet beperkt.
 - iv. De praktijk, met name bij fondsen waarin institutionele beleggers kleinere belangen, in geld of percentage uitgedrukt, houden, brengt mee dat de uitgebrachte stem niet wordt gebaseerd op doorgronding van de Code, maar vooral op de constatering of wordt voldaan aan de Code (*comply*), al dan niet na overweging van de eigen richtlijnen.
 - v. → De beoogde toepassing naar letter en geest van de Code wordt belemmerd door een zekere mate van afvinkgedrag bij een grote groep van buitenlandse beleggers in Nederlandse beursvennootschappen.
- d. Onder het kopje ‘Uitgangspunten herziening’ wordt ook verwezen naar het voordeel van zelfregulering boven wetgeving dat deze flexibeler is en op kortere termijn tot stand komt waarbij sneller kan worden ingespeeld op ontwikkelingen.
- i. Deze genoemde voordelen bestaan inderdaad, maar worden gekoppeld aan een advies om te komen tot reguliere herziening.
 - ii. Een dergelijke herziening zal naar verwachting bijdragen aan het algemeen bindende karakter van de Code, waarbij op de hiervoor genoemde gronden terughoudendheid dient te worden betracht.
 - iii. Reguliere herziening van de Code kan bovendien leiden tot een situatie waarin een nieuwe, informele, toezichthouder wordt gecreëerd. De voordelen daarvan zijn niet evident.
 - iv. → Het lijkt niet voor de hand te liggen de herziening van de Code te institutionaliseren.
- e. De Commissie streeft ernaar om nog dit jaar een aangepaste Code vast te stellen en deze in werking te doen treden vanaf het boekjaar beginnend op of na 1 januari 2017.

- i. Het is onduidelijk wat de effectieve datum dient te zijn van toepassing van de verschillende onderdelen van de nieuwe Code die een wijziging van de huidige bepalingen omvatten.
- ii. Een voorbeeld is de vraag wanneer de zittingsperiode van een commissaris dient te eindigen wanneer deze commissaris onder de huidige Code is benoemd voor een tweede periode van vier jaar welke periode verloopt vóór de datum van inwerkingtreding van de nieuwe Code, en de algemene vergadering deze commissaris in 2016 heeft herbenoemd voor een derde periode van vier jaar.
- iii. Er zijn ook andere voorbeelden waarin onduidelijkheid kan rijzen over de (datum van) inwerkingtreding van de bepalingen van de nieuwe Code.
- iv. → Het verdient aanbeveling om een overgangsregeling aan de bepalingen van de nieuwe Code toe te voegen welke een einde maakt aan mogelijke onduidelijkheden of misverstanden aan gaande de effectieve datum van de betreffende onderdelen van de Code.

II. VOORSTELLEN VOOR HERZIENING

1. MEER FOCUS OP LANGE TERMIJN WAARDECREATIE

- a. Waardecreatie voor wie?
 - i. De verplichting om korte termijn resultaten te rapporteren, waarbij de markt onvoldoende oog toont voor het lange termijn doel van de vennootschap, kan onder omstandigheden een netelig probleem vormen.
 - ii. De oplossing door middel van *alignment* van de belangen van bestuurders en aandeelhouders waarbij, bijvoorbeeld, opties op aandelen aan bestuurders worden verstrekt, heeft weer andere dilemma's teweeg gebracht. Het gaat dan met name om de neiging van bestuurders om de resultaten zodanig te sturen dat de waarde van hun opties wèl, maar de waarde van de onderliggende onderneming niet noodzakelijkerwijze eveneens, is toegenomen op het moment dat de opties gerealiseerd kunnen worden.
 - iii. De gewenste ontwikkeling is dat het ondernemingsbestuur plaatsvindt in het veld van de belangenpluraliteit van alle betrokkenen bij de onderneming, en niet primair of uitsluitend aandeelhouders en bestuurders.
 - iv. → Bij de opsomming van stakeholders wordt niet steeds ook verwezen naar milieu en maatschappij terwijl deze belangen wel onder stakeholdersbelangen worden gevat.
- b. Wat is lange termijn waardecreatie?
 - i. In de huidige Code wordt MVO gezien als een van de voorwaarden voor goed ondernemingsbestuur. Het voorstel is om 'relevante aspecten van ondernemen' te zien als onderdeel van de lange termijn waardecreatie, welke als algemene voorwaarde voor goed ondernemingsbestuur wordt gezien. De afzonderlijke verwijzing naar MVO kan daarom vervallen.
 - ii. De Commissie stelt dat de niet-financiële aspecten van ondernemen en de afweging van de belangen van de stakeholders daarmee de noodzakelijke aandacht en focus krijgen, welke integrale aanpak ook wordt bevorderd door de bepalingen over de in control verklaring.
 - iii. → Het lijkt erop dat hiermee geen wezenlijke wijziging ten opzichte van de huidige Code wordt gegeven, en meer een accentverschuiving. Onduidelijkheid blijft daarom bestaan over wat verstaan moet worden onder de term lange termijn waardecreatie. In dit verband kan aansluiting worden gevonden bij een recente formulering door de Hoge Raad dat het vennootschappelijk belang in de regel vooral bepaald wordt door het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming.
- c. Strategie
 - i. De Commissie bevestigt de algemene opvatting dat de verantwoordelijkheid voor lange termijn waardecreatie als primaire strategische doelstelling van de vennootschap bij het bestuur ligt, waarbij aan de RvC een afgeleide verantwoordelijkheid toekomt.
 - ii. Het verdient aandacht om meer aandacht te besteden aan wat onder 'strategie' verstaan dient te worden, ook omdat uit de definitie van deze term voortvloeit welke termijnen gelden bij het bepalen van de strategie.

- iii. Aansluiting kan worden gevonden in de bedrijfskundige literatuur over dit onderwerp waarbij onderscheid wordt gemaakt tussen de volgende elementen, die tezamen gestalte geven aan de strategie: Missie (met een termijn van 5 – 10 jaar), doelstelling (met een termijn van 1 – 5 jaar) en acties (met een termijn van 0 – 1 jaar). De opgegeven termijnen kunnen of moeten worden aangepast indien zich fundamentele wijzigingen voordoen ten opzichte van de feiten en omstandigheden die bestonden ten tijde van het formuleren van de missie, doelstelling en acties.
- iv. → Door een dergelijke verfijning aan te brengen in de term ‘strategie’ kan een betere verdeling van verantwoordelijkheden tussen bestuur, RvC en management worden bereikt, terwijl tevens borging ontstaat voor de afstemming van die elementen in het beleid van de onderneming.

2. VERSTEVIGING VAN RISICOMANAGEMENT

- a. Goed ondernemingsbestuur kan niet plaatsvinden zonder het nemen van risico. De Commissie besteedt veel aandacht aan de wijze waarop met ondernemingsrisico's dient te worden omgegaan.
 - i. De primaire verantwoordelijkheid voor risico en risicobeheersing ligt bij het bestuur.
 - ii. → een mogelijk probleem wordt gevormd door het feit dat de lange termijn waardecreatie een belangrijk element is van risicobeheersing, maar dat die term, zoals hiervoor aangegeven, de nodige definitieproblemen kent.
 - iii. → De verantwoordelijkheid van de RvC wordt in dit kader niet genoemd. Het verdient aanbeveling aan de RvC specifieke verantwoordelijkheid toe te kennen, bijvoorbeeld door bepaling en wijziging van de Missie aan goedkeuring te onderwerpen, dan wel anderszins los te koppelen van het exclusieve domein van het bestuur. Hierbij dient de afstemming c.q. aanpassing van de samenhangende elementen (doelstelling en acties) tevens onder de controlefunctie van de RvC te vallen.
- b. De Commissie gaat in op de rol en betekenis van de interne audit functie welke functie naar haar oordeel verstevigd dient te worden. Het gaat ook hier om de primaire verantwoordelijkheid van het bestuur en om afgeleide controle door de RvC door middel van de Audit Commissie.
 - i. In het systeem van ‘pas toe of leg uit’ kan natuurlijk afgeweken worden van de instelling van de interne audit functie.
 - ii. De Commissie gaat ervan uit “dat in beginsel iedere vennootschap beschikt over een interne audit functie.” en dat het bestuur moet evalueren of in de toekomst behoefte aan de functie bestaat. De RvC kan volgens de Commissie “toch tot de conclusie komen dat geen interne audit functie zal worden ingesteld.”
 - iii. → De verantwoordelijkheid voor het al dan niet instellen van een interne audit functie is niet voldoende duidelijk.
- c. Het is de vraag of het algemene uitgangspunt dat een interne audit functie aanwezig behoort te zijn, juist is. Op de beurs is een groot aantal ondernemingen genoteerd

- waarbij het wat betreft omvang en organisatie niet geïndiceerd is om die functie in te stellen. Het gaat om ong. 40% van de genoteerde ondernemingen.
- i. Dat bij dergelijke ondernemingen een interne audit functie overbodig is, kan blijken uit (de eenvoud van) de interne procedures, de beperkte omvang en/of andere ondernemingskenmerken.
 - ii. Dergelijke ondernemingen dienen onder de huidige Code uit te leggen dat en waarom de functie ontbreekt.
 - iii. → Tegen de achtergrond van enerzijds het standpunt van de Commissie dat de functie in beginsel aanwezig dient te zijn, en anderzijds het hiervoor genoemde feitelijk afvinkgedrag van bepaalde categorieën beleggers, is het onwenselijk deze sterke nadruk op (de noodzaak van) de functie te leggen.
- d. De kleinere ondernemingen en/of fondsen met een weinig gecompliceerde organisatie voorzien in de regel in waarborgen voor effectief risicomanagement door middel van maatregelen van administratieve organisatie en interne controle op bestuurs- en seniormanagement niveau.
- i. De organisatorische en andere verschillen tussen de verschillende soorten ondernemingen, zowel hoofd- als midcap fondsen, zijn aanzienlijk. Dit geeft aanleiding om ruimte te geven aan het proportionaliteitsbeginsel, vergelijkbaar met het beginsel dat in de Wet financieel toezicht wordt gehanteerd.
 - ii. In geval van bijzondere omstandigheden, zoals de introductie van nieuwe processen of systemen of andere ingrijpende gebeurtenissen, wordt de validatie daarvan veelal toevertrouwd aan externe adviseurs en experts die rapporteren aan het bestuur en de RvC.
 - iii. → Het is wenselijk bepalingen toe te voegen waarbij vennootschappen zonder audit functie geacht worden de Code toe te passen (en geen uitleg verschuldigd zijn van afwijking daarvan), indien hun bedrijfsprocessen, omvang of andere ondernemingskenmerken onder goedkeuring van de RvC de instelling van een interne auditfunctie overbodig maken.
- e. Voor dergelijke ondernemingen bestaat geen aanleiding om de instelling van een interne auditfunctie te heroverwegen, wanneer zich geen verandering van omstandigheden voordoet.
- i. → De bepaling dat dergelijke ondernemingen een jaarlijkse evaluatieplicht hebben, dient in deze opvatting niet in de nieuwe Code te worden opgenomen.
- f. Rol externe accountant
- i. De Commissie stelt voor de externe accountant een signalerende rol te geven bij tekortkomingen in de verantwoording over de naleving van de Code, waarbij echter van de accountant niet wordt verwacht dat “hij de complete naleving van de Code door de vennootschap controleert”.
 - ii. → Hiermee wordt aan de accountant een alertheid voorgeschreven, waarvan de verleiding uitgaat om de “complete” controle toch uit te voeren. Accountants zijn geen experts op het gebied van corporate governance en aan hen dient een controleverantwoordelijkheid op de naleving van de Code niet te worden opgedragen.

- g. Verhouding externe accountant en bestuur
 - i. In de voorstellen voor de nieuwe Code wordt bij de omschrijving van de uitvoering van de werkzaamheden van de externe accountant nadrukkelijk ingegaan op de rol en verantwoordelijkheden van de audit commissie.
 - ii. Een verduidelijking en omschrijving van de rol van het bestuur ontbreekt, terwijl deze in de praktijk en formeel van belang is.
 - iii. → De rol en verantwoordelijkheden van het bestuur dienen in deze bepalingen te worden opgenomen.

3. NIEUWE ACCENTEN IN EFFECTIEF BESTUUR EN TOEZICHT

- a. De commissie signaleert dat de commissarissen “een meer vooraanstaande positie krijgen binnen de vennootschapsrechtelijke verhoudingen en de *checks and balances* binnen de vennootschap”, en ook dat er ontwikkelingen zijn met betrekking tot *executive committees* en de *one tier board*. Er worden verschillende voorstellen gedaan om deze in de praktijk opgekomen ontwikkelingen te reflecteren in de nieuwe Code.
 - i. Met betrekking tot de bepaling aangaande diversiteit stelt de Commissie voor deze “breder te (blijven) trekken dan enkel het geslacht van de leden” en de bepaling uit te breiden naar het bestuur.
 - ii. → Deze bepaling wordt niet uitgestrekt tot de *executive committee* hetgeen de vraag oproept of daarmee een oneigenlijke grond wordt gecreëerd voor de instelling daarvan.
- b. De commissie wijst op “de opkomst van nieuwe business modellen en technologische innovatie” waarmee commissarissen rekening hebben te houden. Tenminste één commissaris zou moeten beschikken over “specifieke deskundigheid inzake bestaande en toekomstige technologische innovatie en business modellen.”
 - i. → De omschrijving van deze verplichte eigenschap is zo algemeen dat het al dan niet voldoen lastig zal zijn vast te stellen. Bij ondernemingen waar technologie en business model een prominente rol spelen bij de beleidsvorming, zou al moeten gelden dat de algemene geschiktheidseis van commissarissen kennis en kunde op deze terreinen omvat.
- c. Met betrekking tot de onafhankelijkheidseis aan commissarissen stelt de Commissie voor dat meerdere commissarissen “onafhankelijk” mogen zijn indien hun aantal de minderheid van de raad vormt en “onafhankelijk” alleen betekent dat zij een aandelenbelang hebben van 10% of meer.
 - i. Bij familieondernemingen, en ook andere vennootschappen met aandeelhouders die een groot belang hebben, zal deze nieuwe bepaling een nuttige functie kunnen hebben.
 - ii. → Gegeven het probleem van de informatie asymmetrie tussen bestuur en RvC is het echter de vraag of aan deze bepaling toegevoegd moet worden dat ook zij die niet aan de overige onafhankelijkheidscriteria voldoen in aanmerking moeten (kunnen) komen voor een plaats in de RvC waarbij als voorwaarde geldt dat de onafhankelijke leden de meerderheid dienen uit te maken.

- d. Benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen
 - i. Het voorstel is de benoemingstermijn van commissarissen te bekorten tot – in beginsel – maximaal acht jaar (in plaats van twaalf jaar) en geen wijzigingen aan te brengen in de benoemingstermijn van bestuurders.
 - ii. Er bestaat spanning tussen dit voorstel en het uitgangspunt van de Commissie van meer focus op de lange termijn waardecreatie.
 - iii. Het is juist om te bevorderen dat het functioneren van (ook) de RvC en de individuele commissarissen kritisch wordt gevolgd en beoordeeld. Waar voor sommige commissarissen kan gelden dat een lange verbintenis met de onderneming leidt tot afname van het kritisch beoordelend vermogen, kan dat voor andere commissarissen precies andersom gelden.
 - iv. → Het lijkt daarom effectiever om niet de benoemingstermijn van commissarissen te beperken tot acht jaar, maar de herbenoeming, en dus ook de tussentijdse beoordeling, van commissarissen te onderwerpen aan een kortere termijn dan de huidige termijn van vier jaar, bijvoorbeeld tot drie jaar.
 - v. → Ten aanzien van bestuurders gelden vergelijkbare overwegingen, zij het in mindere mate.
- e. Met betrekking tot tussentijds aftreden wordt voorgesteld dat bestuurders en commissarissen aftreden “bij onvoldoende functioneren, structureel onverenigbaarheid van belangen of wanneer dit anderszins naar het oordeel van de raad van commissarissen is geboden”.
 - i. Deze laatst genoemde grond voor (verplicht) aftreden gaat kennelijk uit van de werkgeversrol van de RvC die in de praktijk lijkt te bestaan of wordt aangenomen, maar waarvoor geen juridische grondslag bestaat bij het merendeel van de beursfondsen omdat deze geen structuurvennootschap zijn.
 - ii. → Het verdient aanbeveling verduidelijking op te nemen waarbij onderscheid wordt gemaakt tussen de formele bevoegdheden aangaande benoeming en ontslag van leden van de RvC en de daarvan afwijkende best practice bepalingen.
- f. Evaluatie van functioneren van bestuur en RvC
 - i. Het voorstel is om het evaluatieproces te intensiveren.
 - ii. Bovendien dient de RvC verantwoording in zijn verslag op te nemen van het proces, inclusief “wat er is of wordt gedaan met de conclusies van de evaluaties”.
 - iii. → Indien het gaat om een intensief evaluatieproces, waarbij met succes geleerde lessen zijn getrokken en toegepast, is het de vraag hoever de vereiste transparantie dient te gaan. Vertrouwelijke informatie dient vertrouwelijk te kunnen blijven.

CULTUUR

- a. Zoals hiervoor aangegeven wordt terecht in het Voorstel voor herziening een nieuwe component toegevoegd door als thema nadruk te leggen op 'cultuur', zonder daarbij voor te schrijven wat daaronder verstaan zou moeten worden. Internationaal zal de Code hiermee voorop lopen.
 - iv. → Ook dit laatste aspect onderstreept de aanbeveling tot terughoudendheid bij regulering door middel van een niet-bindende gedragscode.
 - v. → De vertaling van het Nederlandse woord 'cultuur' naar het Engelse woord *culture* lijkt niet de lading van de Nederlandse term niet voldoende te dekken.

4. BELONINGEN: OPGESCHOOND EN VEREENVOUDIGD

- a. De hiervoor genoemde problemen van *alignment* van de belangen van bestuurders en aandeelhouders leiden tot heroverweging van de thans bestaande gedetailleerde voorschriften voor beloning van met name statutair bestuurders. Gekozen is voor vereenvoudiging van de bepalingen voor bestuurders en uitbreiding van de bepalingen voor commissarissen en het executive committee.
 - i. Met betrekking tot het bestuur stelt de Commissie: "De raad van commissarissen is hier verantwoordelijk voor."
 - ii. Ook hier gaat de Commissie kennelijk uit van de werkgeversrol van de RvC die in de praktijk lijkt te bestaan of wordt aangenomen, maar waarvoor geen juridische grondslag bestaat bij het merendeel van de beursfondsen.
 - iii. → Het verdient aanbeveling meer duidelijkheid aan te brengen in de verhoudingen die op vennootschapsrechtelijke gronden in acht genomen moeten worden bij de verdeling van taken en bevoegdheden tussen de aandeelhoudersvergadering, het bestuur en de RvC.
- b. Een ander nieuw element is dat beloning van commissarissen onder voorwaarden ook in aandelen kan plaatsvinden.
 - i. → Bij deze nieuwe voorschriften ontbreekt een regeling aangaande (de verplichting tot) het aanhouden van uitgereikte aandelen (en opties?) in geval van een overname.

5. DE (ALGEMENE VERGADERING VAN) AANDEELHOUDERS

- a. Op dit moment spelen discussies en ontwikkeling met betrekking tot rechten en verantwoordelijkheden van aandeelhouders. Het gaat om de Europese Richtlijn betreffende aandeelhoudersrechten, de positie van minderheidsaandeelhouders en beschermingsmaatregelen.
 - i. De Commissie stelt geen ingrijpende inhoudelijke wijzigingen voor en beperkt zich tot voorstellen van voornamelijk technische aard.
 - ii. De Commissie beveelt aan de mogelijkheden te verkennen van een *stewardship code*.
 - iii. → In zekere zin geeft de Commissie een indicatie van de gewenste richting door te stellen: "Een betrokken en geïnformeerde deelname van aandeelhouders aan de besluitvorming in de algemene vergadering beschouwt de Commissie als voorwaarde voor een goede corporate governance van de vennootschap."

- iv. → De vraag is of deze algemene stelling opgaat, bijvoorbeeld in het geval van institutionele (of andere) beleggers die kiezen voor een passief beleggingsbeleid.
 - b. Met betrekking tot certificering als beschermingsmaatregel komt de Commissie terug op een eerder in de Code opgenomen bepaling dat certificering niet als beschermingsmaatregel maar slechts in het kader van aandeelhoudersabsenteïsme gehanteerd kan worden.
 - i. De Commissie stelt nu dat certificering juist wel als beschermingsmaatregel, en niet meer als bescherming tegen absenteïsme kan dienen.
 - ii. Het ook door de Commissie gesignaleerde verschijnsel dat aandeelhoudersvergaderingen steeds beter worden bezocht, betekent niet dat vennootschappen zich niet meer behoeven te beschermen tegen opportunistische besluitvorming in een vergadering waarin sprake is van absenteïsme en een met de belangen van de onderneming strijdig besluit wordt geforceerd door een minderheid van de kapitaalverschaffers. Het zich voordoen van een dergelijk verschijnsel is niet ondenkbaar, bijvoorbeeld wanneer sprake is van een opkomst van 60-70% en een besluit kan worden geforceerd door een – ter vergadering – aanwezige 30-35% minderheid van aandeelhouders.
 - iii. Het vennootschapsrecht laat toe dat certificering als beschermingsmaatregel wordt gehanteerd.
 - iv. → De bepaling dat certificering niet als beschermingsmaatregel gehanteerd kan worden, dient te worden geschrapt.
 - c. In het voorstel voor een gewijzigde tekst in de nieuwe Code wordt voorgeschreven dat het gebruik van certificering als beschermingsmaatregel dienstig dient te zijn aan lange termijn waardecreatie, dat het bestuur van het administratiekantoor het vertrouwen van de certificaathouders dient te genieten en dat certificaathouders de mogelijkheid hebben om kandidaten voor het bestuur aan te bevelen.
 - i. Het gaat hier om een ruime discretie om vorm te geven aan de beschermingsmaatregel waarbij de rol van de kapitaalverschaffer in aanmerkelijke mate wordt of kan worden teruggedrongen.
 - ii. → Nadere analyse van dit voorstel wijst uit dat het in het verleden gerezen hoofdbezwaar tegen certificering als beschermingsmaatregel, namelijk het permanent onthouden van principieel aan kapitaalverschaffers toekomende zeggensmacht, niet wordt geadresseerd.
 - d. In de huidige Code is opgenomen dat het bestuur van het administratiekantoor desgevraagd aan certificaathouders een onbeperkte stemvolmacht dient te verlenen. In boek 2BW is bepaald dat in bepaalde situaties een dergelijke volmachtverlening kan worden beperkt, uitgesloten of herroepen.
 - i. De Commissie meent dat de genoemde bepaling in de Code in strijd is met de genoemde wettelijke bepaling en stelt daarom voor de verwijzing naar de onbeperkte stemvolmacht te laten vervallen.
 - ii. → Het is de vraag of deze interpretatie van de wettelijke bepaling door de Commissie juist is. Deze bepaling schrijft immers voor onder welke omstandigheden de volmacht kan worden beperkt maar lijkt de mogelijkheid van een onbeperkte volmacht open te laten.

6. VERDUIDELIJKING VAN EISEN AAN DE KWALITEIT VAN DE UITLEG

- a. de Commissie stelt dat vennootschappen en aandeelhouders en gedeelde verantwoordelijkheid hebben om zelfregulering volgens het 'pas toe of leg uit'-principe goed te laten werken.
- b. Ten aanzien van de naleving van de Code wordt bepaald dat het aan de aandeelhouders is om het bestuur en de RvC over de naleving van de Code ter verantwoording te roepen.
- c. Met betrekking tot de aandeelhouders wordt vermeld dat rating agencies en stemadviesbureaus zich een zorgvuldig oordeel dienen te vormen over de redengeving van elk van de afwijkingen van de best praktisch bepalingen.
- d. → De in de Inleiding onder c. genoemde institutionele beleggers blijken de neiging hebben tot *box ticking*. Van hen, en van bepaalde passieve beleggers, kan het gevraagde zorgvuldig oordeel over afwijkingen van de Code niet worden gevraagd, althans in de praktijk zal een aantal van deze beleggers zich aan deze bepaling weinig gelegen laten liggen.