

Commissie Corporate Governance  
t.a.v. de secretaris Drs R. Abma  
Ministerie van Financiën  
Kamer 3132  
Postbus 20201  
2500 EE 's-GRAVENHAGE

Tevens per e-mail aan: [r.abma@minfin.nl](mailto:r.abma@minfin.nl) en [m.r.h.m.knubben@minez.nl](mailto:m.r.h.m.knubben@minez.nl)

Den Haag, 1 september 2003

Onze ref.: \\nldhg01\advocatuur\063\10712704\corporate governance\b007-063minfin-1sep03.doc\jjs

Mijne heren,

**Inzake: Concept Nederlandse corporate governance code**

1. De VEUO maakt gaarne gebruik van de uitnodiging van de Commissie Corporate Governance om commentaar te geven op de door de Commissie voorgestelde Nederlandse corporate governance code. Dit voorstel is met grote snelheid tot stand gebracht.

De VEUO waardeert deze snelheid en is overtuigd van de noodzaak om te zoeken naar middelen die kunnen bijdragen tot het herstel van vertrouwen in de financiële markten. Dat vertrouwen is door een beperkt aantal incidenten – de meeste overigens in het buitenland – grondig en breed is aangetast. Helaas lijdt de overgrote meerderheid van de "goeden" onder het veelal frauduleuze gedrag van enkele "kwaden". Een nieuwe en geactualiseerde code die in de pas loopt met soortgelijke buitenlandse codes kan een wezenlijke bijdrage leveren aan dat herstel van vertrouwen in transparantie en integriteit. Het staat voor de VEUO wel vast dat een code dat sneller en beter kan doen dan welke vorm van wetgeving ook.

2. De VEUO staat zonder meer positief tegen het merendeel van de grondbeginselen die in de principes van de conceptcode – de dikgedrukte tekst – worden verwoord. Ook veel van wat in de uitwerking daarvan is vervat wordt, zeker qua doelstelling, door de VEUO onderschreven. Wel constateert de VEUO dat die uitwerking qua aantal en mate van detail van de aanbevelingen niet zonder meer in de pas loopt met wat in omringende landen in vergelijkbare codes is neergelegd. Met die mate van detail rijst her en der ook nog wel eens de vraag naar de precieze redactionele betekenis. De VEUO heeft er begrip voor dat in de ontwerpfase van de code een zekere mate van gerichtheid op concrete regels heeft bestaan. Anderzijds meent de VEUO dat in de na de consultatie aanbreekende fase van vaststelling van het definitieve voorstel voor een code, het zeer wel mogelijk is om, met behoud van scherpte en het bevorderen van flexibiliteit, tot een versobering van het aantal uitvoeringsbepalingen te komen. In dat proces kunnen formuleringen zodanig worden vervolmaakt dat niet slechts de rechtszekerheid wordt gediend, maar de uitgevende instellingen ook in staat worden gesteld om de code zoveel mogelijk na te leven en daarmee een bijdrage te leveren aan een gerechtvaardigd verwachtingspatroon in de markt.
3. De VEUO onderkent dat een "comply or explain" regime daaraan een bijdrage kan leveren. Wil dit zijn doel niet voorbij schieten, dan is wel van belang dat de code een gemene deler van normen van goed bestuur en toezicht weerspiegelt die voor alle beursgenoteerde vennootschappen (ongeacht omvang en complexiteit van de bestuurlijke organisatie) kan worden nageleefd, zodat de noodzaak om gerechtvaardigde afwijkingen te moeten uitleggen tot een minimum wordt beperkt. Slaagt de Commissie niet in dat streven dan kleven aan het comply or explain systeem financiële en juridische risico's.
4. In deze brief en de daarbij behorende bijlage vindt u de uitgebreide reactie waartoe het voorstel van de Commissie de VEUO op dit moment aanleiding geeft. Korthedshalve zal dit voorstel van de Commissie in het navolgende worden aangeduid als de Concept Code. Bij die reactie heeft de VEUO zich laten leiden door de volgende doelstellingen die aan de Concept Code kunnen worden toegeschreven:
  - (i) een nadere uitwerking van de taak van het bestuur en het aanscherpen en transparanter maken van het beloningsbeleid zonder echter de slagvaardigheid van het bestuur en de ondernemingszin te belemmeren,
  - (ii) een nadere uitwerking van taken van de raad van commissarissen en het waarborgen van de beschikbaarheid, deskundigheid en onafhankelijkheid van zijn leden waarbij ook hier weer geldt dat de slagvaardigheid en de ondernemingszin niet worden belemmerd,
  - (iii) het faciliteren en informeren van de algemene vergadering in het kader van en ter bevordering van de daadwerkelijke uitoefening van de taken en bevoegdheden die de wetgever, binnen het wettelijke systeem van checks and balances, aan de algemene vergadering heeft toegekend inclusief een heldere verantwoording van het gevoerde bestuur en daarop uitgeoefende toezicht;
  - (iv) een nadere toelichting op de financiële verslaggeving en de daaraan ten grondslag liggende procedures binnen het kader van de wettelijke regeling ter zake;
  - (v) bevordering van het Nederlandse vestigings- en ondernemingsklimaat en de aantrekkelijkheid van een beursnotering in Nederland.

5. Deze primaire doelstellingen worden door VEUO onderschreven. Zij zijn bij uitstek geschikt om in een Code en niet in wetgeving te worden vervat. Een Code biedt immers de mogelijkheid nadere gedragsregels te formuleren waarin ruimte wordt gelaten om bepaalde omstandigheden en factoren mee te wegen. Kortom, deze kan primair principle-based zijn in plaats van wetgeving die rule-based is georiënteerd. Dat voordeel gaat echter verloren naar mate een Code meer rule-based dan principle based is. In het laatste geval weegt ook zwaarder dat bij het vaststellen en wijzigen van de regels door een Commissie de waarborgen ontbreken die een parlementaire wetgevingsprocedure biedt. Dat geldt eens te meer indien gedetailleerde bepalingen van de Code strijden met wetgeving en/of wetsvoorstellen die in het parlement aanhangig zijn.
6. Met inachtneming van het voorgaande biedt de Code veel dat waardevol is en waarvan de VEUO met waardering kennis neemt. Tegelijkertijd meent de VEUO dat de Concept Code verder kan worden vervolmaakt om meer aan de vermelde uitgangspunten te beantwoorden. Zoals gezegd geldt dat niet zozeer de fundamentele, als wel het aantal, de mate van gedetailleerdheid en de vergaandheid van de daarop gebaseerde regels. In het navolgende wil de VEUO graag toelichten waarom en hoe zij meent dat dit kan worden beperkt. Daarbij zullen worden betrokken de internationale context, een aantal voorgestelde randvoorwaarden en de complicaties van het comply or explain regime. Vervolgens zal in een bij deze brief behorende bijlage uitgebreid worden ingegaan op de specifieke in de Concept Code vervatte voorstellen. Dat leidt tot de volgende opbouw van deze reactie:
  - I. Na een aantal algemene opmerkingen bevatten de nrs. 7 – 9 enige observaties omtrent de ontwerpcode in een internationaal perspectief. Aan de orde komen de omvang van de ontwerp Code, de aard van de daarin geregelde materie, de mate van detail daarvan, en het toepassingsbereik in een internationale context.
  - II. In nrs. 10 – 16 wordt aan de orde gesteld aan welke randvoorwaarden de Code zou moeten voldoen. Essentialia daarbij zijn in de visie van de VEUO dat aan de best practice bepalingen in de Code door alle beursgenoteerde vennootschappen op betrekkelijk eenvoudige wijze kan worden voldaan ongeacht de beurswaarde en omvang van de in stand gehouden onderneming op een wijze die niet leidt tot bureaucrativering en onnodige juridisering.
  - III. In nrs 17 – 23 wordt meer specifiek aandacht besteed aan de complicaties die zijn verbonden met het "comply or explain" regime en aan de rangorde tussen wettelijke bepalingen en codevoorschriften. Dit onderstreept het belang van de in de nrs. 10 – 14 te bespreken randvoorwaarden.
  - IV. In nrs. 23 – 25 worden enige opmerkingen gemaakt over het tijdstip van invoering van de Code en (de noodzaak van) het "overgangsrecht".
  - V. In nr. 26 en de bij deze brief behorende **bijlage** (een zogenaamd "drieluik") komt het concrete

commentaar op de specifieke principes en best practice bepalingen aan de orde. In dat verband worden ook concrete voorstellen tot aanpassing van de tekst van de concept code gedaan.

VI. Ten slotte bevat nr. 27 een samenvatting van de hoofdpunten van deze reactie.

## **I. De Concept Code in internationaal perspectief. Enige observaties.**

7. De Concept Code is duidelijk mede geïnspireerd door de zeer recent vastgestelde versies van de Engelse Combined Code en de Duitse Cromme Kodex. Ook is de invloed van de Sarbanes-Oxley Act te bespeuren. Bij vergelijking van de Concept Code met de buitenlandse codes valt echter wel aanstonds op dat de Concept Code zich onderscheidt door een mate van detaillering die aan de beide vermelde buitenlandse codes vreemd is. Evenzeer valt op dat de aanbevelingen van de Commissie mede betrekking hebben op de door de Commissie wenselijk geachte wetgeving. De Concept Code is behalve een handreiking voor goed bestuur mede een politiek document geworden. In beide buitenlandse codes is daarvan geen sprake. Een en ander heeft mede tot gevolg dat de omvang van het aantal voorschriften in de Concept Code 124 bedraagt, en daarmee nagenoeg het dubbele van het aantal regels in de beide voorbeeldcodes (en overigens meer dan het relevante aantal artikelen in Boek 2 BW). De Engelse Code kent een vijftigtal bepalingen en de Duitse Kodex volstaat met zo'n 65 aanbevelingen. De noodzaak van de verdubbeling van de voorschriften voor Nederlandse vennootschappen ziet de VEUO niet.
8. Niet slechts bedraagt het aantal bepalingen het dubbele van wat in buitenlandse codes is vervat, de bepalingen zijn ook in diverse opzichten veeleisender en verdergaand dan wat in buitenlandse codes is opgenomen. Er is derhalve geen sprake meer van dat de Concept Code "in de pas loopt" met buitenlandse codes, zoals de taakopdracht aan de Commissie luidde. Dit verdergaande karakter is in allerlei opzichten minder gewenst.
9. Zo brengt het feit dat de Concept Code veel verder gaat dan de Engelse en Duitse codes en daarvan substantieel afwijkt, voor Nederlandse vennootschappen met noteringen in andere jurisdicties mee dat deze zich met een groot aantal uiteenlopende voorschriften zien geconfronteerd. Dat is een onwenselijke situatie zowel vanuit het oogpunt van te bereiken transparantie, als uit het oogpunt van te voorkomen nodeloze en nutteloze inspanningen en kosten. De inspanningen en kosten gemoeid met aanpassingen aan de Sarbanes-Oxley Act liggen nog vers in het geheugen. Dit moge nog eens onderstrepen dat het van groot belang is dat de Nederlandse Code zo veel mogelijk in de pas loopt met buitenlandse codes en/of relevante wetgeving. Juist in Europa ligt het in de rede de opzet, inhoud en het karakter van toepasselijke corporate governance codes nauw op elkaar te laten aansluiten. De VEUO dringt er op aan dat de Commissie deze internationale aspecten meer betreft bij het opstellen van een finaler voorstel voor een Nederlandse Code. Daarbij kan erop worden gewezen dat bijvoorbeeld het Europese effectenrecht er nu juist op gericht is toepasselijkheid van verschillende regimes zoveel mogelijk te beperken (zoals bijvoorbeeld in de recente EG Prospectus Richtlijn en de Market Abuse richtlijnen tot uitdrukking komt).

## II. Randvoorwaarden voor een Nederlandse Code

### *Overzichtelijke bepalingen en voorkoming van detaillering, bureaucrativering en kosteninefficiëntie*

10. Een eerste randvoorwaarde die aan een Nederlandse Code mag worden gesteld is dat deze overzichtelijk en helder is en door alle Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen kan worden toegepast, bij voorkeur met vermindering van onnodige detaillering en bureaucrativering. Met alle waardering die de VEUO heeft voor grote delen van de Concept Code, moet toch worden geconstateerd dat de Concept Code niet steeds aan deze randvoorwaarde voldoet. Bij de bespreking van de specifieke principes en bepalingen in de bij deze brief behorende bijlage worden terzake voorstellen gedaan om een en ander te ondervangen. In het verlengde van het voorgaande ligt dat de Code kostenefficiënt moet zijn. Vennootschap noch beleggers zijn er bij gebaat als administratieve procedures in het leven worden geroepen die onevenredig hoge kosten met zich meebrengen. Behalve die kosten wijst de VEUO in dit verband op het volgende. Een van de doelstellingen van de Code is (ook) het bevorderen van ondernemerschap. Een sterk reglementerende Code kan er echter gemakkelijk toe leiden dat juist dat ondernemerschap in het gedrang komt en dat de balans doorslaat naar het krampachtig vasthouden aan procedures. De VEUO zou een dergelijk effect zeer betreuren.

### *Flexibiliteit*

11. Een tweede belangrijke randvoorwaarde die eigenlijk inherent is aan een Code, en juist de aantrekkelijkheid er van vormt, is dat de bepalingen in de Code de nodige flexibiliteit kunnen bieden. Juist in dit opzicht echter moet worden geconstateerd dat het rule-based karakter van de Concept Code in het algemeen weinig ruimte laat. Een in het oog springend voorbeeld daarvan bieden de bepalingen met betrekking tot beloning van bestuurders (en aanstellingsduur). Ter vermindering van misverstand stelt de VEUO daarbij uitdrukkelijk voorop dat zij het met de Commissie geheel eens is dat excessieve beloning moet worden voorkomen en dat zulks eens te meer geldt voor afvloeiingsregelingen voor bestuurders in geval van falend bestuur. Dat gezegd zijnde moet echter ook worden geconstateerd dat er binnen die kaders niets op tegen is dat beloning van bestuurders een kwestie van maatwerk wordt afhankelijk van de aard van de onderneming, de omstandigheden waarin de onderneming zich bevindt en de achtergrond van de (aspirant) bestuurder. Hier past meer flexibiliteit dan de Concept Code laat. Dat geldt eens te meer nu de algemene vergadering uitdrukkelijk zal moeten worden geconsulteerd over de beloning en regelingen die opties en/of aandelen betreffen voorafgaande goedkeuring van aandeelhouders behoeven. Wederom zij, ter voorkoming van misverstand, uitdrukkelijk opgemerkt dat de VEUO deze voorstellen in beginsel ondersteunt. Het is echter juist in dat licht merkwaardig dat tegelijkertijd strakke en gedetailleerde regels worden gegeven. Dat geldt ook voor een aanzienlijk aantal andere onderwerpen in de Concept Code, en in het bijzonder waar strakke, en veelal arbitraire, kwantitatieve criteria worden gegeven. Een sprekend voorbeeld betreft de beperking van het aantal commissariaten tot vijf (5) waaraan is toegevoegd dat voorzitterschappen 'dubbel' tellen. Ook hier weer geldt dat de VEUO onderstreept dat zij de uitgangspunten die aan deze

regels ten grondslag liggen van harte onderschrijft. De uitwerking is echter nodeloos gedetailleerd en gefixeerd. Daardoor geldt enerzijds dat te veel ruimte wordt gegeven (5 wordt dan al snel de norm, ook als dat voor bepaalde commissarissen niet verantwoord is), terwijl anderzijds in bepaalde omstandigheden en met betrekking tot bepaalde personen vijf zonder bezwaar overschreden mag worden. In de bijlage die onderdeel uitmaakt van deze brief, komt een en ander nader ter sprake. Ook komt daarin een aanzienlijk aantal andere bepalingen in de Concept Code aan de orde met betrekking tot welke nadere voorstellen tot flexibilisering zullen worden gedaan.

*Bepalingen dienen het wettelijk en statutair kader te respecteren en niet afhankelijk te zijn van nieuwe wetgeving*

12. Daarnaast is een deel van de aanbevelingen niet in overeenstemming met geldende wetgeving c.q. afhankelijk van nadere wetgeving. De VEUO acht het opnemen van dergelijke voorschriften in een Code niet juist. De Concept Code moet als inhoud hebben duidelijke en heldere aanbevelingen die op moment van afkondiging van de Code direct kunnen worden geïmplementeerd. Iets anders is dat de taakopdracht de Commissie de ruimte geeft om in bepaalde gevallen aanbevelingen aan de wetgever te richten als zij stuit op specifieke knelpunten bijvoorbeeld om onderdelen van de code te faciliteren. Maar deze horen pas onderdeel van de Code in enge zin uit te maken als de wetgever dergelijke wensen honoreert. Nu de bedoeling is dat de Code van tijd tot tijd wordt geëvalueerd is er te minder reden dergelijke naar hun aard voorwaardelijke en niet na te leven bepalingen nu reeds daarin op te nemen. De VEUO meent dan ook dat het in de rede zou liggen dat de Commissie in haar eindrapport een onderscheid maakt tussen een gedeelte van haar rapport waarin aan de wetgever gerichte aanbevelingen zijn vevat, en een deel waarin de door beursgenoteerde vennootschappen na te leven Code is vevat.

*Bepalingen dienen zowel voor grote als voor "mid" en "small" caps geschikt te zijn zonder onevenredige lasten te creëren*

13. De Concept Code lijkt nogal eens vooral geschreven vanuit het perspectief van de grote vennootschappen. De VEUO wijst er echter op dat de ruime meerderheid van de vennootschappen waarvoor de Concept Code zal gaan gelden zogenaamde "mid" en "small caps" zijn. Bij een substantieel deel van die ondernemingen zal een bestuur uit niet meer dan één of twee leden bestaan en het aantal commissarissen beperkt zijn tot drie à vier (en zelden meer dan vijf). Uitgangspunt van de Concept Code moet zijn dat deze juist ook door die vennootschappen zonder afwijkende uitleg moet kunnen worden onderschreven. Voor hen zal, meer nog dan voor grote ondernemingen, gelden dat afwijkingen van de Code in de kapitaalmarkt een onevenredig negatief effect kunnen hebben. Een voorbeeld waarbij dit uit het oog lijkt te zijn verloren, is de regeling van commissies die binnen de raad van commissarissen moeten worden ingesteld. Bij een kleinere vennootschap is dat zinledig. Momenteel voorziet "Principe II.4" echter niet in enige afwijking. Een kleine vennootschap moet echter niet gedwongen worden om van jaar te jaar te moeten uitleggen waarom het deze Concept Code bepalingen en zelfs dit principe niet volgt. De VEUO meent dat niet voldoende kan worden onderstreept dat een belangrijke randvoorwaarde voor de Code is dat deze door elke beursgenoteerde vennootschap moet kunnen worden gevolgd, althans zodanig is geformuleerd dat dit niet afdoet aan de mogelijkheid

de Code ongeclausuleerd te kunnen onderschrijven. (In de vermelde bepaling zou dit bijvoorbeeld betrekkelijk eenvoudig kunnen worden bereikt door het commissiesysteem slechts als best practice aan te merken als de raad van commissarissen van een vennootschap uit meer dan vijf leden bestaat.) Gewezen kan worden op de Engelse Combined Code waarin op een aantal plaatsen wel uitdrukkelijk rekening is gehouden met het bovenstaande.

### *Contraproductieve effecten moeten worden voorkomen*

14. De indruk bestaat dat de in de Concept Code vervatte voorschriften blijkbaar alle in gelijke mate van belang worden geacht en alle, zonder onderscheid, onder het "comply or explain" regime worden gebracht. Dit is anders in zowel de Duitse Cromme Kodex als in de Engelse Combined Code waar bepalingen worden onderscheiden en afhankelijk van het belang daarvan niet onder het bereik van de "comply or explain" regel gesteld. In de Cromme Kodex gebeurt dat door in bepalingen zelf aan te geven of deze een verplichtend ("soll") of slechts aanbevolen ("sollte") karakter hebben. In de Engelse Combined Code wordt dit effect bereikt door een aantal gedetailleerde aanbevelingen niet als best practice bepalingen op te nemen, maar als niet tot de code zelf behorende "guidance". Nu de Concept Code dergelijke systemen niet kent, maar wel een groot aantal zeer gedetailleerde regels voorstelt, zal dit meebrengen dat op basis van het huidige voorstel bijna geen beursgenoteerde onderneming zonder disproportionele inspanningen en kosten aan alle daarin vervatte bepalingen zal kunnen voldoen en derhalve van een groot aantal voorschriften zal (moeten) afwijken.

### *Ernstig rekening moet worden gehouden met het gevaar van "box-ticking" en overige negatieve effecten*

15. Als een betrekkelijk groot aantal Nederlandse ondernemingen niet integraal kan voldaan aan de Code zal dat ongewild, en onterecht, de indruk wekken dat een aanzienlijk deel van de Nederlandse beursvennootschappen het vertrouwen van beleggers niet waard zou zijn. Dat zal een negatief effect hebben op de mogelijkheden om via de beurs een beroep te doen op de kapitaalmarkt. Daarmee wordt dan geen bijdrage geleverd aan herstel van vertrouwen dat nu juist wel een belangrijke doelstelling van de Code is en ieder geval behoort te zijn. Daarmee dreigt de Concept Code contraproductief te worden. De Commissie stelt daar tegenover dat afwijking van de Code niet moet worden begrepen als negatief, want alleszins geboden kan zijn. Deze benadering miskent echter dat dergelijke nuances in de publiciteit geheel verloren zullen kunnen gaan en dat in de veelheid van beleggingsinformatie niet van alle investeerders steeds kan worden verwacht dat deze nuanceringen op waarde geschat zullen worden. Bovendien brengt het ook overigens aanzienlijke juridische risico's mee (zie hierna nr. 16 e.v.).

### *"Comply or explain" mag geen rechtvaardiging zijn voor bepalingen die niet goed in brede kring naleefbaar zijn*

16. In dit verband meent VEUO dat het "comply or explain" regime niet moet worden gezien als een rechtvaardiging voor regels die niet steeds evenwichtig zijn, en waarvan kan worden voorspeld dat er goede redenen zullen kunnen zijn om daarvan af te wijken. Als dat het geval is, hoort een dergelijke regel niet in een algemene Code thuis. Dat geldt evenzeer voor aanbevelingen die in het huidige wettelijke kader eenvoudigweg niet zonder meer tot gelding kunnen worden gebracht. Het zou toch enigszins merkwaardig zijn als vennootschappen krachtens een wettelijk (!) verankerd "comply or

explain"-stelsel bijvoorbeeld moeten uitleggen dat reeds zittende bestuurder geen arbeidscontract voor een bepaalde tijd hebben, omdat het geldende arbeidsrecht nu eenmaal meebrengt dat geldende arbeidscontracten met bestuurders (uiteraard) niet eenzijdig en naar willekeur kunnen worden gewijzigd.

### III. Het "comply or explain" regime

17. Meer in het algemeen is de VEUO bezorgd over de consequenties van de door de Commissie gewenste wettelijke verankering van de "comply or explain" regel in de Nederlandse context. Naar de mening van de VEUO vergt dit zorgvuldigheid en terughoudendheid in verband met het vigerende wettelijke systeem. Niet elk onderdeel van de Concept Code lijkt daaraan te beantwoorden. Dat valt in het bijzonder op waar de Commissie in het formuleren van Code bepalingen buiten haar taakopdracht is getreden. Zo heeft de Commissie toch principes en aanbevelingen geformuleerd met betrekking tot beschermingsmaatregelen (in het bijzonder certificering), terwijl zulks nu juist van de taak van de Commissie was uitgezonderd. De VEUO acht het ook niet juist dat waar nu maatschappij, parlement en Europese gremia het debat over beschermingsmaatregelen nog volop wordt gevoerd, de Commissie het er toe zou kunnen leiden dat vennootschappen die al jaren een in wetgeving, rechtspraak en beursregels erkende beschermingsmaatregel kennen, door deze Commissie zouden kunnen worden belast met het etiket "geen goed bestuur" omdat van de betreffende codebepalingen wordt afgeweken. Dat geldt te meer nu het enkele bestaan van een beschermingsmaatregel op zichzelf geen enkele invloed heeft op de vraag of een vennootschap goed wordt bestuurd. Met betrekking tot certificering kan daaraan nog worden toegevoegd dat nu juist deze beschermingsmaatregel onder het regime van de ontwerp 13<sup>e</sup> EG Richtlijn ongemoeid zou worden gelaten (aldus o.a. J.W. Winter, Overname en bescherming onder het nieuwe voorstel voor de 13<sup>e</sup> Richtlijn, in: L.J. Hijmans van den Bergh e.a., Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief, Kluwer – 2003 p. 73).
18. De wettelijke verankering van het "comply or explain"-principe leidt er voorts toe dat niet naleving van de bepalingen ook allerlei onbedoelde en in ieder geval ongewenste effecten kan hebben in de rechtspraak. Het mag niet zo zijn dat het niet-naleven van bepalingen in de Concept Code er toe leidt dat wordt geconcludeerd dat sprake is van onbehoorlijk bestuur of wanbeleid c.q. van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen (zodat een enquête kan worden gelast). De potentiële juridisering van de corporate governance die hiervan het gevolg kan zijn moet niet worden gebagatelliseerd. Het is ongewenst dat een Code die beoogt langs niet-wettelijke weg goed bestuur te bevorderen, er toe zou leiden dat de mogelijkheden om juridische acties te entameren disproportioneel zouden toenemen en de angst en aandacht voor dergelijke procedures nog meer beslag zouden leggen op bestuur en commissarissen dan nu soms al het geval is. Met name voor "mid caps" en zeker ook "small caps", die de meeste kans lopen niet aan alle nu door de Commissie voorgestelde gedetailleerde bepalingen te kunnen voldoen (terwijl juist voor hen geldt dat juridische procedures veelal disproportioneel beslag leggen op de beschikbare tijd van bestuurders), brengt dat grote risico's mee. In plaats van stabiele investeerders aan te trekken kunnen zij speelbal worden van financiële partijen die door juridische acties ondernemingen in moeilijkheden kunnen brengen, de beurskoers onder druk

kunnen zetten en vervolgens pogen voor lage prijs controle te verkrijgen. Dat is niet in het belang van deze kleinere vennootschappen, maar zeker ook niet in het belang van de (kleine) aandeelhouders daarin. Het voorgaande moge onderstrepen dat de verankering en de omschrijving van de "comply or explain" regel en de status van de in de Code opgenomen principes en bepalingen zorgvuldige aandacht vergt.

19. In dit verband heet de VEUO ook enige moeite met de opvatting van de Commissie dat alle in de Code opgenomen principes zonder meer kunnen worden beschouwd als breed gedragen, algemene opvattingen over goede corporate governance, zoals de Commissie noteert in paragraaf 4 van de inleiding van haar rapport. Dat geldt in bepaald versterkte mate de stelling van de Commissie dat de concrete bepalingen "de nationale en internationale 'best practice' weer[geven]" zoals de Commissie in paragraaf 5 postuleert. In dit verband kan de VEUO niet nalaten ook op deze plaats nogmaals in herinnering te roepen dat de Concept Code nogal afwijkt van de codes die in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk van toepassing zijn. Met alle respect voor het werk en de opvattingen van de (leden van de) Commissie, lijken haar stellingen toch niet steeds bestand tegen de feiten. Ondertussen geldt echter wel dat een en ander tot onduidelijkheid in de rechtspraak leiden kan. De procedure die uitmondde in de beschikking van de Hoge Raad van 21 februari 2003, NJ 2003, 182 (HBG) biedt daarvan een voorbeeld.
20. Dit alles vergt omzichtigheid bij het formuleren van de principes en bepalingen in dialoog met het bedrijfsleven en in het bijzonder de gemeenschap van beursgenoteerde ondernemingen, en zorgvuldige overweging van de strekking en (juridische) reikwijdte van de "comply or explain" regel. In de Concept Code wordt daaraan nu slechts een "best practice" bepaling gewijd (V.3). Best practice bepalingen richten zich echter tot bestuur en commissarissen van een vennootschap. Die hebben geen rechtsvormende macht. De hier opgenomen bepaling hoort dan ook daarin niet thuis.
21. Nu het hier fundamentele (juridische) vragen betreft zou het in de rede liggen dat de Commissie daaraan in een apart hoofdstuk van haar eindrapport uitdrukkelijk aandacht schenkt en hetgeen in V.3 is vervat nader preciseert. De VEUO kan zich overigens verenigen met het kennelijk daaraan ten grondslag liggende uitgangspunt dat de "comply or explain" regel uitsluitend ter toets behoort te komen in een jaarrekeningprocedure en dan nog slechts met grote terughoudendheid. Daarbij realiseren men zich dat een dergelijke procedure krachtens art. 999 Rv door iedere "belanghebbende" kan worden aangespannen. Uiteraard omvat dat ook de AFM. In dit verband ligt het voor de hand dat de AFM in het kader van het binnenkort te introduceren toezicht op de financiële verslaggeving zal kunnen letten op de consistentie van beschrijving en verklaring en vervolgens een procedure zou kunnen entameren. De VEUO zou er echter ernstig bezwaar tegen hebben dat een en ander op enigerlei wijze een sanctiebevoegdheid van de AFM zou meebrengen. Dit zou (opnieuw) een ongewenste bijdrage leveren aan de juridisering van de corporate governance en afbreuk doen aan het uitgangspunt dat het aan aandeelhouders is om bestuur en raad van commissarissen ter verantwoording te roepen. Ten slotte is het van belang dat ook nadrukkelijk wordt besproken wanneer (bij afwijking van de code) voldaan is aan het "explain"/"uitleg" criterium. Er moet voor worden gewaakt dat objectieve "uitleg" niet wordt verward

met een subjectief overtuigende uitleg. In rechte moet geen debat kunnen plaatsvinden of de uitleg adequaat of afdoende is om afwijking te (kunnen) rechtvaardigen. Dat hoort, zoals de Commissie zelf opmerkt, thuis in een eventueel debat met de algemene vergadering van aandeelhouders.

22. Een laatste opmerking in dit verband betreft toekomstige wijzigingen van de Code. In paragraaf 7 van de "preambule" voor het rapport beveelt de Commissie aan dat de verantwoordelijke ministers een "klein panel" in het leven roepen dat "doorlopend" bekijkt of bepaalde principes of best practice bepalingen "moeten worden aangepast of nader geïnterpreteerd". Deze aanbeveling vervult de VEUO met zorg. Het risico bestaat dat instelling van het panel zelf reeds een stroom aan voorstellen, nadere interpretaties en nieuwe regels op gang zou kunnen doen brengen en dat elk incident onmiddellijk zou worden gevolgd door aanpassing van de Code. Dit alles komt de VEUO ongewenst voor. Uiteraard moet periodiek worden bezien of de Code nog up-to-date is en aanpassing behoeft. Dat een dergelijke operatie zo ongeveer eens in de drie jaar plaatsvindt lijkt de VEUO echter voldoende. Dat zou dan moeten geschieden op basis van soortgelijke initiatieven als waaraan de Commissie Tabaksblad haar bestaan dankt. Het Nederlandse bedrijfsleven (maar dit geldt ook voor de financiële markt) is niet gebaat bij een permanente stroom nieuwe regelgeving. Een dergelijk de facto geprivatiseerd regelgevend college zou ook de democratische legitimatie missen, en het daarbij behorende toezicht die goede regelgeving van node heeft. Algemene regelgeving, zelfs of juist wanneer in een code vervat, hoort de uitkomst te zijn van een zorgvuldig proces. Met de instelling van een autonoom opererend en niet door enige wetgeving in zijn activiteiten beperkt panel, is dat onvoldoende gewaarborgd.

#### IV. "Overgangsrecht"

23. De Commissie is voornemens om de definitieve Code per 1 januari 2004 van kracht te laten zijn. In de visie van de Commissie brengt dit mee dat reeds in het in 2004 op te stellen jaarverslag met betrekking tot het financiële jaar 2003 moet worden aangegeven of ondernemingen de (toen nog niet geldende, en zelfs niet eens bestaande!) Code hebben nageleefd. Een dergelijke benadering is niet slechts juridisch onaanvaardbaar, maar tevens onredelijk en zinloos. In de betreffende boekjaren kon met de Code geen rekening worden gehouden. Bijna geen enkele vennootschap zou kunnen verklaren in overeenstemming met de Code te zijn bestuurd, hetgeen nu juist het omgekeerde effect zou hebben dan wordt beoogd ("herstel van vertrouwen"). Verwezen moge worden naar hetgeen hiervoor sub 6 reeds is opgemerkt over de te vermijden contraproductieve effecten van de Code. De VEUO acht dit voornemen ook principieel onjuist. Een genuanceerd overgangsregime is vereist.
24. Een eerste regel van "overgangsrecht" zou in ieder geval moeten inhouden dat de Code slechts van toepassing is met betrekking tot boekjaren die na invoering van de Code aanvangen. Dat is ook in het buitenland een volstrekt vanzelfsprekende zaak. Wij verwijzen naar een dergelijke bepaling in de vernieuwde Combined Code waarin uitdrukkelijk is opgenomen dat de vernieuwde bepalingen slechts van toepassing zullen zijn op de boekjaren die enige maanden na vaststelling van de code aanvangen.
25. Een tweede regel van "overgangsrecht" zou moeten zijn dat de Code voorschriften slechts zouden

moeten dwingen tot het melden van afwijkingen van de Code voor zover het betreft nieuwe (rechts)feiten. Het is bijvoorbeeld zinloos en mist goede grond te verklaren dat reeds zittende bestuurders niet voor een bepaalde periode zijn benoemd nu dat immers tot nu toe in Nederland algemeen aanvaarde marketpractice was. In ieder geval zou zulks moeten worden uitgezonderd van de "comply or explain" regel.

## **V. Specifiek commentaar op de beginselen en best practice bepalingen van de Concept Code (met als bijlage een "drieluik")**

26. Het voorgaande biedt voor de VEUO het kader voor de beoordeling van de concrete in de Concept Code vervatte principes en bepalingen. Deze beoordeling is vervat in een "drieluik" document dat als bijlage I bij deze brief is gevoegd en uitdrukkelijk deel uitmaakt van het commentaar van de VEUO. Daarbij hecht de VEUO er aan te constateren dat de in deze bijlage vervatte voorstellen met betrekking tot de essentialia van de Concept Code niet minder streng zijn dan de Concept Code. Wel meent de VEUO dat bij aanvaarding van haar voorstellen de Code preciezer en beter zal zijn na te leven. Bij haar specifiek commentaar heeft de VEUO erop gelet: of principes en voorgestelde 'best practice' bepalingen niet een nodeloze aanvulling vormen op andere voorgestelde bepalingen en daarmee consistent zijn, of de bepalingen niet getuigen van een nodeloze mate van detail en of de voorgestelde principes en bepalingen niet overlappen met reeds bestaande wetgeving of daarmee in strijd komen, dan wel zich bewegen op het terrein dat des wetgevers is.

## **Conclusies**

27. Samenvattend trekt de VEUO de volgende conclusies:

- De VEUO onderkent de noodzaak om krachtig naar middelen te zoeken, die tot een herstel van vertrouwen in de kapitaalmarkten kunnen leiden.
- De VEUO onderschrijft dat een nieuwe en geactualiseerde gedragscode die in de pas loopt met soortgelijke buitenlandse codes, beter dan wetgeving, in staat is om een bijdrage te leveren aan dat herstel van dat vertrouwen.
- De VEUO juicht een explicitering toe - in een code - van grondbeginselen waaraan bestuur en toezicht zich bij de vervulling van hun wettelijke en statutaire taken dienen te houden. Het merendeel van de beginselen – de dikgedrukte tekst in de code – wordt door de VEUO onderschreven, afgezien van mogelijke redactionele verbeteringen.
- De VEUO heeft echter bepaald bezwaren tegen gedetailleerde uitwerking van deze beginselen in een te groot aantal concrete bepalingen en verwacht dat, indien deze bepalingen niet aanzienlijke versoberd, gewijzigd en redactioneel verbeterd worden, de code contraproductief zal kunnen werken. Gevreesd moet dan worden dat grote groepen uitgevende instellingen goede reden zullen hebben om af te wijken

van met name de detailbepalingen, waardoor – ten onrechte – het beeld kan ontstaan dat het in Nederland niet pluis is. De VEUO roept de Commissie op om bij de verdere vormgeving van de code te zoeken naar een grootste gemene deler van beginselen en normen, waarbij afwijking uitzondering zal kunnen zijn.

- De taakopdracht aan de Commissie was er op gericht een Concept Code te ontwerpen die een bijdrage zou kunnen leveren aan verbetering van de corporate governance en aan herstel van vertrouwen van beleggers in goed bestuur. Geconstateerd moet worden dat de Commissie op een aantal onderdelen buiten haar taakopdracht getreden is en mede een aanpassing van de wettelijk en statutair vastgestelde kaders beoogt. De daarmee samenhangende voorstellen zouden uit de Concept Code moeten worden verwijderd. Het comply or explain regime kan daarop immers niet van toepassing zijn.
- De taakopdracht bracht mee dat de Concept Code pinciple-based en niet rule-based zou (moeten) zijn. De Concept Code in de huidige vorm, omvang en gedetailleerdheid heeft op onderdelen nogal wat afstand genomen van deze opdracht. De VEUO betreurt dat. Zij meent dat een dergelijke aanpak ook niet nodig is om de beoogde doelstellingen te realiseren. Het komt de VEUO voor dat in een meer definitief voorstel het aantal bepalingen aanzienlijk kan worden teruggebracht. Een dubbel zo groot aantal voorschriften als opgenomen in de Duitse en Engelse code lijkt de VEUO niet gerechtvaardigd. De VEUO dringt er ook op aan dat bepalingen flexibeler zullen zijn dan nu het geval is. In de van deze brief deel uitmakende bijlage worden gedetailleerde voorstellen ter zake gedaan.
- Een derde element in de taakopdracht van de Commissie was dat de Concept Code in de pas zou moeten lopen met internationale ontwikkelingen en buitenlandse codes. Zowel voor wat betreft de aard van de geregelde onderwerpen, het aantal en de mate van detail van de voorgestelde bepalingen als de vergaandheid daarvan, is dat zeker niet op alle onderdelen het geval. Het zou zeer gewenst zijn als in een meer finale versie van de Code de verschillen met buitenlandse codes aanzienlijk zouden worden verkleind.
- De VEUO steunt de Commissie waar het betreft principes die verantwoording van het gevoerde bestuur en transparantie daarvan waarborgen. Anderzijds moet de Code geen belemmering vormen voor slagvaardig bestuur en ondernemingszin. In een meer definitieve versie van de Code ware minder nadruk te leggen op administratieve voorschriften en ware een zekere mate van bureaucratiesering die daarin te onderkennen is, te vermijden.
- De VEUO ondersteunt principes en aanbevelingen die er toe leiden dat de algemene vergadering beter is geïnformeerd en geëquipeerd met betrekking tot de daadwerkelijke uitoefening van de bevoegdheden die haar krachtens wet en statuten toekomen, en dat zij een heldere verantwoording ontvangt van het gevoerde bestuur en het daarop uitgeoefende toezicht. Principes en aanbevelingen kunnen er echter niet toe leiden dat wettelijke bepaalde en te bepalen bevoegdheidsverdeling tussen organen wijzigt. Een Code is niet bedoeld om de wet te herschrijven.

- De Code moet zodanig zijn opgesteld en ingericht dat in beginsel alle beursgenoteerde vennootschappen, ongeacht hun omvang en werkgebied, met een redelijke en financieel niet disproportionele inspanning, geheel aan de Code kunnen voldoen en niet gedwongen worden daarvan af te wijken. Het "comply or explain" beginsel mag niet worden tot een rechtvaardiging om regels op te nemen die niet goed in zeer brede kring naleefbaar zijn. Daarvoor zijn de consequenties van afwijkingen zowel in financiële als juridische zin te ernstig, en is het risico voor contraproductieve effecten te groot.
- Het is principieel onjuist om ondernemingen te verplichten reeds in 2004 te rapporteren over toepassing van een Code in 2003 die op dat moment nog helemaal niet kenbaar was. Ook overigens vergt het overgangsrecht zorgvuldige uitwerking. Het mag niet zo zijn dat vennootschappen wettelijk gehouden zijn bepaalde regels en contracten te eerbiedigen, en toch gedwongen worden te verklaren af te wijken van de code zodat zij vervolgens van het etiket "geen goed bestuur" worden voorzien.

## Slot

De VEUO beoogt met het bovenstaande een constructieve bijdrage te leveren aan het proces dat moet leiden tot een meer finale versie van de Nederlandse Corporate Governance Code waarvoor de Commissie een voorstel ter consultatie heeft voorgelegd. Deze consultatie van marktpartijen werd door de organisaties die de Commissie hebben ingesteld (waaronder de VEUO) van wezenlijke betekenis beschouwd en is ook uitdrukkelijk in de taakopdracht aan de Commissie verankerd. De VEUO twijfelt er niet aan dat de Commissie de commentaren die in deze consultatieronde worden geuit zeer serieus zal nemen. In dat verband spreekt het uiteraard vanzelf dat de VEUO gaarne bereid is het bovenstaande van een nadere toelichting, hetzij schriftelijk of mondeling, te voorzien.

Met vriendelijke groet,

Dr. J.V.H. Pennings  
Voorzitter

Prof. Mr S.E. Eisma  
Algemeen Secretaris