

- Minister (C)
- Staatssecr. CC
- Secr. Gen.
- Plv. Secr. Gen.
- cc. Fm

afw. 15/12

→ ME
cc: air
SPLD

MONITORING COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE CODE

Aan: de heer drs. W.J. Bos
Ministerie van Financiën
Postbus 20201
2500 EE Den Haag

Den Haag, 7 december 2009

Betreft: in antwoord op uw brief van 30 september jl.

Ministerie van Financiën	
Fm/og/3671	
Ontv.	14-12-09
Uiterl. afdeling	
Dossiernummer	
Trefwoord/DSP code	
Paraaf voor archiveren	

Geachte heer Bos,

In uw brief van 30 september jl. heeft u de Monitoring Commissie Corporate Governance Code twee verzoeken onder de aandacht gebracht, naar aanleiding van vragen van leden van de Tweede Kamer over de interpretatie van best practice bepalingen IV.1.2 en IV.1.3 en over een voorstel van prof. mr. H.J. de Kluiver.

De Monitoring Commissie heeft kennis genomen van de verzoeken en bericht u graag het volgende.

Interpretatie best practice bepalingen IV.1.2 en IV.1.3

Ten aanzien van de interpretatie van best practice bepaling IV.1.2 constateert de Commissie dat deze bepaling afkomstig is uit de 40 aanbevelingen van de Commissie Peters. Zij beoogde het stemrecht van financieringspreferente aandelen, die tegen een relatief zeer beperkte waarde bij een bevriende relatie konden worden geplaatst, te beperken ten opzichte van het stemrecht van gewone aandelen die alleen tegen de veel hogere beurswaarde konden worden verkregen. Die bepaling is overgenomen in de Code 2003 bij het opstellen waarvan de verslaggevingsregels onder Dutch GAAP nog van toepassing waren. Vanaf 2005 is IFRS verplicht waardoor de verwerking van financieringspreferente aandelen ingewikkelder is geworden. De Monitoring Commissie meent dat voor het begrip "reële waarde" in best practice bepaling IV.1.2 kan worden aangesloten bij IFRS in verhouding tot de beurswaarde van gewone aandelen.

De gestelde vragen over best practice bepaling IV.1.3 zijn voor de Monitoring Commissie aanleiding om een aanbeveling te geven met betrekking tot de waardebepaling in best practice bepaling IV.1.3.

De Monitoring Commissie beveelt aan dat het bestuur zijn standpunt en motivering ook bekendmaakt aan de aandeelhouders indien het bod weliswaar lager is dan een derde van de balanswaarde maar wel overeenkomt met tenminste een derde van de beurswaarde van de onderneming, gemeten op de sluitingstijd van de beursdag volgend op de dag dat het bod is openbaar gemaakt.

De Monitoring Commissie meent dat, indien de beurswaarde lager ligt dan de balanswaarde een bod alsnog betrekking kan hebben op een groot deel van de onderneming die bij verkoop een belangrijke verandering in de identiteit of in het karakter van de vennootschap of onderneming teweeg kan brengen. Het ligt dan in de rede dat het bestuur zijn aandeelhouders hierbij betreft.

De Commissie acht de waarde van het eigen vermogen minder relevant voor het afbakenen van de grens. Het eigen vermogen zegt namelijk alleen maar iets als activa en passiva op marktwaarde zijn gewaardeerd. Dat is onder IFRS niet altijd het geval. In de bijlage bij deze brief zijn de standpunten van de Monitoring Commissie ten aanzien van het eerste verzoek nader uiteengezet en gemotiveerd.

Voorstel prof. mr. De Kluiver

U hebt gevraagd of de Monitoring Commissie haar visie zou kunnen geven op het voorstel dat prof. mr. H.J. de Kluiver heeft gedaan in zijn artikel getiteld 'Onafhankelijke commissaris als waarborg' in het Financieele Dagblad van 4 juli 2009. U paraphraseert dit voorstel van De Kluiver als volgt:

"Hij bepleit dat in de Code wordt bepaald dat belangrijke besluiten van beursondernemingen, met inbegrip van ontslag, slechts worden genomen voor zover deze de steun genieten van de meerderheid van onafhankelijke commissarissen. Indien aandeelhouders of het bestuur van de betreffende vennootschap een dergelijk besluit, ondanks het ontbreken van voornoemde steun, toch doorzetten dan zou de Code volgens hem kunnen bepalen dat daarmee in beginsel sprake is van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen."

In het algemeen wijst de Monitoring Commissie erop dat in Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (BW) een zorgvuldig samenstel is gecreëerd van aan aandeelhouders, het bestuur en de raad van commissarissen toekomende rechten en bevoegdheden. De toegang tot het enquêterecht maakt hiervan deel uit. De Nederlandse corporate governance code (de Code) bevat principes en best practice bepalingen die in onderlinge samenhang dienen te worden beschouwd.

De Monitoring Commissie stelt vast dat de laatste jaren zorgen zijn ontstaan over het gedrag van sommige aandeelhouders. Onder meer de Commissie Frijns heeft naar aanleiding hiervan advies uitgebracht aan het kabinet (mei 2007). De Monitoring Commissie benadrukt dat de Code het uitgangspunt hanteert van het vennootschappelijk belang. Ook de Hoge Raad heeft in diverse uitspraken het vennootschappelijk belang als leidend richtsnoer voor bestuur en commissarissen aangewezen. Binnen het vennootschappelijk belang is het aandeelhoudersbelang één van de deelbelangen die bij besluitvorming binnen de vennootschap moet worden meegewogen naast de deelbelangen van bijvoorbeeld werknemers of klanten. In preambule 7 en 8 van de geactualiseerde Code (de Code 2008) is bepaald dat (i) het bestuur en de raad van commissarissen met de belangen van de verschillende belanghebbenden rekening dienen te houden, (ii) de vennootschap streeft naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn en (iii) de afweging van alle belangen doorgaans gericht is op de continuïteit van de onderneming. De Monitoring Commissie onderkent dat er – zonder de conclusies van De Kluiver in zijn artikel over te nemen - een onderscheid kan bestaan tussen het model in het recht en de werking ervan in de praktijk. Ook signaleert de Commissie dat de

bestaande rechten en bevoegdheden niet door alle betrokkenen optimaal worden gebruikt. De Commissie zal hierop nader ingaan in haar werkprogramma.

Over de concrete suggesties van De Kluiver merkt de Monitoring Commissie het volgende op. In de systematiek van de Code zit reeds geïncorporeerd de gedachte dat de onafhankelijke commissarissen de doorslag geven. Op basis van best practice bepaling III.2.1 zijn immers alle commissarissen onafhankelijk, met uitzondering van één persoon. Voorts roept het voorstel de vraag op wat precies onder belangrijke besluiten moet worden verstaan. De ervaringen van de wetgever bij de totstandkoming van het recente artikel 2:107a BW leren dat het zeer complex is goed werkbare definities te geven van dit soort begrippen. De Commissie verwijst hierbij naar het antwoord op de vraag naar aanleiding van best practice bepaling IV.1.3.

Los van vorenstaande merkt de Monitoring Commissie op dat de vraag welke situaties onder de noemer 'gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen' vallen, is voorbehouden aan de Ondernemingskamer en alleen door de Ondernemingskamer kan worden beoordeeld in het licht van alle relevante feiten en omstandigheden van het geval. Het 'oormerken' van een specifieke situatie - zonder de context van de betreffende zaak - als 'gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid' acht de Monitoring Commissie niet wenselijk.

Overigens wijst de Monitoring Commissie er op dat de gedachte van De Kluiver dat kabinet en Tweede Kamer in een 'handomdraai' de Code op dit punt kunnen wijzigen, niet correct is. De Code is een product van zelfregulering, aanvaard door de betrokken belangenorganisaties die de Commissie Frijns (en daarvoor de Commissie Tabaksblat) daartoe hebben uitgenodigd. Het kabinet heeft de bevoegdheid een code aan te wijzen als gedragscode in de zin van artikel 2:391 lid 5 BW en daarmee de code wettelijk te verankeren c.q. naleving van de code door middel van 'pas toe of leg uit' wettelijk verplicht te stellen. De betrokkenheid van de Tweede Kamer is gewaarborgd via de 'voorhangprocedure' in artikel 2:391 lid 6 BW.

Met vriendelijke groet,



Drs. J.B.M. Streppel

Voorzitter van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code

Bijlage

Best practice bepaling IV.1.2

De vragen van de PvdA-fractie ter voorbereiding van het Algemeen Overleg op 3 september jl. met betrekking tot best practice bepaling IV.1.2 luiden:

Wat wordt in best practice IV.1.2 verstaan onder de «reële waarde» van de kapitaalbreng van beschermingspreferente aandelen? Gaat het daarbij om de waarde voor of na volstorting?

Best practice bepaling IV.1.2 luidt: Het stemrecht op financieringspreferente aandelen wordt gebaseerd op de reële waarde van de kapitaalbreng. Dit geldt in ieder geval bij de uitgifte van financieringspreferente aandelen.

De bepaling staat in de Code 2003 en is overgenomen uit de 40 aanbevelingen van de Commissie Peters. In die jaren was er ontevredenheid over de toepassing van beschermingsconstructies door de besturen van ondernemingen. Een van die constructies was het uitgeven van financieringspreferente aandelen zonder dat deze waren volgestort (minimale stortingsverplichting is 25%; zie voor de NV art. 2:80 lid 1 BW). Deze aandelen geven toch volledig stemrecht. Deze financieringspreferente aandelen werden uitgegeven aan een partij die in een bevriende relatie met de onderneming staat. In het volgende (zeer gestileerde) voorbeeld zijn de gevolgen daarvan in beeld gebracht:

soort aandeel	Beurskoers	reële waarde aandelenpakket	stemrecht aandelenpakket
Gewoon, stel 100 stuks van 1 nominaal	stel 10 per aandeel	$100 \times 10 = 1.000$	100 aandelen = 100
Financieringspreferent, stel 100 stuks van 1 nominaal	geen notering dus "kostprijs", dat is minimaal 25% van 1	$100 \times 0,25 = 25$	100 aandelen = 100

In deze situatie hebben de gewone aandeelhouders voor een reële waarde van dit aandelenpakket van 1.000 toch maar 50% van de stemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders. De andere partij (die de financieringspreferente aandelen houdt) betaalt slechts 25 om ook 50% van de stemmen te hebben. Deze 50% van de stemmen is verkregen tegen betaling van een bedrag dat geen reële verhouding heeft met de reële waarde van de gewone aandelen op de beurs.

In de verantwoording op de Code 2003 staat onder meer "dat de commissie van mening is dat het gebruik van beschermingsconstructies, zeker in niet-overnamesituaties, afbreuk doet aan de doelstelling dat de algemene vergadering van aandeelhouders een correctiemechanisme behoort te zijn in het geval van falend beleid en toezicht. De commissie heeft vanuit dit oogpunt bepalingen

opgenomen over certificering van aandelen, de uitgifte van financieringspreferente aandelen en de doorbreking van bindende voordrachten.”

Ten tijde van het opstellen van de Code 2003 waren de verslaggevingregels onder Dutch GAAP van toepassing. Vanaf 2005 is IFRS verplicht waardoor de verwerking van financieringspreferente aandelen ingewikkelder is geworden. In de Code 2008 is de best practice bepaling ongewijzigd gebleven.

De Monitoring Commissie meent dat voor het begrip “reële waarde” in best practice bepaling IV.1.2 kan worden aangesloten bij IFRS in verhouding tot de beurswaarde van gewone aandelen.

Best practice bepaling IV.1.3

Kamerleden van de PvdA hebben in een schriftelijk overleg ter voorbereiding op het AO van 3 september jl. vragen gesteld over bepaling IV.1.3 (kamerstukken II, 31083, 2008-2009, nr.32, p.7):

Kan het kabinet een nadere toelichting geven op best practice IV.1.3? Gaat het hier om een bod op minimaal 1/3 van de activa van de eigen vennootschap door een andere vennootschap of is hier een andere situatie voorzien? Is het juist dat deze maatstaf niet altijd relevant is, omdat 1/3 van de activa in waarde groter kan zijn dan het gehele eigen vermogen, afhankelijk van hoe de passiva-kant van de balans eruit ziet? Indien er een bod is ter grootte van het gehele eigen vermogen, is best practice IV.1.3 dan van toepassing?

In de brief van minister Bos, namens de ministers van Justitie en Economische Zaken van 30 september jl. worden de vragen als volgt geparafraseerd:

“en de interpretatie van de verwijzing naar de in artikel 2:107a van het Burgerlijk Wetboek genoemde waarde van een bedrijfsonderdeel of een deelneming waarop een onderhands bod wordt uitgebracht, bedoeld in best practice bepaling IV.1.3 van de Code. Aangezien voor de beantwoording van deze vragen een gedetailleerde interpretatie nodig is van de betreffende best practice bepalingen en de Monitoring Commissie op grond van het instellingsbesluit haar visie kan geven over de toepassing van één of meer voorschriften van de Code heb ik de Tweede Kamer bericht deze vragen van de PvdA-fractie onder uw aandacht te brengen.”

De vragen kunnen worden verdeeld in drie onderdelen:

- 1 toelichting op best practice IV.1.3.
- 2 de waardebepaling die volgt uit artikel 2:107a lid 1 sub c;
- 3 waardebepaling in best practice bepaling IV.1.3: ruimere uitleg dan artikel 2:107a lid 1 sub c of niet.

Relevante bepalingen

Principe IV.1

[...]

De algemene vergadering dient zodanig invloed te kunnen uitoefenen op het beleid van het bestuur en de RvC van de vennootschap, dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van "checks en balances" in de vennootschap. Besluiten van het bestuur omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming zijn aan de goedkeuring van de algemene vergadering onderworpen.

IV.1.3

Indien een serieus ondershands bod op een bedrijfsonderdeel of een deelneming waarvan de waarde de in artikel 2:107a, lid 1, onderdeel c BW genoemde grens overschrijdt in de openbaarheid is gebracht, deelt het bestuur van de vennootschap zo spoedig mogelijk zijn standpunt ten aanzien van het bod, alsmede de motivering van dit standpunt, openbaar mede.

Artikel 2:107a BW

1. Aan de goedkeuring van de algemene vergadering zijn onderworpen de besluiten van het bestuur omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming, waaronder in ieder geval:

[...]

c. het nemen of afstoten van een deelneming in het kapitaal van een vennootschap ter waarde van ten minste een derde van het bedrag van de activa volgens de balans met toelichting of, indien de vennootschap een geconsolideerde balans opstelt, volgens de geconsolideerde balans met toelichting volgens de laatst vastgestelde jaarrekening van de vennootschap, door haar of een dochtermaatschappij.

Achtergrond best practice bepaling IV.1.3

De Commissie Tabaksblad heeft in de concept code van juli 2003 de volgende best practice bepaling voorgesteld:

III.1.3

Aan de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders zijn onderworpen de besluiten van het bestuur die zo ingrijpend zijn dat zij de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming sterk doen veranderen. Dit betreffen in ieder geval besluiten omtrent het nemen of afstoten van een deelneming in het kapitaal van een vennootschap ter waarde van ten minste een kwart van de marktwaarde van het uitstaande aandelenkapitaal van de vennootschap vermeerderd met de nominale waarde van de bruto rentedragende schulden, dan wel, indien de nominale waarde van de bruto rentedragende schulden groter is dan de marktwaarde van het uitstaande kapitaal van de vennootschap, een derde van de marktwaarde van het uitstaande aandelenkapitaal van de vennootschap. De peildatum is de slotkoers van de beursdag voorafgaande aan de datum dat het bestuursbesluit openbaar wordt gemaakt c.q. de laatst gepubliceerde omvang van de nominale waarde van de bruto rentedragende schulden.

Tegelijkertijd heeft de Commissie Tabaksblad de wetgever aanbevolen om het ontwerpartikel 2:107a lid 1, onderdeel c (in het wetsvoorstel ter aanpassing van de structuurregeling) te wijzigen aan de hand van deze bepaling. De wetgever heeft deze aanbeveling niet volledig opgevolgd. De bepaling over marktwaarde is niet opgevolgd omdat deze alleen ziet op beursvennootschappen, terwijl de wet voor alle NV's geldt. Een dergelijke bepaling kan wel in de statuten worden vastgelegd.

In de definitieve versie van de code Tabaksblad is de inhoud van de voorgestelde best practice bepaling deels terug te vinden in principe IV.1, dat bepaalt dat de besluiten van het bestuur omtrent

een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming zijn aan de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders onderworpen.

In 2004 is het wetsvoorstel wijziging structuurregime van kracht geworden, en daarmee ook artikel 2:107a BW. De huidige best practice bepaling is in de Code 2008 in die zin gewijzigd dat er nu wordt verwezen naar art 2:107a lid sub c en niet naar het ontwerpartikel.

1 *Toelichting op best practice IV.1.3*

Best practice IV.1.3 kan worden beschouwd als een uitwerking van principe IV.4. De achterliggende gedachte van deze best practice bepaling is dat het bestuur de aandeelhouders moet informeren over zijn standpunt bij een ondershands bod op een bedrijfsonderdeel dat bij verkoop een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming met zich mee kan brengen.

Indien er een ondershands bod wordt gedaan op een gedeelte van de onderneming ter waarde van ten minste een derde van het bedrag van de activa van de balans ligt het in de rede dat het bestuur zijn aandeelhouders hierover informeert met daarbij zijn standpunt en motivatie. De best practice bepaling ziet dus op het geval dat een bieder - dit kan een vennootschap maar ook een andere (rechts)persoon - een serieus ondershands bod heeft gedaan op een bedrijfsonderdeel of een deelneming waarvan de waarde de in artikel 2:107a, lid 1, onderdeel c BW genoemde grens overschrijdt.

Best practice bepaling IV.1.3 verhoudt zich tot artikel 2:107a, lid 1 onderdeel c, in de zin dat een besluit van het bestuur tot afstoting van een deelneming hetzij voorafgaande aan een bod hetzij na een bod kan plaatsvinden. In beide gevallen moeten de aandeelhouders worden geïnformeerd over het standpunt van het bestuur en moet de voorgenomen transactie aan de algemene vergadering ter goedkeuring worden voorgelegd.

2 *De waardebepaling uit artikel 2:107a lid 1 sub c*

De waardegrens uit artikel 2:107a behelst ten minste een derde van het balanstotaal. Het criterium in de wet is een weergave daarvan die aansluit bij de formulering in artt. 2:396 en 397 BW.¹ Aangezien de som van het eigen vermogen en het vreemd vermogen overeenkomen met de waarde van de activa, kan de waarde van 1/3 van de activa inderdaad hoger kan zijn dan het eigen vermogen. Dit is het geval wanneer de vennootschap schulden heeft.

3 *Waardebepaling in best practice bepaling IV.1.3*

¹ De memorie van toelichting luidt als volgt: "Bij de bepaling van de grens is overwogen of moet worden aangesloten bij het bestaande criterium eigen vermogen (geplaatst kapitaal en reserves) in het artikel 2:164/274 BW, dan wel bij een ander criterium zoals het ook door de SER genoemde balanstotaal. Het balanstotaal, waarmee doorgaans wordt aangeduid het geheel van de actief- respectievelijk passiefposten op de balans (artikel 2:364-376 BW) omvat naast het eigen vermogen ook voorzieningen en lang- en kortlopende schulden. Het geeft een goed inzicht in de waarde van de met de vennootschap verbonden onderneming en is daarom geschikt als criterium. Omdat de wet geen zelfstandig begrip balanstotaal kent, is de formulering van kleine en middelgrote vennootschappen in artikel 2:396 en 397 BW gebruikt." (Kamerstukken II 2001/02, 28 179, nr. 3 (MvT), p.19).

De gestelde vragen over best practice bepaling IV.1.3 zijn voor de Monitoring Commissie aanleiding om een aanbeveling te geven met betrekking tot de waardebepaling in best practice bepaling IV.1.3.

De Monitoring Commissie beveelt aan dat het bestuur zijn standpunt en motivatie ook bekendmaakt aan de aandeelhouders indien het bod weliswaar lager is dan een derde van de balanswaarde maar wel overeenkomt met tenminste een derde van de beurswaarde van de onderneming, gemeten op de sluitingstijd van de beursdag volgend op de dag dat het bod is openbaar gemaakt.

De Monitoring Commissie meent dat, indien de beurswaarde lager ligt dan de balanswaarde een bod alsnog betrekking kan hebben op een groot deel van de onderneming die bij verkoop een belangrijke verandering in de identiteit of in het karakter van de vennootschap of onderneming teweeg kan brengen. Het ligt dan in de rede dat het bestuur zijn aandeelhouders hierbij betreft.²

De Commissie acht de waarde van het eigen vermogen minder relevant voor het afbakenen van de grens. Het eigen vermogen zegt namelijk alleen maar iets als activa en passiva op marktwaarde zijn gewaardeerd. Dat is onder IFRS niet altijd het geval.

² Vgl. ook conclusie AG Timmerman in HR ABN Amro (Rekestnr. R07/102HR): "De omschrijving van drie gevallen in art. 2:107a lid 1 sub a tot en met c BW, waarin "in ieder geval" goedkeuring is vereist, is niet louter indicatief bedoeld. De wetgever heeft met het opnemen van deze gevallen beoogd de rechtszekerheid te bevorderen. (54) Daarbij geldt evenwel: "Het bestaan van een goedkeuringsrecht ten aanzien van deze besluiten laat onverlet dat de eisen van een behoorlijk bestuur met zich kunnen brengen dat de algemene vergadering ook over andere besluiten geïnformeerd of geconsulteerd wordt."