

bereikt, overschrijdt of onderschrijdt als gevolg van een gewijzigde samenstelling van een geaggregeerd belang van die deelneming. Het gaat om de gevallen waarin sprake is van omwisseling van potentiële belangen (waaronder opties) naar reële belangen (aandelen, certificaten of stemmen). Deze gevallen vallen ook onder het bereik van het voorgestelde artikel 5:38 (...) waardoor de noodzaak voor artikel 5:41 vervalt'.¹³

Door de wijziging van artikel 5:47 Wft zijn uitgevende instellingen met een zetel in een andere lidstaat waarvan de aandelen uitsluitend in Nederland zijn toegelaten op een gereglementeerde markt uitgezonderd van de bepalingen van Afdeling 5.3.3 Wft (artikelen 5:38 tot en met 5:43 Wft); dit is een 'herstel' van de implementatie van artikel 21 lid 3 Transparantierichtlijn aangezien het 'de lidstaat van ontvangst niet is toegestaan om strengere informatieverplichtingen op te leggen dan voorgeschreven in de richtlijn'.¹⁴

*Prof. mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol*¹⁵

Corporate Governance Code: Rapport monitoring boekjaar 2019

Ondernemingsrecht 2021/21

1. Inleiding

Op 14 december 2020 verscheen het Rapport monitoring boekjaar 2019 ("Rapport") waarin de naleving van de Corporate Governance Code 2016 ("CGC") in het boekjaar 2019 is onderzocht door SEO Economisch Onderzoek ("SEO") en gepubliceerd door de Monitoring Commissie Corporate Governance Code ("MCCGC").¹ Het is het tweede monitoringsrapport van de CGC 2016, het eerste verscheen vorig jaar en betrof boekjaar 2018.² De MCCGC concludeert dat naleving van de CGC door beursvennootschappen ook in 2019 onverminderd hoog was met een nalevingspercentage van 98,4%. In deze actualiteit wordt ingegaan op de belangrijkste bevindingen uit het Rapport.

¹³ Kamerstukken II 2019/20, 35 440, nr. 3, p. 12 en 13.

¹⁴ Kamerstukken II 2019/20, 35 440, nr. 3, p. 13.

¹⁵ Christel Grundmann is emeritus hoogleraar effectenrecht (in het bijzonder onderneming en financiële markten), Radboud Universiteit Nijmegen.

¹ Het Rapport is te downloaden via: <https://www.mccg.nl/nieuws/6007/Rapport-monitoring-boekjaar-2019>.

² Zie hierover: C.F. Perquin-Deelen, 'Monitoringrapport Corporate Governance Code 2016', *Ondernemingsrecht* 2020/56 en het volledige rapport van 2018: <https://www.mccg.nl/rapport-monitoring-boekjaar-2018>.

2. Onderzoek en methode

De CGC is een zelfregulerend instrument van schragende partijen. De CGC bestaat uit principes en *best-practice*-bepalingen die zich richten op het stimuleren van een goede governance bij beursgenoteerde vennootschappen. Voorts is de CGC ook voor niet-beursvennootschappen een inspiratiebron en veel van die vennootschappen kiezen er dan ook voor de CGC vrijwillig toe te passen. Beursvennootschappen dienen verantwoording af te leggen over de naleving van de CGC in het bestuursverslag (art. 2:391 lid 5 BW). Indien een beursvennootschap besluit een bepaling uit de CGC niet na te leven, dient in het bestuursverslag gemotiveerd te worden aangegeven waarom dit het geval is. De MCCGC heeft als expliciete taak de actualiteit en bruikbaarheid van de CGC te bevorderen. Onderdeel hiervan is ook de (minimaal) jaarlijkse inventarisatie van de naleving, waar dit Rapport een uitvloeisel van is.

Het jaar 2020 stond in het teken van de coronapandemie. Dit had ook invloed op het nalevingsonderzoek. Om de vennootschappen zo min mogelijk te belasten heeft de MCCGC besloten, anders dan vorig jaar, om geen verdiepende enquête te houden onder de vennootschappen. In plaats daarvan heeft SEO een 'verdiepende bureaustudie'³ uitgevoerd om zo meer inzicht te verkrijgen in de kwaliteit van de door de vennootschappen gegeven toelichtingen en motiveringen in geval van afwijking van de CGC. Vennootschappen zijn in de gelegenheid gesteld om de resultaten van de verdiepende bureaustudie te valideren. Daarnaast zijn gesprekken gevoerd met schragende partijen⁴ en andere stakeholders en hebben vijftien vennootschappen deelgenomen aan een drietal focusgroepen.⁵ De MCCGC heeft ervoor gekozen, anders dan vorig jaar, om niet-beursgenoteerde vennootschappen niet mee te nemen in het nalevingsonderzoek.

De onderzoekspopulatie bestond dit jaar uit 87 vennootschappen die statutair in Nederland zijn gevestigd en een notering op Euronext hebben en vijftien vennootschappen met statutaire zetel in Nederland en enkel een beursnotering in het buitenland.⁶

3. Belangrijkste bevindingen

3.1 Algehele naleving

De MCCGC concludeert dat de naleving van de CGC met 98,4% onverminderd hoog is, zij het 0,6 procentpunt lager dan over boekjaar 2018. Een reden voor daling van het nalevingspercentage kan zijn gelegen in de andere wijze van monitoring ten opzichte van andere jaren. SEO heeft

³ Zie hierover meer uitgebreid SEO Nalevingsonderzoek Corporate Governance Code boekjaar 2019 (hierna: SEO Nalevingsonderzoek 2019), p. iii.

⁴ Hiermee wordt bedoeld op de marktpartijen Eumedion, Euronext, FNV, CNV, Vereniging van Effectenbezitters, Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen en VNO-NCW.

⁵ Rapport 2019, p. 7, 10, 17-18; SEO Nalevingsonderzoek p. 2.

⁶ Rapport 2019, p. 18 en Bijlage 3 (Onderzoekspopulatie).

meer in detail gekeken naar de door vennootschappen gegeven toelichting en motivering bij afwijken. De meer tekstueel georiënteerde aanpak kan hebben geleid tot een iets strengere wijze van monitoren. Een andere reden kan zijn dat dit jaar geen enquête is afgenomen, terwijl in voorgaande jaren de enquête ondersteunend was aan de bureaustudie en meer informatie opleverde. Een laatste reden kan zijn dat de coronapandemie heeft geleid tot onzekerheid bij vennootschappen, waardoor bijvoorbeeld het afgeven van een *going-concern*-verklaring complexer werd (bepaling 1.4.3.iii CGC).⁷ In 1,6% van de gevallen is niet-naleving geconstateerd, ten opzichte van 1,0% in 2018.⁸ Daarbij worden rapportagebepalingen vaker niet nageleefd dan gedragsbepalingen (4,9% ten opzichte van 0,2%). Daarbij speelt wel dat rapportagebepalingen beter controleerbaar zijn⁹ dan gedragsbepalingen, omdat bij rapportagebepalingen relatief eenvoudig kan worden nagegaan of daadwerkelijk is gerapporteerd.¹⁰ De MCCGC plaatst kanttekeningen bij het hoge nalevingspercentage en de andere percentages uit het onderzoek. Ruim driekwart van de naleving is namelijk verondersteld, vanwege de systematiek van het 'pas toe of leg uit'-principe dat ten grondslag ligt aan de CGC. Ook bevat de CGC een groot aantal gedragsbepalingen waarvan de naleving zoals gezegd moeilijk valt te controleren. Het komende jaar is de MCCGC dan ook van plan om tezamen met de schragende partijen, en ik neem aan ook met behulp van de expertise van SEO, te bezien of een andere onderzoeksmethode tot meer betrouwbare uitkomsten kan leiden.¹¹

Dit jaar zijn 15 van de 68 Nederlandse vennootschappen met enkel een notering in het buitenland steekproefsgewijs geselecteerd. Uit de steekproef blijkt dat deze 15 vennootschappen vaker gemotiveerd afwijken van de CGC dan de vennootschappen met een notering in Nederland, met name bij thema's als aandelenbezit van commissarissen, de samenstelling en onafhankelijkheid van de raad van commissarissen, benoemingstermijnen en beloningen voor bestuurders en commissarissen. Uit dit deel van het onderzoek kunnen echter geen algemene conclusies getrokken worden, te meer omdat blijkt dat de vennootschappen met enkel een notering in het buitenland in mindere mate reageren op verzoeken om deel te nemen aan het onderzoek dan de vennootschappen met een notering in Nederland. Degenen die niet reageerden zijn ook niet meegenomen in de steekproef. Aannemelijk is dan ook dat de geselecteerde vennootschappen tot de relatief beter nalevende vennootschappen binnen deze groep van 68 vennootschappen behoren.¹²

3.2 Naleving op principe- en best-practice-niveau

Als we de naleving op principeniveau bekijken valt op dat de hoogste niet-naleving te zien is bij principes die gaan over de verantwoording over de uitvoering van het beloningsbeleid (3.4) (5,4% niet-naleving) en de verantwoording over risicobeheersing (1.4) (3,8% niet-naleving).¹³ Principes die zien op de verantwoordelijkheid van het bestuur en de raad van commissarissen voor het zorgvuldig wegen van de belangen van stakeholders kennen juist een nalevingspercentage van 100%. Bij de juistheid van dit percentage heeft de MCCGC haar twijfels, het is immers wel erg hoog en wellicht wat rooskleurig. De MCCGC wil onderzoeken op welke manier vennootschappen meer inzichtelijk kunnen maken in het bestuursverslag hoe en welke stakeholders worden betrokken en hoe hun belangen worden gewogen.¹⁴ Op *best-practice*-bepaling-niveau zijn de minst nageleefde bepalingen allen rapportagebepalingen. De minst nageleefde *best-practice*-bepaling is 2.3.11 betreffende het verslag van de raad van commissarissen. Dit moet deel uitmaken van de jaarstukken van de vennootschap en de raad van commissarissen legt hierin verantwoording af over het uitgeoefende toezicht, waarbij in ieder geval verslag wordt gedaan over onderwerpen die zijn uitgewerkt in andere bepalingen van de CGC (niet-naleving 20,7%). Dit hoge niet-nalevingspercentage kan komen doordat 2.3.11 naar veel andere bepalingen uit de CGC verwijst. Bepaling 2.3.11 wordt gezien als niet-nageleefd indien ten aanzien van één of meer van die andere bepalingen sprake is van niet-naleving.¹⁵ De één-na-minst nageleefde *best-practice*-bepaling is 2.2.8 over de evaluatie van de raad van commissarissen (niet-naleving 16,1%).¹⁶

In vergelijking met 2018 valt op dat de niet-naleving van de bepalingen die zien op risicobeheersing is gestegen. Niet-naleving van de 'in control statement', bepaling 1.4.3 is zelfs gestegen van 0,3% naar 7,8%. De reden voor dit verschil zoekt de MCCGC in de aangepaste wijziging van monitoring en de onzekerheden die de coronapandemie met zich bracht. Dit klinkt plausibel, zeker gelet op de onduidelijkheid en onvoorspelbaarheid die COVID-19 tijdens de eerste uitbraak en tot op heden met zich brengt. Omdat de precieze reden voor de enorme stijging niet bekend is, is de MCCGC voornemens hier in de volgende monitoring nadrukkelijk aandacht aan te besteden.¹⁷

3.3 Resultaten uit de verdiepende bureaustudie

De verdiepende bureaustudie resulteert ook in interessante uitkomsten. Deze studie gaat – anders dan de enquête in voorgaande jaren – verder dan het registreren van naleving of niet-naleving en beoordeelt ook de inhoud van de door vennootschappen gegeven toelichtingen en motiveringen in geval van afwijken. SEO heeft zich daarbij gericht op 11 the-

7 SEO Nalevingsonderzoek 2019, p. 3.

8 Rapport 2019, p. 18.

9 Zie meer uitgebreid Rapport 2019, p. 19-20; SEO Nalevingsonderzoek 2019, p. 6-7.

10 Rapport 2019, p. 18.

11 Rapport 2019, p. 7, 10-11, 19.

12 Rapport 2019, p. 12; SEO Nalevingsonderzoek 2019, p. 8-9.

13 Rapport 2019, p. 21; SEO Nalevingsonderzoek 2019, p. 7-8 en tabel 2.7.

14 Rapport 2019, p. 11, 46.

15 SEO Nalevingsonderzoek 2019, p. 4.

16 Rapport 2019, p. 21-22.

17 Rapport 2019, p. 11-12.

ma's waarvan in voorgaande boekjaren (en dit boekjaar) relatief veel gemotiveerd is afgeweken. Deze thema's betroffen: langetermijnwaardecreatie; interne-auditfunctie; verantwoording over risicobeheersing; samenstelling en omvang bestuur en toezicht; benoeming, opvolging en evaluatie; inrichting raad van commissarissen en verslag; cultuur; voorkomen belangenverstremming; verantwoording uitvoering beloningsbeleid; informatieverstremming en voorlichting; en uitbrengen van stemmen.¹⁸ De MCCGC concludeert onder meer dat de verslaglegging over de langetermijnwaardecreatie en cultuur met regelmaat te 'procesmatig' is ingestoken en onvoldoende inhoudelijk.¹⁹ In tegenstelling tot wat nu vaak gebeurt, verwacht de MCCGC van de vennootschappen dat zij 'hun relevante waarden en gedrag expliciet benoemen, waarbij de samenhang met de strategie duidelijk wordt geschetst en wordt gekoppeld aan de waarde die de onderneming op de langere termijn toevoegt'. In de verslaglegging over 2020 wordt van vennootschappen verwacht dat zij een toelichting geven op '(i) de gekozen waarden (*what*); (ii) waarom die waarden zijn gekozen (*why*) (te koppelen aan de langetermijnwaardecreatie); (iii) de wijze van inbedding in de organisatie (*how*); (iv) wie daarbij welke rollen en verantwoordelijkheden heeft (*who*); en (v) de werking en naleving van de gedragscode.'²⁰ Ter inspiratie geeft de MCCGC in het Rapport enkele *best practices* uit jaarverslagen over 2019.²¹ De MCCGC is van plan hier binnenkort nader duiding bij te geven om zo de vennootschappen de helpende hand te bieden.²² Ten aanzien van de benoeming, opvolging en evaluatie valt op dat bij de evaluatiebepaling (2.2.8) sprake is van een toename in de niet-naleving, van 10,4% in 2018 naar 16,1% in 2019. Bovendien constateert de MCCGC dat ook hier procesmatig wordt gerapporteerd terwijl een inhoudelijke rapportage verwacht mag worden. 'Regelmatige evaluaties met behulp van externe adviseurs kunnen daarbij behulpzaam zijn', aldus de MCCGC.²³

Aangaande de uitvoering van het beloningsbeleid constateert de MCCGC dat vennootschappen het begrip 'beloningsverhoudingen' (bepaling 3.4.1.iv CGC) op verschillende wijzen invullen. Dit maakt vergelijking van de beloningsverhoudingen lastig. De MCCGC biedt de helpende hand door het geven van de volgende aanbeveling:

'Onder het begrip beloningsverhoudingen als bedoeld in bepaling 3.4.1.iv in de Code wordt verstaan de verhouding tussen (i) de totale jaarlijkse beloning van de CEO en (ii) de gemiddelde jaarlijkse beloning van de werknemers van de vennootschap en de groepsmaatschappijen waarvan de vennootschap de financiële gegevens consolideert, waarbij:

- de totale jaarlijkse beloning van de CEO alle beloningscomponenten omvat (zoals vaste beloning, variabele beloning in cash (bonus), het op aandelen gebaseerde deel van de beloning, sociale premies, pensioen, onkostenvergoeding, et cetera), zoals opgenomen in de (geconsolideerde) jaarrekening op IFRS-grondslag;
- de gemiddelde jaarlijkse beloning van de werknemers wordt vastgesteld door de totale loonkosten in het boekjaar (zoals opgenomen in de (geconsolideerde) jaarrekening op IFRS-grondslag) te delen door het gemiddeld aantal FTE gedurende het boekjaar. Daarbij wordt pro rato rekening gehouden met inhuur van externe medewerkers, voor zover deze worden ingehuurd voor ten minste drie maanden gedurende het boekjaar; en
- de waarde van het op aandelen gebaseerde deel van de beloning wordt bepaald op het moment van toekenning in lijn met de daarop toepasselijke voorschriften onder IFRS.²⁴

De bepalingen in de CGC omtrent diversiteit (2.1.5, 2.1.6) lijken volgens de MCCGC niet (meer) helemaal in lijn met de recente maatschappelijke ontwikkelingen en wetgevingsinitiatieven zoals het concept wetsvoorstel vergroten genderdiversiteit in de top van het bedrijfsleven dat op 4 november 2020 is ingediend bij de Tweede Kamer.²⁵ De praktijk van een deel van de vennootschappen zelf lijkt echter ook niet te stroken met deze ontwikkelingen. Ondanks de groeiende aandacht voor (het belang van) diversiteit, is het nalevingspercentage gedaald van 91,6% naar 89,1%. Negatief valt verder op dat sommige beursvennootschappen een lager streefcijfer dan 30% vrouwen in het bestuur hanteren, dat in het algemeen weinig aandacht wordt besteed aan andere vormen van diversiteit dan genderdiversiteit en dat veel vennootschappen moeite hebben met het benoemen van een termijn waarbinnen de door de vennootschap gestelde diversiteitsdoelstellingen moeten zijn behaald.²⁶ Ook blijkt dat diverse vennootschappen aangeven dat zij moeite hebben met het aantrekken van vrouwelijke bestuurders of commissarissen. 'Er solliciteren volgens hen simpelweg geen of onvoldoende vrouwelijke kandidaten [...].'²⁷ Hierbij plaats ik de kritische kanttekening dat vennootschappen ook zouden kunnen kijken naar hun eigen diversiteitsbeleid in plaats van de oorzaak te leggen bij de vrouwen die al dan niet solliciteren. Wat straalt de vennootschap uit? Verwelkomt de vennootschap daadwerkelijk diversiteit en is dit ook de boodschap die de vennootschap actief uitdraagt en nastreeft? De talentvolle en geschikte vrouwelijke kandidaten zijn er immers wel. En

18 Rapport 2019, p. 26.

19 SEO Nalevingsonderzoek 2019, p. 14.

20 Rapport 2019, p. 37 en zie ook p. 46-47 met *best practices*.

21 Rapport 2019, hoofdstuk 3.

22 Rapport 2019, p. 11.

23 Rapport 2019, p. 35.

24 Rapport 2019, p. 12 en 48.

25 *Kamerstukken II 2020/21*, 35 628, nr. 1 (Koninklijke Boodschap); *Kamerstukken II 2020/21*, 35 628, nr. 2 (Voorstel van wet); *Kamerstukken II 2020/21*, 35 628, nr. 3 (Memorie van Toelichting); zie hierover: C.F. Perquin-Deelen, 'Reeks Diversiteit (10): Recente ontwikkelingen genderdiversiteit 2020', *Ondernemingsrecht 2021/13*; Rapport 2019, p. 52.

26 Rapport 2019, p. 11.

27 SEO Nalevingsonderzoek 2019, p. 28.

bovendien: is bij het selectieproces voldoende aandacht besteed aan de negatieve invloeden van *unconscious bias*? Maken de vrouwelijke kandidaten die solliciteren überhaupt wel een kans?²⁸ Kortom: dit onderwerp vereist actie van zowel de vennootschappen als de MCCGC. De MCCGC is voornemens te gaan onderzoeken of de diversiteitsbepalingen in de CGC herziening behoeven.²⁹

4. Tot besluit

De MCCGC sluit haar Rapport af met enkele bijzondere aandachtspunten voor de komende periode die betrekking hebben op verdieping van enkele CGC-thema's (langetermijnwaardecreatie, dialoog met stakeholders, de rol van aandeelhouders en diversiteit), de kwaliteit van toelichting en motivering bij afwijking, aanscherping van de onderzoeksmethodiek, vergroten van participatie aan het nalevingsonderzoek en onderzoek naar de kwaliteit van verslagen van de raad van commissarissen en zijn commissies.³⁰ Wat opvalt is dat de MCCGC – anders dan in andere jaren – kritischer is op de onderzoeksmethode en de betrouwbaarheid van de resultaten. Mijns inziens terecht. Zeker als het aantal 'soft law'-onderwerpen in de CGC blijft stijgen, wat gelet op de tendens die te zien is bij andere governancecodes waarschijnlijk is, is een meer inhoudelijke beoordeling van onder andere de bestuursverslagen cruciaal om met enige zekerheid iets te kunnen zeggen over de naleving van de CGC. Volgend jaar zal tevens duidelijk worden welke invloed de coronapandemie heeft op de naleving van de CGC in boekjaar 2020 en welke invloed Nederlandse en Europese wetgeving(svoorstellen) – zoals onder meer op het vlak van diversiteit, aandeelhoudersbetrokkenheid en duurzaamheid³¹ – zullen hebben op de (naleving van de) CGC.

Mr. dr. C.F. Perquin-Deelen³²

28 Zie hierover C.F. Perquin-Deelen, *Biases in de boardroom en de raadkamer. Een juridische en filosofische analyse van de bestuurlijke taakuitoefening en rechterlijke beoordeling, mede aan de hand van een empirische studie* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 160), Deventer: Wolters Kluwer 2020, hoofdstuk 3.

29 Rapport 2019, p. 43.

30 Rapport 2019, p. 14.

31 Zie meer uitgebreid Rapport 2019, Bijlage 2 (Relevante nationale en internationale ontwikkelingen).

32 Charlotte Perquin-Deelen is advocaat te Nijmegen, *fellow* bij het Onderzoekcentrum Onderneming & Recht (Radboud Universiteit Nijmegen) en redactiesecretaris van dit tijdschrift.