



Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen





## Index van dit VEUO Jaaroverzicht

1	Inleiding.....	3
2	Missie en prioriteiten van de VEUO.....	4
3	Wetgeving .....	5
3.1	Herziene EU Aandeelhoudersrichtlijn en implementatie daarvan in het Nederlandse recht .....	5
3.1.1	<i>Impact op vaststelling beloning van bestuurders en commissarissen</i> .....	6
3.1.2	<i>Materiële transacties met verbonden partijen</i> .....	8
3.1.3	<i>Identificatie aandeelhouders</i> .....	9
3.1.4	<i>Transparantie door beleggers en stemadviseurs</i> .....	9
3.2	Nationale veiligheid en oog voor de open samenleving en open economie .....	10
3.2.1	<i>Statelijke dreigingen - investeringstoets</i> .....	10
3.2.2	<i>Wet ongewenste zeggenschap telecommunicatie</i> .....	11
3.2.3	<i>Europese FDI Screening Verordening</i> .....	12
3.2.4	<i>Wettelijke bedenktijd</i> .....	13
4	Governance en aanverwante thema's .....	14
4.1	Monitoring Commissie Corporate Governance Code .....	14
4.2	Accountancysector .....	15
4.3	Langetermijnwaardecreatie .....	17
4.4	Diversiteit in de top.....	18
5	Besluit .....	19

## 1 INLEIDING

Een Jaaroverzicht opstellen waarin wordt terug geblikt op 2019 voelt ietwat surrealistisch gelet op het feit dat we ons inmiddels in zo'n totaal andere situatie bevinden dan een jaar geleden. Hoe cliché ook, al het andere lijkt ineens zoveel minder belangrijk. Toen de Coronacrisis haar intrede deed, werden letterlijk de prioriteiten verlegd.

Ook binnen de VEUO hebben we dat heel duidelijk zo ervaren. Op maandag 16 maart was er de TV toespraak van de Minister President die veel indruk maakte en de ernst van de situatie schetste. Daarnaast werden we ook in onze dagelijkse werkzaamheden met de aangekondigde maatregelen geconfronteerd. Waar een paar dagen eerder de discussie binnen de VEUO nog met name ging over wat er allemaal op de algemene vergadering van aandeelhouders aan de orde zou kunnen en



Beeld: © ANP / Robin van Lonkhuijsen

moeten komen (zoals de uitwerking en implicaties van de Aandeelhoudersrichtlijn), werd het nu ineens de vraag of die algemene vergaderingen überhaupt nog doorgang zouden kunnen vinden. Die vraag kwam ook van onze leden. Dat riep het fundamentele probleem op hoe enerzijds vergaderingen zonder fysieke aanwezigheid zouden kunnen worden gehouden en tegelijkertijd toch de

rechtsgeldigheid van de besluitvorming kon worden gewaarborgd. Vanuit de VEUO is daarom aanstonds het initiatief genomen om te pleiten voor een Spoedwet. Zowel het ministerie van Justitie & Veiligheid als ook overige betrokken organisaties bleken graag bereid hieraan mee te werken waarvoor wij hen zeer erkentelijk zijn. Na intensief overleg mondde dat op 24 april 2020 uit in de [Spoedwet COVID-19](#), waar velen van u - mede in aanmerking genomen dat de wet voorziet in terugwerkende kracht tot 16 maart - inmiddels een beroep op hebben kunnen doen.

Een en ander illustreert ook voor de VEUO natuurlijk dat de actualiteit, en in dit geval de allesoverheersende onzekerheid die door de COVID-19 crisis is veroorzaakt, altijd het belangrijkste is en dat wij daar steeds alert op zijn en daarop inspelen. Tegelijkertijd kan het toch zin hebben om zelfs in deze crisistijd terug te kijken op het voorgaande jaar om toch ook het perspectief op de onderliggende ontwikkelingen in ondernemings- en governanceland te behouden. Met dat perspectief voor ogen waren de meest in het oog springende ontwikkelingen: de implementatie van de Aandeelhoudersrichtlijn (met nieuwe regelingen over de beloning van bestuurders en commissarissen en materiële transacties met verbonden partijen), de eerste werkzaamheden van de nieuwe Monitoring Commissie Corporate Governance Code onder voorzitterschap van mr

Pauline van der Meer Mohr, het SER advies inzake diversiteit en het onderzoek van de Commissie Toekomst Accountancysector naar de kwaliteit van de accountantscontrole.

Voorts zijn belangrijke onderliggende thema's en trends de verdere gedachtevorming over 'langetermijnwaardecreatie' en de maatregelen die Nederland (maar ook de EU) wil nemen om vitale vennootschappen te 'beschermen'. Ook daar geeft de COVID-19 crisis aanleiding tot verdere overpeinzingen over wat 'vitaal' is en wat benodigd is op nationaal niveau om minder afhankelijk te zijn van de internationale markt, of dat juist moet worden ingezet op zoveel mogelijk Europese (en ook internationale) samenwerking?

In het onderstaande gaan wij graag nader in op de hiervoor vermelde thema's. Uiteraard bezien wij een en ander vanuit de missie van de VEUO die wij allereerst graag nog eens over het voetlicht brengen.

## 2 MISSIE EN PRIORITEITEN VAN DE VEUO

Voor de wijze waarop de VEUO op al deze ontwikkelingen reageert, is uiteraard steeds de missie van de VEUO maatgevend. Als belangenorganisatie van en voor Nederlandse beursondernemingen zet de VEUO zich in voor het ondersteunen en behouden van een gezond Nederlands ondernemings- en vestigingsklimaat voor beursondernemingen met inbegrip van daarbij passende



wet- en regelgeving en corporate governance. De basis voor de missie van de VEUO is de overtuiging dat beursondernemingen belangrijk zijn voor Nederland. Het zijn ondernemingen die hoge standaarden kennen met betrekking tot de kwaliteit van de mensen die binnen hun organisaties werken, de producten en diensten die zij leveren en de governance

daarvan. En in samenhang daarmee de transparantie over wat ze zijn en wat ze doen. Beursondernemingen leveren een belangrijke bijdrage aan de economie en vormen een kweekvijver voor talent. Mede op basis van de voor hen geldende corporate governance principes geldt voor deze ondernemingen als uitgangspunt dat de onderneming een lange termijn samenwerkingsverband is.

Het vorengaannde manifesteert zich op verschillende manieren en brengt onder andere met zich mee dat bij deze ondernemingen:

- het bepalen van de strategie en het nemen van beslissingen gericht is op de lange termijn;
- in het licht van het voorgaande de belangen van alle betrokken stakeholders worden meegewogen; en
- maatschappelijke thema's zoals verantwoord ondernemen en duurzaamheid worden betrokken.

Op die wijze vervullen deze ondernemingen een voortrekkersrol voor het bedrijfsleven in het algemeen en ondersteunen zij de internationale oriëntatie van Nederland.

Om beursondernemingen in staat te stellen deze uitgangspunten vorm te geven, is het van belang het omringende ecosysteem daar zoveel mogelijk op in te richten. De beurs kenmerkt zich wel als een spreekwoordelijke haven aan de zee van internationaal kapitaal. Goed functioneren van die beurs vergt een inzichtelijk en toegankelijk systeem van regelgeving en toezicht dat de lasten van een beursnotering zo beperkt mogelijk houdt en een notering ook aantrekkelijk maakt en houdt voor kleinere ondernemingen. Dat is een uitgangspunt waar de VEUO zich uitdrukkelijk hard voor maakt. Wanneer er geen goede balans is qua hoeveelheid, maar ook werkbaarheid van de bijbehorende regelgeving, bestaat het risico dat (met name kleinere) ondernemingen de toegang tot de beurs verliezen, omdat zij simpelweg niet meer aan de vele voorschriften en regels kunnen voldoen. Juist ook voor deze ondernemingen moet het aantrekkelijk zijn en blijven om een notering te verkrijgen en aldus ook via de beurs kapitaal te kunnen verkrijgen voor de financiering en het faciliteren van nieuwe initiatieven en groei.

### **3 WETGEVING**

#### **3.1 Herziene EU Aandeelhoudersrichtlijn en implementatie daarvan in het Nederlandse recht**

Op 1 december 2019 heeft de [herziene EU Aandeelhoudersrichtlijn](#) zijn weg gevonden naar Nederlandse wetgeving. Daarmee heeft Nederland de door de Europese Commissie gestelde deadline van 10 juni 2019 met een half jaar overschreden.

Als gevolg hiervan, kent de Nederlandse wet nu nieuwe voorschriften inzake onder meer de beloning van commissarissen en bestuurders, inzake zogenaamde *related party transactions* (een materiële transactie van de vennootschap met een 'verbonden partij' zoals een grootaandeelhouder), identificatie van aandeelhouders, en ook eisen met het oog op de betrokkenheid van institutionele beleggers en asset managers en de transparantie van stemadviesbureaus.



De opstellers van het initiële wetsvoorstel bleven dicht bij de tekst van de EU Richtlijn. Van de keuzeruimte om te komen tot strengere regels werd maar zeer beperkt gebruik gemaakt. Over de invulling van die keuzeruimte heeft de VEUO intensief overleg gevoerd met de ministeries van Justitie & Veiligheid en Financiën om de consequenties van eventuele keuzes voor de praktijk zo goed mogelijk te belichten. Ook de minister benadrukte het uitgangspunt van het Kabinet om terughoudendheid te betrachten bij het aanvullen van wat de Richtlijn vereist en zoveel mogelijk aan

te sluiten bij de bestaande praktijk en regelgeving. Lastenverlichting vormde een belangrijk uitgangspunt. Het Kabinet erkende eerder al eens dat *gold plating* (oftewel strengere nationale voorschriften stellen dan de onderliggende EU Richtlijn vereist) in sterke mate kan bijdragen aan het verzwaren van de administratieve lasten. Ondanks de intentie van het Kabinet, is deze Nederlandse regeling als gevolg van een aantal amendementen in de Tweede Kamer evenwel niet gevrijwaard gebleven van *gold plating*. Zo werden door de Tweede Kamer onder meer amendementen aangenomen welke vereisen dat het beloningsbeleid in beginsel met 75% meerderheid door aandeelhouders moet worden aangenomen (waar de onderliggende EU Richtlijn slechts een gewone meerderheid van 50% + 1 vereiste) en dat bij een structuurvennootschap commissarissen die op voordracht van de Ondernemingsraad zijn benoemd ook lid moeten zijn van de remuneratiecommissie.



De meeste VEUO leden hebben inmiddels de nodige ervaring kunnen opdoen met deze nieuwe regelingen die met ingang van 1 december 2019 in werking traden en zo ook een impact hadden op de jaarlijkse AVA. Hieronder schetsen we nogmaals kort de kern van deze voorschriften.

### 3.1.1 Impact op vaststelling beloning van bestuurders en commissarissen

Ten minste iedere 4 jaar moet er door de algemene vergadering een beloningsbeleid worden vastgesteld voor het bestuur én voor de raad van commissarissen. Met dit beleid levert de algemene vergadering een raamwerk aan de vennootschap, welke leidend is bij het bepalen van de precieze beloning die aan de bestuurders en commissarissen wordt toegekend. Het beleid kan alleen worden vastgesteld als, zoals hierboven reeds vermeld, ten minste 75% van de uitgebrachte stemmen in de algemene vergadering vóór het voorstel heeft gestemd (tenzij de statuten een

kleinere meerderheid voorschrijven). Wordt die 75% niet gehaald, dan moet er aan de volgende algemene vergadering een herzien beleid worden voorgelegd ter vaststelling.

*Beloningsbeleid* - Het beleid zelf moet diverse aspecten adresseren, zoals bijvoorbeeld de vaste en variabele onderdelen van de beloning, de door de vennootschap gestelde financiële en niet-financiële doelen, de wijze waarop het beleid rekening houdt met het maatschappelijk draagvlak et cetera. Op basis van dit beleid is het in de praktijk de RvC die de daadwerkelijke beloning bepaalt en toekent.



*Remuneratierapport* – Na toekenning van de beloning, volgt de verantwoording. De vennootschap legt rekenschap af over de beloning die daadwerkelijk is toegekend en uitbetaald aan de bestuurders/commissarissen en hoe zich dit verhoudt tot het onderliggende beloningsbeleid. Daartoe wordt er aan het eind van het boekjaar een remuneratierapport opgesteld welke aan de algemene vergadering wordt voorgelegd. Ook voor dit remuneratierapport bevat de nieuwe regeling een uitgebreide opsomming van aspecten die daarin aan bod moeten komen, zoals bijvoorbeeld het totale bedrag aan beloningen voor de individuele bestuurder en commissarissen, de precieze verhouding tussen het vaste en het variabele gedeelte van de beloning, de wijze waarop de (niet-)financiële doelen zijn toegepast et cetera. Aandeelhouders hebben in de algemene vergadering vervolgens een *adviserende stem* over het rapport. In het remuneratierapport van het opvolgende jaar moet worden aangegeven hoe rekening is gehouden met die stemming. Dit biedt aandeelhouders een extra instrument om eventuele onvrede te uiten door een "negatieve" adviserende stem uit te brengen.

Over de inhoud en precieze timing van dit 'nieuwe stijl' remuneratierapport is het afgelopen jaar het nodige te doen geweest. Door toedoen van een uitlating van de minister ontstond er ineens veel onduidelijkheid over de precieze invulling en timing van het nieuwe rapport. Gedurende lange tijd verkeerde iedereen in de veronderstelling dat over boekjaar 2019 nog conform de oude



regelgeving zou kunnen worden gerapporteerd en dat pas over boekjaar 2020 een 'nieuwe stijl' remuneratierapport zou hoeven te worden gepubliceerd. Vrij onverwacht en laat in het proces (zomer 2019) gaf de minister echter aan dat deze nieuwe voorschriften al voor boekjaar 2019 hadden te gelden. Vanuit VEUO zijde hebben wij bij de betrokken ministeries meermaals aangegeven deze timing buitengewoon ongelukkig te vinden.

De inhoud van de precieze voorschriften werden namelijk pas met inwerkingtreding van de wet

finaal, oftewel eind 2019. Bovendien werden ondernemingen geacht bij het opstellen van het rapport acht te slaan op de Europese richtsnoeren uit hoofde van de door de Europese Commissie gepresenteerde *non-binding guidelines*. Deze zijn echter zelfs ten tijde van het schrijven van dit Jaaroverzicht nog steeds niet finaal.

Het VEUO commentaar heeft er uiteindelijk in ieder geval toe geleid dat – ondanks het feit dat de timing gehandhaafd bleef - wel nadere kanttekeningen werden geplaatst bij – en daarmee ook de gewenste versoepeling van - de voorwaarden die werden gesteld aan de precieze inhoud van het 'nieuwe stijl' rapport.

### 3.1.2 Materiële transacties met verbonden partijen

Een andere regeling die uit de herziene EU Aandeelhoudersrichtlijn voortvloeit, richt zich op de materiële transacties met 'verbonden partijen'. Daar wordt vaak ook wel aan gerefereerd als **related party transactions**. Op grond van deze regeling is een transactie 'materieel' indien (i) de informatie over de transactie kwalificeert als koersgevoelig (*voorwetenschap*) én (ii) de transactie is aangegaan tussen de vennootschap/dochtermaatschappij en een verbonden partij (zoals een bestuurder, commissaris of groot aandeelhouder van de vennootschap).



Materiële transacties die niet in het kader van de normale bedrijfsvoering of niet onder normale marktvoorwaarden zijn aangegaan, vereisen goedkeuring van de RvC. Daarnaast moeten deze transacties publiek worden aangekondigd met onder meer informatie over de relatie met de verbonden partij, de waarde van de transactie evenals andere informatie die noodzakelijk is voor de beoordeling van de vraag of de transactie redelijk en billijk is vanuit het oogpunt van de vennootschap en overige aandeelhouders. Veel beursondernemingen hadden reeds een beleid op dit terrein gelet op het feit dat de Code ook voorziet in bepalingen hierover. Na introductie van deze bepalingen hebben de meeste ondernemingen dit beleid evenwel nog wat concreter hebben gemaakt en mede toegespitst op dit type transacties.



### 3.1.3 Identificatie aandeelhouders

De herziene EU Aandeelhoudersrichtlijn voorziet ook in een procedure voor de **identificatie van aandeelhouders**. Daarmee is het in principe mogelijk voor een vennootschap om de identiteit van aandeelhouders met een belang van 0,5% of meer te achterhalen. In Nederland bestond deze optie overigens al sinds 2013; er is echter amper gebruik van gemaakt in de praktijk. Dit zou te maken kunnen hebben met het feit dat er voor zo'n identificatie betrokkenheid van verschillende partijen in vaak een veelvoud van landen en jurisdicties nodig is in een – soms zeer uitgebreide – keten. Het succes van deze procedure wordt uiteindelijk bepaald door de zwakste schakel.



Beursgenoteerde aandelen worden vaak gehouden in het girale systeem dat veelal grensoverschrijdend opereert met een bewaarketen van (buitenlandse) intermediairs. Wanneer een van de partijen in die bewaarketen niet meewerkt, stagneert het proces. Tegelijkertijd waren er weinig tot geen instrumenten om af te dwingen dat een buitenlandse partij meewerkt aan het onderzoek. Interessant is nu te bezien of de nieuwe procedure – die dus ook in andere EU landen wordt geïntroduceerd – daarmee mogelijk meer effectief wordt, doordat in ieder geval ook de EU intermediairs in de bewaarketen daaraan zijn gebonden.

### 3.1.4 Transparantie door beleggers en stemadviseurs



Tot slot bevat de op de EU Richtlijn gebaseerde wet nog diverse andere regels onder meer over de informatieverstrekking en facilitering van aandeelhouders(stem)rechten, alsmede transparantieverplichtingen voor institutionele beleggers, vermogensbeheerders en stemadviseurs.

### 3.2 Nationale veiligheid en oog voor de open samenleving en open economie



Een onderwerp dat altijd op veel aandacht mag rekenen is het precaire evenwicht tussen enerzijds ondernemingen zoveel mogelijk vrijheid bieden om te kunnen 'ondernemen' in een open economie met ruimte voor vrijhandel, maar anderzijds ook oog te houden voor eventuele invloeden die deze openheid en vrijheden ongewenst zouden kunnen beïnvloeden, en meer drastisch, de nationale veiligheid van Nederland op het spel zouden kunnen zetten. Dit is een onderwerp waar het Nederlandse kabinet steeds meer aandacht aan besteed. Vooral ook in deze Coronacrisis waarin wij ons momenteel bevinden, zien wij dat er – ook vanuit de Tweede Kamer – een groeiende aandacht en focus voor dergelijke maatregelen ontstaat. Het Kabinet [verwoordde](#) het vorengaande zelf al eens als 'een ongemakkelijke paradox dat de

vrijheden die deze openheid garanderen, kwaadwillende statelijke actoren ook de ruimte bieden om activiteiten te ondernemen die onze nationale veiligheid ondermijnen en daarmee onze vrijheden aantasten.'

Zo is er al veel langer een discussie gaande over zogenaamde 'vitale vennootschappen en processen'. In dat kader heeft de overheid onder meer [bepaald](#) dat bepaalde processen zo essentieel zijn voor de Nederlandse samenleving dat uitval of verstoring tot ernstige maatschappelijke ontwrichting leidt en een bedreiging vormt voor de nationale veiligheid. Voorbeelden van zulke vitale processen zijn bijvoorbeeld elektriciteit, toegang tot internet, drinkwater en betalingsverkeer. Bij dit type processen en vennootschappen verkent de Nederlandse overheid daarom ook mogelijkheden om daar een bepaalde invloed op uit te kunnen oefenen indien nodig. Dit speelt niet alleen op nationaal niveau, maar zeker ook op Europees en internationaal niveau. Hierna zullen we een aantal van die ontwikkelingen en aandachtspunten schetsen.

#### 3.2.1 Statelijke dreigingen - investeringstoets

In Nederland wordt er onder de noemer 'statelijke dreigingen' gewerkt aan verschillende initiatieven om te komen tot een aanpak van bedreigingen voor de nationale veiligheid. In april 2019 [schetste](#) Minister Grapperhaus de eerste contouren van dit beleid.

Wat betreft de Nederlandse economie en veiligheid, richt het kabinet zich daarbij in hoofdlijnen op:

- i. het sterker maken van de Nederlandse en Europese economie; met aandacht voor thema's als de interne markt, het mededingingsrecht en een modern innovatie- en industriebeleid;
- ii. het waakzaam zijn op eventuele aantasting van de integriteit en exclusiviteit van kennis en informatie en/of de aantasting van continuïteit van dienstverlening van vitale diensten en processen voor de Nederlandse economie

In samenhang daarmee wordt er vanuit het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat gewerkt aan een investeringsstoets op nationale veiligheidsrisico's bij overnames en investeringen. Dit stelsel zal moeten komen te bestaan uit een meldplicht en een risicoanalyse. Door de verplichte melding van de investering/overname moet er meer zicht komen op eventuele nationale veiligheidsrisico's daarbij, welke vervolgens moeten worden getoetst om deze te



beoordelen, risico's te mitigeren en, in het uiterste geval, de betreffende transactie tegen te houden. Zeer recent kondigde het Kabinet nog aan aanvullende stappen te willen nemen met het oog op deze investeringstoets. Daarbij bestaat het voornemen om de wettelijke investeringstoets in te voeren met terugwerkende kracht vanaf de peildatum 2 juni 2020. Op die wijze moeten - na inwerkingtreding van de benodigde wet -, ook overnames en investeringen die zijn gedaan vanaf 2 juni 2020 kunnen worden getoetst.

### 3.2.2 *Wet ongewenste zeggenschap telecommunicatie*

Overigens is er een sector in Nederland die al vooruit loopt op deze bredere investeringstoets. Dat betreft namelijk de Telecomsector, waarvoor recentelijk de Wet ongewenste zeggenschap telecommunicatie is aangenomen in de Eerste Kamer. Hoewel er bijzonder veel kritiek was op deze wet en er dus ook de nodige discussies zijn gevoerd, is de wet uiteindelijk toch met de nodige voortvarendheid aangenomen. Voornaamste doel van deze regeling is te voorkomen dat 'ongewenste partijen' zeggenschap verkrijgen over vitale delen van de telecommunicatie-infrastructuur of dienstverlening wat een bedreiging van de openbare orde en de nationale veiligheid zou kunnen opleveren. Bijvoorbeeld omdat zo'n partij op basis van geopolitieke motieven zijn zeggenschap kan misbruiken om bepaalde Nederlandse overheidsdiensten te frustreren, of doordat zij kennis kan nemen van de inhoud van de vertrouwelijke communicatie et cetera. Om de risico's te adresseren, wordt er een meldplicht, tezamen met een risicoanalyse geïntroduceerd.

Kortgezegd komt het erop neer dat de (rechts)persoon die overwegende zeggenschap in een telecommunicatiepartij wil verkrijgen, dit eerst moet melden aan de minister van EZK. Vervolgens zal deze een onderzoek starten om de risico's te analyseren. Als uiterste redmiddel kan de minister de investering of overname verbieden indien deze zou kunnen leiden tot een bedreiging van het publiek belang.

Uiteraard is dit een zeer beknopte weergave van een wet die op zichzelf vrij complex is. Dat komt mede doordat er gebruik wordt gemaakt van uiteenlopende definities, die op hun beurt zeer ruim



zijn geformuleerd, en bovendien ook op instigatie van de minister – bij AMvB – kunnen worden uitgebreid. De Raad van State heeft zich over een eerdere versie van het voorstel dan ook buitengewoon kritisch getoond. De VEUO heeft bij meerdere gelegenheden een soortgelijk geluid laten horen en stond daar zeker niet alleen in. Het is bij dit type regelgeving namelijk erg van belang dat er een

zorgvuldig evenwicht wordt gevonden tussen de aantrekkelijkheid voor de kapitaalmarkt en het waarborgen van de belangen van alle stakeholders. Dat verlangt eveneens dat een wettelijke regeling zo voorspelbaar mogelijk is en dat ingrepen op basis van de regeling niet verder gaan dan strikt noodzakelijk. Hoewel een en ander uiteindelijk wel heeft geleid tot een meer gebalanceerde regeling met bijbehorende waarborgen, blijft het wel een ingrijpende bevoegdheid die de minister is toebedeeld met een zeer breed geformuleerde toets en bovendien ook de mogelijkheid om achteraf in te grijpen. In dat opzicht zal het buitengewoon interessant zijn te zien hoe deze regeling zijn uitwerking heeft in de praktijk, ook met het oog op nog te verschijnen regelgeving voor andere sectoren.

### 3.2.3 Europese FDI Screening Verordening

De ontwikkelingen op dit terrein beperken zich niet tot Nederland. Ook op Europees niveau houdt men zich met dit onderwerp bezig. Zeer recent nog heeft de Europese Commissie lidstaten opgeroepen alert te zijn en waar mogelijk op te treden tegen onwenselijke marktontwikkelingen, zoals het voorkomen van strategische afhankelijkheden of onderbreking van de vitale processen. Voorafgaand daaraan trad op 10 april 2019 al de EU verordening inzake de screening van buitenlandse investeringen in werking. Deze Verordening bevat vooralsnog geen ingrijpende maatregelen, maar is met name gericht op betere informatieverstrekking en –uitwisseling binnen de EU met het oog op directe investeringen van investeerders uit landen buiten de EU ('derde landen'). Het geformuleerde samenwerkingsmechanisme moet er voor zorgen dat lidstaten de

kennisdeling en coördinatie onderling verbeteren met het oog op directe investeringen uit derde landen die een gevaar kunnen vormen voor de nationale veiligheid. Ook moeten bestaande nationale screeningsmechanismen beter inzichtelijk worden. In dat kader zal er – in principe voor 11 oktober 2020 - een zogenaamd contactpunt moeten worden ingesteld. Voor Nederland zal dit naar alle waarschijnlijkheid de Minister van Economische Zaken en Klimaat zijn. Het contactpunt als zodanig verzamelt geen informatie en neemt geen beslissingen, maar zorgt dat de informatie die met andere lidstaten gedeeld wordt en die andere lidstaten delen, wordt uitgewisseld.

### 3.2.4 Wettelijke bedenktijd

Tot slot wijden we hier nog een kort woord aan de regeling inzake de 250 dagen wettelijke bedenktijd. De oorsprong van dit voorstel ligt in het regeerakkoord uit oktober 2017. Daarin gaf het



kabinet aan maatregelen te willen nemen voor de verschuiving van de invloed van activistische aandeelhouders die vooral gericht zijn op de korte termijn, naar aandeelhouders en andere stakeholders die belang hebben bij waardecreatie op de lange termijn. Eind december 2019 is het bijbehorende wetsvoorstel ingediend bij de Tweede Kamer en dat verkeert nu in afwachting van het plenair debat.

De bedenktijd heeft als voornaamste doel het bestuur van een beursvennootschap meer tijd en rust te gunnen voor de inventarisatie en weging van de belangen van de onderneming en haar stakeholders in de volgende situaties:

- i. In geval een of meer aandeelhouder(s) een verzoek indienen om een bestuurder en/of commissaris te benoemen, te schorsen of te ontslaan of een statutenwijziging die daar betrekking op heeft, welk verzoek volgens het bestuur van de vennootschap wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap.
- ii. In geval er een vijandig bod op de aandelen van de vennootschap wordt uitgebracht, welk bod volgens het bestuur wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap.

Gedurende de bedenktijd worden bepaalde bevoegdheden van de algemene vergadering opgeschort, zoals de bevoegdheid van de algemene vergadering tot benoeming, schorsing of ontslag van bestuurders of commissarissen, of een statutenwijziging die daarop ziet. Aandeelhouders behouden wel het recht om te verzoeken deze onderwerpen als bespreekpunt op een (B)AVA te agenderen, maar de algemene vergadering kan er dus niet over besluiten.

Het bestuur kan de bedenktijd benutten voor nader beraad en constructief overleg, in ieder geval met de desbetreffende aandeelhouder(s), en kan daarnaast ook alternatieven verkennen. Wat het wetsvoorstel beoogt, is dat vijandige overnames, waarbij geen of weinig rekening wordt gehouden met het belang van de vennootschap en dat van al haar stakeholders, worden ontmoedigd. De bedenktijd beoogt zeker niet een overname van Nederlandse ondernemingen onmogelijk te maken.

## 4 GOVERNANCE EN AANVERWANTE THEMA'S

### 4.1 Monitoring Commissie Corporate Governance Code

In juni 2019 presenteerde de Monitoring Commissie onder voorzitterschap van mr Pauline van der Meer Mohr haar werkprogramma voor de komende periode. In samenhang daarmee ging ook een nalevingsonderzoek van start, waarvan het bijbehorende rapport eind 2019 werden gepubliceerd. In dit [rapport](#) constateerde de Commissie onder meer dat het nalevingspercentage door beursvennootschappen onverminderd hoog was. Ook werd er een verdiepend onderzoek uitgevoerd aan de hand van een enquête en met behulp van focusgroepen. De bedoeling daarvan was de belangrijkste wijzigingen van de in 2016 herziene Code te belichten: de doelstelling van langetermijnwaardcreatie, cultuur, beloningen van bestuurders, risicomanagement en diversiteitsbeleid.



Van diverse ondernemingen ontving de VEUO kritische feedback op de vormgeving van dit nieuwe onderzoek. Daar kwam bij dat er een buitengewoon korte deadline was gesteld, midden in de zomer. De VEUO heeft de verschillende punten terug gekoppeld aan de Commissie. Zo waren de vragen erg ruim geformuleerd waarbij niet altijd even helder was wat werd beoogd. Voor veel vragen kon er geen antwoord worden gegeven vanuit één discipline of invalshoek en vergde dit dus ook het nodige overleg binnen de onderneming wat gegeven de deadline niet altijd reëel bleek. Bovendien gingen verschillende vragen uit van een ranking van heel veel verschillende aspecten die moesten worden gewaardeerd middels een puntensysteem. Dat riep veel vragen op: in hoeverre lenen dergelijke thema's zich voor een ranking? Zo is het "bedrijfsmodel van de vennootschap" een geheel ander thema dan "cultuur" of bijvoorbeeld "mensenrechten". Het is niet goed mogelijk aan dergelijke onvergelykbare grootheden een prioritering te geven. Dergelijke aspecten gaan veeleer hand in hand. De Commissie heeft kennis genomen van het commentaar van de VEUO en toegezegd daar aandacht aan te besteden. Ondertussen heeft de Commissie aangekondigd in meer brede zin te willen onderzoeken of er aanpassingen dienen te worden gemaakt in de onderzoeksmethodiek en rapportage.

De Code kent het principe van 'veronderstelde toepassing', gebaseerd op het 'pas toe of leg uit-beginsel'. Daarbij signaleert de Commissie het verschil tussen rapportagebepalingen (+/- 30% van de Code) en gedragsbepalingen (+/- 70% van de Code). De naleving van de rapportagebepalingen is goed controleerbaar doordat er kan worden geverifieerd of er ook daadwerkelijk is gerapporteerd. Bij de gedragsbepalingen ligt dat anders. Daarbij is sprake van *veronderstelde toepassing*: als een vennootschap niet aangeeft af te wijken van een bepaalde bepaling, ontstaat daarmee automatisch de aanname dat de bepaling wordt nageleefd. Om die reden overweegt de Commissie te bezien hoe de naleving van dergelijke bepalingen beter kan worden getoetst.

## 4.2 Accountancysector

Vanuit verschillende hoeken is er kritiek op het functioneren van de accountancysector, en meer in het bijzonder de kwaliteit van de wettelijke controles. De ontwikkelingen die daarmee gepaard gaan, worden ook door de VEUO aandachtig gevolgd. Enerzijds omdat de rol en functie van de accountant en de regels die daarvoor gelden van direct belang zijn voor beursondernemingen. Maar ook omdat in de discussie punten worden aangestipt die raken aan de gehele keten die betrokken is bij de totstandkoming van betrouwbare financiële verantwoording waaronder uiteraard ook de onderneming – bestuur, RvC (waaronder de auditcommissie) – aandeelhouders – accountant – accountantsorganisatie – NBA – AFM. Uitgangspunt daarbij is dat een goede wettelijke accountantscontrole belangrijk is voor het maatschappelijke verkeer. Zoals Minister Hoekstra onlangs nog verwoordde in een brief aan de Tweede Kamer, moeten burgers, bedrijven en overheden zich op basis van de accountantsverklaring op de hoogte kunnen laten stellen van de getrouwheid van de door ondernemingen gepresenteerde financiële gegevens.



Hoewel de beroepsgroep zelf eerder al verschillende maatregelen heeft doorgevoerd om dit vertrouwen te versterken, zag de Minister toch aanleiding om eind december 2018 de Commissie Toekomst Accountancysector in te stellen om daar verder onderzoek naar te doen en aanbevelingen voor verbetering te formuleren. De VEUO is bij dit proces in de onderscheiden stadia betrokken om zoveel mogelijk de implicaties vanuit de beursgenoteerde ondernemingen nader te belichten.

De VEUO heeft grote waardering uitgesproken voor de uitgangspunten die deze Commissie bij haar onderzoek heeft gehanteerd (met een *evidence based* benadering en aandacht voor

proportionaliteit) als voor het vele werk dat de commissie heeft verzet. Wel waren er twee (voorlopige) aanbevelingen specifiek gericht op ondernemingen die onze aandacht vroegen.

Allereerst het voorstel om het bestuur van een onderneming naar Amerikaans voorbeeld een gedetailleerde *in control statement* te laten afgeven dat strikter zou zijn, en een 'hardere norm' zou moeten bevatten dan nu reeds geldt. Daarnaast werd de suggestie gedaan de auditcommissie een verslag te laten opstellen waarin de aansturing van de externe accountant wordt belicht welke vervolgens ter adviserende stemming aan de algemene vergadering zou moeten worden voorgelegd. De VEUO heeft bezwaren tegen deze twee specifieke aanbevelingen en heeft dat ook zo betuogd in een brief aan de CTA.



Uiteindelijk verscheen begin 2020 het eindrapport van de Commissie met 22 aanbevelingen. Daarin gaf de CTA dat een scherpere norm voor het 'in control statement' bij beursondernemingen nader onderzoek verdient, mits er daarbij ook aandacht is voor de praktische uitwerking, reële effecten en

de proportionaliteit daarvan. Wat betreft een eventueel verslag van de auditcommissie dat ter adviserende stemming aan de AVA zou moeten worden voorgelegd, heeft de CTA aangegeven zich te realiseren dat dat in Europa een noviteit zou zijn en om die reden vooralsnog te volstaan met een oproep aan partijen om te bezien hoe de communicatie tussen onderneming en aandeelhouders over de werkzaamheden van de accountant verbeterd zou kunnen worden.

In reactie op deze aanbevelingen komt het Kabinet nu met een set aan maatregelen om de kwaliteit van de accountantscontrole te verbeteren. Om de aanbevelingen verder uit te werken en het proces te bewaken, heeft Minister Hoekstra inmiddels twee 'kwartiermakers' benoemd voor een termijn van 3,5 jaar in de persoon van drs. Marlies de Vries RA en mr. Chris Fonteijn.



### 4.3 Langetermijnwaardecreatie

'Langetermijnwaardecreatie' is sinds de herziening van de Code in 2016 als een centraal thema in de Code verankerd. Het eerste hoofdstuk van de Code is aan dit thema gewijd en vormt daarmee een belangrijke richtsnoer voor de vennootschap.

Uitgangspunt is dat het bestuur, onder toezicht van de RvC, een visie ontwikkelt op langetermijnwaardecreatie met een passende strategie. Daarbij dienen de in aanmerking komende belangen van alle stakeholders te worden meegewogen. Hoe dat moet gebeuren kan per vennootschap verschillen en is mede afhankelijk van de aard van de vennootschap en de markt waarin de onderneming opereert. De Code stelt voorop dat vennootschappen daarom zelf invulling moeten geven aan



'langetermijnwaardecreatie'. Daarover moet vervolgens verantwoording worden afgelegd in het bestuursverslag.

De aandacht voor het begrip 'langetermijnwaardecreatie' blijft groot. Begin 2019 is op initiatief van GroenLinks een [motie aangenomen](#) in de Tweede Kamer met een verzoek aan de regering om de invulling van dat begrip (en maatschappelijk verantwoord ondernemen) nogmaals onder de aandacht van de Monitoring Commissie te brengen. Die onverminderde aandacht voor wat 'langetermijnwaardecreatie' betekent en wat het mee kan brengen bleek ook uit een [verkennend onderzoek](#) dat de AFM in 2019 deed naar langetermijnwaardecreatie bij de AEX en AMX beursgenoteerde ondernemingen. Bij dit onderzoek is gekeken naar de wijze waarop de onderzochte ondernemingen rapporteren over verschillende aspecten van langetermijnwaardecreatie. Daarbij wordt geconcludeerd dat langetermijnwaardecreatie tegenwoordig reeds veel aandacht krijgt in de verslaggeving van deze ondernemingen. Wel is er volgens de AFM ruimte voor kwalitatieve verbetering in de rapportage welke op bepaalde punten specifiek en met meer diepgang zou kunnen. In dat verband signaleert de AFM ook dat bepaalde ondernemingen zo'n verdiepte rapportage al bieden en houdt de AFM deze voorbeelden als '*good practices*' voor aan andere ondernemingen ter inspiratie voor verdere verbetering.

In reactie op voormeld AFM rapport heeft Minister Hoekstra [aangegeven](#) het positief te vinden dat uit deze verkenning blijkt dat langetermijnwaardecreatie centraler staat in de verslaggeving. Het kabinet hecht belang aan de bevordering van langetermijnwaardecreatie en moedigt

ondernemingen aan om tot verdere kwalitatieve verbetering van de rapportage te komen. Uitgangspunt blijft wel dat het primair aan ondernemingen zelf is om hieraan invulling te geven. In oktober 2019 vond er een [hoorzitting](#) plaats in de Tweede Kamer, waar de VEUO, bij monde van haar voorzitter Jan Nooitgedagt, aan heeft deelgenomen. Daarin heeft hij nogmaals benadrukt dat ondernemingen slechts succesvol kunnen worden en blijven als zij het vizier kunnen richten op de lange termijn. Dat vereist ook dat die ondernemingen de mogelijkheden en de rust en de ruimte krijgen om te investeren en te innoveren en te verduurzamen met die lange termijn voor ogen.

#### 4.4 Diversiteit in de top

Eerder [kondigde](#) het Kabinet aan stevige maatregelen te nemen wanneer er geen betere doorstroom van vrouwen naar de top zou zijn bereikt in 2019. Daarmee werd afgelopen jaar een belangrijk balansjaar. Dit ging gepaard met het feit dat per 1 januari 2020 ook de bestaande [30%-m/v streefcijferregeling](#) kwam te vervallen. In het verlengde daarvan [verzocht](#) het Kabinet de SER om een advies uit te brengen over culturele en genderdiversiteit in de top van het bedrijfsleven en mogelijke maatregelen ter bevordering daarvan, met oog voor het gewenste draagvlak van deze maatregelen onder werkgevers en werknemers.

Dit [advies](#) verscheen in september 2019 waarin de SER concludeerde dat het tempo waarmee gender en culturele diversiteit in de top van het bedrijfsleven toeneemt veel te laag ligt. Daardoor gaat veel potentieel verloren en wordt talent onvoldoende



benut, wat een gemis is voor de Nederlandse economie en samenleving. In dat kader pleitte de SER onder meer voor (i) invoering van een 30% m/v 'ingroei-quotum' voor de RvCs van beursondernemingen en (ii) een verplichting voor de +/- 5000 grote bedrijven om zelf op maat gemaakte en ambitieuze streefcijfers voor RvB, RvC en subtop op te stellen.



In de Tweede Kamer bleek voldoende steun voor het advies te bestaan toen er een [motie](#) werd aangenomen (87 stemmen voor en 63 stemmen tegen) met het verzoek aan het Kabinet het SER advies integraal over te nemen. Het Kabinet schaarde zich [daarachter](#) en gaf aan het 'Nieuwe Normaal' dat de SER beschrijft, waarbij het bedrijfsleven en de top van het bedrijfsleven een

afspiegeling van de samenleving vormen, te omarmen.

Dit alles resulteerde in het onlangs verschenen voorontwerp wetsvoorstel, met zoals verwacht de volgende maatregelen:

- (i) een ingroeiquotum voor de RvC van beursvennootschappen. Wat betekent dat zolang de RvC samenstelling niet evenwichtig is (d.w.z. voor ten minste 1/3e uit mannen en ten minste 1/3e uit vrouwen bestaat) er geen persoon tot commissaris kan worden benoemd die niet bijdraagt aan deze evenwichtige samenstelling. Een benoeming die niet bijdraagt aan deze evenwichtige samenstelling is nietig.
- (ii) grote vennootschappen (incl. beursvennootschappen) moeten een zelf op te stellen passend en ambitieus streefcijfer voor hun RvC, RvB en subtop vaststellen en daarover ook rapporteren.

In reactie op deze consultatie heeft de VEUO laten weten het belang van diversiteit volledig te onderschrijven én te ondersteunen. Wel heeft de VEUO een aantal voor de praktijk relevante kritische kanttekeningen geplaatst bij de wijze waarop de ontwerpregeling is vorm gegeven. Vooral ook nu de regeling met name implicaties heeft voor de VEUO achterban. Gelet op de grote steun die er voor dit voorstel bestaat, is er de verwachting dat het voorstel op korte termijn zal worden ingediend bij de Tweede Kamer en mogelijk reeds met ingang van 2021 wet zal zijn.

## 5 BESLUIT



Beursondernemingen vormen een belangrijk deel van de economie van Nederland en bieden volop mogelijkheden en kansen zowel aan degenen die in die ondernemingen willen investeren als aan degenen die, nationaal en internationaal, willen werken in ondernemingen die actief zijn op alle niveaus van de samenleving

en aandacht hebben voor onderzoek en innovatie, duurzaamheid en een gezonde economische ontwikkeling. De VEUO zal zich evenals de afgelopen jaren graag blijven inzetten om er aan bij te dragen dat aan beursondernemingen ook de ruimte wordt geboden om hun missie, aspiraties en langetermijnwaardecreatie te realiseren!