

Consultatie wetsvoorstel corporate governance

Inleiding

Op 30 mei 2007 heeft de Monitoring Commissie Corporate Governance (hierna: de Commissie Frijns) haar advies uitgebracht over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Nederlandse corporate governance-code (hierna: de Code) waarin aanbevelingen op het gebied van corporate governance aan de wetgever worden gedaan.¹ De taak van de Commissie Frijns is enerzijds de actualiteit en bruikbaarheid van de Code te bevorderen en anderzijds de naleving van de Code door Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen te bewaken. Het kabinet heeft in zijn reactie van 19 juni 2007 toegezegd een groot deel van de aanbevelingen van de Commissie Frijns over te zullen nemen² en dit heeft geleid tot publicatie van een conceptwetsvoorstel ter consultatie op 3 januari 2008 (hierna: het Voorontwerp).³ In deze bijdrage wordt het Voorontwerp besproken en tevens worden hierbij enige kanttekeningen geplaatst.

Een aantal aanbevelingen van de Commissie Frijns is niet opgenomen in het Voorontwerp. (1) De aanbeveling om *empty voting* en *securities lending* met het uitsluitend oogmerk om stemrechten te verkrijgen te onderzoeken en internationaal onder de aandacht te brengen. Deze aanbeveling deelt het kabinet wel. Echter, om te voorkomen dat nationale regelgeving wordt voorbereid die conflicteert met een eventuele Europese aanpak, is hiervoor geen regeling opgenomen in het Voorontwerp. (2) De aanbeveling om de statutaire vrijheid van vennootschappen om hogere eisen te stellen aan de besluitvorming bij het ontslag van of de opzegging van vertrouwen in bestuurders en/of commissarissen te handhaven en voor structuurvennootschappen in te voeren. Het Voorontwerp bevat hierover nog geen regeling aangezien nog geen marktconsultatie heeft plaatsgevonden en overleg is gevoerd met de Sociaal-Economische Raad (SER). (3) De aanbeveling dat naleving van de Code niet wettelijk verplicht wordt gesteld voor de verhandeling op alternatieve handelsplatformen van aandelen in vennootschappen behorend tot het midden- en kleinbedrijf (MKB) (zoals Alternext en AIM).

-
1. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code, mei 2007, te raadplegen via www.commissie-corporategovernance.nl.
 2. Kamerstukken II 2006/07, 31 083, nr. 1.
 3. Wetsvoorstel Corporate Governance, Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance van 30 mei 2007, te raadplegen via www.minfin.nl/nl/actueel/nieuwsberichten.

De houders van dergelijke platformen worden opgeroepen aan te geven dat het op hun platform van toepassing zijnde corporate governance-regime afwijkt van het regime dat van toepassing is op gereguleerde markten. Bij algemene maatregel van bestuur zal het kabinet gevolg geven aan deze aanbeveling.

Het Voorontwerp

Het Voorontwerp bevat voorstellen tot wijziging van enkele bepalingen van de Wet op het financieel toezicht (hierna: de Wft), de Wet giraal effectenverkeer (hierna: de Wge) en het Burgerlijk Wetboek (hierna: het BW) met betrekking tot de melding van zeggenschap, invoering van een regeling voor melding van intenties van aandeelhouders, invoering van een regeling voor de identificatie van aandeelhouders en wijziging van de drempel voor gebruikmaking van het recht om onderwerpen te agenderen voor de algemene vergadering van aandeelhouders. Het kabinet beoogt met het Voorontwerp een bijdrage te leveren aan de versterking van het Nederlandse corporate governance-systeem, zodat het nu en in de toekomst goed kan functioneren, mede gezien de gewijzigde omstandigheden in de markt, en tevens het Nederlandse corporate governance-systeem in internationaal verband aantrekkelijk te houden of zelfs aantrekkelijker te maken. Het kabinet komt met de volgende beoogde wetswijzigingen.

Meldingsplicht van aandeelhouders bij drie procent

Het kabinet heeft de aanbeveling van de Commissie Frijns om de drempel van vijf procent voor het melden van zeggenschap in beursgenoteerde ondernemingen in het kader van de Wft te verlagen naar drie procent overgenomen. Als argumenten hiervoor noemt het kabinet dat (1) een drempelwaarde van drie procent internationaal gebruikelijk is (voorbeelden zijn het Verenigd Koninkrijk en Duitsland) en (2) een verlaging van de meldingsdrempel ertoe kan bijdragen dat het bestuur van een beursgenoteerde vennootschap in een vroeg stadium weet wie zijn belangrijke aandeelhouders zijn, waardoor het gericht met hen kan communiceren. Nadeel is wel dat een verlaging van de meldingsgrens een stijging van administratieve lasten voor meldingsplichtigen met zich brengt. Echter, volgens het kabinet weegt dit niet op tegen de voordelen die samenhangen met het vergroten van de transparantie in de zeggenschap in beursgenoteerde ondernemingen. De voorgestelde drempelwaarde van drie procent zal worden toegevoegd aan de huidige Wmz-drempelwaarden.

De toevoeging van de drempelwaarde van drie procent leidt tot wijzigingen van artikel 5:33 lid 1 onderdeel g, artikel 5:38 lid 3, artikel 5:39 lid 2 en artikel 5:46 Wft. Echter, de beoogde wijziging geldt niet voor artikel 5:47 Wft. In zowel onderdeel b als c van dit artikel is een drempelwaarde van vijf procent opgenomen. Het gaat hier om de meldingsplichten over het beschikken over aandelen of stemmen in een uitgevende instelling uit een niet EU-lidstaat die Nederland niet heeft gekozen als zogenoemde lidstaat van

herkomst ingevolge de Prospectusrichtlijn.⁴ De drempelwaardestructuur in dit artikel is ontleend aan de Transparantierichtlijn⁵ en op grond van artikel 3 lid 2 Transparantierichtlijn mogen lidstaten geen strengere meldingsplichten opnemen dan in de Transparantierichtlijn staan. Hierdoor kan aan artikel 5:47 onderdelen b en c Wft de drempelwaarde van drie procent niet worden toegevoegd.

Het voorstel tot invoering van de verplichting tot melding van iedere wijziging van ten minste één procent in de zeggenschap in beursgenoteerde ondernemingen neemt het kabinet niet over vanwege de verwachte disproportionele toename van administratieve lasten.

Melding van intenties van aandeelhouders bij tien procent

De Commissie Frijns heeft aanbevolen om aandeelhouders met een belang van vijf procent te verplichten hun intenties openbaar te maken. Het kabinet steunt dit voorstel. Als redenen voor het invoeren van een dergelijke regeling noemt het kabinet dat openbaarmaking van intenties van een aandeelhouder met een aanzienlijk belang ondernemingen meer inzicht kan verschaffen in hun type aandeelhouders. Bovendien heeft het bestuur van een onderneming er baat bij dat het in een vroegtijdig stadium geconfronteerd wordt met eventuele aanwezige verschillen in zienswijze op de te voeren strategie met één of meer aandeelhouders. Dit bevordert de communicatie tussen bestuur en aandeelhouders. Voorts draagt een melding van intenties bij aan een goede werking van de effectenmarkten. Kennis van intenties van aandeelhouders met een substantiële deelneming kan bijdragen aan een meer bewuste uitoefening van stemrechten door aandeelhouders. Bij het maken van beleggingsbeslissingen kunnen (potentiële) aandeelhouders informatie over de intenties van andere aandeelhouders goed gebruiken.

In het Voorontwerp heeft het kabinet ervoor gekozen om een verplichting tot openbaarmaking van intenties vanaf een minimale zeggenschap van tien procent op te nemen. Het kabinet heeft onderzocht of een meldingsgrens van drie procent mogelijk is. Echter, een dergelijke verplichting zou volgens het kabinet leiden tot een disproportionele toename van de administratieve lasten die niet in verhouding staat tot de beoogde voordelen. De verplichting tot openbaarmaking van intenties is volgens het kabinet gebruikelijk in ons omringende landen. In Frankrijk en Griekenland wordt een gelijk percentage gehanteerd en in Duitsland wordt dit naar verwachting geïntroduceerd. Keuze voor een lager percen-

tage zou ertoe kunnen leiden dat een grote groep internationale beleggers alleen in Nederland meldingsplichtig zou zijn. Dit zou een verslechtering van de aantrekkingskracht van Nederland als investeringsland tot gevolg kunnen hebben. Alleen in de Verenigde Staten en Portugal wordt een lager percentage gebruikt. Echter, het kabinet heeft niet gekozen voor aansluiting bij de Amerikaanse regeling vanwege de omvang van de Europese markt. Verder sluit het percentage ook aan bij de mogelijkheid tot het bijeenroepen van een algemene vergadering (art. 2:110 BW) en de mogelijkheid tot het verzoeken van enquête (art. 2:346 BW).

De voorgestelde regeling voor openbaarmaking van intenties van aandeelhouders zal worden opgenomen in hoofdstuk 5.3 van de Wft. De melding van intenties kan tegelijkertijd plaatsvinden met een melding van zeggenschap. De vereisten aan de inhoud van de melding zullen nader worden uitgewerkt in het Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen. Het kabinet denkt daarbij aan onder meer het eisen van gegevens met betrekking tot voornemens van de meldingsplichtige tot verdere uitbreiding van zijn zeggenschap, tot gebruikmaking van (eventuele) rechten tot ontslag en benoeming van bestuurders en commissarissen en tot actieve beïnvloeding van de strategie van de onderneming, bijvoorbeeld door uitoefening van rechten zoals geregeld in artikel 2:107a BW.

Het Voorontwerp bevat geen regeling met betrekking tot melding van iedere wijziging van intenties van een aandeelhouder. Dit zou disproportionele administratieve lasten met zich meebrengen en moeilijk handhaafbaar zijn. Geregeld wordt dat bij iedere volgende drempel (15, 20, 25, 30, 40, 50, 60, 75 en 95 procent) weer moet worden aangegeven wat de intenties zijn.

De Stichting Autoriteit Financiële Markten (hierna: de AFM) zal het toezicht uitoefenen op de naleving van de voorgestelde regeling. De AFM heeft de beschikking over dezelfde sancties als met betrekking tot het toezicht op de regeling met betrekking tot de melding van zeggenschap en kapitaal, te weten: een informatieverzoek (art. 1:74 Wft), een aanwijzing (art. 5:51 Wft), een last onder dwangsom (art. 1:79 Wft) en een bestuurlijke boete (art. 1:80 Wft). Het civielrechtelijke toezichtskader, zoals opgenomen in artikel 5:52 Wft, is ook van toepassing op de melding van intenties. Hierdoor bestaat de mogelijkheid dat een aandeelhouder aan de rechter verzoekt tot schorsing van het stemrecht van een medeaandeelhouder die geen of een onjuiste melding heeft gedaan.

Verder merkt het kabinet op dat het huidige artikel 5:45 lid 3 Wft ook van toepassing zal zijn op de melding van intenties. Volgens dit artikel wordt een moedermaatschappij geacht te beschikken over de stemmen die haar dochtermaatschappij kan uitbrengen. Indien hun gezamenlijke zeggenschap een meldingsdrempel bereikt, over- of onderschrijdt, zal de moedermaatschappij melding moeten doen van haar intenties.

4. Richtlijn nr. 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (PbEG L 345).

5. Richtlijn nr. 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG.

Identificatie van aandeelhouders

De anonimiteit van aandeelhouders wordt door veel vennootschappen gezien als een obstakel om een dialoog tussen de vennootschap en haar aandeelhouders tot stand te brengen. Conform de aanbeveling van de Commissie Frijns bevat het Voorontwerp een regeling voor identificatie van economisch gerechtigden op aandelen die zal worden opgenomen in de Wge. De Wge regelt het girale systeem voor bewaring en overdracht van effecten. De gegevens van houders van effecten, waaronder aandelen, zijn bekend bij degenen die effecten administreren in dit girale stelsel. Door gebruik te maken van die gegevens kan de identiteit van aandeelhouders worden gevonden. De voorgestelde regeling heeft twee hoofddoelstellingen: (1) het aan uitgevende instellingen verschaffen van inzicht in hun aandeelhoudersbestand en (2) het faciliteren van een verbeterde communicatie tussen uitgevende instellingen en hun aandeelhouders en tussen aandeelhouders onderling.

De wijze waarop de regeling is vormgegeven, zal ertoe leiden dat degenen die voor eigen rekening aandelen houden (de economisch gerechtigden op aandelen) kunnen worden geïdentificeerd. Het begrip aandeelhouder is ruim opgevat in de voorgestelde regeling. Dit is gedaan om te bewerkstelligen dat wanneer een buitenlandse (rechts)persoon aandelen houdt in een in Nederland genoteerde uitgevende instelling en hij naar het recht van zijn staat niet wordt aangemerkt als aandeelhouder, hij toch onder deze regeling valt. Een uitgevende instelling kan een verzoek tot identificatie doen vanaf 60 dagen voor de algemene of een buitengewone algemene vergadering aan Euroclear Nederland, intermediairs en overige tussenpersonen. Deze worden verplicht om identiteit- en adresgegevens van aandeelhouders, intermediairs en eventuele overige tussenpersonen te verstrekken. De toelichting vermeldt niet waarom voor de 60 dagengrens is gekozen. De vraag is of deze grens niet onnodig beperkend is. De kosten voor de verstrekking van de gegevens komen voor rekening van de uitgevende instelling. Een uitgevende instelling kan na identificatie gebruikmaken van de verkregen gegevens om informatie aan haar aandeelhouders te sturen. Tevens kan een economisch rechthebbende op aandelen die alleen of gezamenlijk ten minste één procent van het geplaatst kapitaal van een uitgevende instelling vertegenwoordigt, de uitgevende instelling verzoeken om de ter beschikking gestelde informatie aan de overige economisch rechthebbenden op aandelen te versturen. Ook in dit geval staat niet in de toelichting vermeld waarom het kabinet gekozen heeft voor de grens van één procent. De kosten voor de verzending van deze informatie dienen ook in dit geval voor rekening van de uitgevende instelling te komen. Handhaving van deze regeling is mogelijk via het civiele recht door een vordering in te stellen tot nakoming van deze wettelijke verplichtingen.

Een belangrijk verschil met de hiervoor besproken voorgestelde regeling tot verlaging van de meldingsdrempel is dat deze informatie over de economisch gerechtigden op

aandelen (1) niet openbaar is, (2) valt onder de Wet bescherming persoonsgegevens en (3) uitsluitend verkrijgbaar is op verzoek van de uitgevende instelling.

Agenderingsrecht

Conform de aanbeveling van de Commissie Frijns stelt het kabinet voor om de drempel voor toepassing van het agenderingsrecht te verhogen tot drie procent en tevens het alternatieve criterium van EUR 50 miljoen van het huidige artikel 2:114a lid 2 BW te doen vervallen. Hierdoor loopt Nederland volgens het kabinet meer in de pas met regelingen in het buitenland en sluit het voorgestelde percentage van drie procent aan bij de nieuwe regeling voor de melding van zeggenschap. Omdat door het agenderingsrecht een groot stempel op de algemene vergadering kan worden gedrukt, is het kabinet van oordeel dat het gerechtvaardigd is dat slechts een aandeelhouder die ten minste drie procent van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt, dit recht toekomt. Indien het alternatieve criterium van het nominale bedrag niet zou vervallen, zou ophoging van het percentage weinig effect hebben. Het kabinet acht daarom een hogere drempel in combinatie met het vervallen van het nominale bedrag wenselijk.

Kanttekeningen

Het Voorontwerp is een goede stap om de verhoudingen tussen het bestuur van vennootschappen en aandeelhouders transparanter te maken en zal de mogelijkheid van het ondernemingsbestuur om een dialoog te voeren met zijn aandeelhouders vergroten.

Echter, bij het Voorontwerp vallen ook enige kanttekeningen te plaatsen. Op grond van de voorgestelde regeling ontstaat geen meldingsplicht bij een wijziging van reeds bekendgemaakte intenties, tenzij opnieuw een melding moet worden gedaan in verband met het over- of onderschrijden van een bandbreedte. Hierdoor ontstaat het risico dat een vennootschap en de markt af zullen gaan op intenties die niet meer juist zijn. De vraag is of dit wenselijk is. Met het oog op het doel van het Voorontwerp lijkt mij invoering van een regeling waarbij een meldingsplicht ontstaat bij iedere wijziging van intenties meer voor de hand te liggen, ondanks de daarmee gepaard gaande stijging van administratieve lasten. Voorts meldt de toelichting op het Voorontwerp dat de voorgestelde regeling ter identificatie van aandeelhouders op enige praktische problemen stuit bij grensoverschrijdende uitoefening van de regeling. Voor identificatie zal de medewerking van de aangesloten instelling en eventuele overige tussenpersonen noodzakelijk zijn. Indien hun klanten (aandeelhouders) liever anoniem willen blijven, kunnen zij zich mogelijk beroepen op buitenlandse privacywetgeving. Uit cijfers van De Nederlandsche Bank blijkt dat een groot aantal aandelen in Nederlandse uitgevende instellingen wordt gehouden door buitenlandse aandeelhouders.⁶ Hierdoor kan de effectiviteit van de voorgestelde regeling beperkt zijn.

6. DNB Statistisch Bulletin september 2007, p. 9-13.

Het Voorontwerp is reeds voorgelegd aan de AFM en tevens ter consultatie voorgelegd aan marktpartijen. In een eerste reactie in Het Financieele Dagblad van 10 januari 2008 hebben de beleggersorganisaties Vereniging van Effectenbezitters (VEB) en Eumedion hun vrees geuit dat de identificatieplicht van aandeelhouders kan leiden tot beïnvloeding van stemgedrag van (belangrijke) aandeelhouders door het bestuur van beursgenoteerde vennootschappen. Volgens directeur Rients Abma van Eumedion is het goed dat beleggers meer mogelijkheden krijgen om met elkaar in contact te treden, maar vindt hij het een nadeel dat ook de vennootschap over deze informatie komt te beschikken. De Vereniging van Effecten Uitgevende Instellingen (Veuo) steunt de identificatieplicht en hoopt dat de wetgever nog een stap verder gaat door de 60 dagengrens weg te nemen. Werkgeversorganisatie VNO-NCW heeft in een eerste reactie te kennen gegeven dat zij een groot voorstander is van meer en beter contact tussen de onderneming en haar aandeelhouders.⁷ Wordt vervolgd.

*Mr. B.N. Cammelbeeck
Stibbe*

7. Misbruik van identiteit dreigt, Het Financieele Dagblad, 10 januari 2008.