

Enkele opmerkingen inzake de plannen van het kabinet met betrekking tot corporate governance

Mr. R.H. Hooghoudt

THEMA

1 Inleiding

In haar rapport van 25 juni 1997 doet de Commissie Corporate Governance (de eerste Commissie-Peters) geen voorstellen tot wetwijziging, met uitzondering van het voorstel tot een oplossing te komen voor de fiscale problemen rond de inkoop van eigen aandelen. De Commissie meende dat verbetering van de corporate governance in Nederland middels zelfregulering bereikt kan worden door gebruik te maken van de mogelijkheden die de bestaande wetgeving biedt en met toepassing van de aanbevelingen van de Commissie.

Teneinde eenmalig te registreren in hoeverre de diverse beursgenoteerde ondernemingen in Nederland de aanbevelingen van de Commissie nakomen is eind 1997 de Monitoring Commissie Corporate Governance (eveneens onder voorzitterschap van Peters) geïnstalleerd. Deze tweede Commissie-Peters heeft in december 1998 een lijvig rapport het licht doen zien waarin 159 uitgevende instellingen de revue passeren. Het rapport heet 'Monitoring Corporate Governance in Nederland' en is in 1998 uitgegeven bij Kluwer (ISBN 90 268 3353 9). Uit het rapport blijkt dat een groot aantal aanbevelingen van de Commissie-Peters I ten aanzien van het functioneren van commissarissen en bestuur door veel uitgevende instellingen wordt onderschreven, doch dat er ten aanzien van de herwaardering van de factor kapitaal (lees: serieuze invloed van de kapitaalverschaffers) nauwelijks beweging valt waar te nemen.

Nadat de Minister van Financiën reeds bij eerdere gelegenheden had 'gedreigd' met maatregelen indien het rapport van de Commissie-

Peters I te weinig effect zou sorteren, hebben de Ministers van Economische Zaken, Sociale Zaken en Werkgelegenheid en Justitie in een brief van 10 mei 1999 aan de Tweede Kamer de kabinetsreactie gegeven op het rapport van de Commissie-Peters II. In deze reactie geeft het kabinet aan welke wijzigingen in wet- en regelgeving het voor ogen staan 'om de corporate governance in Nederland verder te verbeteren'.

Het kabinet kondigt de volgende wetsvoorstellen aan:

- wetswijziging, indien nodig, om het internationaal opererende ondernemingen mogelijk te maken om, voor zover de 4e en 7e EU-Richtlijnen dit toestaan, te volstaan met de toepassing van internationaal geaccepteerde accountingstandaarden, zoals IAS en US-GAAP;
- voorschriften om voor beursgenoteerde ondernemingen meer openheid te krijgen over de bezoldiging en het effectenbezit van de individuele bestuurders en commissarissen;
- een verplichting met 'een meer permanent karakter' tot vermelding van de hoofdlijnen van corporate governance binnen de vennootschap in het jaarverslag;
- het invoeren van het systeem van een 'record date' teneinde aandeelhouders in staat te stellen in het kader van proxy solicitation via volmacht op afstand in de aandeelhoudersvergadering te stemmen zonder dat hun aandelen, zoals in de huidige regelgeving, moeten

Mr. R.H. Hooghoudt is advocaat te Amsterdam en partner bij Nauta Dutilh Advocaten, Notarissen, Belastingadviseurs. Hij was lid van de Commissie Corporate Governance (eerste Commissie-Peters).

worden geblokkeerd, waardoor deze tijdelijk niet verhandeld kunnen worden;

- de mogelijkheid voor aandeelhouders om onderwerpen voor de algemene vergadering te agenderen;
- de verplichting de goedkeuring c.q. vaststelling van de jaarrekening enerzijds en de décharge van bestuurders en commissarissen anderzijds op de algemene vergadering apart te agenderen;
- een wetswijziging met betrekking tot de werking van beschermingsconstructies 'in vrede' tijd', waarbij met name wordt gedacht aan nadere regels ter zake van de werking en doelstelling van certificering en ter zake van stemrechten en volmachtbeperkingen;

Hoewel het kabinet eerst de resultaten van nader onderzoek wil afwachten alvorens beleidsvoornemens omtrent het structuurregime (de wettelijke regels omtrent de Raad van Commissarissen voor grote vennootschappen) bekend te maken, duidt de brief van 10 mei jl. erop dat het kabinet in ieder geval overweegt de criteria voor de verplichte toepassing van het structuurregime aan te passen en de mogelijkheden te verruimen voor belanghebbenden om in te grijpen bij slecht functionerende commissarissen.

In dit artikel zal aandacht worden besteed aan de aangekondigde kabinetsplannen, met uitzondering van de voornemens ten aanzien van de toepassing van internationaal geaccepteerde accountingstandaarden en de opmerkingen van het kabinet over het structuurregime, omdat het kabinet dienaangaande nog geen beleidsvoornemens heeft aangekondigd. Het artikel is vanuit een juridisch perspectief geschreven voor niet-juristen.

2 Openheid omtrent bezoldiging, opties en aandelenbezit van individuele bestuurders en commissarissen

In het rapport van de Commissie-Peters I wordt aanbevolen het totale optie- en aandelenbezit van de gezamenlijke commissarissen jaarlijks in het jaarverslag op te nemen. De Commissie meent overigens dat de honorering van commissarissen beter niet van het resultaat van de vennootschap afhankelijk kan zijn en dat het toekennen van optierechten aan een commissaris uit hoofde van zijn functie daarom niet wenselijk is.

Ten aanzien van bestuurders luidt de aanbeveling van de Commissie dat niet alleen de totale bezoldiging maar ook het gezamenlijke effectenbezit per einde boekjaar in het jaarverslag wordt opgenomen. De vermelding zou dan moeten worden onderverdeeld in vier aparte categorieën waaronder het aandelen- en certificatenbezit en de door de vennootschap verstrekte optierechten, met de belangrijkste daarbijbehorende voorwaarden. Bij die voorwaarden kan men onder meer denken aan uitoefenprijs, (renteloze) leningen e.d. Bovendien zouden ook de in het betreffende boekjaar door de vennootschap verstrekte optierechten apart in het jaarverslag moeten worden vermeld, onderverdeeld naar bestuurders gezamenlijk en de overige medewerkers gezamenlijk, een en ander wederom met vermelding van de belangrijkste daarbijbehorende voorwaarden.

Voorts zou het in het jaarverslag op grond van de wet te vermelden totale bedrag van de bezoldiging van de gezamenlijke bestuurders volgens de Commissie opgesplitst moeten worden in twee bedragen voor respectievelijk de zittende bestuurders en de voormalige bestuurders. Hiervan zou afgeweken kunnen worden in gevallen waarin de anonimiteit van individuele bestuurders niet is gewaarborgd.

Uit het monitoring-rapport van de Commissie-Peters II (pp. 19 en 21) blijkt dat de aanbevelingen ten aanzien van effectenbezit van commissarissen en bestuurders redelijk tot goed in de praktijk worden gebracht, dat wil zeggen dat ongeveer tweederde van de onderzochte beursvennootschappen min of meer conform die aanbevelingen handelt. Een klein aantal vennootschappen gaat verder dan de aanbevelingen en verschaft gegevens per individuele bestuurder en commissaris.

Ten aanzien van de opsplitsing van de totale bezoldiging van bestuurders in die voor zittende bestuurders en die voor voormalige bestuurders is de score echter duidelijk lager. Het bedrag wordt bij de meeste vennootschappen niet opgesplitst.

Het kabinet is kennelijk niet tevreden met de uit het monitoring-rapport blijkende huidige gang van zaken en wil meer openheid omtrent het bedrag en de wijze waarop aan individuele bestuurders en commissarissen wordt betaald. Ten aanzien van het effectenbezit acht het kabinet dit belangrijk, omdat opties van invloed zouden

kunnen zijn op de afweging die bestuurders maken bij belangrijke bestuursbesluiten (motivatie-aspect) en op de verwatering van de winstrechten voor de aandeelhouders.

Ten aanzien van de beloning meent het kabinet dat bestuurders een grote invloed hebben op hun eigen beloning en dat daarom een heldere verantwoording op zijn plaats is. Daarbij wordt aangevoerd dat Nederlandse ondernemingen met een beursnotering in de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk dit inzicht al verschaffen. De lijst in *Het Financieele Dagblad* van in New York genoteerde fondsen vergelijkend met de rapportages omtrent die vennootschappen in het monitoring-rapport van de Commissie-Peters II (zie overzichten per onderneming op p. 49 e.v.), komt echter tot de conclusie dat de meeste van die ondernemingen de bedoelde individuele gegevens in ieder geval niet in hun jaarverslag vermelden.

Teneinde ook in Nederland op dit punt een grotere transparantie te bevorderen kondigt het kabinet in de brief van 10 mei jl. een wetswijziging aan die in ieder geval beursgenoteerde vennootschappen zal verplichten meer inzicht te verschaffen in de bezoldiging en het effectenbezit van individuele bestuurders en commissarissen. Hoeveel 'meer inzicht' wordt niet in de brief gespecificeerd.

De bedoelde wetswijziging zou zijn in aanvulling op de nieuwe meldingsregeling die dit jaar is ingevoerd bij wijziging van de Wet Toezicht Effectenverkeer. Krachtens die meldingsregeling moeten o.a. directeuren en commissarissen van beursgenoteerde ondernemingen de toekenning van opties (voor zover niet vallend onder een uitzondering) en de uitoefening van opties melden bij de STE, die de relevante individuele gegevens opneemt in een openbaar register. Zoals onder andere Van Leer en Philips dit voorjaar hebben ondervonden, heeft de landelijke pers zijn weg naar dit register snel gevonden. Inmiddels staat het register ook op het internet en is daarmee zeer snel en eenvoudig toegankelijk geworden.

3 Jaarlijkse vermelding van hoofdlijnen van corporate governance in het jaarverslag

De Commissie-Peters I heeft in haar rapport een vermelding in het jaarverslag van die hoofd-

lijnen aanbevolen, waarbij de vennootschap gemotiveerd zou dienen aan te geven in hoeverre ze de aanbevelingen van de Commissie heeft opgevolgd.

Een belangrijk doel van deze aanbeveling was om de Monitoring Commissie (Peters II) in staat te stellen om eenmalig na te gaan in hoeverre de aanbevelingen werden opgevolgd en hoe het met de corporate governance in Nederland was gesteld. De (eerste) rapportage (in het jaarverslag) was bovendien bedoeld als beginpunt voor de discussie over corporate governance in de 1998 jaarvergadering van iedere beursgenoteerde vennootschap.

Het kabinet meent dat de rapportage van de hoofdlijnen van de corporate governance binnen de vennootschap een permanent karakter verdient. Het wil daartoe middels wetswijziging een basis scheppen.

Erg concreet over de invulling van de bedoelde rapportage is het kabinet niet. Het verwijst naar de wenselijkheid van 'transparantie over de aanwezige zeggenschapsverhoudingen in de onderneming (inclusief vermelding van grootaandeelhouders en de beschermingsconstructies)'. Ook een verwijzing in de brief van 10 mei jl. naar de 'OECD Principles of Corporate Governance' is weinig verhelderend omdat die 'principles' evenmin concreet zijn ten aanzien van de gewenste rapportage. Het kabinet wijst, mijns inziens terecht, wél op de wenselijkheid dat de zogenaamde interne beheersorganen (administratiekantoren voor gecertificeerde aandelen en stichtingen voor prioriteitsaandelen en preferente beschermingsaandelen) meer systematisch verantwoording afleggen omtrent hun handel en wandel en met name de wijze waarop ze hun stemrecht gebruiken en onafhankelijk zijn van het ondernemingsbestuur. Wat de onafhankelijkheid betreft doelt het kabinet, naar ik aanneem, niet op de Stichtingen voor prioriteitsaandelen, want in de praktijk bestaat het bestuur van die stichtingen uit de bestuurders en commissarissen van de vennootschap. De brief van het kabinet maakt niet duidelijk of het systematisch afleggen van verantwoording door de bedoelde interne beheersorganen onderdeel zal moeten zijn van de door middel van wetswijziging af te dwingen jaarlijkse rapportage in het jaarverslag.

Men moet geen overspannen verwachtingen koesteren van de door het kabinet voorgestelde

jaarlijkse rapportageplicht. Zo zal de vennootschap grootaandeelhouders slechts kunnen vermelden voor zover zij daarvan op de hoogte is. Ook ten aanzien van de door het kabinet gewenste vermelding van de aanwezige beschermingsconstructies of een beschrijving van de aanwezige zeggenschapshoudingen, vraag ik mij af wat de gemiddelde kapitaalverschaffer daaruit zal afleiden. Teneinde adequaat inzicht te verschaffen in de zeggenschapsverhoudingen zal de beschrijving vrij gedetailleerd moeten zijn. Hoe langer echter de beschrijving, hoe minder men geneigd zal zijn die te lezen. Een half beeld kan echter nietszeggend zijn. In dit verband hebben de ervaringen met beide commissies-Peters geleerd dat veel uitgevende instellingen waarschijnlijk niet meer zullen rapporteren dan van hen gevraagd wordt. Een rapportageplicht lijkt me dan ook alleen zinvol indien de wetgever er in slaagt die verplichting zodanig te formuleren dat deze geen ruimte laat voor de uitgevende instelling om in haar rapportage belangrijke facetten van de corporate governance onderbelicht te laten. Gelet op de grote verscheidenheid aan regelingen, structuren en feitelijke omstandigheden die bij de diverse vennootschappen gelden en die met name ook in hun onderlinge samenhang bepalend zijn voor de invloed van kapitaalverschaffers en de overige corporate governance binnen die vennootschappen, zal het niet eenvoudig zijn een adequate rapportageplicht te formuleren. Dat een (te) beperkte vraagstelling aan de relevante ondernemingen kan leiden tot een misleidend beeld, moge blijken uit de rapportage van de Commissie-Peters II ten aanzien van de beperkingen op de invloed van aandeelhouders op het dividendbeleid (zie Bijlage 4 bij het rapport). In Bijlage 4 bij het rapport staat in de kolom 'winst/dividend beleid' vrijwel nergens vermeld dat de invloed van de kapitaalverschaffers ten aanzien van dit onderwerp is beknop, ook niet bij de vennootschappen waarvan wordt aangegeven dat ze worden geregeerd door het structuurregime. Bij beursvennootschappen geschiedt echter de reserveringen krachtens de statuten vrijwel altijd door het Bestuur en de Raad van Commissarissen. De leden van deze organen worden bij het volledige structuurregime benoemd door de Raad van Commissarissen zelf. De aandeelhoudersvergadering heeft de facto dan ook geen zeggenschap over de hoogte van het dividend die immers bepaald wordt door de hoogte van de

reservering. Bij het structuurregime kan de aandeelhoudersvergadering ook indirect geen invloed daarop uitoefenen door middel van benoeming of ontslag. De enige verklaring die ik heb voor het feit dat desondanks in Bijlage 4 bij het rapport nauwelijks sprake is van beperkingen op de invloed van kapitaalverschaffers op het dividendbeleid, is gelegen in een te beperkte vraagstelling aan de responderende ondernemingen en in het feit dat de Commissie zelf al aangeeft niet de statuten van de desbetreffende vennootschappen te hebben bestudeerd en zich beperkt te hebben tot inspectie van de jaarverslagen en de mededelingen op de jaarvergadering 1998.

Zelfs een bestudering van de reserveringsbepaling in de statuten zou op zich onvoldoende de afwezigheid van enige aandeelhoudersinvloed op de hoogte van het dividend duidelijk maken, omdat men die alleen constateert door het verband te leggen tussen de onaantastbaarheid van de Raad van Commissarissen in het structuurregime en de statutaire bepalingen ten aanzien van reserveringen.

Ik ben dan ook benieuwd of de voorgestelde nieuwe wettelijke rapportageplicht in de praktijk wel de beoogde transparantie zal bieden voor anderen dan juridisch geschoolden of zeer geïnteresseerde leken indien het om een uitgebreide rapportage zou gaan, terwijl een beperkte rapportage mijns inziens ook niet meer dan een beperkte waarde zal hebben.

4 Proxy solicitation

De Commissie-Peters I heeft aanbevolen dat er een systeem van proxy solicitation komt, dat wil zeggen een systeem waarin betrokkenen actief stemvolmachten voor de algemene vergadering kunnen werven. Aldus kunnen aandeelhouders zonder de vergadering bij te wonen 'op afstand' stemmen. Daardoor wordt in ieder geval de betrokkenheid vergroot van de aandeelhouders die anders niet alleen ter vergadering afwezig zouden zijn geweest maar ook niet via een vertegenwoordiger aan de besluitvorming van de algemene vergadering zouden hebben deelgenomen. Belangrijk uitgangspunt voor de Commissie is daarbij dat niet alleen het bestuur van de onderneming maar ook de aandeelhouders toegang hebben tot dit systeem. De uitvoering ervan zou dan ook opgedragen moeten worden

aan een neutraal orgaan dat de toegangsvoorwaarden opstelt en publiceert.

De gedachte achter de aanbeveling van de Commissie is dat er met een goedwerkend systeem van proxy solicitation minder reden is via mechanismen zoals prioriteitsaandelen en certificering de besluitvorming in de aandeelhoudersvergadering te sturen teneinde deze minder afhankelijk te maken van de toevallig ter vergadering aanwezige meerderheid. In verband met het grote absenteïsme van de kapitaalverschaffers ter vergadering kan een dergelijk sturingsmechanisme in de vorm van prioriteitsaandelen of certificering de continuïteit van de besluitvorming bevorderen en een bescherming bieden tegen de 'waan van de dag'. Met een goed werkend proxy solicitation-systeem zou echter een veel groter deel van de aandeelhouders aan de besluitvorming kunnen deelnemen. Naarmate de deelname aan de besluitvorming van de Algemene Vergadering meer representatief wordt voor degenen die het kapitaal van de vennootschap verschaffen, acht de Commissie de noodzaak van en rechtvaardiging voor beperking van de invloed van de risicodragende kapitaalverschaffers in steeds mindere mate aanwezig.

Tegen invoering van het systeem van proxy solicitation zijn ook wel bezwaren aangevoerd. Met name wordt wel gesteld dat het vóór de vergadering werven en afgeven van volmachten met een bindende instructie aan de gevolmachtigde hoe deze per besluit moet stemmen, de gedachtevorming ter vergadering zinloos maakt omdat de gevolmachtigde toch niet meer van de instructie kan afwijken. Degenen die dat stellen zou ik echter willen vragen of ze in de praktijk hebben meegemaakt dat in een beursgenoteerde vennootschap met gecertificeerde aandelen, de gedachtewisseling ter vergadering ertoe heeft geleid dat de besluitvorming substantieel afweek van de voorstellen van het Bestuur en de Raad van Commissarissen.

Bij een proxy solicitation-systeem zal een goede informatievoorziening bij het werven van de volmachten er in de praktijk toe leiden dat de gedachtewisseling reeds plaatsvindt in de periode voorafgaande aan de vergadering. Hoewel dat de gedachtevorming ter vergadering misschien niet bevordert, kan er aldus wel in een eerder stadium

een zinvolle gedachtevorming plaatsvinden, terwijl de Algemene Vergadering als besluitvormend orgaan aan betekenis wint.

Reeds vóór de Commissie-Peters I haar rapport publiceerde waren er binnen de wereld van het genoteerde bedrijfsleven, de beurs, de beleggers en de banken initiatieven ontplooid teneinde tot proxy solicitation te komen. Inmiddels is de Stichting Communicatiekanaal Aandeelhouders opgericht dat dit jaar met elf beursgenoteerde ondernemingen als privaat project van start is gegaan. Via het communicatiekanaal kunnen ondernemingen en aandeelhouders op anonieme wijze met elkaar communiceren. In eerste instantie gaat het daarbij om de verspreiding van jaarverslagen. Later zal het kanaal echter ook gebruikt kunnen gaan worden voor het werven van volmachten.

Daarvoor zal echter eerst een juridisch-technische belemmering moeten worden weggenomen. Krachtens het Burgerlijk Wetboek kan een aandeelhouder en ook zijn gevolmachtigde slechts geldig stem uitbrengen, indien de aandeelhouder op het moment van de vergadering nog eigenaar van de aandelen is. Teneinde te bewerkstelligen dat de belegger nog aandeelhouder is op het moment van de vergadering waarop zijn stem wordt uitgebracht, voorzien de statuten van beursvennootschappen er conform artikel 2:117 Burgerlijk Wetboek in dat zijn aandelen uiterlijk op een bij de oproeping voor vergadering te vermelden dag in bewaring moeten zijn gegeven. Vanaf die dag, die niet eerder dan op de zevende dag vóór de vergadering mag worden gesteld, zijn de aandelen geblokkeerd en mag er niet in worden gehandeld. Dit betekent een voor veel beleggers ongewenste beperking van handelsvrijheid. Indien grote aantallen beleggers zich over dit bezwaar heen zouden zetten en conform de doelstelling van proxy solicitation via volmachten aan de besluitvorming zouden deelnemen, zou dit bij sommige fondsen zelfs de liquiditeit van de markt kunnen verstoren.

Dit probleem kan worden opgelost door de invoering van een 'record date', zoals momenteel bestaat in de Verenigde Staten. Degenen die op een bepaalde datum vóór de vergadering staan geregistreerd als aandeelhouder zijn stemgerechtigd, ook al hebben ze tussen dat moment en het moment van de vergadering hun aandelen overge-

dragen. Aldus blijft ook een afgegeven volmacht geldig en behoeft de handelsvrijheid niet (tijdelijk) te worden beperkt.

Het kabinet kondigt in de brief van 10 mei jl. aan daartoe op korte termijn een wetsvoorstel te zullen indienen. Het inmiddels ingediende wetsvoorstel (kamerstuk 26 668) voorziet krachtens een nieuw in het Burgerlijk Wetboek in te voegen artikel 2:119 in een record date van maximaal zeven dagen voorafgaand aan de aandeelhoudersvergadering. De Algemene Vergadering van Aandeelhouders kan het Bestuur van een naamloze vennootschap voor een periode van ten hoogste vijf jaar machtigen op basis van de record date (voormalige) aandeelhouders en certificaathouders aan te merken als stem- en vergadergerechtigden. Dit wetsvoorstel zou per 1 januari 2000 in werking moeten treden, zodat de Stichting Communicatiekanaal Aandeelhouders dan een start kan maken met proxy solicitation.

Het kabinet meldt voorts dat reeds gewerkt wordt aan een parallel wetsontwerp om op den duur, evenals in de Verenigde Staten, zelfs een record date op maximaal 60 dagen vóór de aandeelhoudersvergadering mogelijk te maken opdat de record date samen kan vallen met de oproeping van de vergadering. Ook voorziet het kabinet dat op termijn de STE regels zal moeten vastleggen ten aanzien van proxy solicitation, met name om te verzekeren dat de kapitaalverschaffers op een evenwichtige wijze worden geïnformeerd, zodat ze op die basis beslissingen kunnen nemen. Nu het proxy solicitation-systeem zelfs bij wege van proef nog niet gefunctioneerd heeft kan het kabinet met deze laatste plannen geen gebrek aan voortvarendheid worden verweten.

5 Agenderingsrecht voor de Algemene Vergadering

De Commissie-Peters I schrijft in haar rapport dat het in het kader van de gewenste dialoog en de gevraagde verantwoording van belang is dat aandeelhouders en certificaathouders invloed kunnen uitoefenen op de samenstelling van de agenda van de Algemene Vergadering. Zonder bijzondere statutaire voorzieningen kunnen onder het huidige recht aandeelhouders en certificaathouders tegen de zin van het bestuur van de vennootschap slechts een vergadering met de door hen gewenste agenda bijeen laten roepen,

nadat ze daartoe door de President van de rechtbank in een bijzondere gerechtelijke procedure zijn gemachtigd. Die machtiging kunnen ze alleen vragen indien ze ten minste tien procent van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen. Rechtstreekse bijeenroeping van de vergadering is dus niet mogelijk. Bovendien ligt de drempel met tien procent hoog.

Bij de statuten kan echter het recht worden gegeven aan de aandeelhouders om zonder tussenkomst van de rechter onderwerpen op de agenda van de Algemene Vergadering te plaatsen. De Commissie beveelt aan dat aldus agenderingsverzoeken van kapitaalverschaffers worden gehonoreerd mits zij ten minste één procent van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of aandelen of certificaten houden met een beurswaarde van tenminste *f* 500.000. Een dergelijk verzoek zou alleen afgewezen mogen worden indien het Bestuur en de Raad van Commissarissen van mening zijn dat zwaarwichtige belangen van de vennootschap zich tegen agendering verzetten. Het Bestuur zou dan ter vergadering daarvan melding moeten maken en de afwijzing van het verzoek moeten motiveren.

Volgens het monitoring-rapport van de Commissie-Peters II (p. 25) is de aanbeveling door slechts 16 van de 159 onderzochte vennootschappen volledig opgevolgd. Met name de drempel van *f* 500.000 wordt te laag gevonden. Indien de grens van *f* 500.000 buiten beschouwing wordt gelaten, zouden 60 vennootschappen aan de aanbeveling voldoen.

Het kabinet kondigt in haar brief van 10 mei jl. een wetswijziging aan teneinde vennootschappen te verplichten redelijke agenderingsverzoeken van kapitaalverschaffers van een zekere omvang te honoreren. Het kabinet meent dat daarbij nader onderzoek nodig is om te bepalen wat een juiste drempel is waaronder verzoeken niet gehonoreerd behoeven te worden. In dat kader wijs ik erop dat de drempels van één procent en *f* 500.000 in de aanbeveling van de Commissie-Peters I overeenkomen met de drempels die voor aandeelhouders zullen gelden die (in het kader van het private proefproject voor proxy solicitation) van het Communicatiekanaal Aandeelhouders gebruik willen gaan maken om informatie te zenden naar hun medeaandeelhouders.

6 De jaarrekening en décharge van bestuurders en commissarissen

De Commissie-Peters I beveelt aan een splitsing op de agenda van de jaarlijkse Algemene Vergadering aan te brengen tussen enerzijds de vaststelling (goedkeuring) van de jaarrekening en anderzijds de goedkeuring van het door het Bestuur gevoerde beleid en het toezicht daarop door de Raad van Commissarissen en de daaruitvolgende décharge. In veel vennootschapsstatuten werd bepaald dat vaststelling van de jaarrekening zonder voorbehoud tevens inhield décharge van bestuurders en commissarissen voor het desbetreffende boekjaar. De Commissie wil dit automatisme doorbreken.

Uit het rapport van de Commissie-Peters II (p. 20) blijkt dat 136 van de 159 onderzochte ondernemingen deze weinig controversiële aanbeveling (willen) opvolgen. Voor het kabinet is dat niet genoeg. Via wetwijziging wil het alle vennootschappen verplichten de bedoelde splitsing op de agenda aan te brengen.

7 Beschermingsconstructies in 'vredestijd'

Volgens het kabinet kunnen veel van de aangekondigde beleidsvoornemens niet (volledig) tot hun recht komen zonder aanpassing van bepaalde beschermingsconstructies. Ik neem aan dat het kabinet bij de verwijzing naar de beleidsvoornemens met name doelt op de aangekondigde voornemens ter zake van proxy solicitation, het agenderingsrecht en het als aparte agendapunten behandelen van jaarrekening en décharge en eventueel, indien reeds in gang gezet onderzoek daartoe aanleiding geeft, het aanpassen van het structuurregime teneinde belanghebbenden meer mogelijkheden te bieden om in te grijpen bij zwak toezicht door de Raad van Commissarissen.

Het kabinet kondigt in dit verband met name wetwijzigingen aan ter zake van certificering en iets minder stellig, ter zake van stemrecht- en volmachtbeperkingen. Ook hier ziet het kabinet een rol voor de STE. Nog afgezien van het feit dat het kabinet daarmee het vraagstuk van de beschermingsconstructies lijkt te beperken tot een vraagstuk van de werking van de effectenmarkten, vraag ik me af of het met zijn plannen ten aanzien van de STE de praktische mogelijkheden van dat instituut niet overschat. Voorts valt het op

dat het kabinet wel stemrechtbeperkingen noemt maar niet prioriteitsaandelen als een beschermingsconstructie die nadere regulering voor 'vredestijd' vergt. Indien het kabinet met stemrechtbeperkingen doelt op stemrechtbeperkingen in de traditionele zin, is dat opmerkelijk. Er zijn zeer weinig beursgenoteerde vennootschappen met stemrechtbeperking in de zin dat er per aandeelhouder, ongeacht het aandelenbezit, slechts een beperkt aantal stemmen mag worden uitgebracht. Koninklijke Olie is daarvan het bekende voorbeeld. Een dergelijke stemrechtbeperking beperkt echter niet de macht van de aandeelhoudersvergadering, doch slechts verhoudingsgewijs de macht van de grote aandeelhouders ten opzichte van de kleine, zij het dat de ondernemingsleiding in verband met het absentisme op de vergadering bij een stemrechtbeperking wel eenvoudiger kan organiseren dat er relatief veel bevriende stemmen ter vergadering aanwezig zijn.

Hoewel het kabinet niet duidelijk is op dit punt, lijkt het met de term 'stemrecht- en volmachtbeperkingen' eerder te duiden op de zogenaamde 1%-regel bij certificering. Die 1%-regel is echter niet zozeer een stemrechtbeperking maar een beperking op het mogen omwisselen van niet stemgerechtigde certificaten in wél stemgerechtigde aandelen, en daarmee een beperking van de royeerbaarheid van certificaten die in de praktijk naast de certificering geen zelfstandige betekenis heeft. Het kabinet zegt niet met zoveel woorden of de bezwaren zich uitsluitend richten tegen certificering die gekoppeld is aan een beperkte royeerbaarheid (rechtspersonen mogen geen aandelen houden en natuurlijke personen slechts tot 1%) of ook tegen certificering waarbij de ter beurze verhandelbare certificaten door iedere certificaathouder op ieder gewenst moment kosteloos geheel omgewisseld kunnen worden in niet ter beurze verhandelbare stemgerechtigde aandelen en vice versa.

Ook in het laatste geval kan er sprake zijn van een beperking van de invloed van de kapitaalverschaffers, omdat er in de praktijk altijd een groot aantal certificaathouders niet de moeite zal nemen om voor de Algemene Vergadering zijn certificaten om te wisselen in aandelen. Aldus zal er altijd een zeer substantieel blok stemmen blijven bij het administratiekantoor, zoals blijkt uit het voorbeeld van Unilever waar certificaathouders

nauwelijks gebruikmaken van de hen geboden mogelijkheid te stemmen op de vergadering. Slechts bij een op zeer grote schaal gebruikmaken van de toekomstige mogelijkheden van proxy solicitation zou er sprake kunnen zijn van een relevante vermindering van de invloed van het administratiekantoor.

Bij gebruik van een in de praktijk goed functionerend proxy solicitation-systeem (waarbij een administratiekantoor overigens een nuttige rol zou kunnen vervullen) en aannemende dat het kabinet ook in 'vredestijd' certificering niet geheel zal willen verbieden, vermoed ik dat de beste mogelijkheden voor een evenwichtige versterking van de invloed van kapitaalverschafers is gelegen in aanscherping van de regels inzake de selectie en benoeming van de bestuurders van het administratiekantoor en inzake het afleggen van verantwoording aan de certificaathouders over het stemgedrag. Bij regels omtrent selectie en benoeming van bestuurders denk ik niet zozeer aan het creëren van een afspiegelingscollege waarin certificaathouders rechtstreeks bestuurders kunnen aanwijzen, maar aan het verminderen van de huidige invloed van de ondernemingsleiding op de benoeming.

Het blijft echter speculeren wat het kabinet voornemens is, omdat het zich daarover nog niet uitsprekt. Wel zegt het dat het de certificering slechts voor haar werking en doelstelling in 'vredestijd' wil aanpakken. De toelaatbaarheid van beschermingsconstructies in vijandige overnamesituaties ('oorlogstijd') is niet aan de orde.

Het onderscheid tussen vrede- en oorlogstijd is in de praktijk echter niet eenvoudig te maken. Indien een partij substantiële pakketten aandelen op de markt koopt en daarbij aan de ondernemingsleiding verzekert niets onvriendelijks in de zin te hebben, zal er toch een moment kunnen komen waarin een doelwitvennootschap zich bedreigd voelt. Het zal daarbij onder andere van de desbetreffende koper en de vennootschap en van de samenstelling van de bestaande aandeelhouders van de vennootschap afhangen waar de grens voor een reële dreiging ligt, zo die al is vast te stellen.

De verwijzing in dit verband door het kabinet naar de Europese ontwerp-13e Richtlijn voor openbare biedingen helpt niet echt. Die richtlijn probeert niet het begrip 'oorlogstijd' nader te definiëren en ziet wat dat betreft slechts op het treffen van defensieve maatregelen nadat een (vijandig) bod is aangekondigd. In de praktijk gaan in Nederland (semi-)vijandige situaties meestal niet gepaard met een bod. Het zal dan ook interessant zijn te zien hoe het onderscheid vrede- en oorlogstijd zal worden uitgewerkt en wanneer zeggenschap aan de kapitaalverschafers wordt onthouden en wanneer niet.

8 Conclusie

Het kabinet kondigt in zijn brief van 10 mei jl. ambitieuze plannen aan voor wetgeving op het gebied van corporate governance. Buiten de plannen voor een record date voor proxy solicitation en het op de jaarlijkse Algemene Vergadering gescheiden behandelen van de jaarrekening en de décharge van de ondernemingsleiding, blijft echter veel onduidelijk. De bestuurders en commissarissen zullen weliswaar individueel hun beloning en effectenbezit moeten onthullen, maar hoever die onthulling zal moeten gaan wordt niet vermeld. Evenmin wordt duidelijk aangegeven hoe inhoud gegeven zal moeten worden aan de verplichting jaarlijks in het jaarverslag te rapporteren omtrent de hoofdlijnen van de corporate governance en welke omvang de kapitaaldeelname van een aandeelhouder of certificaathouder moet hebben om aanspraak te kunnen maken op het recht onderwerpen op de agenda van de Algemene Vergadering te plaatsen. Ten aanzien van het plan beschermingsmaatregelen in 'vredestijd' aan te pakken wordt niet duidelijk of dat voornemen slechts beperkt royeerbare certificaten betreft of dat ook bedoeld wordt op andere beschermingsmaatregelen. Voorts is het in dat verband de vraag hoe het kabinet onderscheid denkt te gaan maken tussen oorlogstijd en vrede- en oorlogstijd. Tot slot laat het kabinet wel blijken niet geheel gelukkig te zijn met het structuurregime en met name met de mogelijkheden voor belanghebbenden om in te grijpen bij falend toezicht door de Raad van Commissarissen, maar wil het eerst een nader onderzoek afwachten alvorens beleidsvoornemens bekend te maken.