
Vergaderjaar 1998–1999

25 732

Invoering van de mogelijkheden tot het treffen van bijzondere maatregelen door de ondernemingskamer over zeggenschap in de naamloze vennootschap

Nr. 8

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 10 mei 1999

Mede namens de ministers van Economische Zaken, Sociale Zaken en Werkgelegenheid, en Justitie, doe ik u hierbij toekomen de kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance, ook wel bekend als de Commissie Peters II.

De Minister van Financiën,
G. Zalm

Kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance

1 Aanleiding

In vrijwel de gehele geïndustrialiseerde wereld wordt al geruime tijd gediscussieerd over corporate governance. Hierbij is de centrale vraag hoe invulling wordt gegeven aan het bestuur van de onderneming, alsmede hoe verantwoording wordt afgelegd over dit bestuur. In Nederland is deze discussie onlangs in een stroomversnelling gekomen. Een belangrijke reden hiervoor was het verschijnen van het eindrapport van de Commissie Corporate Governance (Commissie Peters) op 25 juni 1997, met daarin 40 aanbevelingen om te komen tot een verbeterde corporate governance in Nederland. Na het verschijnen van dit rapport is door de AEX en de VEVO een commissie van drie ingesteld, die als taak had om te onderzoeken in hoeverre de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen in het verslagjaar 1997 gevolg hebben gegeven aan de 40 aanbevelingen. Deze zogenaamde Monitoring Commissie is voortvarend aan de slag gegaan, en op 3 december 1998 kwam zij met een rapport.

De Monitoring Commissie heeft op 23 januari 1998 een brief gezonden aan alle op dat moment beursgenoteerde ondernemingen in Nederland. Hierbij werden de ondernemingen verzocht om in het jaarverslag over 1997 in te gaan op de relevante aspecten van corporate governance en de 40 aanbevelingen van de Commissie Peters. Uiteindelijk hebben 159 van de 208 aangeschreven ondernemingen hun medewerking verleend. Het Economisch Instituut Tilburg van de Katholieke Universiteit Brabant heeft vervolgens de verslaggeving van de betrokken ondernemingen bestudeerd en de aandeelhoudersvergaderingen bezocht. Op deze wijze heeft zij een goede indruk gekregen van de wijze waarop de betrokken ondernemingen omgaan met corporate governance. De bevindingen zijn neergelegd in een lijvig rapport.

In deze brief geeft het kabinet een reactie op dat rapport. Daartoe zal het in paragraaf 2 eerst het Nederlandse systeem van corporate governance in een wat breder perspectief plaatsen. Vervolgens zal het in paragraaf 3 de beleidsmatige implicaties van de rapporten van de Commissie Peters en de Monitoring Commissie bespreken. Bovendien zal, zoals aangegeven in de kabinetsreactie op het rapport van de Commissie Corporate Governance, worden ingegaan op de vraag of wijziging van wet- en regelgeving noodzakelijk is. In paragraaf 4, ten slotte, worden de belangrijkste conclusies voor het toekomstige corporate governance beleid in Nederland kort samengevat.

2 Corporate Governance in breder perspectief

In tegenstelling tot ondernemingen die geleid worden door een directeur-grotaandeelhouder, is er in de grote, beursgenoteerde onderneming sprake van scheiding tussen de persoon van de manager en de verschafter van het aandelenkapitaal. Deze scheiding heeft twee belangrijke voordelen. Ten eerste kunnen er professionele managers worden aangetrokken, die niet noodzakelijkerwijs over veel vermogen hoeven te beschikken. Dit laatste bevordert ook de flexibiliteit in de opvolging. Ten tweede kunnen aandeelhouders hun vermogen spreiden over meerdere ondernemingen, hetgeen wenselijk is uit het oogpunt van risicospreiding. Naast deze twee voordelen bestaat er ook een nadeel. Aangezien de managers in principe ondernemen met andermans geld, is het denkbaar dat zij niet altijd handelen in het belang van de onderneming. Hierbij kan gedacht worden aan toeëigening van ondernemingsmiddelen of aan overvloedige emolumenten. Meer subtiel eigenbelang komt aan het licht

als managers uit statusoverweging te veel overnames plegen, of uit bovenmatige risico-aversie te weinig nieuwe initiatieven ontwikkelen.

Meer in zijn algemeenheid zal het management bij het besturen van de onderneming rekening moeten houden met diverse belanghebbenden. Hiertoe behoren naast de aandeelhouders en de werknemers ook de leveranciers, de afnemers, de banken en de overheid. Corporate governance betreft de wijze waarop invulling wordt gegeven aan dat bestuur. Gelet op het bovenstaande hoort hier ook bij hoe en aan wie het management verantwoording aflegt over het gevoerde beleid, het zogenaamde controlemechanisme. Het geheel van «checks and balances» rondom de leiding van de onderneming wordt onder andere bepaald door de formele organisatiestructuur van de onderneming en de juridische en sociaal-economische omstandigheden van het land waarin de onderneming is gevestigd. Het grote aantal belangen en belanghebbenden in de onderneming heeft ertoe geleid dat in vrijwel ieder land een eigen systeem van corporate governance is ontstaan. Ter vergelijking van al deze systemen wordt vaak een tweedeling gemaakt in het Angelsaksische systeem en het Continentale systeem. Deze worden besproken in paragraaf 2.1 respectievelijk 2.2. Vervolgens komt in paragraaf 2.3 een aantal specifieke elementen van het Nederlandse systeem aan de orde, waaronder het structuurregime. In paragraaf 2.4 worden de gevolgen weergegeven van het sterk toegenomen institutionele aandelenbezit. In paragraaf 2.5 zal een tussenconclusie worden gegeven, waarbij de gewenste ontwikkeling van het corporate governance beleid in Nederland wordt geschetst.

2.1 Angelsaksische systeem

In het Angelsaksische systeem wordt de onderneming gezien als een verlengstuk van de aandeelhouders, bij wie dus ook de uiteindelijke macht ligt. Het centrale orgaan, de Board of Directors, wordt gekozen door de aandeelhouders, aan wie de Board ook verantwoording dient af te leggen. Naast de verantwoordelijkheid voor de dagelijkse leiding van de onderneming, is de Board ook belast met het toezicht hierop (one-tier systeem). Hiertoe bestaat een gedeelte van de Board uit zogenaamde non-executive (outside) directors. De uiteindelijke controle wordt echter gevoerd door de aandeelhouders, die bij gebrek aan vertrouwen de Board naar huis kunnen sturen. Dit laatste krijgt soms zijn beslag middels (de dreiging van) een vijandige overname (market for corporate control). Het systeem wordt daarom ook wel als marktgeoriënteerd omschreven.

Een belangrijk voordeel van dit systeem is dat controle geschiedt door een groep die een groot financieel belang heeft in de onderneming (de aandeelhouders), en daarom ook geacht mag worden haar controletaak serieus te nemen. Er zijn echter ook twee duidelijke bezwaren naar voren gekomen. Allereerst is er het zogenaamde free-rider probleem. Toezicht houden kost tijd en geld, welke door één of meerdere aandeelhouders geïnvesteerd zullen moeten worden. De eventuele opbrengsten van het toezicht (verbeterde bedrijfsprestatie / hogere koers) komen echter ten goede aan alle aandeelhouders. Bij een gespreid aandelenbezit zal iedereen het toezicht dan ook graag aan de ander overlaten, met als gevolg dat er niets gebeurt. Een tweede probleem is dat aandeelhouders op relatief grote afstand van het management staan. Dit leidt ertoe dat zij over weinig informatie beschikken om eventueel in te kunnen grijpen. Alleen bij duidelijk slecht functioneren zal ingegrepen worden (vijandige overnames), hetgeen natuurlijk een inefficiënt mechanisme is omdat het kwaad dan al is geschied.¹

¹ Morck et al (1989), «Alternative Mechanisms for Corporate Control», American Economic Review en Byrd en Hickman (1992), «The case for independent outside directors», Journal of Applied Corporate Finance, spreken in dit verband van «a failing market for corporate control.»

2.2 Continentale systeem

In het Continentale systeem wordt de aandeelhouder meer gezien als één van de belanghebbenden in de onderneming, naast bijvoorbeeld de afnemers, leveranciers, maar vooral ook de werknemers. In tegenstelling tot het marktgeoriënteerde Angelsaksische systeem, waar bestuursbesluiten vaak achteraf door de markt (de aandeelhouders) worden getoetst, wordt in het Continentale systeem vaker gestreefd naar consensus tussen de belanghebbenden voordat de bestuursbesluiten worden genomen. In dit kader wordt het Continentale systeem ook wel omschreven als netwerkgeoriënteerd.¹ Binnen het Continentale systeem bestaan overigens weer grote verschillen inzake de relatieve importantie van de diverse belanghebbenden in de zojuist genoemde netwerken. Zo spelen binnen het Rijnlandse systeem de banken en werknemers een relatief belangrijke rol, terwijl het Latijnse systeem gekarakteriseerd kan worden door het grote belang van ondernemingsnetwerken en concentraties van controlerende pakketten in handen van families.²

In tegenstelling tot het Angelsaksische one-tier systeem, is er in het Continentale systeem soms sprake van een zogenaamd two-tier systeem, waarbij de Raad van Bestuur (RvB) en de Raad van Commissarissen (RvC) twee onafhankelijke organen zijn binnen de onderneming. De kern van het toezicht verschuift daarmee van de aandeelhouders naar de RvC, die oog dient te hebben voor de belangen van alle belanghebbenden. Een belangrijk voordeel van dit systeem is dat het management beter in staat is om vertrouwelijke (concurrentiegevoelige) informatie te communiceren naar de RvC dan naar de aandeelhouders. Niet alleen is dit minder bezwaarlijk uit het oogpunt van voorwetenschap, maar bovendien staat de RvC ook dichterbij het management dan de aandeelhouders. Daarnaast hoeft de RvC met name in het Rijnlandse systeem niet eenzijdig rekening te houden met het aandeelhoudersbelang, zodat alle belangen kunnen worden meegewogen, zowel van alle belanghebbenden, alsook die op korte en lange termijn. Door deze betere informatievoorziening kan in principe worden ingegrepen voordat de onderneming (langdurig) slecht presteert. Dit laatste wordt mede bevorderd door het feit dat het hierboven besproken free-rider probleem niet van toepassing is. Nadeel van het systeem is dat de RvC niet altijd dezelfde sterke (financiële) prikkels als de aandeelhouders heeft om goed toezicht te houden.

2.3 Nederlandse systeem

Structuurregime

In Nederland ligt een relatief zware nadruk op onafhankelijk toezicht door de RvC, hetgeen vooral tot uitdrukking komt in het zogenoemde structuurregime. Het structuurregime verplicht grote vennootschappen die aan bepaalde criteria voldoen tot de instelling van een RvC, welke alle strategische besluiten dient goed te keuren. In het volledige structuurregime is de RvC (niet de Algemene vergadering van Aandeelhouders (AvA)) tevens bevoegd tot benoeming en ontslag van de leden van de RvB en tot vaststelling van de jaarrekening. De commissarissen zijn gehouden te handelen in het vennootschappelijk belang en de met haar verbonden onderneming en vertegenwoordigen geen specifieke deelbelangen. De RvC wordt benoemd via een systeem van gecontroleerde coöptatie, d.w.z. dat de Raad haar eigen leden benoemt. Zowel de AvA als de Ondernemingsraad (OR) kunnen in gelijke mate controle op deze coöptatie uitoefenen. Ten eerste hebben de AvA en de OR het recht van aanbeveling bij de benoeming van een nieuwe commissaris. Daarnaast komt aan zowel de AvA als de OR het recht toe om op in de wet aangegeven gronden (procedurele gronden, persoon is ongeschikt om commissaris te

¹ Dat aandeelhouders in het Continentale systeem een minder prominente rol spelen in de controle op het management doet niets af aan het feit dat de toets van de markt, via bijvoorbeeld het stemmen met de voeten, toch aanwezig is.

² Rijnlandse ondernemingen hebben hun hoofdzetel in Duitsland, Nederland, Zwitserland of Oostenrijk. Voor Latijnse ondernemingen is dit Frankrijk, België, Italië, Spanje of Portugal.

zijn, door de benoeming ontstaat een onevenwichtige samenstelling van de RvC) bezwaar te maken tegen een voorgenomen benoeming. De benoeming gaat dan niet door, tenzij de Ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam op verzoek van de RvC het bezwaar ongegrond verklaart. Ten slotte kunnen de AvA en de OR (en ook de vennootschap zelf) ook het ontslag van een commissaris aanhangig maken bij de Ondernemingskamer. De gronden die hiervoor kunnen worden aangevoerd zijn: verwaarlozing van zijn taak, andere gewichtige redenen, of ingrijpende wijzigingen der omstandigheden op grond waarvan handhaving als commissaris redelijkerwijze niet van de vennootschap kan worden verwacht. Van zowel de bezwaarprocedure bij benoeming als de ontslagprocedure is in de praktijk zelden gebruik gemaakt. Dit kan duiden op een goede afstemming vooraf, op weinig interesse van de kant van de OR en de aandeelhouders, of op een weinig kansrijke procedure. Ook kan er sprake zijn van onvoldoende informatieverstrekking door de RvC om te kunnen oordelen over zijn functioneren. Een andere reden kan zijn dat bezwaren tegen commissarissen zich oplossen bij de (niet) herbenoeming. Voorts kan het feit dat de AvA in de praktijk weinig gebruik heeft gemaakt van de bestaande bezwaar- en ontslagmogelijkheden ten dele worden verklaard doordat kapitaalverschaffers vaak geen of een beperkt stemrecht in de AvA hebben, indien sprake is van statutaire beschermingsconstructies (zoals certificering en stemrecht- en volmachtbeperkingen).

Sterk punt van het Nederlandse systeem is een sterke, onafhankelijke RvC. Met onafhankelijk wordt niet alleen onafhankelijkheid van het management bedoeld, maar ook onafhankelijkheid van welke belangengroepering dan ook. Onafhankelijkheid van het management wordt door het two-tier systeem bevorderd. In dit licht is het goed om er op te wijzen dat in de VS en het VK steeds meer geluiden opgaan om het aantal non-executive directors te vergroten, ter versterking van het onafhankelijke toezicht, zodat Nederland ten aanzien van dit aspect voor lijkt te lopen.¹ Onafhankelijkheid van belangengroepen is belangrijk om polarisatie tussen belanghebbenden in de vennootschap te voorkomen. Voorbeelden uit Duitsland, waar aandeelhouders en werknemers in gelijke mate in de RvC zijn vertegenwoordigd, geven aan dat dit tot een patstelling binnen de RvC kan leiden. Bovendien wordt in brede kring het nut gezien van commissarissen die gekozen worden op basis van hun capaciteiten, en niet op basis van hun deelbelangen.² Dit vergroot de mogelijkheid om tegenover het professionele management van de grote onderneming ook een professioneel toezicht te plaatsen. Een zwak punt is dat de onafhankelijke positie van de RvC kan leiden tot een te geringe mate van verantwoording aan de belanghebbenden van de onderneming. Daarnaast heeft de RvC een minder grote financiële prikkel dan de aandeelhouders om goed toezicht te houden. Dit kan leiden tot vereenzelviging van de RvC met de ondernemingsleiding. Verder kan het systeem van coöptatie uitnodigen tot een te hoge mate van gelijkgezindheid binnen raden van commissarissen, zonder dat een inhoudelijke discussie plaats vindt over opvattingen en ideeën. Dit kan leiden tot een gebrek aan betrokkenheid. Passief toezicht door de RvC kan leiden tot inefficiënties. Uit een recent onderzoek blijkt dat een actieve, betrokken en tegelijk onafhankelijke uitvoering van de toezichhoudende taak leidt tot een verbetering van de performance van de betreffende onderneming.³

Een en ander roept de vraag op of er verbetering mogelijk is ten aanzien van de wijze waarop de RvC verantwoording aflegt over zijn functioneren, en ten aanzien van de wijze waarop de RvC gemotiveerd wordt om goed toezicht te houden.

¹ Zie bijvoorbeeld Byrd en Hickman (1992), «The case for independent outside directors», *Journal of Applied Corporate Finance*.

² Zie bijvoorbeeld Rinnooy Kan (1994), «Aanpassing Structuurregime niet aan de orde», Naar een nieuw machtsevenwicht in de Nederlandse vennootschap.

³ Millstein en MacAvoy (juni 1998), «The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation».

Nederland kent een aantal beschermingsconstructies, waaronder certificering van aandelen, prioriteitsaandelen, preferente aandelen, stemrechtbeperking en volmachtbeperking. Alle genoemde beschermingsconstructies beperken de zeggenschap van aandeelhouders, of ondermijnen het «one-share one-vote» principe. Ook het structuurregime beperkt de zeggenschap van aandeelhouders, omdat zeggenschap over de benoeming en ontslag van de bestuurders en over de belangrijkste bestuursbesluiten overgeheveld zijn van de AvA naar de RvC.

Beschermingsconstructies zijn niet uniek voor Nederland. Bekende andere voorbeelden zijn onder andere de «poison pills» in de Verenigde Staten en het grote aantal wederzijdse participaties van ondernemingen in België en Frankrijk. Beschermingsconstructies dienen in eerste instantie om een onderneming te beschermen tegen een vijandige overname (bv. een openbaar bod zonder de instemming van het zittend bestuur). Het bestuur krijgt zo de tijd om zich te beraden op het bod en om eventueel in overleg te treden met de bieder. Door de beschermingsconstructie wordt de onderhandelingspositie van het zittend bestuur versterkt, zodat dit in staat is om de overnameprijs ten behoeve van de huidige aandeelhouders te verhogen. Een nadeel is dat een falend management zich kan verschansen achter de beschermingsconstructies. In het huidige wetsvoorstel beschermingsconstructies in overnamesituaties wordt getracht hier een evenwicht in te vinden, door een dergelijk blijvend verschansen onmogelijk te maken.¹

Een belangrijk nadeel van de meeste beschermingsconstructies in de Nederlandse situatie is dat zij ook in vreedstijd de zeggenschap van aandeelhouders verminderen (of zelfs uitsluiten). Dit wordt veelal gerechtvaardigd met het argument dat het sowieso verstandig is om aandeelhouders niet te veel inspraak te geven. Zij verschijnen immers niet vaak op de AvA (absenteïsme), en zijn niet altijd terzake kundig. Door absenteïsme vindt de besluitvorming in de AVA feitelijk plaats door de houders van maar een klein deel van de aandelen. Dat kan de kwaliteit van de besluitvorming en de continuïteit daarvan bedreigen.² Mede door de internationalisatie van de kapitaalmarkten en de emancipatie van aandeelhouders is er echter een verhoogde aandacht voor de rol van de aandeelhouders in de corporate governance van de onderneming ontstaan. Ook het toegenomen institutionele aandelenbezit rechtvaardigt een meer geprononceerde positie voor de aandeelhouders. Hierop wordt nu nader ingegaan.

2.4 Toename institutioneel aandelenbezit

Het particulier aandelenbezit is in veel landen toegenomen. Een nog duidelijker trend is de grote toename in het institutioneel aandelenbezit. Zo is in Nederland het percentage dat institutionele beleggers van hun totale vermogen hebben belegd in aandelen gestegen van $\pm 5\%$ in 1980 tot $\pm 25\%$ in 1996.³ Uit Tabel 1 blijkt dat in 1995 22% van de Nederlandse aandelen in handen was van institutionele beleggers. Ter vergelijking: in 1986 bedroeg dit percentage 15.⁴ Hiermee neemt Nederland internationaal een derde positie in, achter het VK met 59% (1992) en de VS met 31% (1993). Aangezien zich onder de buitenlandse beleggers ook nog institutionele beleggers bevinden, ligt het genoemde percentage in feite hoger dan 22. Vermeldenswaardig is voorts dat van de genoemde landen in Tabel 1 Nederland het hoogste percentage buitenlandse beleggers kent (37%). Dit impliceert dat bij de inrichting van het corporate governance systeem in Nederland niet voorbij kan worden gegaan aan ontwikkelingen op de internationale kapitaalmarkten.

¹ Wetsvoorstel tot invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de ondernemingskamer over zeggenschap in de naamloze vennootschap, Kamerstukken II 1997–1998, 25 732, nr. 1–3.

² Overigens heeft deze gedachte ook meegespeeld bij de invoering van het structuurregime in 1971.

³ Zie Bolt en Peeters (1997).

⁴ Zie bijlage 2 Rapport Commissie Peters.

Tabel 1. De structuur van het aandelenbezit in 7 geselecteerde landen (in %)¹

	Duits-land	Italië	Verenigd Koninkrijk	Verenigde Staten	Japan	Nederland
	1990	1993	1993	1992	1992	1995
Institutionele beleggers	12	1	59	31	21	22
Banken	10	10	1	0	26	2
Particulieren	17	34	19	48	23	19
Ondernemingen	42	23	4	14	25	19
Overheid	5	27	1		1	
Buitenland	14	5	16	7	4	37
Totaal	100	100	100	100	100	99

¹ Dit is een bewerkte tabel uit Bolt en Peeters (1997). Percentages tellen niet altijd op tot 100 vanwege verschillende definities.

De institutionele beleggers (en in mindere mate de particuliere beleggers) claimen meer zeggenschap in de onderneming. In Nederland gebeurt dit bij monde van respectievelijk de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen en de VEB. De institutionele oproep is door twee belangrijke redenen ingegeven. Allereerst is het voor de institutionele beleggers moeilijker geworden om «met de voeten te stemmen», ofwel om hun aandelen te verkopen indien het ondernemingsbeleid hen niet bevalt. Het verkopen van grote pakketten heeft een neerwaarts effect op de koersen. Bovendien biedt de grote concentratie van aandelen een mogelijkheid om het traditionele free-rider probleem van toezichhoudende activiteiten door aandeelhouders (aandeelhoudersactivisme) te omzeilen. Met andere woorden, een fors aandelenbezit zal een eventuele investering in aandeelhoudersactivisme eerder rendabel maken. Dit kan worden versterkt door de voorstellen aangaande proxy solicitation (zie paragraaf 3.2 hierna), hetgeen in de VS veel verder ontwikkeld is.

In de VS heeft het feit dat verzekeraars en pensioenfondsen in toenemende mate beleggen in aandelen geleid tot een gedeeltelijke verschuiving van een outsider model (stemmen met de voeten) in de richting van een zogenaamd insider model.¹ De insiders (aandeelhouders met een groot belang in de onderneming) stellen zich actiever op, en verkrijgen ook betere toegang tot relevante informatie. Dit laatste gebeurt bijvoorbeeld via bilaterale ontmoetingen («private meetings») tussen de grootaandeelhouders en het bestuur.

Het insider model biedt een aantal potentiële voordelen. In de eerste plaats kan het leiden tot meer stabiele aandeelhouders voor ondernemingen. De aandeelhouders staan voldoende op afstand (zodat het bestuur in beginsel het lange termijn beleid kan uitstippelen), maar zij hebben wel de mogelijkheid van bijsturing. Het insider model draagt bij aan vermindering van de informatie-asymmetrie tussen management en aandeelhouders. Bovendien is er minder sprake van het free-rider probleem. Tot slot dient opgemerkt te worden dat institutionele beleggers een grote (financiële) prikkel kunnen hebben om zich, waar nodig, met het beleid te bemoeien; stemmen met de voeten wordt duurder, maar zij worden nog steeds wel afgerekend op hun beleggingsresultaten. Ervaringen in de VS wijzen uit dat beleggingsresultaten door een actieve opstelling als aandeelhouder kunnen verbeteren.

Toepassing van het insider model brengt echter ook een aantal gevaren met zich mee. In de eerste plaats kan verstrekking van koersgevoelige informatie aan uitsluitend institutionele beleggers uit het oogpunt van voorwetenschap grote integriteitsrisico's opleveren. In het verlengde

¹ Het VK maakt inmiddels een zelfde ontwikkeling door, mede a.g.v. de Cadbury/Greenbury/Hampel reports.

hiervan kan een insider model tot gevolg hebben dat onvoldoende rekening wordt gehouden met de belangen van de minderheidsaandeelhouders c.q. particuliere beleggers.¹ Beide elementen tasten de transparantie en het «level playing field» van de aandelenmarkt aan, en kunnen daarmee de liquiditeit van deze markt ernstig in gevaar brengen. Tot slot moet er voor gewaakt worden dat (institutionele) beleggers op de plaats gaan zitten van het bestuur. De scheiding tussen management en kapitaalverschaffing is immers één van de wezenskenmerken van de grote onderneming. Als gevolg hiervan hebben zowel managers als beleggers zich gespecialiseerd in hun eigen taken, die verschillende kennis en vaardigheden vereisen.²

2.5 Tussenconclusie

Zowel het Angelsaksische als het Continentale model hebben sterke en zwakke elementen. Deze kunnen niet los gezien worden van de culturele, politieke en economische infrastructuur waarin ze zijn ingebed. Door de sterke internationalisatie zien we echter een geleidelijke convergentie tussen beide modellen. Daarbij worden van elk model de sterke elementen bewaard, en worden de zwakke elementen bijgeschaafd. Voor het Continentale model is de emancipatie van de aandeelhouder en het toegenomen institutionele aandelenbezit besproken. Mede hierdoor is grotere aandacht ontstaan voor de positie van de aandeelhouders in de corporate governance van de onderneming en voor de wijze waarop de RvC verantwoording aflegt over haar functioneren. In het Angelsaksische model daarentegen is veel aandacht voor versterking van het toezicht via onafhankelijke commissarissen (non-executive directors). Deze worden geacht een positieve bijdrage aan het toezicht te kunnen leveren omdat zij door hun informatievoorsprong geacht worden eerder te kunnen ingrijpen bij falend management dan aandeelhouders. De uitdaging voor het Nederlandse systeem bestaat eruit om de verantwoording door de RvC te verbeteren, zonder daarbij afbreuk te doen aan het systeem van onafhankelijk toezicht. Een te ver doorgevoerde ontwikkeling in de richting van een insider model is niet wenselijk. Beleggers dienen als regel niet op de plaats van de ondernemers te gaan zitten. Bovendien zou dit grote risico's voor de integriteit van de markt met zich meebrengen. Het zou beter zijn wanneer aandeelhouders (en eventueel overige belanghebbenden) een actievere rol gaan vervullen in situaties waar het ertoe doet; dat wil zeggen als de RvC niet adequaat functioneert.

Tot slot dient opgemerkt te worden dat een goede verantwoording altijd vergezeld zal moeten gaan van een transparante verslaggeving. Alleen indien er voldoende en relevante informatie beschikbaar is, kunnen aandeelhouders en andere belanghebbenden zich een goed beeld vormen over het gevoerde beleid en het toezicht daarop. En alleen dan kan op een zinvolle manier worden afgewogen of dit beleid aanpassing behoeft. Transparantie en verantwoording zijn dan ook twee kernbegrippen.

3 Beleidsmatige implicaties

Voor de bespreking van de belangrijkste aanbevelingen van de Commissie Peters zal worden aangesloten bij de zojuist genoemde kernbegrippen transparantie en verantwoording. De meeste aanbevelingen inzake transparantie betreffen de werkwijze en het functioneren van de RvB en de RvC.

De Monitoring Commissie merkt op dat «de werkelijkheid in dit domein in hoge mate overeenkomt met de ambities die de Commissie Corporate Governance heeft neergelegd». Verantwoording komt aan de orde in de aanbevelingen aangaande het functioneren van de AvA en de rol van de

¹ Zie in dit verband La Porta et al. (1998), «Corporate Ownership around the World», NBER Working paper 6625, waarin wordt gesteld dat op dit moment de belangrijkste uitdaging van het agency probleem is om de belangen van minderheidsaandeelhouders te beschermen vis-à-vis controlerende grootaandeelhouders.

² Zie Donaldson (1994), «The Corporate Restructuring of the 1980s – And its Import for the 1990s», Journal of Applied Corporate Finance.

kapitaalverschaffers. Hier is «de afstand tussen ambitie en werkelijkheid aanzienlijk groter», aldus de Monitoring Commissie.

Voor zowel transparantie als verantwoording zal nu nader worden ingegaan op de beleidsmatige implicaties van een aantal aanbevelingen van de Commissie Peters en het rapport van de Monitoring Commissie dienaangaande. Daarbij zal worden aangegeven waar het kabinet eventuele wijzigingen in wet- en regelgeving voor ogen staan.

3.1 Transparantie

Transparantie is een eerste voorwaarde voor een goede verantwoording. De bestuurders van de onderneming zullen informatie moeten verschaffen over de resultaten van de onderneming, maar ook over de wijze waarop deze resultaten tot stand zijn gekomen. De jaarrekening heeft een belangrijke rol bij een goede informatieverstopping. Via de jaarrekening kunnen aandeelhouders en andere geïnteresseerden zich onder andere informeren over de resultaten van het afgelopen jaar. De wijze waarop de jaarrekening wordt gepresenteerd is van groot belang voor de informatieve waarde ervan. Ook via bijvoorbeeld de publicatie van kwartaalcijfers en tijdige winstwaarschuwingen kan de informatieve waarde worden verbeterd. Alleen bij voldoende informatie zullen kapitaalverschaffers bereid zijn om hun geld beschikbaar te stellen. Hierbij dient rekening te worden gehouden met het internationale karakter van de kapitaalmarkten. Eenduidige accounting standaarden versoepelen het proces van een beursnotering van Nederlandse bedrijven in het buitenland, en dragen bovendien bij aan de aantrekkelijkheid van Nederlandse bedrijven voor buitenlandse investeerders. Dit komt de liquiditeit van onze kapitaalmarkt weer ten goede. Beide redenen zijn voor een open economie als de Nederlandse van cruciaal belang. Het is daarom van belang dat Nederland aansluiting houdt bij internationaal geaccepteerde standaarden. Voor internationaal opererende ondernemingen moet het onder bepaalde condities mogelijk zijn om, voor zover de 4e en 7e EU-richtlijnen dit toestaan, te volstaan met de toepassing van internationaal geaccepteerde standaarden, zoals de «International Accounting Standards» (IAS) en de Amerikaanse «Generally Accepted Accounting Principles» (US-GAAP). Indien nodig zal daarvoor de wet worden aangepast.

In het kader van een verhoogde transparantie in de jaarrekening dient extra aandacht te worden geschonken aan het effectenbezit van de bestuurders van de onderneming. Onder effectenbezit dienen in dit kader zowel het aandelen certificatenbezit als het totaal aan optierechten te worden verstaan. Voor aandeelhouders is het om twee redenen van belang om inzicht te verkrijgen in dit effectenbezit. Ten eerste wordt door het effectenbezit het inkomen van de bestuurders op een bepaalde wijze gerelateerd aan de prestaties van de onderneming, hetgeen van invloed kan zijn op de afwegingen die de bestuurders maken bij belangrijke bestuursbesluiten (motivatieaspect). Ten tweede zal bij uitoefening van de optierechten de toekomstige winst over meer aandelen moeten worden verdeeld (verwateringsaspect). Voor zowel de RvB als de RvC doet de Commissie Peters de aanbeveling dat het gezamenlijke effectenbezit wordt vermeld (aanbevelingen 11 en 23). Deze aanbeveling wordt redelijk tot goed in de praktijk gebracht, maar informatie over het individuele effectenbezit van de bestuurders wordt slechts zelden gegeven. Hierdoor bestaat er weinig inzicht in het motivatie- en verwateringsaspect van het effectenbezit.

Ook voor wat betreft de honorering van de RvB geldt dat vaak slechts één bedrag wordt genoemd dat aan de gezamenlijke bestuurders is betaald.

Bovendien bevat dit bedrag in het algemeen ook de pensioenrechten van voormalige bestuurders. Aanbeveling 22 van de Commissie Peters om de totaalsom van de bezoldiging van de RvB te splitsen in die aan zittende en die aan voormalige bestuurders wordt slecht nageleefd (dat wil zeggen, minder dan 80 van de 159 ondernemingen voldoen aan die aanbeveling). Dit wordt vaak gerechtvaardigd met een verwijzing naar de privacy van de individuele bestuurders. Nu is het zo dat de bestuurders zelf over het algemeen een grote invloed hebben op de hoogte en de samenstelling van deze beloningen. Dit maakt een heldere verantwoording hierover des te noodzakelijker (verantwoordingsaspect).

Samenvattend kan gesteld worden dat uit de jaarrekening meestal niet valt op te maken welk bedrag, en vooral ook op welke wijze, aan de individuele bestuurders wordt betaald. Gezien het motivatie-, verwaterings- en verantwoordingsaspect van de bezoldiging en het effectenbezit van individuele bestuurders is het voor aandeelhouders en overige belanghebbenden wel van belang om hier inzicht in te hebben. Nederlandse ondernemingen met een beursnotering in de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk verschaffen dit inzicht al, omdat meer transparantie op dit punt in deze landen al langere tijd gemeengoed is. Het kabinet zal daarom een wetswijziging voorbereiden die ondernemingen verplicht om in de jaarrekening meer inzicht te verschaffen in de bezoldiging en het effectenbezit van de individuele bestuurders en commissarissen van de onderneming. De wetswijziging betreft in ieder geval alle beursgenoteerde ondernemingen, maar gezien zal worden of het maatschappelijk gewenst is om dit uit te breiden tot alle (open) NV's. De openbaarheid ten aanzien van de effecten die commissarissen en bestuurders bezitten in hun eigen onderneming bevordert overigens ook de integriteit van de handel in effecten. Deze gedachte lag destijds overigens ook ten grondslag aan het amendement Voûte-Droste op de meldingsregeling inzake gebruik voorwetenschap.¹

Naast de jaarrekening heeft ook het jaarverslag een belangrijke informatieve functie. Hierbij kan gedacht worden aan allerlei soorten informatie, zoals kengetallen, meerjarenoverzichten, een beschrijving van de strategie en een meer kwalitatieve inschatting van de toekomstverwachtingen. Voor zover de concurrentiegevoeligheid van de informatie dit toelaat, is ook een beschrijving van de risicofactoren in dit verband cruciaal. Hierbij kan naast de gebruikelijke ondernemingsrisico's gedacht worden aan risico's die verband houden met transacties in valuta en derivaten, of met «off-balance sheet» activiteiten.

Daarnaast heeft de Commissie Peters aanbevolen dat ook de hoofdlijnen van corporate governance binnen de vennootschap in het jaarverslag worden vermeld (aanbeveling 34). In principe betrof deze aanbeveling een éénmalige exercitie, waaraan door de beursgenoteerde ondernemingen en de Monitoring Commissie invulling is gegeven. In de ogen van het kabinet verdient deze aanbeveling echter een meer permanent karakter. Transparantie over de aanwezige zeggenschapsverhoudingen in de onderneming (inclusief vermelding van grootaandeelhouders en de beschermingsconstructies) is gewenst, opdat de beleggers en andere belanghebbenden zich een goed beeld kunnen vormen over hoe de onderneming wordt bestuurd. Dit is ook in lijn met aanbeveling 14 van de Commissie Peters, die stelt dat «de taakverdeling en werkwijze van de RvC, alsmede die van zijn voorzitter, worden neergelegd in een reglement». Het is van belang dat de RvC duidelijk communiceert hoe zij omgaat met de diverse belanghebbenden in de onderneming. Een adequaat verslag van de RvC in het jaarverslag dat een goed inzicht geeft in de taakverdeling, werkwijze, het gevoerde beleid en de onderbouwing ervan, kan daarbij een essentieel hulpmiddel zijn. Dit vergroot immers de

¹ Regeling melding en reglementering transacties Wet toezicht effectenverkeer 1995. Uitvoeringsregeling bij de Wet van 26 maart 1998 tot wijziging van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 teneinde de effectiviteit van deze wet op het gebied van het bestrijden van gebruik van voorwetenschap te verbeteren, Stb. 1998, 320.

mogelijkheid om betrokkenen op hun verantwoordelijkheden aan te spreken. Door de OESO is een «Task Force on Corporate Governance» ingesteld, die een aantal hoofdbeginselen op het terrein van corporate governance heeft geformuleerd. Door de Nederlandse delegatie is in dit kader voorgesteld dat openbaarmaking van de governance-structuren in het jaarverslag wordt opgenomen als één van de hoofdbeginselen. Dit voorstel is opgenomen in de «OECD Principles of Corporate Governance».¹ Hoewel de «principles» geen dwingend karakter hebben, bepleit het kabinet dat deze aanbeveling in ieder geval voor beursgenoteerde ondernemingen een meer permanent karakter krijgt. Hiertoe zal een wetswijziging worden voorbereid, waarbij wordt gedacht aan regels van de Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE) (op basis van de Wte 1995).

Overigens merkt de Monitoring Commissie terecht op dat een goede transparantie niet alleen een zaak is van het ondernemingsbestuur. Voor een goed systeem van corporate governance met voldoende «checks and balances» is het noodzakelijk dat alle betrokken partijen op een transparante wijze opereren. Ook interne beheersorganen (administratiekantoren voor certificering en stichtingen voor preferente en prioriteitsaandelen) zullen transparantie moeten betrachten. Zo zal tegenover de certificaat- en/of aandeelhouders systematisch meer verantwoording moeten worden afgelegd omtrent de wijze waarop de interne beheersorganen hun stemrecht hebben gebruikt, en de mate waarin deze onafhankelijk zijn van het ondernemingsbestuur. Hier signaleert de Monitoring Commissie naar de mening van het Kabinet terecht een «ernstig gebrek aan transparantie». Het vraagstuk van de transparantie dient zich opnieuw aan voor de externe instituties zoals de institutionele beleggers en de Vereniging van Effectenbezitters. Het is een goede ontwikkeling dat deze instituties zich steeds duidelijker manifesteren op de AvA. Dit gebeurt ten behoeve van de in eerste instantie belanghebbenden, zoals de polishouders respectievelijk de kleine particuliere beleggers. Hierbij valt nog op te merken dat institutionele beleggers als aandeelhouders van een onderneming met belangentegenstellingen te maken krijgen in hun dubbelrol als aandeelhouder en leverancier van financiële producten. Een heldere verantwoording voor dit optreden is daarom van belang. Een goed initiatief in dit verband is dat ca 15 (ondernemings)pensioenfondsen hun krachten op corporate governance gebied hebben gebundeld in de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen. Vooralsnog spelen de verzekeraars bij de corporate governance discussie nog geen rol van betekenis.

3.2 Verantwoording

Een goede transparantie is een eerste voorwaarde om op adequate wijze verantwoording af te leggen over het gevoerde beleid. Voor een goede verantwoording is het evenwel ook van belang dat diegenen aan wie de verantwoording wordt afgelegd ook hun oordeel kunnen geven over het gevoerde beleid en de verantwoording hierover. Bij tekortschietend beleid zullen adequate correctiemechanismes beschikbaar moeten zijn.

Proxy solicitation

Volgens de Commissie Peters moet er een systeem van proxy solicitation komen, d.w.z., een systeem dat het mogelijk maakt actief volmachten te werven (aanbeveling 32). Zo'n systeem kan een bijdrage leveren aan de betrokkenheid van (kleinere) kapitaalverschaffers bij de besluitvorming in de AvA. Van dit systeem zouden de vennootschap en (groepen van) aandeel- en certificaathouders, tegen betaling van redelijke kosten, gebruik moeten kunnen maken. De bedrijfstak (AEX/VEUO/Platform Beleggers/NVB) is betrokken geweest bij de oprichting van de Stichting

¹ Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD Principles of Corporate Governance van 16 april 1999 (SG/CG (99)5).

Communicatiekanaal Aandeelhouders. Via dit communicatiekanaal kunnen ondernemingen en aandeelhouders op anonieme wijze met elkaar communiceren. Het kanaal is dit jaar van start gegaan. Het betreft een proefperiode van drie jaar, waaraan elf beursgenoteerde ondernemingen meewerken. In eerste instantie gaat het om de verspreiding van jaarverslagen, maar op termijn zal het kanaal ook gebruikt kunnen gaan worden voor proxy solicitation. Een effectief systeem van proxy solicitation zal echter alleen kunnen worden ingevoerd indien een technische belemmering in het Burgerlijk Wetboek wordt weggenomen. Het betreft het feit dat aandelen dienen te worden geblokkeerd vanaf het moment dat de belegger zijn volmacht heeft afgegeven tot het moment van de AvA, teneinde te garanderen dat ze nog aandeelhouder zijn op het moment van de AvA. Dit betekent een ongewenste beperking van de handelsvrijheid van beleggers en een daarmee samenhangende (tijdelijke) beperking van de liquiditeit van de betreffende aandelen. De oplossing voor dit probleem is de invoering van een «record date», zoals ook bestaat in de VS. Stemgerechtigd zijn zij die op een bepaalde datum voorafgaande aan de AVA (de «record date») geregistreerd staan als aandeelhouder. Gebruikelijk is dat de record date samen valt met de oproeping voor de AVA. Een afgegeven volmacht door een aandeelhouder die op de record date aandeelhouder is blijft dan dus op de AvA geldig, ook indien het aandeel in de tussentijd van eigenaar is gewisseld. Het kabinet dient hiertoe op korte termijn een wetsvoorstel tot wijziging van het BW in, dat voorziet in een registratiedatum van maximaal 7 dagen voorafgaand aan de AvA. Het is de bedoeling van het kabinet dat dit wetsvoorstel per 1 januari 2000 in werking treedt, zodat de Stichting Communicatiekanaal Aandeelhouders in dat jaar een start kan maken met proxy solicitation. Een proxy solicitation systeem zal uiteindelijk alleen ten volle tot zijn recht komen indien de registratiedatum samen kan vallen met de oproeping voor de AvA. Daarom wordt parallel gewerkt aan een wetsvoorstel dat (overeenkomstig de VS) op termijn een registratiedatum van maximaal 60 dagen voorafgaand aan de AvA mogelijk maakt.

Het is niet vanzelfsprekend dat proxy solicitation de invloed van de kapitaalverschaffer ten goede zal komen. Het zou zelfs als ultieme beschermingsconstructie kunnen gaan fungeren als het bestuur de vrijheid heeft om voorafgaand aan de AvA actief volmachten te werven en daarbij eenzijdige informatie kan verstrekken. Op deze wijze zou het bestuur kunnen proberen zich bij voorbaat te verzekeren van een voor haar gunstige uitslag van de stemming in de AvA. In de VS is regulering van proxy solicitation door de Securities and Exchanges Commission (SEC) mede ontstaan als reactie op het feit dat het zittende management van vennootschappen mede door middel van proxy solicitation de absolute macht naar zich toe trok. De Amerikaanse wetgeving is voornamelijk gericht op het geven van waarborgen omtrent de wijze waarop aandeelhouders worden ingelicht door de partij die hun proxy probeert te verwerven. Hierdoor kunnen de aandeelhouders weloverwogen keuzes maken.

Indien proxy solicitation in Nederland van de grond komt, zal de Stichting Communicatiekanaal Aandeelhouders ook een aantal regels moeten stellen. Het ligt voor de hand dat deze regels op termijn door de STE worden vastgelegd. Zo zou dan kunnen worden voorzien in onafhankelijk toezicht, ter bescherming van de belegger. Ook zou op die manier kunnen worden verzekerd dat voor alle beursgenoteerde ondernemingen een goed proxy solicitation systeem bestaat. De hoofdvoorwaarde is dat kapitaalverschaffers op een evenwichtige wijze worden geïnformeerd, zodat zij op basis van de juiste feiten beslissingen kunnen nemen.

De AvA is een belangrijk forum waar de RvB en de RvC verslag doen van en verantwoording afleggen over de wijze waarop zij hun taken hebben vervuld (aanbeveling 27). Deze stelling wordt in brede kring onderschreven, maar de invulling ervan is voor verbetering vatbaar. Allereerst wijst de Monitoring Commissie er terecht op dat de communicatie tussen de bestuurders en de kapitaalverschaffers niet beperkt hoeft te blijven tot de fysieke AvA. Met de huidige communicatiemiddelen is het zeer wel mogelijk om een meer permanente gedachtenwisseling tot stand te brengen. Op de AvA kunnen de uiteindelijke besluiten genomen worden. Van belang daarbij is dat de opkomst op de AvA voldoende moet zijn. Het aandeelhoudersabsenteïsme is op dit moment nog te hoog om te kunnen spreken van een representatieve aanwezigheid van aandeelhouders. In dit kader merkt de Monitoring Commissie op dat de eerder genoemde externe instituties (institutionele beleggers en VEB) er vooralsnog niet in zijn geslaagd om de individuele aandeelhouders in hun vaart mee te slepen. Voldoende aanwezigheid van aandeelhouders is van belang om continuïteit in de besluitvorming te garanderen. De hierboven beschreven voorstellen aangaande proxy solicitation kunnen bijdragen aan het oplossen van het probleem van absenteïsme. Ook meer zeggenschap kan voor (institutionele) beleggers een stimulans vormen om zich actiever op te gaan stellen.

Naast een betere vertegenwoordiging op de AvA zijn er twee punten die kunnen bijdragen aan een goede werking van de AvA als forum voor informatie en verantwoording. In de eerste plaats is het van belang dat aandeelhouders (en certificaathouders) de mogelijkheid krijgen om onderwerpen te plaatsen op de agenda van de AvA (aanbeveling 30). Dit bevordert een open en evenwichtige communicatie tussen de bestuurders en de kapitaalverschaffers van de onderneming, hetgeen noodzakelijk is voor een goede verantwoording. De aanbeveling van de Commissie Peters bepleit dit recht voor aandeelhouders die alleen of gezamenlijk 1% van het geplaatste kapitaal of f 500 000 vertegenwoordigen. Het rapport van de Monitoring Commissie laat zien dat slechts 16 ondernemingen deze aanbeveling hebben opgevolgd. Vooral de grens van f 500 000 wordt door de meeste ondernemingen als te laag beschouwd. Wordt alleen naar de 1% grens gekeken, dan voldoen 60 ondernemingen aan de aanbeveling. Voorts stellen vrijwel alle ondernemingen dat aandeelhouders een redelijk belang dienen te hebben bij de te agenderen onderwerpen, en dat geen zwaarwichtige belangen zich tegen agendering verzetten. Het kabinet ondersteunt de aanbeveling dat redelijke verzoeken van kapitaalverschaffers van zekere omvang om onderwerpen te plaatsen op de agenda van de AvA dienen te worden gehonoreerd. Hiertoe zal een wetswijziging worden voorbereid. Nader onderzoek is daarbij nodig om te bepalen wat een juiste drempel is en in welke gevallen verzoeken niet gehonoreerd hoeven te worden.

In de tweede plaats is het van belang dat de goedkeuring van het door de RvB gevoerde beleid en het door de RvC uitgeoefende toezicht tevens inhoudende décharge van bestuurders en commissarissen als apart agendapunt in de AvA aan de orde komt (aanbeveling 19). Het doel is om de activiteiten van de RvB en de RvC separaat en ook meer kwalitatief aan de orde te brengen. Het rapport van de Monitoring Commissie laat zien dat de ondernemingen met deze aanbeveling in zijn algemeenheid weinig moeite hebben. Een grote groep van 136 ondernemingen brengt reeds een splitsing aan, of heeft het voornemen dit op korte termijn te doen. De 23 overige ondernemingen behandelen dit echter als één agendapunt en zijn, in ieder geval op korte termijn, niet voornemens dit te wijzigen. Het

kabinet heeft voor ogen dat de splitsing door iedere vennootschap wordt doorgevoerd en zal hiertoe een wetswijziging voorbereiden.

Structuurregime

Het structuurregime is in 1971 verplicht gesteld voor ondernemingen van een bepaalde omvang, gemeten naar aantal werknemers en geplaatst kapitaal. Een belangrijke ratio achter de kapitaalgrens is dat een groot aandelenkapitaal normaliter leidt tot een gespreid aandelenbezit. De aandeelhouders op afstand hebben minder prikkels, en zijn minder goed in staat, om zich actief met het ondernemingsbeleid te bemoeien. Dit wordt in het structuurregime ondervangen door de overdracht van een aantal belangrijke bevoegdheden van de AvA naar de RvC. Voor Nederlandse structuurvennootschappen die deel uitmaken van een internationaal concern kan een verzwakt regime gelden, waarbij met het oog op de eenheid van het concern de bevoegdheid van de benoeming van bestuurders weer bij de AvA komt te liggen. Volledige vrijstelling kan gelden voor vennootschappen die afhankelijke maatschappijen zijn van een vennootschap die is onderworpen aan het volledige of verzwakte regime, en voor in Nederland gevestigde holdings van zogenaamde internationale vennootschappen.

De toenemende internationalisatie heeft geleid tot veranderde vennootschappelijke structuren. Zo is er een veelheid aan (internationale) samenwerkingsverbanden ontstaan, en is in vele markten de kritische omvang van ondernemingen om te overleven sterk gestegen. Steeds meer vennootschappen kwalificeren zich als internationale vennootschap, waardoor de topholding niet langer verplicht is het structuurregime toe te passen. Tevens voldoen familievennootschappen steeds vaker aan de criteria voor verplichte toepassing van het structuurregime, terwijl het structuurregime niet voor hen bedoeld is (door de geconcentreerde aandeelhoudersstructuur). Een en ander maakt een evaluatie nodig van de huidige criteria voor de verplichte toepassing van het (verzwakte) structuurregime.

De onafhankelijke positie van de RvC, zowel jegens het bestuur als jegens specifieke deelbelangen, heeft belangrijke voordelen. Onafhankelijkheid ten opzichte van het bestuur bevordert de situatie waarin commissarissen de moeilijke vragen durven stellen die het bestuur alert houden. Om dit goed tot zijn recht te laten komen is het van belang dat de RvC minstens éénmaal per jaar buiten de aanwezigheid van de RvB vergadert (zie ook aanbeveling 18). Hoewel deze aanbeveling redelijk wordt nagekomen, gaven 15 onderneming expliciet aan dat de RvC niet buiten de aanwezigheid van de RvB vergadert, waardoor in deze ondernemingen de facto niet veel verschil bestaat met het Angelsaksische one-tier systeem. Ook onafhankelijkheid van belangengroepen is belangrijk om polarisatie tussen belanghebbenden in de vennootschap te voorkomen. In brede kring wordt het nut gezien van commissarissen die gekozen worden op basis van hun capaciteiten en niet op basis van hun deelbelangen. Tegelijkertijd is in paragraaf 2.3 geconstateerd dat een actieve, betrokken opstelling van de Raad van Commissarissen essentieel is om de prestaties van de vennootschap te verbeteren, en dat het Nederlandse structuurregime in omstandigheden onvoldoende prikkels kan bevatten om zo'n opstelling te bewerkstelligen. Een en ander roept de vraag op of er verbetering mogelijk is ten aanzien van de wijze waarop de RvC verantwoording aflegt over zijn functioneren, en ten aanzien van de wijze waarop de RvC gemotiveerd wordt om goed toezicht te houden.

In dit licht is aanbeveling 7 van belang, die stelt dat commissarissen bij slecht functioneren tussentijds dienen af te treden. Zowel de AvA als de

OR kunnen op dit moment een ontslag van een commissaris aanhangig maken. Zoals eerder aangegeven is van deze procedure in de praktijk weinig gebruik gemaakt. Het is daarom van belang om antwoord te krijgen op de vraag of het huidige structuurregime voldoende mogelijkheden biedt aan belanghebbenden om in te grijpen bij zwak toezicht. Zo niet, dan zal een beter correctiemechanisme beschikbaar moeten komen.

Inmiddels is een onderzoek gestart naar de feiten en economische effecten van de zeggenschapsverhoudingen binnen Nederlandse ondernemingen in internationaal perspectief. De resultaten van dit onderzoek zullen naar verwachting medio dit jaar bekend worden. Mede op basis van deze resultaten zal het kabinet naar verwachting dit najaar de kamer inlichten over haar beleidsvoornemens inzake het structuurregime. Hierbij zal in het bijzonder aan twee elementen van het structuurregime aandacht worden besteed: de criteria voor verplichte toepassing van het (verzwakte) structuurregime en het correctiemechanisme bij slecht functionerende commissarissen.

Beschermingsconstructies in vredestijd

In paragraaf 2.3 is aangegeven dat een belangrijk nadeel van de meeste beschermingsconstructies in de Nederlandse situatie is dat zij ook in vredestijd de zeggenschap van aandeelhouders verminderen (of zelfs uitsluiten). Dit terwijl de internationalisatie van de kapitaalmarkten en de emancipatie van de aandeelhouders een meer geprononceerde positie voor de aandeelhouders rechtvaardigen.

Geconstateerd dient te worden dat veel van in de vorige paragrafen genoemde beleidsvoornemens door de werking van beschermingsconstructies in vredestijd niet (volledig) tot hun recht zullen kunnen komen. Zo zal bijvoorbeeld proxy solicitation nimmer het gewenste effect sorteren indien de onderneming stemrecht- en volmachtbeperkingen (1%-regel) in de statuten heeft opgenomen. Indien een onderneming haar aandelen heeft gecertificeerd, zou het verbeteren van het correctiemechanisme bij slecht functionerende commissarissen zelfs een averechts effect kunnen hebben. Het (in de praktijk niet geheel van het bestuur onafhankelijke) administratiekantoor zou dan binnen de AvA een besluit kunnen doordrukken om op te treden tegen een al te kritische commissaris. Vermeldenswaard is tevens dat in het rapport van de Monitoring Commissie (terecht) wordt opgemerkt dat het afschaffen van het structuurregime of het mitigeren ervan slechts een beperkt effect zou sorteren zolang de beperkende werking ervan evenzeer met andere middelen (werking beschermingsconstructies in vredestijd) kan worden bereikt.

Wat betreft certificering geeft de Commissie Peters in overweging dat het administratiekantoor – in vredestijd – een stemvolmacht verstrekt aan certificaathouders die daar om vragen. In de optiek van het kabinet zou het te ver voeren om te pleiten voor het geheel afschaffen van certificering. Certificering kan immers een nuttige rol vervullen om de continuïteit van de besluitvorming te waarborgen. De aanwezigheid van het administratiekantoor voorkomt dat bij een kleine opkomst op de AvA een toevallige meerderheid bepaalde besluiten kan doordrukken. Niettemin kan certificering deze rol ook vervullen indien in vredestijd door het administratiekantoor een stemvolmacht wordt verstrekt aan de aandeelhouders die daarom verzoeken. Gewezen wordt op de Unilever-variant van certificering. Unilever kent doorgaans een zeer lage opkomst op de AvA; in de praktijk is niet meer dan 1 promille van het aandelenkapitaal aanwezig, indien men het administratiekantoor en de Amerikaanse aandeelhouders die via proxy solicitation stemmen buiten beschouwing

laat. In dit kader is certificering voor haar van belang voor de continuïteit van de besluitvorming. Elke certificaathouder heeft echter het recht van het administratiekantoor een stemvolmacht te verlangen, zodat de certificaathouder die behoefte heeft zich actief op te stellen het stemrecht kan uitoefenen.

Wat betreft de werking van beschermingsconstructies in vreedstijd zal het kabinet een wetswijziging voorbereiden ter zake van de werking en doelstelling van certificering. Het ligt in de rede ook stemrecht- en volmachtbeperkingen in dat kader mee te nemen. Bedoeling is dat hiertoe in de Wte 1995 een expliciete wettelijke grondslag wordt geschapen om in het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 regels dienaangaande te stellen, waarbij de STE toezicht houdt op de naleving van die regels.

Voor alle duidelijkheid wordt nog opgemerkt dat de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies in vijandige overnamesituaties («oorlogstijd») hier niet aan de orde is.¹ De problematiek van beschermingsconstructies in geval van een vijandige overname wordt reeds geregeld in het wetsvoorstel beschermingsconstructies.² Uitgangspunt van dat wetsvoorstel is dat een doelwitvennootschap zich in principe tegen een vijandige overname moet kunnen beschermen, zij het dat het zittende bestuur een ingrijpend gewijzigde machtsverhouding in de AvA niet voor onbepaalde tijd moet kunnen negeren (tijdelijkheids criterium). De in de ontwerp 13de richtlijn vennootschapsrecht opgenomen bepaling over beschermingsconstructies ziet – net als het wetsvoorstel beschermingsconstructies – uitsluitend op de werking van beschermingsconstructies in vijandige overnamesituaties (niet in vreedstijd). Over de voortgang van de besprekingen in Brussel over deze richtlijn en het standpunt van de Nederlandse delegatie is de Kamer per brief van de Ministers van Justitie en Financiën d.d. 8 april 1999 separaat geïnformeerd.

4 Ten slotte

De discussie over corporate governance heeft een flinke impuls gekregen door het werk van de Commissie Peters en de Monitoring Commissie. De betrokken partijen worden zich meer bewust van hun eigen verantwoordelijkheden en worden daar ook meer over aangesproken. Transparantie en verantwoording staan aan de basis voor een goede corporate governance. Op het gebied van transparantie is relatief al veel bereikt en kunnen veel aanbevelingen van de Commissie Peters ook op een breed draagvlak rekenen. Voor wat betreft transparantie in de jaarrekening en het jaarverslag is het allereerst van belang dat Nederland aansluiting houdt bij internationaal geaccepteerde standaarden. Voor internationaal opererende ondernemingen zal het mogelijk moeten zijn om, voor zover de 4e en 7e EU-richtlijnen dit toestaan, te volstaan met de toepassing van internationaal geaccepteerde standaarden, zoals de «International Accounting Standards» (IAS) en de Amerikaanse «Generally Accepted Accounting Principles» (US-GAAP). Indien nodig wordt de wet hiervoor aangepast. Daarnaast zal wetswijziging worden voorbereid om voor beursgenoteerde ondernemingen meer openheid te krijgen over de bezoldiging en het effectenbezit van de individuele bestuurders en commissarissen en over de corporate governance structuren van de onderneming. Voor wat betreft verantwoording is het van belang dat diegenen aan wie de verantwoording wordt afgelegd ook hun oordeel kunnen geven over het gevoerde beleid en de verantwoording hierover. Het systeem van proxy solicitation kan een bijdrage leveren aan de betrokkenheid van de kapitaalverschaffers bij de besluitvorming in de AvA. Het kabinet zal via een wetswijziging in het BW het systeem van een «record date» invoeren, hetgeen stemmen per volmacht meer toegankelijk maakt. Daarnaast zullen, ter bevordering van het functioneren van

¹ Beursvennootschappen zullen de mogelijkheid behouden om bijvoorbeeld in hun statuten te bepalen dat in geval van een overnamesituatie (als bedoeld in de 13de richtlijn vennootschapsrecht) het administratiekantoor geen stemvolmacht aan de certificaathouder hoeft af te geven of het stemrecht van een aandeelhouder is beperkt tot een bepaald percentage.

² Wetsvoorstel tot invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de ondernemingskamer over zeggenschap in de naamloze vennootschap, Kamerstukken II 1997–1998, 25 732, nrs. 1–3.

de werking van de AvA, twee wetswijzigingen worden voorbereid. Deze zullen tot doel hebben dat redelijke verzoeken van kapitaalverschaffers van zekere omvang om onderwerpen te plaatsen op de agenda van de AvA dienen te worden gehonoreerd, en dat er een splitsing in de agenda wordt aangebracht tussen de goedkeuring van de jaarrekening en de décharge van de bestuurders. Het kabinet zal voorts voor beursvennootschappen een wetswijziging met betrekking tot de werking van beschermingsconstructies in vredestijd voorbereiden.

Verschillende van de genoemde beleidsvoornemens zullen uiteindelijk worden uitgevoerd door de STE. Het is de bedoeling dat in de Wte 1995 een expliciete wettelijke grondslag wordt geschapen om regels te stellen terzake van de corporate governance binnen beursgenoteerde ondernemingen.

De Monitoring Commissie stelt ten slotte de vraag of er een relatie bestaat tussen goede corporate governance en bedrijfsprestaties. Wat betreft de tucht van de (overname)markt wordt opgemerkt dat van de onderzochte groep van 159 ondernemingen slechts 13 geheel onbeschermd zijn. In de Nederlandse verhoudingen is derhalve nauwelijks een controlegroep beschikbaar. De cumulatie van beschermingsmaatregelen maakt onderzoek naar de gevolgen voor de performance van specifieke beschermingsmaatregelen extra complex. De door de Commissie Peters genoemde diversiteit aan regelingen en structuren blijkt in de praktijk inderdaad te bestaan, waardoor de invloed van kapitaalverschaffers aanzienlijk wordt beperkt. De thans voorhanden informatie vormt slechts een basis voor verdere discussie en beleidsvorming. Verder onderzoek is nodig, onder meer door de Nederlandse zeggenschapsverhoudingen in een internationaal perspectief te plaatsen. In dit kader is het toe te juichen dat de Monitoring Commissie de instelling van het Nederlands Corporate Governance Instituut heeft aangekondigd (onderdeel van de Economische Faculteit van de Katholieke Universiteit Brabant). Inhoudelijke verdieping d.m.v. wetenschappelijk onderzoek kan wellicht nieuwe impulsen geven voor het beleid op dit terrein. Daarbij zal ook rekening moeten worden gehouden met de aandacht voor dit onderwerp binnen de OESO en de EU. In dit kader heeft het kabinet ook een onderzoek uitbesteed naar de feiten en economische effecten van de in Nederland bestaande zeggenschapsverhoudingen. Over de uitkomsten van dat onderzoek zal de kamer naar verwachting in het najaar worden geïnformeerd.