

Vergaderjaar 2006–2007

31 083

Corporate governance, hedgefondsen en private equity

Nr. 2

VERSLAG VAN EEN ALGEMEEN OVERLEG

Vastgesteld 6 augustus 2007

De vaste commissie voor Financiën¹, de vaste commissie voor Economische Zaken² en de vaste commissie voor Justitie³ hebben op 5 juli 2007 overleg gevoerd met viceminister-president, minister Bos van Financiën over:

- **het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (commissie-Frijns) en de kabinetsreactie op dit rapport (31 083, nr. 1).**

Van dit overleg brengen de commissies bijgaand beknopt verslag uit.

Vragen en opmerkingen uit de commissies

De heer **Kalma** (PvdA) memoreert de achtergrond van de instelling van de commissie-Tabaksblad. Zij beoogde herstel van het vertrouwen van het publiek in een eerlijke en transparante gang van zaken binnen Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. Vergroting van de zeggenschap van kapitaalbezitters, het middel dat de commissie daarvoor koos, bleek minder effectief te zijn dan was gedacht en had veel bijwerkingen. Inmiddels kan het vertrouwen van het publiek worden teruggewonnen

¹ Samenstelling:

Leden: Van der Vlies (SGP), Crone (PvdA), Vendrik (GroenLinks), Blok (VVD), voorzitter, Ten Hoopen (CDA), ondervoorzitter, Weekers (VVD), Gerkens (SP), Van Haersma Buma (CDA), De Nerée tot Babberich (CDA), Dezentjé Hamming (VVD), Omtzigt (CDA), Koşer Kaya (D66), Irrgang (SP), Luijben (SP), Kalma (PvdA), Blanksma-van den Heuvel (CDA), Cramer (ChristenUnie), Jules Kortenhorst (CDA), Van der Burg (VVD), Tony van Dijck (PVV), Heerts (PvdA), Gesthuizen (SP), Ouwehand (PvdD), Tang (PvdA) en Vos (PvdA).
Plv. leden: Van der Staaij (SGP), Van Dam (PvdA), Halsema (GroenLinks), Remkes (VVD), Jonker (CDA), Aptroot (VVD), Van Gerven (SP), Jan de Vries (CDA), Van Hijum (CDA), De Krom (VVD), De Pater-van der Meer (CDA), Pechtold (D66), Kant (SP), Ulenbelt (SP), Van der Veen (PvdA), Anker (ChristenUnie), Mastwijk (CDA), Schippers (VVD), De Roon (PVV), Smeets (PvdA), Van Gijlswijk (SP), Thieme (PvdD), Heijnen (PvdA) en Spekman (PvdA).

² Samenstelling:

Leden: Van der Vlies (SGP), Crone (PvdA), Schreijer-Pierik (CDA), Vendrik (GroenLinks), Ten Hoopen (CDA), Roland Kortenhorst (CDA), Hessels (CDA), ondervoorzitter, Van der Ham (D66), Van Velzen (SP), Aptroot (VVD), Smeets (PvdA), Dezentjé Hamming (VVD), Kraneveldt-van der Veen (PvdA), voorzitter, Irrgang (SP), Jansen (SP), Biskop (CDA), Ortega-Martijn (ChristenUnie), Blanksma-van den Heuvel (CDA), Van der Burg (VVD), Graus (PVV), Zijlstra (VVD), Besselink (PvdA), Gesthuizen (SP), Ouwehand (PvdD) en Vos (PvdA).

Plv. leden: Van der Staaij (SGP), Kalma (PvdA), Jan Jacob van Dijk (CDA), Duyvendak (GroenLinks), Van Vroonhoven-Kok (CDA), Kortenhorst (CDA), Rouwe (CDA), Koşer Kaya (D66), Ulenbelt (SP), Blok (VVD), Samsom (PvdA), Weekers (VVD), Van Dam (PvdA), Karabulut (SP), Luijben (SP), De Nerée tot Babberich (CDA), Cramer (ChristenUnie), Atsma (CDA), Schippers (VVD), Madlener (PVV), Neppérus (VVD), Blom (PvdA), Gerkens (SP), Thieme (PvdD) en Heerts (PvdA).

³ Samenstelling:

Leden: Van de Camp (CDA), De Wit (SP), Van Beek (VVD), Van der Staaij (SGP), Arib (PvdA), ondervoorzitter, De Pater-van der Meer (CDA), voorzitter, Çörüz (CDA), Wolfsen (PvdA), Joldersma (CDA), Gerkens (SP), Van

Vroonhoven-Kok (CDA), Van Velzen (SP), Azough (GroenLinks), Griffith (VVD), Teeven (VVD), Kalma (PvdA), De Roon (PVV), Verdonk (VVD), Pechtold (D66), Thieme (PvdD), Kuiken (PvdA), Leijten (SP), Bouwmeester (PvdA), Van Toorenburg (CDA) en Anker (ChristenUnie).
Plv. leden: Sterk (CDA), Langkamp (SP), Weekers (VVD), Van der Vlies (SGP), Van Dijken (PvdA), Schinkelshoek (CDA), Jager (CDA), Gill'ard (PvdA), Jonker (CDA), Roemer (SP), Jan de Vries (CDA), Abel (SP), Halsema (GroenLinks), Blok (VVD), Van Miltenburg (VVD), Dijsselbloem (PvdA), Fritsma (PVV), Zijlstra (VVD), Koşer Kaya (D66), Ouwehand (PvdD), Spekman (PvdA), Van Gijlswijk (SP), Bouchibti (PvdA), Van Haersma Buma (CDA) en Slob (ChristenUnie).

door de Code Tabaksblat, net als de wetgeving waarop die steunt, bij te stellen. Op een aantal punten, zoals de opeenhoping van commissariaten bij een kleine groep, is vooruitgang geboekt. De verwachting dat grote institutionele beleggers een leidende en stabiliserende rol zouden spelen is echter niet uitgekomen. Het aandelenbestand bleef verbrokken en in combinatie met de grotere bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering heeft dit de weg gebaad voor activistische beleggers die zich uitsluitend richten op snelle en hoge rendementen.

Verder zijn uit een oogpunt van corporate governance een aantal problemen ontstaan. Het bestuur van de grote onderneming blijft wettelijk en ook in de Code aan bredere belangen en doelstellingen gebonden maar wordt bij de vervulling van die taak gehinderd door de aanzienlijke bevoegdheden die aan de aandeelhouders zijn toegekend. Zij kunnen hun eigen belang vrij najagen en aldus dreigt het uitgangspunt van de onderneming als samenwerkingsverband te worden ondergraven. Dat de werknemers buiten het gezichtsveld van de Code zijn gebleven draagt daaraan bij. Van de bedoeling van de commissie-Tabaksblat om de aandeelhouders de salarissen en bonussen van topmanagers in de hand te helpen houden is niets terecht gekomen. Het Nederlandse bedrijfsleven is aldus kwetsbaarder geworden. Dit is ook het oordeel van deskundigen die op naleving van de Code toezien. Anders dan vaak gedacht wordt, aldus Kees Cools hoogleraar corporate governance en lid van de commissie-Frijns, zijn Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen thans kwetsbaarder dan waar ook ter wereld. Elk bedrijf is hier te koop.

Het oordeel van de PvdA-fractie over het rapport van de commissie-Frijns valt gemengd uit. Zij onderschrijft een aantal voorstellen van de commissie, zoals met betrekking tot de identificatie van aandeelhouders, verlaging van de drempel vermelding van zeggenschap en verhoging van de drempel voor toepassing van het agenderingsrecht. Wat de melding van de intenties van de aandeelhouders betreft, ligt de 3% die het kabinet voorstelt voor de hand. Het algemene oordeel dat de commissie over het functioneren van het huidige stelsel velt, is te zonnig. Ondanks enkele conflicten, aldus de commissie, beantwoordt de Code nog steeds aan zijn doelstelling. Hooguit zijn nadere spelregels nodig. Daarmee gaat het rapport voorbij aan de kloof die er gaapt tussen wat Tabaksblat wilde en wat ervan terecht is gekomen en aan de kwetsbaarheid van het Nederlandse bedrijfsleven die daar mede het gevolg van was. De steunbetuiging van de commissie-Frijns aan het zogenoemde stakeholdermodel is sympathiek maar te vrijblijvend.

Het kabinetsstandpunt steekt daar in een aantal opzichten positief bij af. Het neemt de gegroeide maatschappelijke zorgen over de opmars van speculatiegerichte beleggingsfondsen serieuzer dan de commissie. Minstens zo belangrijk is dat het kabinet zich de vraag stelt of de positie van de werknemers versterking behoeft en hoe dit gerealiseerd moet worden. Dit is niet alleen een belangrijke verschuiving in vergelijking met eerder gevoerd beleid, het biedt ook een goed uitgangspunt voor evaluatie van het stelsel in bredere zin, zoals de SER dat ook in een advies zal doen.

De heer Kalma geeft een compliment aan de eerste minister van Financiën sinds lange tijd, die een versterking van de positie van werknemers suggereert. Enerzijds suggereert de minister dat in het huidige stelsel de werknemers onvoldoende zijn vertegenwoordigd, anderzijds laat hij zich over het functioneren van dat stelsel mild uit. Hoe verhouden die twee zich tot elkaar? Wat is de visie van het kabinet op corporate governance in dit verband? Deelt de bewindsman de opvatting dat een aantal doelstellingen van Tabaksblat niet worden gehaald en dat er meer moet gebeuren dan alleen onderhoudswerk? Moet de Code Tabaksblat, als de positie van werknemers inderdaad versterkt moet worden, worden aangepast? Aan aandeelhouderszijde is er in het stelsel van corporate governance spanning gecreëerd, doordat bestuur en RvC (Raad van Commissarissen) aan

het belang van de onderneming als geheel zijn verbonden en de aandeelhouders niet. Wat let de wetgever om ook die aandeelhouders, voor zij bestuurlijk actief zijn, verantwoordelijk te stellen voor zo'n bredere afwijking? Zijn de maatschappelijke zorgen over hedgefondsen en private equity ook politieke zorgen? Maakt het kabinet zich ongerust over de greep die financiële markten, inclusief de praktijk van bijvoorbeeld securities lending, op het bedrijfsleven hebben gekregen? Dreigt na de oude uitspraak van werkgeversvoorzitter Wientjes «ondernemen», «overnemen» te worden?

De commissie wil bij een poging tot strategiewijziging van aandeelhouderszijde een responstijd van zes maanden aan het ondernemingsbestuur gunnen. Deze termijn kan rust brengen, maar wat is de status van deze aanbeveling nu wetswijziging kennelijk niet wordt beoogd? Wordt bij het feitenonderzoek naar hedgefondsen en private equity ook de praktijk van de fiscale aftrekbaarheid van schuldfinanciering bij overnames onderzocht en de mogelijkheden om die te beperken? Worden ook andere fiscale voordelen voor deze beleggingsmaatschappijen in kaart gebracht, zoals vrijstelling van belasting bij het uitkeren van dividenden aan de koper van de onderneming? Is meer transparantie als het gaat om extra beloningen die bestuurders door een biedende partij voorgeschoteld krijgen wel voldoende? Horen verdergaande maatregelen, zoals bevrozing op het oude beloningsniveau, in de Code Tabaksblad thuis, net als de indertijd overwogen maximering van variabele beloningen? Het kabinet neemt een voorzichtige positie in ten opzichte van het bevorderen van het langetermijnaandeelhouderschap. Het wil bezien of het nodig en mogelijk is om ondernemingen te faciliteren op dit terrein. De PvdA-fractie beveelt een krachtiger opstelling aan. Wil het kabinet nagaan op welke wijze het langetermijnaandeelhouderschap actief kan worden bevorderd? Is het bereid om op het niveau van de EU de ruimte voor het loyaliteitsdividend te verdedigen tegen het streven naar one share, one vote? Aan beschermingsconstructies moeten beperkingen worden gesteld. Van ondernemingszijde moet openheid worden betracht en rechterlijke toetsing moet altijd kunnen plaatsvinden. Wordt het echter niet tijd om, nu de hype van de aandeelhouderseconomie over haar hoogtepunt heen is, onbesmuikt het recht van ondernemingen te erkennen om zich tegen onverhoedse aanvallen van buitenaf te verdedigen? Wil de minister van Financiën, behalve de eerste sinds jaren die de positie van werknemers wil versterken, ook degene zijn die de legaliteit en legitimiteit van beschermingsconstructies onderstreept?

De heer **Irrgang** (SP) merkt op dat de afgelopen tijd meer kritiek wordt geleverd op de doorgeschoten macht van de aandeelhouders. VNW/NCW-topman Wientjes waarschuwde de minister voor het gevaar dat alle macht van de aandeelhouders kan doorslaan. FNV-voorman Van der Kolk waarschuwde dat de aanpassingen van de structuurregeling en de Code Tabaksblad hun doel voorbij hebben geschoten en dat de balans tussen de verschillende stakeholders is verstoord. Neemt de minister deze bezorgdheid serieus? Vraagt het kabinet daarom nu om een SER-advies? Volgens de bewindsman is de inrichting van het ondernemingsbestuur gebaseerd op het Rijnlandse model. Waar baseert hij deze conclusie op? Is men niet opgeschoven in de richting van het aandeelhouderskapitalisme? Is deze minister kritisch over het aandeelhouderskapitalisme waar vooral de hijgerigheid over de kwartaal- of jaarcijfers telt? Zit hier een gelover in het Rijnlandse model dat meer gericht is op de lange termijn en rekening houdt met alle stakeholders? Is de bewindsman kritisch over de opkomst van de nieuwe aandeelhouders in de vorm van private equity en activistische hedgefondsen? Ziet hij ook dat de kortetermijnfocus bij private equity met een exit binnen drie tot vijf jaar sterker is dan bij traditionele aandeelhouders? Onderschrijft hij de bezorgdheid van de grootste vakbond van Nederland over overnames waarbij de schuldenlast van

bedrijven sterk wordt verhoogd, onderdelen worden verkocht en de opbrengsten geheel of gedeeltelijk worden uitgekeerd in de vorm van een superrendement aan de aandeelhouder? Is dat volgens hem een waardecreatie op de lange termijn?

De commissie-Frijns geeft aan dat haar voorstellen meer een aantal nadere spelregels betreffen dan een fundamentele herwaardering van de positie van de aandeelhouders. Het is jammer dat de minister nu geen voorstellen doet om de macht van de aandeelhouder fundamenteel in te perken. De heer Irrgang constateert dat de meer ingrijpende voorstellen, zoals de mogelijke versterking van de positie van de werknemer en daarmee automatisch een beperking van de positie van de aandeelhouder, worden doorgeschoven naar oktober als het advies van de SER er moet liggen. De SP-fractie zal hierover in het najaar indringend verder praten.

Een kern van een pakket maatregelen is dat de onafhankelijkheid van de RvC fors moet worden versterkt zodat deze alle belangen van alle stakeholders goed kan wegen. Onafhankelijk zijn van een stakeholder kan niet als de RvC met een eenvoudige meerderheid door de vergadering van aandeelhouders naar huis kan worden gestuurd. Is het goed om in het BW concreter aan de onderneming als samenwerkingsvorm op lange termijn gestalte te geven, zoals ook de heer Wellink tijdens een hoorzitting suggereerde? Moeten de regels over de onafhankelijkheid van commissarissen verder worden aangescherpt? Waarom neemt het kabinet niet het advies van Frijns over om ondernemingen de vrijheid te geven om nadere eisen te stellen aan het opzeggen van het vertrouwen in de RvC door aandeelhouders? Wat ziet de minister in de verplichte registratie van de betrokken adviseurs bij overnames, zoals de AFM tijdens de hoorzitting voorstelde? Waarom wil hij de AFM niet meer bevoegdheden geven om bij open brieven, zoals die van TCI bij ABN AMRO, inzage te geven in de transacties om marktmanipulaties te voorkomen? Opvallend was dat er tijdens de door de SP geëntameerde hoorzitting veel steun was voor verlaging van de meldingsplicht tot 1%. Waarom twijfelt de minister daaraan? Over de onwenselijkheid van stemmen met geleende aandelen is iedereen het eens, maar hoe ziet het politieke gevolg voor Europa eruit?

Bij leveraged buyouts van private equity wordt vaak gebruik gemaakt van leningen van aandeelhouders aan een bedrijf met een hoge rente. Banken beschouwen dit vaak als eigen vermogen, maar de fiscus beschouwt dit als vreemd vermogen. Zijn er mogelijkheden om dat fiscaal minder aantrekkelijk te maken door dat niet te kwalificeren als vreemd vermogen, zodat het ook niet langer fiscaal aantrekkelijk is?

Er is veel kritiek op de perverse prikkels die de onafhankelijkheid van bestuurders in gevaar brengen bij overnames. De heer Irrgang noemt de heer Groenink die miljoenen zou verdienen aan een succesvolle overname van ABN AMRO. Kunnen in het Besluit openbare biedingen nadere eisen worden gesteld aan het maximeren van perverse beloningsvormen, meer dan alleen transparantie? De SP-fractie vindt dat private equity managers over een variabele beloning in de vorm van carried interest 52% belasting moeten betalen. Wil de bewindsman hierop reageren?

De heer **Vendrik** (GroenLinks) is redelijk tevreden over de reactie van de minister op het rapport van de commissie-Frijns. Hij stelt echter de manier waarop grote ondernemingen geleid worden onvoldoende centraal. Het langetermijnperspectief ontbreekt. Voor de komst van de Code Tabaksblad, de herziening van het BW, het structuurregiem en de overnamerichtlijn zijn Nederlandse bedrijven zich in de jaren negentig te buiten gegaan aan fusies en overnames ten dele in het buitenland. Dit had ermee te maken dat de toenmalige bestuurders in contacten met beurs en aandeelhouders scherpe rendementsdoelstellingen op korte termijn hadden afgesproken. Deze doelstellingen konden onmogelijk via een reëel ondernemerschap gerealiseerd worden, maar alleen via een hitsige overnamespiraal waarin

men terecht was gekomen. Dat proces is fundamenteel niet veranderd. De minister stelt terecht dat tussen bedrijven en aandeelhouders een zekere duurzaamheidsrelatie verwacht mag worden. Het langetermijnaandeelhouderschap zakt steeds meer achter de horizon weg. Men moet er daarom niet verbaasd over zijn dat sinds jaar en dag geklaagd wordt over het gebrek aan innovatief vermogen van het Nederlandse bedrijfsleven en de lage prestaties op het gebied van R&D in vergelijking met het buitenland. Deze minister moet dit sterker problematiseren. Wil hij hierover een fundamentele analyse maken? De bewindsman zegt dat er een onderzoek komt, maar wil hij meer de focus leggen op een fiscale verkenning? Op deze manier wordt meer zicht geboden op de wijze waarop langs fiscale weg het kortetermijnbelang van aandeelhouders wordt bevorderd. Ook kan duidelijk worden hoe langs fiscale weg de focus op lange termijn meer op de voorgrond kan treden. Wil de minister de Kamer hierover in het najaar een fiscale verkenning zenden?

De SER moet een advies uitbrengen over de positie van werknemers die werken bij bedrijven die regelmatig onderhevig zijn aan vernieuwd aandeelhouderschap en -activisme. Het is de vraag of de positie van werknemers met betrekking tot het adviesrecht, fusies en overnames in de praktijk goed functioneert. Wil de minister deze positie versterken? Moet de onafhankelijkheid van alle leden van de RvC wettelijk of via de Code Tabaksblat gewaarborgd worden? Kan de route van werknemers naar de Ondernemerskamer worden versterkt als hun belang bij fusies, overnames, splitsingen, investering of desinvestering niet wordt gehoord? Het ontslag van commissarissen is een merkwaardige bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders (AvA). Daar waar een werknemerscommissaris in de RvC zit, is het logisch om de ondernemingsraad daar ook bij te betrekken.

De Code Tabaksblat werkt onvoldoende bij topbeloningen, zowel wat betreft normering als de hoogte daarvan. Wil de minister een aanpassing van de Code bevorderen? Het kabinet is partij bij aanpassing van de Code. Aanpassing daarvan kan worden afgedwongen. Overigens geldt dit ook voor de variabele beloning. Het kortetermijnbelang komt ook daarbij steeds terug. Ook daarop moet de Code worden aangepast. De heer Vendrik stelt voor geen opties als vorm van beloning meer te verstrekken. Ook bij een verdere beperking van de ontslagvergoeding functioneert de Code niet goed. Hij deelt het standpunt van de FNV over pensioenstortingen en de wijze waarop daaraan in de Code onvoldoende aandacht is gegeven.

De heer Vendrik is het eens met aanpassingen in het gebouw van de corporate governance die door de minister nu al worden overgenomen, maar deze maatregelen zijn onvoldoende. De machtsverhouding tussen kapitaal en arbeid is scheefgetrokken en dat is slecht voor het belang van de werknemers en de Nederlandse economie. De heer Vendrik hoopt dat deze analyse uitgangspunt is van de minister en dat zijn brief op dit punt wordt herschreven. In antwoord op de vraag van de bewindsman naar een voorbeeld van de scheve machtsverhouding tussen kapitaal en arbeid noemt de heer Vendrik het voormalige staatsbedrijf TPG dat in de markt is gezet. Het bedrijf rendeert al jaren uitstekend. Desondanks wordt onder druk van aandeelhouders, kapitaalverschaffers nog verder gesaneerd. ABN AMRO had geen denderend rendement maar het bedrijf stond niet aan de rand van de afgrond. Onder druk van aandeelhouders is desondanks een hogere rendementseis afgesproken waaraan het bedrijf moet voldoen, hetgeen nieuwe saneringen met zich brengt.

De heer **Omtzigt** (CDA) dankt de minister voor de geïntegreerde kabinetsreactie op het rapport Frijs en onderschrijft het merendeel van de conclusies. In het BW wordt alleen rekening gehouden met de aandeelhouders, maar hebben niet alle stakeholders belang in de onderneming? De heer Omtzigt stelt voor, het BW aan te passen en daarin expliciet vast te leggen

dat wanneer een uitspraak wordt gedaan, rekening wordt gehouden met aandeelhouders, de werknemers en toeleveranciers en afnemers die afhankelijk zijn van het bedrijf.

Er komen aanvullende transparantievereisten over de beloning van het bestuur bij overnames. Hoe denkt de minister over overnames waarbij het bestuur een forse extra beloning krijgt? Kunnen bestuurders in dat geval nog onbevooroordeeld naar een overname kijken? Worden deze regelingen openbaar en kan de AvA actie ondernemen wanneer dit gebeurt? Kan zo'n actie losstaan van een eventuele overname? Zijn er al clausules in de contracten opgenomen? De Monitoring Commissie beveelt aan om de voorwaarden van change of control clausules in contracten met besturen onverwijld openbaar te maken, maar er zijn zorgen over de objectiviteit.

De CDA-fractie heeft zorgen over de onzekerheid bij processen van takeover en over de ordentelijke regie. Wil de bewindsman bezien hoe het enquêterecht functioneert? In Engeland is het een expliciete doelstelling in de wet om tactical litigation in het overnameproces te vermijden. Wil de minister bezien hoe de onvoorspelbaarheid van de rechtsgang en tactical litigation een blokkade kunnen vormen voor een fatsoenlijk overnameproces? De heer Omtzigt denkt hierbij aan een zogenoemd takeover-panel dat moet toezien op het verloop van een biedingsproces. Misschien is hierbij een rol weggelegd voor de AFM.

De CDA-fractie steunt de voorstellen over de aandelen op naam. De onderneming moet namelijk altijd in overleg kunnen treden met de aandeelhouders en dit werkt in het buitenland goed. Worden ook anderen dan aandeelhouders in staat gesteld om voor de AvA contact op te nemen met de aandeelhouders? Hierbij moet wel op de administratieve lasten gelet worden. Wil de minister bij de uitwerking van de voorstellen er rekening mee houden dat in Frankrijk en Duitsland identificatie voor het stemrecht nodig is?

Het beschikken over aandelen brengt ook morele plichten met zich. Grote aandeelhouders kunnen zich niet onttrekken aan elke corporate governance. Hierbij moet vooral gedacht worden aan de grote pensioenfondsen en verzekeraars. De CDA-fractie vindt dat deze bij elke AvA hun verantwoordelijkheid moeten nemen en moeten meebeslissen, zeker nu ze bepaald hebben dat ze duurzaam zullen beleggen.

Het kabinet zal terecht in internationaal verband aandacht vragen voor de ontwikkeling van zaken als securities lending. Kan de regering over een halfjaar duidelijk maken welke stappen daadwerkelijk ondernomen zijn? Kan bij deze rapportage ook duidelijk worden gemaakt wat de regering in internationaal verband zal ondernemen om hedgefondsen transparanter en accountabel te maken? Is het mogelijk dat De Nederlandsche Bank hierop toezicht houdt? Initiatieven in internationaal verband zullen op termijn het meest succesvol zijn, zowel bij securities lending als bij het toezicht op hedgefondsen. De CDA-fractie maakt zich zorgen over het uitblijven van afspraken met IMF, de G8, in EU-verband en de OESO. De financiële balans van de meeste hedgefondsen is onbekend. Kan de Kamer een rapportage over de beleggingen in hedgefondsen van pensioenfondsen tegemoet zien? Zijn al enige conclusies bekend? Hoe worden de relevante marktpartijen betrokken bij het onderzoek naar het aandeelhouderschap op lange termijn? Aan welk soort maatregelen wordt gedacht? Hoe staat het met de voorhang van de overname-richtlijnen?

De CDA-fractie ziet ondernemingen als levende gemeenschappen waarin mensen zich ontplooien, veilig hun pensioengeld kunnen beleggen en waar maatschappelijke verantwoordelijkheid hoog in het vaandel staat. Goede corporate governance levert daar een belangrijke bijdrage aan.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66) benadrukt dat goed bestuur en adequate controle op financiële instellingen een noodzaak zijn. Juist de financiële

markten zijn inventief en verzinnen steeds weer iets nieuws. Regels moeten met gezond verstand worden gemaakt. Het kabinet is van plan om aandeelhouders die een belang van 3% in een beursgenoteerde onderneming hebben een meldingsplicht op te leggen. De drempel ligt nu op 5%. Deze verlaging zorgt voor meer transparantie. Er komt meer inzicht in de free float, het deel van de aandelen dat vrij verhandelbaar is voor investeerders, grote transacties worden beter in kaart gebracht en er komt meer zicht op potentiële belangenverstremming. Daarnaast sluit een drempel van 3% beter aan op wat internationaal gebruikelijk is. Er zijn echter ook nadelen. De regeldruk stijgt. Volgens de commissie weegt dit nadeel op tegen de voordelen, maar als er ook een meldingsplicht van iedere wijziging van 1% bij komt, stijgen de administratieve lasten aanzienlijk. Hoe zit het met relatief kleine bedrijven waarbij een aandeel van 3% snel bereikt is? Leidt deze maatregel dan niet tot onnodig veel papierwerk? Een ander nadeel van verlaging van de drempel is van fiscale aard. Dit probleem is door ING en het beleggersplatform Eumedion al aangekaart, maar noch de commissie-Frijns, noch het kabinet is daarop ingegaan. In Nederland hebben beleggers die 5% in een onderneming hebben recht op deelnemersvrijstelling. Dit betekent dat ze worden vrijgesteld van dividendbelasting. Grote beleggers hebben dus belang bij een zeggenschap van 5%, maar als de melding op 3% komt kunnen stakeholders inspelen op partijen waarvan zij verwachten dat deze een belang van 5% willen opbouwen. Impulsieve koersschommelingen zijn het resultaat. Daarnaast kan de verkoop van aandelen door een institutionele belegger leiden tot massale verkoop van het desbetreffende aandeel. Speculanten hebben immers niet altijd inzicht in de motivaties van institutionele beleggers. Als de meldingsplicht naar 3% gaat moeten ook de deelnemers vrijstelling krijgen. Wat is hierop de reactie van de minister?

In verband met de verhoging van de drempel van het agenderingsrecht voor aandeelhouders naar 3% wijst mevrouw Koşer Kaya erop dat de positie van de aandeelhouder, internationaal gezien, vrij zwak is. Een grotere transparantie wil daarom nog niet zeggen dat een grotere zeggenschap voor aandeelhouders nodig is. Integendeel, met name bij ondernemingen die gecertificeerde aandelen uitgeven, hebben aandeelhouders vrijwel geen zeggenschap. Het gevolg is dat aandeelhouders wel hun geld beschikbaar stellen, maar geen zeggenschap hebben over de wijze waarop dit wordt besteed. Certificering lijkt internationaal gezien niet meer van deze tijd. De fractie van D66 wil dat aandeelhouders volwaardige zeggenschap krijgen. Om dezelfde reden moet het voor individuele aandeelhouders mogelijk zijn om onderwerpen te agenderen op de AvA. Het verhogen van de drempel naar 3% is een inbreuk op het democratische proces. Het ordentelijk laten verlopen van een AvA is de verantwoordelijkheid van de voorzitter; desalniettemin is het de verantwoordelijkheid van het bestuur om ervoor te zorgen dat aandeelhouders gehoord worden. Hoe kunnen kleine beleggers hun mening kenbaar maken?

Wijzend op het idee van de minister om een toezichthouder op overnames in het leven te roepen zegt mevrouw Koşer Kaya dat de AvA uitstekend in staat is om deze taak uit te voeren. Hedgefondsen en private equity partijen kunnen waardevolle instrumenten zijn die de economie stroomlijnen en flexibeler maken. Er is geen aanleiding, te denken dat zij door winstbejag en kortetermijnvisie de belangen van ondernemingen bewust uit het oog verliezen. Onderzoek heeft aangetoond dat dergelijke incidenten weinig voorkomen. Desalniettemin is de fractie van D66 blij met de openheid die de herziene gedragscode van de Nederlandse vereniging van participatiemaatschappijen biedt. Transparantie met betrekking tot de intenties van activistische aandeelhouders kan een halt toeroepen aan de paniekreacties rondom hedgefondsen, TCI en ABN AMRO. De fractie van D66 kijkt uit naar het onderzoek van het kabinet naar de mogelijke risico's die hedgefondsen en private equity ondernemingen voor stabiliteit op de financiële markt vormen.

De heer **Tony van Dijk** (PVV) zegt dat de PVV-fractie de voorstellen van de commissie-Frijns grotendeels overneemt. Zijn fractie vindt het optrekken van de grens van 1 naar 3% voor aandeelhouders om iets op de agenda van een AvA te plaatsen, getuigen van paniekvoetbal naar aanleiding van het voorval bij ABN AMRO en de brief van TCI. Mede vanwege de introductie en een nadenktijd van zes maanden lijkt deze maatregel overbodig. De rol van de aandeelhouder moet niet worden teruggedraaid op de punten zeggenschap en participatie. Er moet meer worden ingezet op een intensievere dialoog tussen onderneming en aandeelhouders. Het is goed dat de aandeelhouders zich bekend moeten maken bij een belang van 3%, zodat een onderneming weet wie zijn aandeelhouders zijn. Moeten deze gegevens openbaar zijn en moeten zij ook aan andere aandeelhouders bekend worden gemaakt?

De PVV-fractie vindt het jammer dat de beloningsstructuur van bestuurders en de rol en invloed van werknemers en andere stakeholders onvoldoende aan de orde komen. Wil de minister naar aanleiding van het recente onderzoek van de universiteit te Utrecht dat de kans op een faillissement veel groter is bij overname van private equity fondsen, onderzoeken in hoeverre er additionele risico's verbonden zijn aan overnames door buitenlandse bedrijven in het algemeen en private equity fondsen in het bijzonder? Wordt het tijd voor de installatie van een takeover-panel dat alle belangen meeweegt en de risico's van overnames inschat?

De heer **Weekers** (VVD) stoot zich aan de grote woorden die de laatste tijd binnen en buiten de Kamer gesproken worden over de doorgeschoten macht van de aandeelhouders en het falende systeem van corporate governance. Grote institutionele beleggers zoals het ABP en de PGGM zijn actief op de kapitaalmarkt en met private equity partijen en hedgefondsen. De vakbeweging is in deze pensioenfondsen vertegenwoordigd. Als men meent dat er iets mis is, moet dit via de geëigende kanalen zoals de AvA aan de orde worden gesteld. Een zakelijke toon en een goede analyse zijn nodig als het systeem van corporate governance, checks and balances en de positie van aandeelhouders versus die van andere stakeholders ter discussie worden gesteld. Te gemakkelijk wordt op dit moment op onderbuikgevoelens ingespeeld. De heer Weekers herinnert eraan dat in het verleden de corporate governancecode en aanverwante wetgeving tot stand zijn gekomen omdat het internationaal bekend was dat in Nederland aandeelhouders niets te vertellen hadden en omdat de ondernemingsbesturen een old-boy network kenden waardoor er op de openbare kapitaalmarkt sprake van een discount. De VVD-fractie is voor maatregelen die leiden tot meer transparantie, maar voorkomen moet worden dat het middel erger wordt dan de kwaal. In ieder geval is een analyse van de te verwachten effecten en de zorgpunten nodig.

Destijds werd aandeelhoudersactivisme beoogd. Wel moet een onderscheid worden gemaakt tussen aandeelhoudersactivisme en agressieve aandeelhouders die geen middel schuwen om de eigen portemonnee te spekken. Dit laatste moet worden aangepakt. Zijn daarvoor voldoende mogelijkheden? Wanneer een aandeelhouder ontevreden is over het ondernemingsbestuur kan hij bij de Ondernemingskamer een enquêteverzoek indienen. Kan een vergelijkbare mogelijkheid worden gecreëerd zodat aandeelhouders die er een potje van maken voor de rechter gebracht worden? Voorkomen moet echter worden dat aandeelhouders monddood worden gemaakt.

De bewindsman stelt voor, de drempel om zeggenschap te melden te verlagen van 5 naar 3%. Bezien moet worden of verplichte melding van iedere wijziging van op zijn minst 1% wenselijk is. De commissie-Frijns onderbouwt dit door te verwijzen naar het VK en Duitsland. Welk probleem wordt hiermee opgelost? Kan meer inzicht worden geboden in de administratieve lasten die deze maatregel met zich brengt? Voor hedgefondsen is de verplichting tot melding van intenties niet van toepas-

sing, omdat deze fondsen nu eenmaal leven bij het melden van de eigen intenties. Dit gebeurt ook als er sprake is van kleinere pakketten van 3%. Moet hiervoor de wet worden gewijzigd? Participatiemaatschappijen mogen niet kopschuw worden gemaakt om met ondernemingen te gaan praten die om overname of het gezond maken van het bedrijf vragen, omdat te snel bepaalde intenties moeten worden gemeld.

De heer Weekers is het ermee eens dat de gevolgen van de securities lending internationaal moeten worden aangekaart en in beeld worden gebracht. Wel moeten beide zijden van de medaille in beeld worden gebracht. In Nederland bestaat een lange traditie van certificering van aandelen waarbij de economische macht en de zeggenschap uit elkaar is gehaald. Bij de securities lending gebeurt hetzelfde, maar met een tegengesteld belang.

Hij is faliekant tegen het verhogen van de drempel voor toepassing van het agenderingsrecht. Het is van belang dat ook de kleine aandeelhouder zijn mond kan openen op de AvA. De minister wil de termijn van 180 dagen nog niet tot wet verheffen, maar de heer Weekers zet hier vraagtekens bij. Als een belangrijke koerswijziging wordt geagendeerd, moet een ondernemingsbestuur daarop adequaat kunnen reageren. Gerechtigdige vragen mogen echter niet een halfjaar geparkeerd worden voordat daarop geantwoord wordt. Wil de minister heel goed naar de perverse beloningsprikkels kijken? De commissie-Frijns heeft dit onvoldoende opgepakt en op dit punt zijn maatregelen nodig. Te denken valt hierbij aan aandeelhouders die de beloning kunnen vaststellen.

Antwoord van de minister

Minister **Bos** zegt dat er goede redenen zijn om op een aantal punten de verhouding tussen aandeelhouders en ondernemingsbestuur in een beter evenwicht te brengen. De positie van de werknemers mag niet buiten de discussie worden geplaatst, reden waarom de SER om advies is gevraagd. Er is echter geen enkele reden om paniekerig te reageren op de verhoudingen tussen kapitaal en arbeid omdat er iets helemaal mis zou zijn in het systeem van de corporate governance. De minister beaamt dat een scherpe duiding moeilijk is. Zo trekt de commissie Frijns al snel conclusies, maar meldt niet op basis van welke observaties zij hiertoe is gekomen. Aangenomen wordt dat deze informatie aanwezig is gelet op de documentatie in de consultatierondes. De minister zal een poging laten ondernemen om deze informatie aan de Kamer te presenteren. Ook de Kamer trekt conclusies zonder een precieze duiding van de omstandigheden of de gevallen te noemen. De heer Kalma gaf de meest precieze duiding omdat hij toetst aan een aantal (sub)doelstellingen die destijds bij de totstandkoming van de Code Tabaksblad naar voren kwamen. Daarbij ging het om twee hoofddoelstellingen: het vertrouwen van het publiek in beursvennootschappen, het bestuur daarvan en het toezicht daarop moest worden verbeterd en de checks and balances binnen ondernemingen moesten worden verbeterd. Op die gebieden is enige verbetering te bespeuren, maar men is er nog lang niet. Specifiek noemt de minister de problematiek rondom de topbeloningen en de vraag of beloningen in relatie moeten staan tot geleverde prestaties. Maatregelen hiertoe beantwoorden nog lang niet aan de eisen die bij de totstandkoming van de Code Tabaksblad geformuleerd zijn. De commissie-Frijns komt hierop in het eind van het jaar terug met nadere analyses en wellicht suggesties. Een ander concreet punt betreft de vraag van de ontwikkeling van stabiele aandeelhouders en in het bijzonder van institutionele beleggers die zich op lange termijn verbonden achten met de onderneming. Ook daaraan is nog onvoldoende voldaan, reden waarom het kabinet in zijn reactie op de aanbevelingen van Frijns vraagt of gezien kan worden hoe het lange-termijnaandeelhouderschap kan worden gestimuleerd. Voordat hiertoe concrete stappen kunnen worden gezet, moet de vraag gezien worden of

het een overheidskwestie is om te treden in de wijze waarop een onderneming zich wil binden aan haar aandeelhouders. Ook moet worden bezien of, op het moment waarop het langetermijnaandeelhouderschap gestimuleerd zou worden, het risico bestaat dat dit leidt tot een veilig cordon om het bestuur van de onderneming. De bewindsman duidt hierbij op aandeelhouders die niet kritisch zijn, die voor een lange termijn verbonden zijn en geen ophef maken, waardoor meer kritische aandeelhouders minder aan het bod komen.

De onafhankelijke rol van de RvC is nauwkeurig vastgelegd in het BW. Het gegeven dat met de kabinetsvoorstellen de invloed van aandeelhouders op een aantal punten iets wordt verzwakt, versterkt de onafhankelijke rol van de RvC, maar er is een verschil tussen de wettelijke plicht van een orgaan of vennootschap en de manier waarop die in de praktijk wordt uitgeoefend. De commissie-Frijns constateert dat dit te maken kan hebben met de manier waarop commissarissen gerekruteerd worden en het gebrek aan diversiteit van de samenstelling van de RvC. Op deze aspecten wil de commissie-Frijns dit najaar terugkomen. Ook de rol van de Ondernemingskamer en het enquêterecht komen nog ter discussie. In de adviesaanvraag aan de SER wordt mede daarom gevraagd of de invloed van werknemers bij ontslag en benoeming van het ondernemingsbestuur versterkt moet worden. Er is een gerichte adviesaanvraag geformuleerd waarbij het specifiek gaat om de positie van werknemers. Voor de totstandkoming van het advies worden onder meer VEB en Eumedion geraadpleegd.

De minister beaamt dat er spanning in het stelsel van corporate governance is ontstaan omdat enerzijds wordt vastgehouden aan de Rijnlandse traditie en anderzijds de aandeelhoudersvergadering meer invloed heeft gekregen en niet gebonden is aan een bredere belangenafweging. Hij gelooft in het Rijnlandse model. De kern daarvan is dat in de top van de piramide van het ondernemingsbestuur, de RvC, geborgd wordt dat naar de belangen van alle belanghebbenden wordt gekeken. Omdat tot en met in wetsartikelen geborgd is dat dit de taak van de commissarissen is, bestaat voor andere betrokkenen bij het ondernemingsbestuur ruimte om in groter mate hun eigen belang na te streven. Werknemers en aandeelhouders moeten voor hun eigen belangen opkomen. Deze belangen moeten aan de top van het bestuur geïntegreerd worden door de onafhankelijke en wettelijk geborgde taak van de commissarissen. Artikel 2.8 BW heeft betrekking op iedereen die bij de vennootschap betrokken is. De Ondernemingskamer gebruikt bij toetsing dit artikel, waarin staat dat degenen die krachtens wet en statuten bij een organisatie betrokken zijn, zich jegens elkaar moeten gedragen naar hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd. Dit artikel is breed geformuleerd. De minister ziet niet wat hieraan moet worden toegevoegd door zaken te expliciteren, omdat daardoor het risico ontstaat dat andere partijen erbuiten vallen. Hij is echter bereid dit nader te bekijken. Het beeld dat aandeelhouders het bestuur «hinderen», gaat te gemakkelijk uit van een ondernemingsbestuur dat geen correctie behoeft. Dáár was een correctie op nodig, maar nu dient deze correctie weer gecorrigeerd te worden.

Uitbreiding van de aandeelhoudersrechten van de afgelopen jaren zou geleid hebben tot te veel ruimte voor activistische aandeelhouders. De bewindsman is enerzijds niet blind voor het gevaar dat er een teveel aan «kortetermijnblik» ontstaat op de manier waarop ondernemingen gerund worden en dat daarbij de mogelijkheden die aandeelhouders geboden worden om hun eigen belang na te jagen een rol spelen; anderzijds moet dit gevaar ook niet overdreven worden. Volgens Tweede Kamerlid Tang heeft de kwestie rondom ABN AMRO niets te maken met actieve aandeelhouders, maar met een falend ondernemingsbestuur. Bij Stork was er sprake van twee activistische aandeelhouders, maar creëerde het bestuur beschermingsconstructies om ze van zich af te houden. De Ondernemingskamer kon via een gang naar de rechter ontslag van het

bestuur tegenhouden en zorgde ervoor dat de partijen met elkaar in gesprek raakten via de drie supercommissarissen. De paradox is dat een ander private equity fonds Stork zal overnemen. De directie van TPG heeft om overeind te blijven eigener beweging besloten, de strategie te veranderen en de organisatie aan te passen. Omdat hedgefondsen uit zijn op het opsplitsen van bedrijven, doorbreken zij een hitsige overnamespiraal. De hausse aan hedgefondsen en private equity activiteiten is rechtstreeks gerelateerd aan een teveel van onzinnige overnames, de lage rente en betrekkelijk goedkoop kapitaal. De minister benadrukt dat de invloed van activistische aandeelhouders op het evenwicht tussen de stakeholders die bij een onderneming betrokken zijn, niet onderschat moet worden. Echter, voordat hij overgaat tot ingrijpende maatregelen, wil hij goed zicht hebben op wat de regel en wat de uitzondering is. Een onderzoek hiernaar is inmiddels gaande. De bewindsman beaamt desgevraagd dat er door een kortetermijndenken zorgelijke tendensen zijn in het ondernemingsbestuur omdat het evenwicht tussen verschillende belanghebbenden op het spel komt te staan. Om die reden is de SER gevraagd om de positie van de werknemers in het advies op te nemen. Andere ontwikkelingen bieden echter compensatie. Bij ondernemingen wordt meer nadruk gelegd op alles wat met duurzaamheid te maken heeft. Er wordt dus niet alleen een versmalling afgedwongen, maar ook een verbreding. Op dit moment is het best practice dat vanwege de onafhankelijke rol, een commissaris zelf geen aandelen of opties krijgt als bezoldiging. Dit is niet wettelijk vastgelegd. In het algemeen wordt deze afspraak nageleefd, maar de minister neemt dit mee als punt dat in de discussie in de gaten moet worden gehouden. Bestuurders hebben de taak om een bedrijf goed te laten draaien. Er zijn in dit geval dus argumenten voor een beloning in aandelen. Op de vraag of de koppeling tussen wat een onderneming presteert en wat een bestuurder daaraan gekoppeld als beloning ontvangt in de praktijk goed werkt, komt de commissie-Frijns in het najaar terug. De minister heeft zorgen over de uitwerking hiervan bij met name overnames. Het proces bij overname of fusie moet transparanter zodat niet de indruk kan worden gewekt dat ondernemers partners kiezen op grond van wat zij daar zelf aan overhouden. Verder moet de positie van de ondernemingsraad bij beslissingen over het beloningsbeleid worden versterkt. In het coalitieakkoord is hierover het nodige overgenomen. De minister is er niet van overtuigd dat een vermindering van de variabele beloning hét antwoord op dit probleem is. Theoretisch is er veel voor te zeggen dat een variabele beloning fors kan zijn, mits koppeling aan prestaties zo werkt. De commissie-Frijns zal rapporteren over de vraag of dit inderdaad het geval is.

Uitbreiding van de termijn van 60 naar 180 dagen is fors. De commissie-Frijns stelt dat dit niet in de wetgeving opgenomen hoeft te worden maar wel in de Code. Dit maakt het wat milder, maar hierdoor rijst de vraag of een buitenlands fonds dat zich bij een Nederlands bedrijf meldt zich hieraan iets gelegen laat liggen. De commissie-Frijns zal bezien hoe dit in de praktijk vorm krijgt.

Het probleem van de administratieve lasten speelt een rol wanneer niet alleen melding gemaakt moet worden als de drempel van 3% wordt gepasseerd, maar ook bij stijging van elk procent daarboven. Het kabinet wil daarom dit voorstel nader bezien. De commissie heeft ook voorgesteld, de drempel van het agenderingsrecht voor aandeelhouders te verhogen van 1 naar 3%. Het kabinet heeft dit voorstel nog niet overgenomen omdat dit het enige voorstel is dat daadwerkelijk de rechten van aandeelhouders inperkt. Verder gaat het bij de grens van 3% bij grote ondernemingen om heel hoge bedragen. De minister komt hierop bij de Kamer terug.

In reactie op vragen over de marktmeester zegt de bewindsman dat er binnenkort een nieuw Besluit openbare biedingen komt waarin het moment waarop de AFM zich met de materie kan bezighouden vervroegd

wordt. Een takeover-panel is daarbij een optie. Deze figuur komt uit Engeland maar daar is een takeover-panel machtig. Het kan in een zeer vroeg stadium van biedingsprocessen partijen tot aanpassingen dwingen. Daarbij wordt één criterium gehanteerd: de aandeelhouderswaarde, maar dit zou strijdig zijn met het Rijnlandse model. Nader wordt onderzocht of een vroeg en streng optredende marktmeester mogelijk is als deze zich met meer dimensies moet bezighouden dan alleen aandeelhouderswaarde.

Het kabinet ziet niet hoe de fiscale behandeling van schulden, waarvan door sommige leden wordt aangenomen dat dit een van de faciliteiten is die hedgefondsen en private equity fondsen in staat stellen activistisch te zijn, kan worden aangepakt zonder dat grote schade elders in ondernemingsland wordt aangericht. Met name bij jonge ondernemingen en starters is schuldfinanciering, net als beloning in aandelen en opties, belangrijk om de eerste moeilijke jaren door te komen.

Hoe moet verder gehandeld worden met identificatie van aandeelhouders? Het voornemen is om nog dit jaar een voorstel naar de Raad van State te sturen om identificatie van aandeelhouders en investeerders te regelen. Hierin zal worden meegenomen de mogelijkheid dat ook buitenlandse investeerders zich voor het kiesrecht moeten identificeren. Het lijkt erop dat dit het beste kan via de Wet giraal effectenverkeer. In Frankrijk en Duitsland bestaan voorbeelden waaraan Nederland zich kan spiegelen. De minister is er niet van overtuigd dat certificering uit de tijd is. Het is een goed instrument om vennootschappen te beschermen tegen toevallige meerderheden in aandeelhoudersvergaderingen en de opkomst te bevorderen. Certificaathouders hebben recht op stemvolmachten behalve in «oorlogstijd».

Tactical litigation zal bij de voorstellen en het Besluit openbare biedingen aan de orde komen. Het gaat om een zeer ingewikkelde zaak. Tactical litigation is in Engeland makkelijker te plaatsen dan in Nederland. Omdat in Engeland bijna geen beschermingsconstructies bestaan, kan elke rechtsgang worden gezien als een tactische vertraging. In Nederland is meer regulering, inclusief die welke het ondernemingsbestuur in staat stelt om een beschermingsconstructie te creëren. Daarom kan de gang naar de rechter niet worden gezien als obstructie. Men beroept zich op zaken die in de wet zijn vastgelegd waarover men een rechterlijke opinie wil hebben.

Aanpassing van deelnemersvrijstelling als gevolg van de maatregelen zal verder reikende gevolgen hebben dan wat op dit punt wordt besproken. Als iemand meteen 5% zou verwerven vanwege de deelnemersvrijstelling, moet hij dit bij 3% melden. Het is de vraag of dit leidt tot speculatie. De bewindsman is hiervan niet overtuigd en ziet niet in wat daaraan op dit moment kan worden gedaan. Hij zal dit specifieke aspect in het desbetreffende wetsvoorstel adresseren.

De rapportage van De Nederlandsche Bank over beleggingen van pensioenfondsen in hedgefondsen valt onder de geheimhouding van de toezichthouder en kan dus niet openbaar worden gemaakt. Op een gearchiveerd niveau kan worden gemeld dat de beleggingen van pensioenfondsen in hedgefondsen ongeveer 2% van het totaal belegd vermogen bedragen.

Wat wordt in internationaal verband gedaan rondom securities lending? De minister heeft commissaris McGreevy schriftelijk gevraagd om hiervoor in Europa aandacht te vragen. Een Europese aanbeveling die hierop betrekking moet hebben wordt voor dit najaar verwacht. Ook loopt in Europa een discussie over de vraag hoe het toezicht in internationaal verband op private equity en hedgefondsen geregeld moet worden. De fiscale behandeling van private equity fondsen en de managers daarvan hebben nadrukkelijk de aandacht. In deze gevallen wordt zeker niet volstaan met een heffing in box 3. De bewindsman komt graag te zijner tijd op deze kwestie terug.

Nadere gedachtewisseling

De heer **Kalma** (PvdA) merkt op dat het tekort aan balans in de huidige corporate governance-structuur reden is om de positie van de werknemers nader te bezien. Het vraagstuk omtrent de context waarin het systeem van corporate governance opereert is moeilijk in wetgeving neer te leggen. De oplossing ligt slechts voor een deel in de structuren zelf. Aan het systeem ligt een ontwikkeling ten grondslag die geduid kan worden in termen van overheersing in een aantal opzichten van de korte termijn en van het financiële deel over het economische deel. Hiernaar moet grondiger gekeken worden. De corporate governance is hiervan een belangrijk onderdeel.

De heer **Irrgang** (SP) zegt dat de zorg over de versterking van de positie van de aandeelhouders niet opgelost mag worden door een te sterke focus op de korte termijn aandeelhouders. Versterking van de onafhankelijkheid van de RvC is belangrijk om falende bestuurders te stoppen. Bij fiscale ontmoediging van hogeschuldfinanciering is sprake van een constructie die wordt gebruikt bij leveraged buyouts waarbij leningen worden verstrekt van de aandeelhouder aan het bedrijf. Wil de minister ingaan op de suggesties die de heer Irrgang hierover gedaan heeft? Tot slot kan hij instemmen met een verhoging van de agenderingsdrempel.

De heer **Vendrik** (GroenLinks) merkt op dat het voor zijn fractie een groot probleem is dat het Nederlandse bedrijfsleven gedomineerd en soms geterroriseerd wordt door overwegingen van zeer korte termijn. De minister kan hierin volgens de heer Vendrik voor een deel meegaan, maar hij ziet dit niet terug in de beleidsagenda van de bewindsman. De SER-adviesaanvraag over de positie van de werknemers vindt hij daar te bescheiden voor. Wil de bewindsman een nader voorstel doen over de manier waarop hij deze gedachte onderzoekt en uitwerkt? De heer Vendrik wacht met spanning het stuk af dat het kabinet de Kamer zal sturen over maatschappelijk verantwoord ondernemen en alles wat rondom de Code Tabaksblat speelt. Verwijzend naar zijn opmerkingen over het geheel van de fiscale omgeving bij fusies en overnames en de daarbij betrokken partijen, vraagt de heer Vendrik of in het najaar een overzicht hiervan aan de Kamer kan worden gezonden, zodat bezien kan worden of nu al niet de overheid overwegingen van korte termijn fiscaal begunstigt ten opzichte van de lange termijn.

De heer **Omtzigt** (CDA) vindt het desbetreffende artikel in het BW te breed door de open normen. Hierdoor is het onbekend welke de uitwerking rechterlijke uitspraken op den duur hebben, waardoor voor aandeelhouders en werknemers grote onzekerheid wordt gecreëerd. Wil de minister in zijn voorstellen naar een ordelijk proces en de mate van voorspelbaarheid kijken? Kan de minister in de rapportage over de pensioenfondsen nader duiden hoe hun omgang met hedgefondsen gewaardeerd wordt?

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66) constateert dat de partij van de minister hem grotendeels steunt. Als hij zijn sociale hart en zijn «rechtse» hoofd blijft behouden, zal de fractie van D66 hem in de uitwerking van zijn voorstellen steunen.

De heer **Tony van Dijk** (PVV) herhaalt zijn vraag over de bekendmaking van aandeelhouders bij de onderneming die nodig is voor deelname vanaf een bepaald percentage en in hoeverre deze bekendmaking openbaar is voor andere aandeelhouders. Wellicht is het beter om, naar een voorbeeld uit Frankrijk, een chambre de réflexion in te stellen in plaats van een takeover-panel, zodat meer rust komt in een overname proces en

de onderneming een betere kans krijgt om hierover goede adviezen in te winnen.

De heer **Weekers** (VVD) meent dat de minister goede beschermingswallen heeft opgeworpen tegen het linkse activisme tegen aandeelhoudersrechten, zonder daarbij de ogen te sluiten voor mogelijke nadelige effecten van het bekende systeem. Wanneer kan de Kamer de toegezegde onderbouwing van de maatregelen verwachten? De bewindsman wil in verband met het agenderingsrecht de rechten van de aandeelhouders niet beperken in tegenstelling tot het advies van Frijns. Volgens de kabinetsreactie neemt hij echter het advies van Frijns wél over. Wil de bewindsman hierop ingaan? En wil hij ingaan op de vraag om een ingang bij de Ondernemingskamer te creëren voor agressieve aandeelhouders die er een potje van maken?

Minister **Bos** merkt op dat in zijn brief sprake is van een evaluatie van het enquêterecht en de rol van de Ondernemingskamer. De laatste vraag van de heer Weekers kan hierbij worden meegenomen. De vraag van de heer Irrgang over een fiscaal aspect van de leveraged buyouts zal per separate brief worden beantwoord. De huidige regels voor de rol van de AFM in het kader van marktmanipulatie zijn afkomstig uit de Richtlijn markt-misbruik 2004. Deze richtlijn spreekt over een zogenoemde maximum harmonisatie. Daarnaast kan de AFM in gevallen waarbij een vermoeden is van markt-misbruik om nadere informatie vragen. Een debat over de vraag of dit voldoende recht doet aan AFM als marktmeester wil de bewindsman graag met de Kamer voeren op het moment waarop het nieuwe Besluit openbare biedingen behandeld wordt.

Bij het meldingsrecht spelen twee aspecten een rol: de vraag of een verhoging van 1 naar 3% nodig is en of een nominale grens gehanteerd wordt. Een oplossing kan worden gevonden in het verschil tussen grote en kleine vennootschappen en de mate waarin een drempel aandeelhouders hindert om hun geluid te laten horen, maar er is nog geen concrete oplossing voor deze problematiek. De minister staat sympathiek tegenover de suggestie om de drempel te verhogen, maar het precieze niveau daarvan – al of niet in combinatie van specificaties van de nominale grens – is nog niet vastgesteld. Aan de specifieke invulling die de commissie-Frijns daaraan geeft, heeft hij zich nog niet verbonden.

Op de suggestie van de AFM om, in verband met transparantie, adviseurs die betrokken zijn bij overnames te registreren, zal de minister terugkomen bij de indiening van de concrete voorstellen voor het overnameproces en beloningen.

De minister is bereid in te gaan op de vraag in hoeverre op fiscaal gebied nu al regelgeving bestaat die een kortetermijnblik begunstigt in relatie tot de vraag om bevordering van een blik die gericht is op de lange termijn. Ook is hij bereid, een debat te voeren over de focus op de korte termijn in het moderne kapitalisme. Naast het SER-advies over de positie van de werknemers in een onderneming, komt er tegen het eind van het jaar een advies over globalisering. Wellicht is dat het juiste moment om, met gebruik van deze adviezen, die discussie aan te gaan. Ook is het mogelijk om bij die discussie de voorstellen tot verandering van de spelregels voor corporate governance in verband met een versterking van de focus op lange termijn van betrokkenen bij ondernemingen van de commissies-Tabaksblat, Frijns I en Frijns II te betrekken.

De bewindsman zal overleggen met DNB of een rapportage met betrekking tot pensioen- en hedgefondsen aan de Kamer kan worden gepresenteerd. Bekendmaking van aandeelhouders vindt plaats via een openbaar register. Het onderzoek naar de vraag hoe activiteiten van private equity en hedgefondsen moeten worden beoordeeld kan eind oktober naar de Kamer worden gezonden.

Desgevraagd zegt de bewindsman toe dat de Kamer schriftelijk een overzicht krijgt van de in zijn betoog toegezegde voorstellen en maatregelen, vergezeld van de relevante tijdpaden.

De voorzitter van de vaste commissie voor Financiën,
Blok

De voorzitter van de vaste commissie voor Economische Zaken,
Kraneveldt van der Veen

De voorzitter van de vaste commissie voor Justitie,
De Pater-van der Meer

De griffier van de vaste commissie voor Financiën,
Berck