

Vergaderjaar 2006–2007

31 083

Corporate governance, hedgefondsen en private equity

Nr. 1

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 19 juni 2007

Bij brief van 2 mei 2007 is door de vaste commissie voor Financiën kenbaar gemaakt dat met belangstelling wordt uitgezien naar de kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie en is verzocht om een kabinetsvisie in brede zin inzake hedgefondsen en private equity (07-FIN-B-020). Vanwege de onderlinge samenhang die deze onderwerpen op belangrijke punten kennen, bied ik u hierbij één geïntegreerde kabinetsvisie op deze onderwerpen aan. Tevens bied ik u ter kennisgeving aan het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (hierna: Monitoring Commissie) met aanbevelingen over de rol van aandeelhouders en het toepassingsbereik van de Code Tabaksblad (hierna: de Code)¹. Dit rapport is op 30 mei 2007 aangeboden aan de Ministers van Financiën en Economische Zaken. De Monitoring Commissie is erin geslaagd om op korte termijn met een aantal concrete aanbevelingen te komen, in reactie op recente ontwikkelingen die plaatsvinden op het terrein van corporate governance. Hiervoor ben ik de Monitoring Commissie zeer erkentelijk.

Deze brief wordt u toegezonden mede namens de Ministers van Justitie, van Economische Zaken en van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.

De minister van Financiën,
W. J. Bos

¹ Ter inzage gelegd bij het Centraal Informatiepunt Tweede Kamer.

Samenvatting

De Monitoring Commissie brengt jaarlijks verslag uit van haar bevindingen op het terrein van de naleving, actualiteit en bruikbaarheid van de Code. Daarnaast onderzoekt de Monitoring Commissie op incidentele basis specifieke thema's op het terrein van corporate governance en rapporteert daarover aan het kabinet.

Mede in het licht van fenomenen als hedgefondsen en private equity partijen is in 2006 de vraag opgekomen of het beoogde evenwicht in het Nederlandse systeem van corporate governance wel in alle opzichten gerealiseerd wordt. De Monitoring Commissie heeft deze vraag onderzocht en naar aanleiding daarvan aanbevelingen gedaan aan het kabinet. Het kabinet kan zich vinden in de aanbevelingen van de Monitoring Commissie en neemt deze grotendeels over.

Het kabinet acht in aanvulling daarop het wenselijk nader te verkennen of de positie van de werknemers in de onderneming versterking behoeft en hoe dit gerealiseerd kan worden, zodanig dat deze voldoende meegewogen wordt bij de besluitvorming in Nederlandse ondernemingen.

Naar aanleiding van het rapport van de Monitoring Commissie:

Het kabinet is voornemens om op korte termijn een aantal maatregelen te nemen dat ertoe moet leiden dat het Nederlandse corporate governance systeem, gezien de aan verandering onderhevig zijnde omgevingsfactoren, ook op termijn goed – of zelfs beter – kan blijven functioneren.

- a. Het kabinet is voornemens de eerste drempel voor de melding van zeggenschap in beursgenoteerde ondernemingen te verlagen van 5% naar 3%. Voorts zal worden onderzocht of de verplichte melding van iedere wijziging van ten minste 1% wenselijk is;
- b. Het kabinet zal bezien op welke wijze vorm kan worden gegeven aan invoering van de verplichting tot melding van intenties van aandeelhouders bij een aandelenbelang van 3% en van de verplichting tot melding van wijziging van die intenties;
- c. Het kabinet zal in internationaal verband aandacht vragen voor de nadelige gevolgen van «securities lending» en participeren in de Europese ontwikkelingen inzake «securities lending». Deze ontwikkelingen zullen als leidraad dienen voor eventueel te nemen maatregelen om de nadelige gevolgen van «securities lending» aan te pakken;
- d. Het kabinet zal een wettelijke regeling tot de identificatie van aandeelhouders voorbereiden;
- e. Het kabinet is voornemens de drempel voor toepassing van het agenderingsrecht voor aandeelhouders te verhogen, waarbij het alternatieve criterium van het nominale bedrag zal komen te vervallen.

Naar aanleiding van de activiteiten van hedgefondsen en private equity partijen:

Naast de hierboven beschreven maatregelen op het terrein van corporate governance zal het kabinet specifiek met betrekking tot hedgefondsen en private equity partijen de volgende acties ondernemen:

- a. Het kabinet zal een feitenonderzoek laten uitvoeren naar hedgefondsen en private equity partijen om een helder beeld te krijgen van de omvang van mogelijke zorgpunten met als doel een goede grondslag te creëren voor visies ten aanzien van dit type investeerders;
- b. In het Besluit openbare biedingen zullen aanvullende transparantievereisten worden opgenomen over de vergoeding die bestuurders van een doelvennootschap ontvangen in verband met een openbaar bod op die vennootschap;

- c. Op het terrein van de financiële stabiliteit zal het kabinet actief volgen of de recentelijk door De Nederlandsche Bank (DNB) opgestelde principes voor het risicobeheer van financiële ondernemingen bij alternatieve beleggingen afdoende functioneren;
- d. Het kabinet zal internationale discussies over hedge funds en private equity partijen in verschillende Europese en mondiale gremia actief volgen en trachten te beïnvloeden.

Verkenning van versterking van de positie van werknemers in onderneming.

Omdat het kabinet waarde hecht aan een breed maatschappelijk draagvlak zal zij bij de verkenning van de positie van de werknemers in de onderneming de opvattingen van de betrokken partijen nadrukkelijk betrekken. Bij de verkenning zal het kabinet in ieder geval de volgende opties bezien:

- a. een spreekrecht van de ondernemingsraad (OR) in de AvA,
- b. de betrokkenheid van werknemers bij een fusie of overname; en
- c. grotere betrokkenheid van de OR bij benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen.

In dat kader zal het kabinet aan de SER vragen om uiterlijk medio oktober een gericht advies uit te brengen.

Aangezien het enquêterecht een steeds belangrijkere rol krijgt bij de beslechting van geschillen in de onderneming, zal het kabinet bij de bovengenoemde verkenning ook aandacht schenken aan de rol en functie van het enquêterecht, waarbij onder meer de toegang tot dat recht aan de orde zal zijn.

1. Inleiding en achtergrond

In Nederland heeft het onderwerp corporate governance het afgelopen decennium volop in de belangstelling gestaan. Bij goede corporate governance gaat het in essentie om een efficiënt toezicht op het bestuur van ondernemingen (de «checks») en om een evenwichtige verdeling van invloed tussen het bestuur, de raad van commissarissen («RvC») en de algemene vergadering van aandeelhouders («AvA») (de «balances»). Het Nederlandse systeem van corporate governance is gebaseerd op het Rijnlandse model waarin alle stakeholders betrokken zijn bij de onderneming. Het richtsnoer voor het handelen van het bestuur en de raad van commissarissen is volgens de Monitoring Commissie het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. De onderneming wordt daarbij gezien als een lange termijn samenwerkingsverband waarbij aandeelhouders niet de enige relevante partij zijn. Ook andere belanghebbenden, zoals werknemers, dienen in dat samenwerkingsverband een rol te krijgen en hun belang vertegenwoordigd te zien. Er hoort bovendien een zekere duurzaamheidsambitie aanwezig te zijn. Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. Tegelijkertijd dient het Nederlandse stelsel op het terrein van het ondernemingsrecht en corporate governance in internationaal verband aantrekkelijk te blijven of zelfs aantrekkelijker te worden. Deze elementen – samenwerking, duurzaamheid en stakeholders/belanghebbenden – staan in de visie van zowel het kabinet als de Monitoring Commissie op de onderneming centraal. Niet uitsluitend maar wel mede in het licht van fenomenen als private equity partijen en hedgefondsen is de vraag opgekomen of het beoogde evenwicht in het Nederlandse systeem van corporate governance wel in alle opzichten gerealiseerd wordt.

In december 2003 is de Nederlandse corporate governance code, ook wel de Code Tabaksblat genoemd, gepubliceerd teneinde de checks & balances in Nederlandse vennootschappen te herstellen. Naast de totstandkoming van de Code heeft een aantal uiteenlopende aanpassingen in de Nederlandse wet- en regelgeving plaatsgevonden, variërend van wijzigingen in Boek 2 van het Burgerlijk wetboek in 2004 tot en met de implementatie van de overnamerichtlijn in 2007¹. Dit heeft geleid tot een herijkt Nederlands systeem van wet- en regelgeving op het terrein van corporate governance. Hoewel dit systeem solide in elkaar zit en over het algemeen naar behoren functioneert, is dat geen reden voor het kabinet om stil te zitten. Ten eerste omdat op onderdelen verfijning en verscherping van het stelsel wenselijk is, bijvoorbeeld in de wijze waarop aandeelhouders aan de AvA kunnen deelnemen, de AvA functioneert en de verschillende organen binnen de vennootschap onderling met elkaar (kunnen) communiceren. Ten tweede omdat belangrijke omgevingsfactoren op het terrein van corporate governance continu aan verandering onderhevig zijn. Het is op dit punt dat de beide onderwerpen van deze brief – enerzijds het rapport van de Monitoring Commissie, in het bijzonder de communicatie tussen de vennootschap en haar aandeelhouders, en anderzijds de activiteiten van hedgefondsen en private equity partijen – met elkaar in aanraking komen. Het optreden van bepaalde actieve aandeelhouders, waaronder een aantal hedgefondsen, evenals de toename van het aantal overnames van gevestigde ondernemingen door private equity partijen hebben enkele verbeterpunten extra belicht. Hieronder zal eerst aan het rapport van de Monitoring Commissie aandacht worden geschonken. Vervolgens volgt de visie van het kabinet op de activiteiten van hedgefondsen en private equity partijen.

2. Het rapport van de Monitoring Commissie

2.1 Achtergronden bij het rapport en de werkwijze van de Monitoring Commissie

De Monitoring Commissie heeft bij haar eerste jaarrapport, in 2005, aangekondigd dat zij in 2006 meer aandacht zou besteden aan de voorbereiding en effectiviteit van de AvA, de dialoog tussen onderneming en aandeelhouders en aan de naleving van de Code door lokale en de primair in het buitenland genoteerde «Nederlandse» fondsen. Mede op verzoek van het kabinet heeft de Monitoring Commissie het nuttig geacht om over de rol van aandeelhouders en het toepassingsbereik van de Code te consulteren. Op basis van het consultatiedocument en de naar aanleiding daarvan ontvangen reacties heeft de Monitoring Commissie in haar rapport van 30 mei haar definitieve bevindingen over de rol van aandeelhouders aan het kabinet aangeboden. Het rapport van de Monitoring Commissie valt uiteen in twee hoofdthema's: Nadere uitwerking van de Code en Aanbevelingen aan de wetgever. In deze brief zal het kabinet zich vooral richten op de aanbevelingen aan de wetgever.

2.2 Nadere uitwerking van de Code

Naast de aanbevelingen aan de wetgever heeft de Monitoring Commissie een aantal spelregels opgesteld in de vorm van nadere uitwerkingen van de Code. Deze aanbevelingen vormen een aanvulling en verfijning op de Code en hebben onder meer tot doel de dialoog tussen vennootschap en aandeelhouders te bevorderen en kunnen ertoe bijdragen dat de AvA effectiever functioneert.

Zoals hiervoor is aangegeven acht het kabinet het van groot belang dat de kwaliteit van de corporate governance in Nederland een hoog niveau heeft en meer specifiek dat het voeren van een constructieve dialoog

¹ Kamerstukken I 2006–2007, 30 419, nr. A. De wet regelt onder andere de invoering van het verplicht openbaar overnamebod ter bescherming van minderheidsaandeelhouders, een (bijzondere) uitkoopregeling en een verkooprecht alsmede de mogelijkheid voor beursvennootschappen om te opteren voor wel of geen opheffing van bepaalde beschermingsmogelijkheden tegen overnames via een statutaire regeling.

tussen aandeelhouders en het bestuur wordt vergemakkelijkt. Het kabinet gaat er dan ook van uit dat beursvennootschappen deze aanbevelingen ter harte zullen nemen.

Responstijd

De Monitoring Commissie heeft ter nadere uitwerking van de code een aanbeveling gedaan waarmee wordt beoogd dat het bestuur, indien een aandeelhouder een onderwerp wil agenderen dat naar verwachting een strategiewijziging tot gevolg kan hebben, gedurende een bepaalde periode een zekere responstijd te gunnen om te overleggen en andere alternatieven te onderzoeken. De commissie heeft een termijn van 180 dagen genomen als vuistregel voor de responstijd. De geldende wettelijke (minimum)termijn voor het agenderen van een onderwerp op de algemene vergadering van een NV bedraagt momenteel zestig dagen (voor aanvang van de vergadering).

De aanbeveling is gericht aan Nederlandse beursvennootschappen en hun aandeelhouders en is opgesteld in de vorm van een zogeheten good practice bepaling. Wijzigingen van de wettelijke bepalingen ter zake wordt door de commissie niet aanbevolen. Het kabinet ziet met belangstelling de eerste ervaringen met de good practice bepaling tegemoet. De Monitoring Commissie zal daarom worden verzocht verslag te doen van deze eerste ervaringen in een van haar komende rapportages.

Onderzoeken hoe het lange termijn aandeelhouderschap kan worden gestimuleerd.

Het kabinet is van mening dat een lange termijn visie van aandeelhouders goed is voor de onderneming en daarmee uiteindelijk ook voor de werknemers. Hoewel het primair een zaak is van ondernemingen om te kijken hoe zij aandeelhouders voor langere termijn aan zich kunnen binden, wil het kabinet bezien of het nodig en mogelijk is om de ondernemingen daarbij te faciliteren door eventuele belemmeringen in de wetgeving weg te nemen.

2.3 Aanbevelingen aan de wetgever

1. Melding van zeggenschap

De Monitoring Commissie beveelt de wetgever aan de drempel voor melding van zeggenschap in beursgenoteerde ondernemingen in het kader van de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) te verlagen van 5% naar 3% en daarbij te verplichten tot melding van iedere wijziging van tenminste één procent.

Het kabinet steunt de aanbeveling van de Monitoring Commissie om de eerste drempel voor melding van zeggenschap te verlagen van 5% naar 3% om de volgende redenen: Ten eerste sluit een drempel van 3% aan bij wat internationaal gebruikelijk is en bijvoorbeeld wordt toegepast in landen als het Verenigd Koninkrijk en Duitsland. Ten tweede kan een verlaging van de meldingsdrempel ertoe bijdragen dat het bestuur in een vroeg stadium weet wie haar belangrijke aandeelhouders zijn zodat het gericht met haar aandeelhouders kan communiceren. Het kabinet is van mening dat het nadeel van stijging van de administratieve lasten als gevolg van de verlaging van de meldingsgrens niet opweegt tegen de voordelen die samenhangen met het vergroten van de transparantie. Wanneer de meldingsdrempel nog lager wordt, wegen de voordelen niet meer op tegen de nadelen. Om dezelfde reden zal het kabinet ten aanzien van de aanbeveling om iedere wijziging van tenminste één procentpunt eveneens meldingsplichtig te maken, eerst de gevolgen voor de adminis-

tratieve lasten nader onderzoeken, alvorens deze aanbeveling over te nemen.

2. Melding van intenties van aandeelhouders

De Monitoring Commissie beveelt de wetgever aan aandeelhouders in Nederlandse vennootschappen te verplichten hun intenties bekend te maken bij een aandelenbelang van 5%, waarna vervolgens iedere wijziging van de intenties dient te worden gemeld.

Het kabinet staat positief tegenover de gedachte die ten grondslag ligt aan de aanbeveling van de Monitoring Commissie en wil daarbij nog iets verder gaan. Een melding van intenties bij een zeggenschapsbelang van 3% kan ertoe bijdragen dat het bestuur op een betere manier kan communiceren met haar aandeelhouders. Op deze wijze kan (meer) duidelijkheid ontstaan of een aandeelhouder de aandelen slechts voor beleggingsdoeleinden houdt of dat hij van plan is om op enigerlei wijze invloed uit te oefenen in de vennootschap waarin hij aandeelhouder is. Bovendien sluit dit goed aan bij het percentage dat geldt voor het melden van zeggenschap. Zoals ook door de Monitoring Commissie wordt opgemerkt dient bij het ontwerpen van een regeling aandacht te worden geschonken aan de uitvoeringsaspecten, in het bijzonder aspecten als wijzigingen van intenties, de samenhang met «acting in concert» en het stemmen vóór voorstellen door aandeelhouders die andere intenties hebben gemeld. Het kabinet zal, deze uitvoeringsaspecten in ogenschouw nemend, bezien op welke wijze vorm kan worden gegeven aan invoering van de verplichting tot melding van intenties van aandeelhouders bij een aandelenbelang van 3% en aan de verplichting tot melding van wijziging van die intenties. Daarbij zullen de ervaringen die men heeft in landen waar een meldingsplicht van intenties reeds bestaat, worden meegenomen.

3. Securities lending

De Monitoring Commissie meent dat het zeggenschapsbelang zoveel mogelijk dient te sporen met het financiële belang en acht «empty voting» derhalve ongewenst. Tegelijkertijd erkent de Monitoring Commissie dat de mogelijkheden om dit fenomeen tegen te gaan beperkt zijn en stelt zij vast dat de problematiek van securities lending met uitsluitend oogmerk om stemrecht te verkrijgen op dit moment onvoldoende te overzien is. De Monitoring Commissie beveelt de wetgever daarom aan de mogelijkheden voor het ontmoedigen van securities lending met het (uitsluitende) oogmerk om stemrechten te verkrijgen nader te onderzoeken, waarbij uitdrukkelijk aandacht dient te worden besteed aan internationale ontwikkelingen.

Het kabinet deelt de opvattingen van de Monitoring Commissie ten aanzien van empty voting en securities lending. Het kabinet zal om die reden in internationaal verband aandacht (blijven) vragen voor de nadelige gevolgen van securities lending en doorgaan met participeren in de Europese ontwikkelingen op dit terrein. Deze ontwikkelingen zullen voorts als leidraad dienen voor eventueel te nemen maatregelen om de nadelige gevolgen van securities lending aan te pakken. De Europese Commissie heeft aangekondigd een aanbeveling te willen uitbrengen, waarin het onderwerp uitlenen van aandelen (securities lending) aan de orde zal komen. Een openbare consultatie over deze voorgenoemde Europese aanbeveling is onlangs gestart¹. Bij de beleidsvorming omtrent geschikte maatregelen zal de consultatie die de Europese Commissie momenteel naar securities lending doet in het kader van de geplande aanbeveling worden betrokken.

¹ Het consultatiedocument is beschikbaar op de website van de Europese Commissie: http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexa_en.htm

4. Identificatie van aandeelhouders

De Monitoring Commissie beveelt aan wetgeving te ontwikkelen ten einde

de vennootschap in staat te stellen de identiteit van de aandeelhouders (bedoeld zijn de economische gerechtigden op de aandelen) te achterhalen.

Het kabinet neemt deze aanbeveling van de Monitoring Commissie over en zal een wettelijke regeling vormgeven die de identificatie van aandeelhouders mogelijk maakt. Met de Monitoring Commissie heeft het kabinet geconstateerd dat in de praktijk blijkt dat beursvennootschappen tegen het probleem aanlopen dat voor hen onduidelijk is welke personen aandeelhouder en/of stemgerechtigde zijn. Het toegenomen activisme van beleggers en de versterking van de rechten van aandeelhouders heeft de urgentie van dit probleem versterkt. Gegeven het feit dat een groot gedeelte van de aandelen van Nederlandse vennootschappen in buitenlandse handen is, kent dit probleem een grensoverschrijdende dimensie. Omdat op buitenlandse aandeelhouders en op buitenlandse intermediairs die namens aandeelhouders aandelen houden (ook) buitenlands recht van toepassing is, zal aanpassing van de Nederlandse wetgeving, in het bijzonder de Wet giraal effectenverkeer (Wge), naar verwachting niet altijd toereikend zijn om buitenlandse aandeelhouders te achterhalen dan wel buitenlandse intermediairs aan te sporen om de identiteit van achterliggende aandeelhouders te verstrekken. Het kabinet zal om die reden, naast aanpassing van de Nederlandse wetgeving, zich blijven inspannen om ook in internationaal verband deze problematiek op te lossen.

5. Agenderingsrecht

De Monitoring Commissie beveelt de wetgever aan om in overweging te nemen de drempel voor toepassing van het agenderingsrecht voor aandeelhouders te verhogen tot 3%, waarbij het alternatieve criterium van het nominale bedrag vervalt. De reden waarop de door Monitoring Commissie aanbevolen verhoging van deze drempel is gebaseerd, is dat verhoging van de drempel van het agenderingsrecht van 1% naar 3% internationaal gezien meer in de pas zou lopen en dat dit percentage bovendien aansluit bij het percentage voor de melding van zeggenschap.

Het kabinet beseft dat deze aanbeveling een maatregel inhoudt die potentieel gevolgen heeft voor de mogelijkheden die aandeelhouders hebben om het beleid van de onderneming te beïnvloeden. Daar waar de aanbevelingen onder 1, 2 en 4 vooral additionele (transparantie)verplichtingen bevatten voor aandeelhouders waarbij de aandeelhoudersrechten ongemoeid worden gelaten, betekent deze aanbeveling een beperking van een aandeelhoudersrecht. Daar staat tegenover dat een reden voor aanpassing van het agenderingsrecht is dat activistische aandeelhouders met een relatief klein percentage van de stemmen een onevenredig groot stempel kunnen drukken op de aandeelhoudersvergadering. Indien het alternatieve criterium van het nominale bedrag niet zou vervallen, zou ophoging van het percentage weinig effect hebben. Het kabinet acht daarom een hogere drempel in combinatie met het vervallen van het nominale bedrag wenselijk.

6. Ontslag/opzegging vertrouwen RvC

De Monitoring Commissie geeft in overweging om de statutaire vrijheid voor het bepalen van nadere eisen in verband met de besluitvorming over het opzeggen van het vertrouwen in het de raad van commissarissen van structuurvennootschappen te vergroten.

Het kabinet dient zich op dit punt nader te beraden. Daarbij speelt ook een rol dat de markt over deze aanbeveling niet is geconsulteerd en voorts rekening moet worden gehouden met het gevoel van de SER, dat een rol heeft gespeeld bij de totstandkoming van de structuurregeling.

7. Toepassingsbereik Code op alternatieve handelplatformen

De Monitoring Commissie is van mening dat toepassing van de Code niet wettelijk verplicht zou moeten zijn voor aan Alternext en andere niet-gereguleerde effectenmarkten genoteerde kleinere ondernemingen.

Het kabinet ondersteunt deze aanbeveling. Ter uitvoering daarvan zal de reikwijdte van de Code worden beperkt bij algemene maatregel van bestuur.

8. Lokale fondsen

De Monitoring Commissie is van mening dat verplichte toepassing van de Code door lokale fondsen redelijk is. De mate van toepassing onder lokale fondsen is reeds groot en daar waar de Code aanzienlijke lasten met zich meebrengt bestaat de mogelijkheid om via de «comply or explainregel» af te wijken van de Code. Om die redenen deelt het kabinet de mening van de Monitoring Commissie dat de Code verplicht van toepassing dient te zijn op lokale fondsen.

9. Nederlandse fondsen met uitsluitend een notering in het buitenland

De Monitoring Commissie is van mening dat terughoudendheid is geboden bij een eenzijdige introductie van expliciete keuzevrijheid voor Nederlandse ondernemingen met uitsluitend een buitenlandse beursnotering over welke corporate governance code zij wensen na te leven.

De Nederlandse Code is van toepassing op ondernemingen die statutair in Nederland zijn gevestigd en waarvan de aandelen zijn genoteerd aan een markt in financiële instrumenten (een effectenbeurs). In Nederland gevestigde ondernemingen met enkel een beursnotering in het buitenland vallen in de huidige situatie onverkort onder het toepassingsbereik van de Code. Een reden hiervoor is dat wanneer het hebben van een Nederlandse notering een toepasselijkheidscriterium zou zijn, de concurrentiepositie van de Nederlandse beurs negatief zou kunnen worden beïnvloed. Het kabinet deelt de mening van de Monitoring Commissie dat terughoudend moet worden omgesprongen met het toekennen van keuzevrijheid met betrekking tot toepassing van de Code aan Nederlandse ondernemingen met enkel een buitenlandse notering. In de praktijk ziet men dat veel van die ondernemingen de Code toepassen en bovendien bestaat via de «comply or explain-regel» de mogelijkheid om af te wijken van de Code, bijvoorbeeld met verwijzing naar een buitenlandse code die door de bewuste onderneming wordt toegepast.

Het kabinet is dan ook van mening dat Nederlandse ondernemingen die niet op de Nederlandse beurs actief zijn de Code (ook in de toekomst) dienen toe te passen. De Code biedt die ondernemingen voldoende flexibiliteit omdat via de «comply or explain-regel» de mogelijkheid bestaat om af te wijken van de Code, bijvoorbeeld met verwijzing naar een buitenlandse code die door de bewuste onderneming wordt toegepast.

3. Hedgefondsen en private equity

3.1 Toegenomen belangstelling

Hoewel hedgefondsen en private equity partijen al decennia actief zijn op financiële markten, is de belangstelling voor dit type investeerders de laatste jaren toegenomen. Dit komt vooral door het optreden van enkele hedgefondsen als activistische aandeelhouder en een aantal in het oog springende overnames van gevestigde ondernemingen door private equity partijen.

Er bestaan aanzienlijke verschillen in de wijze waarop hedgefondsen en private equity partijen actief zijn op de financiële markten. De term hedgefonds is een verzamelnaam voor een heterogene groep investeerders met uiteenlopende niet-traditionele beleggingsstrategieën. Een deel van alle hedgefondsen heeft als strategie het beleggen in aandelen. Van dit deel treedt, voor zover bekend, slechts een klein deel ook op als activistische aandeelhouder. Met private equity wordt bedoeld op kapitaal dat wordt geïnvesteerd in ondernemingen waarvan de aandelen niet (meer) beursgenoteerd zijn. Daarbij kan een globale onderverdeling worden gemaakt in «venture capital» (durfkapitaal) en «leveraged buyout» (LBO: overnames van gevestigde, veelal beursgenoteerde bedrijven, gefinancierd met een lening). Het rendement voor een private equity partij wordt doorgaans gerealiseerd bij diens «exit» in de vorm van onderhandse verkoop of een (her)introdactie op de beurs. Ten behoeve van een gedetailleerder beeld dienen de karakteristieken en strategieën van hedgefondsen en private equity partijen nader in kaart te worden gebracht.

Hoewel wordt erkend dat hedgefondsen en private equity partijen een positieve bijdrage leveren aan de werking van financiële markten en innovatie en zo aan economische groei en werkgelegenheid, is tijdens de hoorzitting in de Tweede Kamer op 11 april 2007 en in het maatschappelijke debat in brede zin een aantal zorgpunten onder de aandacht gebracht¹. Hierbij lag de nadruk op zorgen in de sfeer van corporate governance, waaronder aandeelhoudersactivisme door hedgefondsen en de manier waarop private equity partijen gevestigde bedrijven overnemen. Op deze en enkele andere zorgpunten wordt hieronder nader ingegaan. Bij de zorgen die spelen rondom «activistische» hedgefondsen bestaat nauwe samenhang met de hierboven uiteengezette kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie. Daarom zal dit punt hier slechts kort worden behandeld.

Verder is vermeldenswaardig dat de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappen (NVP) begin deze maand een herziene gedragscode heeft bekendgemaakt. Participatiemaatschappijen verstrekken private equity ofwel risicodragend vermogen voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. De vastgestelde gedragscode heeft tot doel inzicht te geven in de werkwijze van de bij de NVP aangesloten participatiemaatschappen en in het soort afspraken dat zij maken met beleggers en met de in het participatieproces betrokken partijen. De gedragscode geeft aan hoe participatiemaatschappijen richting beleggers, bestuur, commissarissen en overige direct betrokkenen openheid verschaft over hun doelen en plannen. Het kabinet juicht dit initiatief van zelfregulering door de NVP toe. Het toont aan dat private equity partijen in Nederland de maatschappelijke wensen ten aanzien van meer openheid in de gehanteerde werkwijze serieus nemen.

3.2 Een aantal specifieke zorgpunten Corporate governance: hedgefondsen

Tijdens de hoorzitting werd als belangrijkste zorgpunt gewezen op de activistische houding van enkele hedgefondsen als aandeelhouder bij beursgenoteerde ondernemingen. Daarbij gaat het met name om de verhouding tussen het mogelijke korte termijn belang van deze fondsen in relatie tot de langere termijn belangen van de onderneming en haar andere «stakeholders». Deze discussie is niet alleen relevant voor hedgefondsen, maar maakt deel uit van de hierboven geschetste bredere discussie over het toegenomen aandeelhoudersactivisme. Ook andere aandeelhouders maken in toenemende mate gebruik van hun aandeelhoudersrechten. Het toegenomen activisme van aandeelhouders is op zichzelf gezien geen onwenselijke ontwikkeling, maar op onderdelen is

¹ De hoorzitting van de Vaste Kamercommissie voor Financiën die plaatsvond op 11 april 2007.

enige aanscherping van de spelregels wenselijk. Naar aanleiding van de aanbevelingen van de Monitoring Commissie wordt daarom een aantal algemene maatregelen genomen, die ook zullen gelden voor hedgefondsen. Zie voor een nadere toelichting paragraaf 2 van deze brief.

Corporate governance: private equity

De voornaamste zorgpunten bij private equity op het terrein van corporate governance liggen bij overnames van ondernemingen. Evenals bij hedgefondsen bestaat de zorg dat door mogelijke korte termijn belangen van private equity partijen de belangen van andere «stakeholders» en de continuïteit van de onderneming in het geding kunnen komen. Tijdens de hoorzitting kwam echter naar voren dat in de praktijk de belangen van private equity partijen en die van de overgenomen ondernemingen ook goed samen kunnen gaan. Zo kunnen na een LBO door een private equity partij in alle rust problemen worden opgelost – bijvoorbeeld door een onderneming te herstructureren – zonder korte termijn druk van de beurskoers of de publicatie van kwartaalcijfers. In situaties waarbij de private equity partij haar deelname na slechts zeer korte tijd weer beëindigt, is een dergelijke positieve bijdrage minder evident. Niettemin lijkt het zoeken naar snelle winst ten koste van de onderneming als geheel niet veel voor te komen, aldus (inter)nationale studies. Of en in hoeverre dergelijke korte termijn praktijken eerder uitzondering dan regel zijn, moet nader in kaart worden gebracht.

Ook bestaan er zorgen over de mate waarin private equity partijen overnames financieren met vreemd vermogen. In beginsel wordt de waarde en het toekomstperspectief van een onderneming bepaald door diens activiteiten en niet door de manier van financiering. Niettemin kan teveel vreemd vermogen een onderneming negatief beïnvloeden door de kosten van mogelijke financiële problemen. Een teveel aan eigen vermogen is echter ook niet wenselijk omdat de waarde en het toekomstperspectief van een onderneming in dat geval negatief kan worden beïnvloed doordat het bestuur eerder geprikkeld kan zijn om bijvoorbeeld bedrijfseconomisch onverantwoorde investeringen te doen.

Eenzijds kan het gebruik van relatief meer vreemd vermogen – bijvoorbeeld middels een LBO door een private equity partij – helpen het bestuur te dwingen om efficiënt te werken en de onderneming optimaal te structureren om zo aan haar renteverplichtingen te voldoen. Ook het toegevoegde financiële belang van het bestuur na een LBO – dat doorgaans een deel van het aandelenpakket krijgt – kan de prikkels voor het bestuur verbeteren. Anderzijds neemt door een te scherpe financiering van de overname met vreemd vermogen de kans op mogelijke financiële problemen toe. Er moet een buffer overblijven voor onvoorziene omstandigheden. Bovendien kan het gebruik van teveel vreemd vermogen de ruimte voor nieuwe investeringen beperken. Het netto effect van deze tegengestelde invloeden is niet geheel duidelijk. Desalniettemin bestaat er een grens waarbij een onderneming in plaats van gedisciplineerd te worden door een gezonde verhouding vreemd en eigen vermogen, kan lijden onder teveel vreemd vermogen. De optimale mix tussen eigen en vreemd vermogen hangt onder meer af van de individuele karakteristieken van de betreffende onderneming.

Vanwege de mogelijk negatieve effecten van te veel vreemd vermogen is gesuggereerd om de fiscale aftrekbaarheid van schuldfinanciering bij overnames te beperken. Om hier een gegronde visie over te vormen moeten ten eerste de bovenbeschreven effecten van schuldfinanciering op ondernemingen beter in kaart worden gebracht. Daarnaast moet worden bedacht dat een dergelijke beperking niet alleen overnames door

private equity partijen van gevestigde bedrijven raakt, maar ook overnames van startende ondernemingen. Privaat kapitaal is immers ook een financieringsbron voor jonge en innovatieve ondernemingen die nog geen toegang hebben tot publieke beursfinanciering. Tot slot zou een algemene beperking ook overnames door andere (niet financiële) partijen raken.

Een laatste zorgpunt bij overnames door private equity partijen is de mogelijke vertroebeling van de beoordeling door het bestuur van de overnamevoorwaarden vanwege het zicht op een belang in de private onderneming die ontstaat na de overname (perverse beloningsprikkel).

Financiële stabiliteit (systeemrisico)

Hoewel hedgefondsen en private equity partijen bijdragen aan de efficiëntie van financiële markten, brengen de activiteiten van deze investeerders tevens risico's voor de financiële stabiliteit met zich mee. Deze risico's betreffen ten eerste de mate waarin het faillissement van deze investeerders ertoe kan leiden dat systeemrelevante tegenpartijen – zoals grote banken die aan hen krediet verstrekken – in financiële problemen kunnen komen waardoor een domino-effect kan ontstaan. Ten tweede bestaat het risico voor onverwachte marktvolatiliteit wanneer hedgefondsen posities in bepaalde illiquide effecten of markten snel en massaal sluiten.

Op dit moment lijken de risico's voor de financiële stabiliteit mee te vallen. Volgens de Europese Commissie is het huidige gemiddelde niveau van gebruik van geleend geld ten opzichte van het eigen vermogen bij hedgefondsen relatief laag. Ook suggereren recente praktijkvoorbeelden dat financiële markten relatief grote verliezen kunnen absorberen. Tevens hebben tegenpartijen van hedgefondsen en private equity partijen hun risicomanagement de laatste jaren verbeterd, waardoor er in toenemende mate marktdiscipline wordt opgelegd (waarbij marktpartijen elkaar dwingen tot prudente praktijken). Niettemin is er verdere verbetering mogelijk. Door de toegenomen vraag naar alternatieve beleggingen kunnen de eisen die tegenpartijen stellen aan hedgefondsen en private equity partijen immers wat afnemen. Ook moet worden aangetekend dat het gebruik van geleend geld de afgelopen jaren is gevoed door de lage rentestand. Dit laatste kan risicovol zijn met het oog op de kans op een omslag in het economische klimaat (recessie) en een stijgende lange rente.

Om deze potentiële risico's te adresseren is de zogenaamde «indirecte toezicht» aanpak het meest effectief. Door het risicobewustzijn en risicomanagement bij onder toezicht staande tegenpartijen van hedgefondsen en private equity partijen (beleggers en/of kredietverstrekkers) te versterken kan dit «indirecte» de hedgefondsen en private equity partijen dwingen om prudent te werken. Hiertoe is zowel afdoende transparantie van hedgefondsen en private equity partijen naar beleggers en kredietverstrekkers wenselijk als goede monitoring van deze tegenpartijen door toezichthouders.

Deelname van kleine, niet-professionele beleggers in hedgefondsen

Deelname in hedgefondsen was lange tijd voorbehouden aan een beperkte groep professionele beleggers. De laatste jaren is de deelname van kleine, niet-professionele beleggers in hedgefondsen echter toegenomen, met name via paraplufondsen («funds-of-hedge funds»). Hierdoor kunnen ook kleine beleggers hun portfolio verder diversificeren. Deze trend is verantwoord mits er adequate beleggersbescherming bestaat. In

Nederland is dit gewaarborgd door de eisen die de Wet op het financieel toezicht (Wft) stelt aan alle types beleggingsfondsen – waaronder ook hedgefondsen – die participaties aan het publiek aanbieden. Deze fondsen staan onder toezicht van de AFM en moeten aan strikte eisen voldoen ten aanzien van onder meer informatievoorziening en de betrouwbaarheid en kundigheid van de beheerder. Het toezicht op naleving van deze eisen door de AFM is gelet op de soms complexe risico- en kostenstructuren van (paraplufondsen van) hedgefondsen des te belangrijker.

3.3 Voorgestelde maatregelen

Het kabinet is van mening dat de hierboven beschreven maatschappelijke zorgen ten aanzien van hedgefondsen en private equity partijen de uitdrukkelijke aandacht verdienen. De uitdaging is om de zorgpunten adequaat te adresseren zonder de positieve effecten van dit type investeerders teniet te doen. Hierbij dient tevens het internationale karakter van de problematiek niet uit het oog te worden verloren. Zo zijn de hedgefondsen en private equity partijen die tot zorgen hebben geleid niet in Nederland gevestigd. In algemene zin is het ten eerste noodzakelijk om het inzicht in dit type investeerders te vergroten. Ten tweede zullen belangrijke zorgpunten in de corporate governance sfeer worden geadresseerd middels algemene maatregelen ten aanzien van aandeelhoudersactivisme en overnames zoals hiervoor aangegeven. Tot slot heeft DNB recent de zorgen ten aanzien van de financiële stabiliteit actief geadresseerd. Hieronder gaan wij nader in op deze maatregelen.

Specifieke maatregelen

a. Feitenonderzoek

In algemene zin wil het kabinet meer inzicht in de sector van de hedgefondsen en private equity partijen. Daarom laat het kabinet een feitenonderzoek uitvoeren om een goede basis te creëren voor het vormen van visies in reactie op de maatschappelijke zorgen rondom dit type investeerders. Het onderzoek beoogt inzicht te bieden in de relatieve omvang, samenstelling en aard van de hedgefondsen- en private equity sector evenals de macro-economische (economische groei en werkgelegenheid) en micro-economische (de resultaten van de bedrijven waarin wordt geïnvesteerd) effecten van beide typen investeerders. Het onderzoek heeft onder meer ten doel in kaart te brengen in hoeverre incidenten zorgpunten reflecteren die gelden voor de gehele hedgefondsen- en private equity sector of slechts spelen bij een klein deel van alle spelers. Het onderzoek betreft een inventarisatie van objectieve feiten en zal academisch gewaarborgd zijn. Het onderzoek start in juni 2007. Beoogd wordt om na het zomerreces het rapport te hebben gefinaliseerd.

b. Corporate governance

Naar aanleiding van de aanbevelingen van de Monitoring Commissie wordt een aantal generiek werkende maatregelen genomen, die ook zullen gelden voor hedgefondsen in hun hoedanigheid als aandeelhouders. Zie hierover paragraaf 2 van deze brief. Om het specifieke zorgpunt bij overnames door private equity partijen wat betreft de mogelijk perverse beloningsprikkel voor het zittende bestuur van een onderneming bij een overnamebod te ondervangen, zal – omdat dit voor alle overnames geldt – in het Besluit openbare biedingen meer transparantie worden vereist voor beloningen van bestuurders die samenhangen met een openbaar bod.

c. Financiële stabiliteit

DNB heeft recentelijk concreet vorm gegeven aan de «indirecte toezicht» aanpak om de financiële stabiliteit te waarborgen middels de publicatie

van richtinggevend principes voor de beoordeling van het risicobeheer van financiële ondernemingen die participeren in alternatieve beleggingen (zoals banken, verzekeraars en pensioenfondsen). Het doel van deze principes is tweeledig. Enerzijds beoogt DNB om het bewustzijn en de behandeling van de met alternatieve beleggingen samenhangende risico's binnen de financiële sector te verbeteren. Investerders en kredietverleners moeten de types risico's die hedgefondsen en private equity partijen lopen goed begrijpen om de risico's die ze zelf lopen goed te kunnen inschatten. Anderzijds beoogt DNB de sector te betrekken bij de manier waarop zij in haar toezichtrol het risicomanagement ten aanzien van alternatieve beleggingen beoordeelt.

d. Het internationale speelveld

In internationale discussies ligt de nadruk met name op mogelijke risico's voor de financiële stabiliteit. De Europese ministers van Financiën hebben geconcludeerd dat de hier bovenbeschreven «indirecte toezicht» aanpak de meest effectieve weg lijkt om de financiële stabiliteit te waarborgen. Het belang van goed toezicht op de tegenpartijen van hedgefondsen, evenals initiatieven vanuit de sector zelf ten aanzien van informatievoorziening, werden onderstreept. Nederland heeft gewezen op het feit dat in Nederland het debat verder reikt en dat er vooral zorgen bestaan rondom het toegenomen aandeelhoudersactivisme van enkele hedgefondsen. Nederland zal middels haar participatie in relevante internationale fora de discussies rondom hedgefondsen en private equity actief blijven volgen.

Het kabinet zal aan de hand van de resultaten van het feitenonderzoek bepalen of er nadere maatregelen wenselijk zijn om zorgpunten ten aanzien van hedgefondsen en private equity partijen te adresseren.

4. Versterken positie werknemers

Niet uitsluitend maar wel mede in het licht van fenomenen als hedgefondsen en private equity partijen is de vraag opgekomen of het beoogde evenwicht in het Nederlandse systeem van corporate governance wel in alle opzichten gerealiseerd wordt. Het richtsnoer voor het handelen van het bestuur en de raad van commissarissen is volgens de Monitoring Commissie het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. De Monitoring Commissie wijst er op dat de onderneming een langetermijn samenwerkingsverband is tussen verschillende bij de vennootschap betrokken partijen en noemt daarbij uitdrukkelijk ook de werknemers. Het advies van de Monitoring Commissie bevat echter geen specifieke aanbevelingen met betrekking tot de positie van werknemers. Het kabinet acht het daarom wenselijk om in aanvulling op de werkzaamheden van de Monitoring Commissie nader te verkennen of de positie van werknemers in de vennootschap versterking behoeft, een positie die niet los gezien kan worden van die van andere stakeholders.

In dat kader verzoekt het kabinet de SER uiterlijk medio oktober een gericht advies uit te brengen over de vraag of de positie van werknemers in de onderneming versterking behoeft en hoe dit gerealiseerd kan worden, zodanig dat de belangen van werknemers voldoende worden meegewogen bij de besluitvorming in en over Nederlandse ondernemingen.

Het kabinet verzoekt de SER daarbij in ieder geval te betrekken de opties van een spreekrecht van de ondernemingsraad (OR) in de AvA, de betrokkenheid van werknemers bij een fusie of overname en grotere betrokkenheid van de OR bij benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen.

rissen. Het kabinet verzoekt om in het advies ook aandacht te schenken aan de toegang tot het enquêterecht in het kader van de versterking van de positie van werknemers.

Het kabinet verzoekt de SER in het kader van het advies een consultatie uit te voeren naar de opvattingen van alle relevante partijen, in het bijzonder werkgevers- en werknemersorganisaties, aandeelhouders en ter zake deskundigen.