

Ontwikkelingen in het Nederlandse vennootschapsrecht en suggesties voor een vernieuwde Corporate Governance code

Prof. mr. L. Timmerman'

■ Inleiding

Het rapport van de Commissie Corporate Governance uit 1997 heeft geïnspireerd tot nieuwe wetgeving. Ook de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam heeft in een aantal belangrijke uitspraken aansluiting gezocht bij ideeën die in het rapport zijn te vinden. Corporate Governance is een terrein dat in beweging blijkt. Daarom doe ik aan het slot van dit overzicht enkele suggesties voor onderwerpen die in een nieuwe Nederlandse gedragscode voor Corporate Governance opgenomen zouden kunnen worden.

2. De vennootschapswetgeving

2.1 Versterking van positie van kapitaalverschaffers

In het rapport van de Commissie Corporate Governance zijn voorstellen gedaan voor de versterking van de rol van aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers. De kern van deze voorstellen is een pleidooi voor de vergroting van de invloed van de kapitaalverschaffers.

Het rapport Peters deed de aanbeveling om de aandeelhoudersvergadering gescheiden te doen besluiten over vaststelling dan wel goedkeuring van de jaarrekening en decharge van het bestuur². Art. 2: 101/210, lid 3 B.W. bepaalt sinds kort dat vaststelling of goedkeuring van de jaarrekening niet strekt tot kwijting aan een bestuurder of commissaris. Dit dwingt tot het afzonderlijk agenderen van vaststelling van de jaarrekening en de decharge. Hiermee heeft de wetgever een duidelijk onderscheid gemaakt tussen de procedure tot afwikkeling van de jaarrekening en het in het kader van een decharge-besluit afleggen van verantwoording over het gevoerde beleid door bestuur en raad van commissarissen en een scherper debat op de aandeelhoudersvergadering over het functioneren van het bestuur mogelijk gemaakt³.

Van groot belang voor de versterking van de positie van kapitaalverschaffers is het wetsvoorstel structuurregeling⁴. Het is te verwachten dat dit wetsvoorstel binnen een half jaar door het parlement zal zijn aanvaard. In dit wetsvoorstel is onder andere aanbe-

veling 30 van de Commissie Peters verwerkt. Aandeelhouders of houders van certificaten die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven kunnen op voorwaarde dat zij 1% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of een belang in de vennootschap hebben met een economische waarde van Euro 50 miljoen het bestuur verzoeken een punt op agenda van een aandeelhoudersvergadering op te voeren⁵. Het bestuur dient dit verzoek te honoreren, indien zij het verzoek zestig dagen voor de desbetreffende vergadering heeft ontvangen en zich tegen inwilliging ervan geen zwaarwichtig belang van de vennootschap verzet. Dit agenderingsrecht is van groot belang voor het bevorderen van de invloed van kapitaalverschaffers binnen de vennootschap. Ik verwacht niet dat het bestuur zich er gemakkelijk achter kan verschuilen dat een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich verzet tegen behandeling van een bepaald door een groep aandeelhouders gewenst agendapunt.

Ter illustratie een voorbeeld: in het onlangs gepubliceerde ontwerp voor een Dertiende Richtlijn is in art. 10, lid 3 bepaald dat het bestuur iedere twee jaar met de aandeelhoudersvergadering het pakket aan beschermingsmaatregelen dat de vennootschap in stelling kan brengen bespreekt⁶. Via het nieuwe agenderingsrecht kan een kleine minderheid van de kapitaalverschaffers afdwingen dat er besluitvorming op de aandeelhoudersvergadering over het al dan niet handhaven van een bepaalde beschermingsmaatregel plaatsvindt. Deze besluitvorming is bindend, afhankelijk van de inhoud van de statuten van de desbetreffende vennootschap. Het opheffen van een beschermingsconstructie impliceert meestal wijziging van de statuten van de vennootschap. Voor zo'n statutenwijziging kunnen bijzondere meerderheidsvereisten gelden. Deze gekwalificeerde meerderheden kunnen bindende besluitvorming in de weg staan. Ook komt het voor dat een wijziging van de statuten alleen mogelijk is, als er een voorstel hiertoe wordt gedaan door een ander vennootschapsorgaan dan de aandeelhoudersvergadering. In deze gevallen kan een meerderheid op de aandeelhoudersvergadering niet altijd opheffing van een door haar niet langer gewenste beschermingsmaatregel afdwingen. Het is overigens twijfelachtig, of zo'n ander vennootschapsorgaan een meerderheidsstand-

punt van de aandeelhoudersvergadering wel mag negeren⁷. Hoe dit ook zij, het recht voor een kleine minderheid van kapitaalverschaffers om punten aan de agenda van een aandeelhoudersvergadering toe te voegen zal aan de besluitvorming op die vergadering over bij voorbeeld beschermingsconstructies een nieuwe dynamiek geven. Het zal voor aandeelhouders gemakkelijker worden om besluitvorming over kwesties die zij van belang achten af te dwingen. Hierbij dient bedacht te worden dat het als gevolg van het toenemend gewicht van de kapitaalmarkten voor het bestuur van een beursvennootschap steeds lastiger zal worden om wensen van een meerderheid van kapitaalverschaffers te negeren, ook al zijn deze juridisch niet-bindend. Het rapport Peters zelf wijst hierop trouwens: “De ondernemingsleiding mag niet langdurig algemeen onder de verschaffers van het kapitaal van de vennootschap levende opvattingen negeren ten aanzien van onderwerpen die hen aangaan”⁸

Een opvallende gedachte uit het rapport van de Commissie Corporate Governance is dat het administratiekantoor een stemvolmacht dient te geven aan certificaathouders die daarom vragen. Overigens is de Commissie van mening dat zo’n stemvolmacht alleen in normale omstandigheden verleend zou moeten worden, in bijzondere omstandigheden kennelijk niet. Bijzondere omstandigheden doen zich bij voorbeeld voor, wanneer een openbaar bod op de vennootschap is aangekondigd⁹. De essentie van deze voorstellen is overgenomen in het hierboven genoemde wetsvoorstel inzake de structuurregeling¹⁰. Daarin is bepaald dat aan de houder van een certificaat dat aan de beurs is genoteerd een volmacht verleend dient te worden om stem uit te brengen op een in de volmacht aangegeven vergadering.

De gevolmachtigde certificaathouder kan het stemrecht dan vrij, naar eigen inzicht uitoefenen. De wetgever is zelfs voornemens dit zo te regelen dat de volmachtgever (het administratiekantoor) die volmacht niet kan herroepen en dus na verlening van de volmacht echt de toetjes aan de certificaathouder/gevolmachtigde uit handen heeft. Behalve in een beperkt aantal gevallen. De belangrijkste hiervan is waarschijnlijk in de situatie dat een openbaar bod

wordt uitgebracht. In zo’n situatie blijft intrekking van de volmacht mogelijk en kan certificering dus gebruikt worden als middel om de vennootschap te beschermen. Maar zo’n herroeping van de volmacht is volgens het wetsvoorstel alleen mogelijk indien de meerderheid van het bestuur van het administratiekantoor uit onafhankelijke personen bestaat.

Deze wettelijke regeling van de volmachtverlening aan een houder van een beursgenoteerd certificaat is onder andere wenselijk, omdat in de praktijk is gebleken dat bepaald niet alle administratiekantoren bereid bleken om conform de aanbevelingen van de Commissie Corporate Governance volmachten te geven aan certificaathouders. Andere administratiekantoren waren hiertoe slechts bereid op zeer beperkte schaal en onder stringente voorwaarden waardoor de volmachtverlening in deze gevallen trekken heeft van een loos gebaar¹¹. Het eindresultaat van de discussie over certificering bij beursvennootschappen zal naar mijn stellige verwachting zijn dat certificering als beschermingsconstructie moeilijker in te zetten zal zijn¹². Hierop wijst trouwens het gegeven dat weinig nieuw genoteerde ondernemingen sinds 1997 van certificering gebruik maken en inmiddels een aantal oudere beursvennootschappen certificering hebben afgeschaft.

De Commissie Corporate Governance heeft uitgesproken dat het wenselijk is dat de aandeelhoudersvergadering invloed kan uitoefenen op majeure wijzigingen in de aard en omvang van de onderneming¹³. De Commissie heeft mijns inziens besluiten op het oog die het karakter van het aandeelhouderschap wijzigingen. Voor dit soort besluiten behoeft het bestuur instemming van de aandeelhoudersvergadering. De wetgever wil deze gedachte op een nogal strikte en dwingende wijze in de wet vastleggen voor vennootschappen die onderworpen zijn aan de structuurregeling. Art. 107a van het wetsvoorstel inzake de structuurregeling introduceert een goedkeuringsrecht voor de aandeelhoudersvergadering. Aan de goedkeuring van deze vergadering zijn in de nieuwe wettelijke regeling onderworpen een besluit van het bestuur omtrent overdracht van de onderneming of vrijwel de gehele onderneming, het aangaan of verbreken van een duurzame samenwerking met een andere vennootschap en het nemen

of afstoten van een aanzienlijke deelneming in een andere vennootschap. Deze nieuwe wettelijke regels zijn een belangrijke stap vooruit. Zij zijn in overeenstemming met de regels die gelden in het Engelse¹⁴ en Duitse¹⁵ vennootschapsrecht.

Een opvallende en juiste gedachte uit het rapport van de Commissie Corporate Governance was dat het bestuur en de raad van commissarissen steeds het vertrouwen dienden te hebben van de aandeelhoudersvergadering¹⁶. Naar mijn indruk is deze gedachte gemeengoed geworden in de vennootschapspraktijk. De wetgever heeft geprobeerd aan deze gedachte op een beperkte schaal uitvoering te geven. Hij heeft op dit punt een regeling voorgesteld voor structuurvennootschappen¹⁷ en dan ook nog beperkt tot de raad van commissarissen. Art. 161a van het wetsvoorstel inzake de structuurregeling bepaalt dat de algemene vergadering het vertrouwen kan opzeggen in de raad van commissarissen. Voor een dergelijk votum van wantrouwen is een meerderheid van twee derde van de uitgebrachte stemmen die tenminste een derde van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen vereist. Het gevolg van een dergelijk besluit is het onmiddellijke ontslag van alle commissarissen. De wetgever regelt betrekkelijk uitvoerig de gevolgen van een dergelijk ontslag. Ik kan niet inzien dat, als de aandeelhoudersvergadering het vertrouwen in het bestuur van een al dan niet structuurvennootschap opzegt, niet min of meer hetzelfde geldt als bij de raad van commissarissen van een structuurvennootschap.

De Commissie Corporate Governance toont zich er een voorstander van dat het kapitaalverschaffers gemakkelijker wordt gemaakt om van hun zeggenschapsrechten gebruik te maken. Zij dringt erop aan dat beursvennootschappen kapitaalverschaffers in staat stellen hun stem bij volmacht uit te brengen. Dit betekent dat de kapitaalverschaffers niet in persoon op de aandeelhoudersvergadering dienen te verschijnen. Het ligt in de rede te veronderstellen dat de deelname aan de aandeelhoudersvergadering die nu nogal beperkt is dan zal gaan stijgen. Om zo'n systeem van volmachtverlening te doen werken is het noodzakelijk dat de wetgever het gebruiken van volmachten vergemakkelijkt. Daarnaast dienen onder-

nemingen samen met banken die aandelen of certificaten in beursgenoteerde vennootschappen bewaren regelingen te treffen over het benaderen van de betrokken kapitaalverschaffers teneinde aan de desbetreffende vennootschap zelf of een andere instantie, zoals de VEB, een volmacht te verlenen. De beursondernemingen kennen hun kapitaalverschaffers immers niet bij naam en toenaam. Kapitaalparticipaties worden immers bij de banken anoniem met inachtneming van het bankgeheim bewaard.

De Nederlandse wetgever heeft inmiddels het verstrekken van volmachten door kapitaalverschaffers gemakkelijker gemaakt. Tot voor enige tijd bracht het wettelijk systeem mee dat bij de aanvang van de aandeelhoudersvergadering vast diende te staan dat de volmachtgever nog kapitaalverschaffer was. Dit is moeilijk vast te stellen, als de betrokken aandelen niet voor enige tijd onoverdraagbaar zijn gemaakt door deze te blokkeren. De wetgever staat inmiddels aan beursvennootschappen een soepeler systeem toe. Art. 2: 119 B.W. bepaalt sinds enige tijd dat de statuten mogen bepalen dat als stemgerechtigd op de aandeelhoudersvergadering hebben te gelden kapitaalverschaffers die op de zevende dag voor de desbetreffende vergadering eigenaar zijn van een aandeel of certificaat in de vennootschap. Als iemand op de zevende dag voor de vergadering als kapitaalverschaffer van de vennootschap staat ingeschreven, is hij stemgerechtigd op de op een later tijdstip plaatsvindende aandeelhoudersvergadering, ook al heeft hij zijn aandelen of certificaten inmiddels overgedragen. Inmiddels heeft een aantal beursvennootschappen met banken afspraken gemaakt over de wijze waarop zij kapitaalverschaffers kunnen benaderen teneinde hen erop te wijzen dat zij een volmacht kunnen verstrekken en over de manier waarop zij door middel van het invullen van bepaalde formulieren een volmacht aan bepaalde gevolmachtigden kunnen verstrekken¹⁸. Tot nu toe mag dit volmachtstelsel zich nog niet in een grote populariteit bij beleggers verheugen¹⁹. Dit neemt niet weg dat de aanbeveling van de Commissie Corporate Governance om stemmen bij volmacht te stimuleren juist is geweest.

De Commissie heeft tenslotte nog aanbevolen om partijen die controle over een beursvennootschap verkrijgen te verplichten een bod uit te brengen op de overige aandelen. Het ministerie van financiën lijkt een begin gemaakt te hebben met de invoering van een verplicht openbaar bod²⁰. Waarschijnlijk zal dit initiatief van het ministerie van financiën worden overvleugeld door de Dertiende Richtlijn. De Europese commissie heeft op 2 oktober j.l. een nieuw voorstel voor deze Richtlijn gepubliceerd waarvan een belangrijk element het verplichte bod is²¹.

2.2 Verbetering van werkwijze van Raad van Commissarissen

Bestuur en commissarissen dienen zich jegens de aandeelhouders diepgaander en minder vrijblijvend te verantwoorden (blz. 19-27 en de aanbevelingen 26-33). Tevens introduceert het rapport van de Commissie Corporate Governance gedragsnormen die het toezicht dat de raad van commissarissen op het bestuur uitoefent dienen te verbeteren (blz. 11-16 en aanbevelingen 1-21).

Ook voor dit onderwerp is het wetsvoorstel inzake de structuurregeling van belang. Artikel 2: 141, lid 2 schrijft voor dat het bestuur de raad van commissarissen tenminste een keer per jaar schriftelijk op de hoogte stelt van de hoofdlijnen van het strategisch beleid, de algemene en financiële risico's en het beheers- en controlesysteem van de vennootschap. Deze voorgestelde wettelijke regeling geeft uitvoering aan aanbeveling 21 uit het rapport Peters. De bedoeling van dit nieuwe wettelijke voorschrift is dat de raad van commissarissen in staat wordt gesteld om met het bestuur op een meer effectieve wijze de algemene gang van zaken in de vennootschap te bespreken²².

De Commissie Peters meende dat een raad van commissarissen effectiever toezicht op het bestuur kan uitoefenen, als de raad beter en evenwichtiger zou worden samengesteld. Met name is het van belang steeds na te gaan, of de in de raad de vereiste deskundigheden aanwezig zijn. Tegen deze achtergrond dient aanbeveling i van de Commissie te worden begrepen. Deze luidt: de raad van commissarissen maakt een profielschets en stelt deze van tijd tot tijd

bij. De profielschets dient in overleg met de raad van bestuur te worden opgesteld. Artikel 2: 158, lid 3 B.W. neemt deze aanbeveling over. Het nieuw voorgestelde wettelijke voorschrift is scherper en specifieker dan de indertijd door de Commissie Peters gedane aanbeveling. De wetgever schrijft voor dat de profielschets rekening dient te houden met de aard van de onderneming, haar activiteiten en de gewenste deskundigheid en achtergrond van de commissarissen. Hiermee geeft de wetgever een richtlijn, hoe een profielschets dient te worden opgesteld. Van belang is ook dat de wetgever wil dat de profielschets ook besproken wordt met de aandeelhoudersvergadering en de ondernemingsraad²³. Hiermee onderstreept de wetgever de waarde die hij aan een goede profielschets hecht.

Een ander idee van de Commissie Corporate Governance is dat herbenoeming van een commissaris geen automatisme mag zijn. Ook deze gedachte spreekt de wetgever kennelijk aan. De wetgever wil aan art. 2: 143, lid 3 het volgende toevoegen: Bij herbenoeming van een commissaris wordt rekening gehouden met de wijze waarop de kandidaat zijn taak als commissaris heeft vervuld. Ook volgens de Nederlandse wetgever mag herbenoeming dus geen automatisme zijn.

Maar over het aantal keren dat een commissaris herbenoemd mag worden, doet de wetgever geen uitspraak. Het is weliswaar jammer, als een goed functionerende commissaris na bijvoorbeeld twee termijnen op grond van een wettelijke beperking van het aantal zittingstermijnen dient te vertrekken, terwijl ieder wenst dat de desbetreffende commissaris blijft? Toch verdient dit vraagstuk hernieuwde aandacht, nu de wetgever onlangs de leeftijdsgrens van 72 jaar voor het mogen blijven vervullen van een commissariaat heeft geschrapt en het waarschijnlijk niet langer toegelaten is in de statuten een leeftijdsgrens op te nemen²⁵. Hierdoor zou een commissaris wel heel lang en tot op zeer hoge leeftijd kunnen aanblijven. Op het punt van zittingsduur lijkt normering door de wet of in ieder geval gedragscode gewenst. Evenmin heeft de wetgever aan de raad van commissarissen de verplichting opgelegd om een rooster van aftreden op te stellen. Dat had de wetgever wel kun-

nen en mijns inziens ook moeten doen.

De Commissie Corporate Governance heeft bedingen geuit tegen het tegelijkertijd vervullen van al te veel commissariaten door een persoon²⁶. De Nederlandse wetgever heeft op dit punt geen wettelijke regel geformuleerd. Kennelijk durft de wetgever zijn vingers niet aan dit netelige probleem te branden.

2.3 De Raad van Bestuur

De Commissie Corporate Governance heeft een groot aantal aanbevelingen gedaan die verband houden met de bezoldiging en het aandelenbezit van bestuurders en commissarissen. Zij volgde hiermee ontwikkelingen in het Engelse en Amerikaanse effectenrecht. Een opvallend aspect van deze aanbevelingen is dat de Commissie het indertijd niet heeft aangedurfd voor te stellen dat de bezoldiging en het aandelenbezit per individuele bestuurder of commissaris publiek gemaakt dienen te worden. Op dit punt is de Commissie inmiddels door de Nederlandse wetgever ingehaald. Er is sinds 1 september 2002 een wettelijke regeling van kracht op grond waarvan in de jaarrekening per bestuurder en commissaris aangegeven dient te worden wat zijn bezoldiging bedraagt, hoeveel aandelenopties hij heeft en wat hij aan leningen van de vennootschap heeft ontvangen²⁷. De informatie over de bezoldiging moet worden uitgesplitst in periodiek betaalde bezoldigingen, beëindigingsuitkeringen, winstuitkeringen en bonusbetalingen. Over opties dient ook nogal gedetailleerde informatie verschaft te worden. Er dient een overzicht per bestuurder en commissaris te worden gegeven met het verloop van de stand aan het begin van het jaar naar de stand ultimo het jaar waarbij uiteenzettingen versprekt dienen te worden over de belangrijkste voorwaarden, criteria voor toekenning en uitoefening en financieringsregeling. Het bestuursverslag dient in te gaan op het bezoldigingsbeleid en de wijze waarop daaraan in het voorbije boekjaar uitvoering is gegeven. Ik neem aan dat bij opties vooral uiteengezet moet worden, in hoeverre de verstrekking en uitoefening daarvan gerelateerd zijn aan het succes van de betrokken onderneming.

Bestuurders en commissarissen van een beursvennootschap zijn ook gehouden opgave te doen van hun aandelenbezit en stemrechten in de vennootschap

waarvan zij bestuurder of commissaris zijn als in vennootschappen die met de beursvennootschap gelieerd zijn waarvan zij bestuurder of commissaris zijn. De melding dient te worden gedaan aan Autoriteit Financiële Markten. Deze neemt de meldingen vervolgens op in een publiek register. Alhoewel de wetgever inmiddels verder gaat dan de Commissie Corporate Governance indertijd voorstelde, heeft de Commissie in 1997 wel de goede richting gewezen.

3. De invloed op de rechter

De ondernemingskamer heeft met name in het kader van de toepassing van het enquêterecht een aantal malen gerefereerd aan aanbevelingen uit het rapport Peters. Dit komt het meest uitdrukkelijk naar voren in de HBG-beschikking²⁸. De Ondernemingskamer constateert dat het bestuur van HBG in het jaarverslag over 1997 heeft vermeld dat het onderschrijft het belang van een deugdelijke verantwoording door de ondernemingsleiding aan de kapitaalverschaffers. Hierbij verwijst dit bestuur naar aanbevelingen 27 van de Commissie Peters (de aandeelhoudersvergadering dient het forum te zijn waar het bestuur en de raad van commissarissen verslag doen van en verantwoording afleggen over de wijze waarop zij hun taken hebben vervuld) en aanbeveling 29 (invloed van aandeelhoudersvergadering op gang van zaken in vennootschap).

In de HBG-zaak draaide het onder andere om de vraag, of de aandeelhoudersvergadering geconsulteerd had moeten worden over het door het bestuur geen medewerking verlenen aan een bod dat BosKalis op de baggeractiviteiten van HBG wilde uitbrengen. De Ondernemingskamer meende dat onder andere de adhesie die het bestuur van HBG aan de aanbevelingen van de commissie Peters had betuigd hem ertoe had moeten brengen om de aandeelhoudersvergadering te raadplegen over het niet willen ingaan op het bod van BosKalis.

De Commissie Peters is kritisch geweest ten opzichte van beschermingsconstructies. Zo wordt in par. 5.1. van het rapport opgemerkt dat als algemeen beginsel moet gelden dat er evenredigheid zou moeten zijn tussen zeggenschap en kapitaalbreng.²⁹ De Commissie beveelt dan **ook** een prudent en terug-

houdend gebruik van preferente beschermingsaandelen aan. De Ondernemingskamer heeft zich in diverse zaken gebogen over het gebruik door een vennootschap van een beschermingsconstructie. Opvallend is dat de Ondernemingskamer op een voorzichtig en weloverwogen inzet van (preferente) beschermingsaandelen aandringt. In de RNA-zaak³⁰ maakte de Ondernemingskamer bezwaar tegen de inzet van beschermingsaandelen, omdat daarmee werd gepoogd een bepaalde aandeelhouder definitief buiten de deur te houden. Volgens de Ondernemingskamer mogen beschermingsaandelen kennelijk alleen worden ingezet om een korte wapenstilstand tot stand te brengen. Dit sluit aan bij de aanbeveling van de Commissie Peters tot een terughoudend gebruik van deze aandelen³¹. In de Gucci-zaak is een zelfde soort terughoudende opstelling van de Ondernemingskamer te vinden³². Gucci mag zich beschermen tegen een door haar niet gewenste aandeelhouder. Zij moet daarbij echter wel kiezen voor het juiste beschermingsinstrumentarium. Dat had Gucci niet gedaan, omdat zij een werknemersstichting had opgericht waarbij aandelen waren geplaatst zonder de geldige wettelijke regels in acht te nemen.

De Commissie Peters vestigt er de aandacht op dat schijn van belangenverstremgeling tussen de vennootschap en een bestuurder vermeden dient te worden³³. Deze benadering is in de ogen van een jurist enigszins opmerkelijk. In het recht wil men alleen echte situaties van tegenstrijdig belang bestrijden. In een recente beschikking³⁴ heeft de Ondernemingskamer niettemin in overeenstemming met hetgeen de Commissie Peters heeft verdedigd uitgesproken dat in een situatie waarin het leek, alsof bestuurders een persoonlijk belang hadden bij een bepaalde aandelentransactie het niet wegnemen van die schijn onjuist was. Het bestuur is gehouden transparantie in de richting van de aandeelhoudersvergadering te betrachten ten einde te vermijden dat bij aandeelhouders de indruk van een belangenverstremgeling gaat ontstaan.

4. Op weg naar een hernieuwde Corporate Governance code voor Nederland

Ik hoop in het bovenstaande te hebben laten zien dat het rapport Peters een levend onderdeel van ons Nederlandse vennootschapsrecht is geworden. Het heeft in vele opzichten de goede richting gewezen. Inmiddels is immers het idee dat de invloed van kapitaalverschaffers bij Nederlandse beursvennootschappen dient toe te nemen gemeengoed geworden³⁵. De Commissie heeft goed aangevoeld dat er internationaal voor beursvennootschappen overeenstemming groeit over het beginsel 'een aandeel, een stem'. De gedachte dat het bestuur van een beursvennootschap over bezoldiging inclusief beëindigingsregelingen, aandelenbezit en optierechten onder andere in relatie tot de kapitaalverschaffers openheid dient te betrachten wordt algemeen geaccepteerd³⁶. Transparantie wordt als hoeksteen van de regulering van een beursvennootschap beschouwd. Deze vormt weer de basis voor verbeteringen in de communicatie tussen het bestuur en de kapitaalverschaffers. Breed onderkend is dat de achilleshiel van het vennootschapsrechtelijk systeem effectief toezicht is op het bestuur door de raad van commissarissen. In het rapport Peters ligt dan ook een terechte nadruk op het versterken en verbeteren van het interne toezicht door de raad van commissarissen. Wil een rapport als indertijd door de Commissie Corporate Governance opgesteld zijn invloed behouden, dan dient het met een zekere regelmaat te worden aangepast aan nieuwe ontwikkelingen. Aan het slot van deze beschouwing stel ik drie thema's aan de orde die mijns inziens bij het opstellen van een nieuw rapport bijzondere aandacht verdienen. Dit zijn:

- bescherming van beursvennootschappen tegen de werking van de overnamemarkt;
- versterking van het interne toezicht door commissarissen;
- bescherming van de rechten van (minderheids)aandeelhouders.

4.1 Bescherming van beursvennootschappen

Het rapport Peters wil in normale omstandigheden de zeggenschapsrechten van de kapitaalverschaffers

versterken. Met normale omstandigheden wordt vreedstijd bedoeld. Als een openbaar bod op een beursvennootschap te verwachten is, komt de vennootschap terecht in onrustiger omstandigheden. Men spreekt dan wel van oorlogstijd. In oorlogstijd mag het bestuur in de visie van de Commissie Corporate Governance beschermingsmaatregelen in stelling brengen. Het idee hierachter is dat de leiding van een doelwitvennootschap in een zekere rust een bod op zijn merites moet kunnen onderzoeken en op zoek moet kunnen naar alternatieven, zodat uiteindelijk een verantwoorde keus gemaakt kan worden. Dit is een typisch Nederlandse benadering. Het probleem ervan is dat zij op gespannen voet staat met opvattingen in de Europese Unie. Daar wil men juist dat kapitaalverschaffers in oorlogstijd vrij zijn om de hen toekomende zeggenschapsrechten uit te oefenen. De uitoefening daarvan mag niet door het bestuur gedwarsboemd worden. Dit blijkt uit het in het voorjaar gepubliceerde en in opdracht van de Europese Commissie geschreven rapport groep Winter. De bedoeling van dit rapport was een nieuwe impuls aan de al eerder genoemde Dertiende Richtlijn. Ik citeer enkele passages uit dit rapport:

“It is not for the board of a company to decide whether a takeover bid for the shares in the company should be successful or not. The board should not be able to frustrate or block a takeover bid and thereby deprive shareholders of the opportunity to tender in such a bid... This is not to say that the board has no responsibility at all in the context of a takeover bid. Its insight into, and responsibility for, the strategy and day-to-day affairs of the company enable and require it to advise the shareholders on the takeover bid... It is sometimes argued that allowing the board to frustrate a takeover bid can be justified as a means to help alleviate the pressure to tender that shareholders face, to increase the premium paid to them and to take into consideration the interests of other stakeholders in the company, notably the employees. The group rejects these views... managers are faced with a significant conflict of interests if a takeover bid is made. Often their own performance and plans are brought into question and their own jobs are in jeopardy. Their interest is in saving their jobs and reputation in stead of maximising the value of the company for shareholders... Shareholders should be

able to decide for themselves and stakeholders should be protected by specific rules.”³⁷

In de recent gepubliceerde Dertiende Richtlijn is de door de groep Winter voorgestane gedachtegang terug te vinden voor preferente beschermingsaandelen. Art. 9 van dit voorstel bepaalt immers dat als eenieder op de een of andere wijze aan het bestuur van de doelwitvennootschap bekend maakt dat er op een bod op de vennootschap zal worden uitgebracht het bestuur van deze vennootschap alleen na een daarna verleende goedkeuring van de aandeelhouders nog beschermingsmaatregelen mag treffen. Dit betekent dat het bestuur van een doelwitvennootschap na dat moment geen preferente beschermingsaandelen mag uitgeven dan na een toestemming van de aandeelhoudersvergadering. Mijns inziens is het voorstel van de Dertiende Richtlijn op het punt van de beschermingsconstructies strenger dan de aanbevelingen die het rapport Peters indertijd heeft gedaan. Daarbij komt nog bij dat art. 11 van de Dertiende Richtlijn bepaalt dat na een succesvol bod alle beperkingen op het ontslaan en benoemen van bestuurders en commissarissen, op het wijzigen van de statuten, op het uitoefenen van stemrecht en op de vrije overdracht van aandelen komen te vervallen. Dit betekent onder andere dat prioriteitsaandelen komen te vervallen. Als men zou streven naar een ‘update’ van het rapport Peters, is het verstandig om de hele beschermingsproblematiek hierin niet te behandelen. Het ziet er naar uit dat de Europese route de uitweg gaat bieden.

4.2 Verbetering van het functioneren van de raad van commissarissen

De Commissie Peters heeft twintig aanbevelingen gedaan die het functioneren van de raad van commissarissen dienen te verbeteren. Het lijkt mij wenselijk dat verschillende van deze aanbevelingen scherper worden geformuleerd. Zo zou een nieuwe gedragscode concreet moeten aangeven, hoeveel commissarissen een persoon bij beursvennootschappen mag hebben (verscherping van aanbeveling 9). Een andere belangrijke aanbeveling lijkt mij dat een commissaris niet op enigerlei wijze (advies)diensten mag verlenen aan de groep van vennootschappen waarbij hij commissaris is (verscherping van aanbevelingen 10 en

12). Ook lijkt het wenselijk dat een code concreet aangeeft, hoeveel termijnen een commissaris in functie mag blijven (verscherping van aanbeveling 6). Een nuttige aanvulling van de aanbeveling 18 lijkt het voorschrift dat de raad van commissarissen erop toeziet dat niemand in het functioneren van de raad een dominante positie inneemt.

De taken van de door de Commissie Corporate Governance aanbevolen honoreringscommissie³⁸ dienen meer specifiek te omschreven. Bepaald zou kunnen worden dat de honoreringscommissie erop toeziet dat honoreringen niet hoger uitvallen dan noodzakelijk is. Steeds zou aan de aandeelhoudersvergadering door de raad van commissarissen moet worden uitgelegd waarom bestuurders een hogere salarisstijging ontvangen dan de rest van het personeel voor zover dit het geval is. In een verplicht op te maken en aan de aandeelhoudersvergadering ter bespreking voor te leggen beloningsrapport zou moeten worden uitgelegd welke prestatiecriteria voor de bestuurders gelden en hoe deze zich verhouden tot de beloningen die de bestuurders zullen ontvangen. Ook zou uiteengezet moeten worden, op welke ontslagvergoedingen een bestuurder recht heeft bij beëindiging van zijn dienstverband. Ook zou een aanbeveling gedaan kunnen worden over de lengte van de benoemingsperiode voor bestuurders. Het functioneren van een bestuurder kan dan in een herbenoemingsprocedure geevalueerd worden. Dit alles kan ertoe bijdragen dat de aandeelhoudersvergadering zich een oordeel kan vormen over de kwaliteit van de bestuurders. Overwogen dient te worden alle leningen door de vennootschap aan bestuurders te verbieden.

4.3 Bescherming van minderheidsaandeelhouders

Veie beursvennootschappen kennen een dominante aandeelhouder³⁹. Deze kan de vennootschap als zijn verlengstuk behandelen. Teneinde dat te verhinderen zou een hernieuwd rapport Peters kunnen bepalen dat de raad van commissarissen steeds onafhankelijk dient te zijn van de dominante aandeelhouder. Het bestuur zou steeds aan de aandeelhoudersvergadering een overzicht dienen te verschaffen welke transacties in het afgelopen boekjaar hebben plaats-

gevonden tussen de vennootschap en de daarmee verbonden ondernemingen enerzijds en anderzijds de groot-aandeelhouder. Ook dient te worden aangegeven hoe gewaarborgd is dat de desbetreffende transacties 'at arms length' plaatsvinden.

5. Concluderende opmerkingen

Het rapport van de Commissie Corporate Governance heeft naar mijn inzicht invloed gehad doordat het als inspiratiebron voor de Nederlandse wetgever en rechters heeft gewerkt. Dat is enigszins paradoxaal, omdat de Commissie Peters zelf geen wetgeving wenste⁴⁰.

Als een nieuwe versie van het rapport Peters zou worden opgesteld, is een strenger monitoringmechanisme vereist. Er heeft geen toezicht meer plaatsgevonden op de naleving van de aanbevelingen van de Commissie Peters, nadat de eenmalige monitoring een jaar na het verschijnen van het Rapport was uitgevoerd⁴¹. De vraag rijst, of de hierboven besproken nieuwe wetgeving nodig geweest was, als er een stringenter toezicht op de naleving van de aanbevelingen was uitgeoefend.

De invloed van de Peters-aanbevelingen heeft naar mijn indruk indirect plaatsgevonden. Overigens zijn in veel jaarverslagen van beursgenoteerde vennootschappen sinds 1998 wel beschouwingen te vinden over de visie van de ondernemingsleiding op Corporate Governance. Alleen met een strenger toezichtmechanisme kan bewerkstelligd worden dat zo'n nieuw rapport meer rechtstreekse invloed – d.w.z. zonder tussenkomst van de wetgever – heeft op het gedrag van beursvennootschappen en de daarin werkzame (top)functionarissen. De wetgever en Euronext zouden beursgenoteerde vennootschappen kunnen verplichten om in het jaarverslag aan te geven waarom zij bepaalde verplichtingen niet hebben nageleefd.

- i Prof. mr. L. Timmerman is hoogleraar handelsrecht en ondernemingsrecht aan de juridische faculteit van de Rijksuniversiteit Groningen.
- 2 Punt 3.6. van het rapport en aanbeveling i9.
- 3 Stbl. 2001,467.
- 4 Wetsvoorstel 28,179.
- 5 Zie artikel i14a van het wetsvoorstel.
- 6 Dit nieuwe voorschrift in het voorstel voor een Dertiende Richtlijn sluit overigens aan op aanbeveling 29. In deze aanbeveling probeert de Commissie Peters te stimuleren dat de ondernemingsleiding aan de aandeelhoudersvergadering uitlegt, hoe het met de invloed van de kapitaalverschaffers is gesteld en in hoeverre het wenselijk is dat deze invloed toeneemt.
- 7 Zie het verstandige standpunt over deze kwestie van de Commissie Peters: "Ten aanzien van de hiervoor bedoelde prioriteits aandelen geeft de Commissie in overweging, ook voor situaties waarin de goedkeuring vooraf moet worden gegeven, dat de prioriteit een zodanige opstelling kiest dat zij niet in de weg zal staan aan door kapitaalverschaffers gewenste besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders". Zie voor een beschouwing waarin twijfels worden uitgesproken over het tegenhouden van een door de aandeelhoudersvergadering gewenste statutenwijziging met behulp van het niet-verlenen van een statutair vereiste goedkeuring door een ander vennootschapsorgaan: W.C.L van der Grinten, Structuurregeling als beschermingsconstructie, In Beschermingsconstructies, Serie monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 34, blz. 18 (1990).
- 8 Zie onderdeel 5.4.1. van het rapport.
- 9 Zie onderdeel 5.6.1. van het rapport.
- 10 Artikel i18a van het wetsvoorstel.
- i i Zie M. Brink, Volmachtverlening door het administratiekantoor van de ABN AMRO, Ondernemingsrecht 2000, blz. 125-127.
- i2 Zie in deze richting ook: P.W. Moerland, Heeft certificering van aandelen nog toekomst?, Ondernemingsrecht 2002, blz. 280-285.
- i3 Zie onderdeel 5.5. van het rapport.
- 14 Zie bij voorbeeld 9.22, 10.37 en 10.38 van de Londense listing rules.
- 15 Zie het Holzmueller Urteel van het Bundesgerichtshof van 25 februari 1982.
- i 6 Zie onderdeel 5.3. van het rapport en aanbeveling 28.
- i7 Dat zijn grotere vennootschappen met een eigen vermogen van Euro 13 miljoen, 100 werknemers en een ondernemingsraad.
- i8 Zie over deze afspraken: J.W. Winter, Stemmen op afstand via het communicatiekanaal aandeelhouders, in Corporate Governance voor juristen, 1998, blz. 86-93. Zie in deze bundel Streppi en Dumoulin.
- i9 Zie hierover M.P. van den Hoek, Resultaten communicatiekanaal 2000 en 2001, Ondernemingsrecht 2002, blz. 2-8.
- 20 Zie hierover M.P. Nieuwe Weme, Het consultatiedocument verplicht bod, Ondernemingsrecht 2002, blz. 206-213.
- 21 Zie art. 5 van het nieuwe voorstel voor een Dertiende Richtlijn.
- 22 Zie onderdeel 3.4. van het rapport Peters.
- 23 Hiermee komt de wetgever tegemoet aan kritiek van die Van der Hoek in De NV 1996, blz. 310 uitte. Deze verdedigde indertijd dat de profielschets voor de samenstelling van de raad van commissarissen in overleg met de aandeelhoudersvergadering en de ondernemingsraad tot stand diende te komen.
- 24 Zie P.C. van der Hoek, De NV 1996, blz. 312.
- 25 Stbl. 2002.142. Zie hierover P.J. Dortmond in Ondernemingsrecht 2002, blz. i77 e.v.
- 26 Aanbeveling 9.
- 27 Wet van i8 april 2002, Stbl. 2002.225 in werking getreden op i september 2002 ingevolge Besluit van 5 augustus 2002, Stbl. 2002, 422.
- 28 Hof Amsterdam 21 januari 2002, JOR 2002.82.
- 29 Zie overigens ook het recent gepubliceerde, in opdracht van de Europese Commissie geschreven rapport Winter, blz. 22: "The extent to which a shareholder holds risk bearing capital should determine the extent to which he is able to determine the affairs of the company".
- 30 Hof Amsterdam 22 maart 2002, JOR 2002.82.
- 31 Zie onderdeel 5.6.3. van het rapport.
- 32 Hof Amsterdam 8 maart 2001, JOR 2001.55.
- 33 Aanbeveling 25.
- 34 Hof Amsterdam 10 januari 2002, JOR 2002, 27.
- 35 Zie voor een beschouwing waarin juist op dit punt een sceptische houding werd aangenomen: S.C.J.J. Kortmann, Corporate Governance: wettelijk regelen of zelfregulering? In Corporate Governance in perspectief, Serie onderneming en recht, Deel i i blz. 15-17 (1998).
- 36 Ook buiten Nederland; denk aan de commotie die is ontstaan over de geheim gehouden pensioenregelingen van twee ex-bestuurders van ABB.
- 37 Zie rapport Winter, blz. 20-21.
- 38 Zie aanbeveling i5.
- 39 Zie voor gegevens hierover L. Timmerman, in Beurs en vennootschap, reguleringssystemen nu en in de toekomst, blz. 55-58 (2002).
- 40 Zie onderdeel i3 van het rapport.
- 41 Zie Monitoring Corporate Governance in Nederland 1998.