

**Concept-reactie Consultatiedocument december 2006 Monitoring Commissie
Corporate Governance Code**

4. Deelt u de opvatting van de Monitoring Commissie dat het dienstig kan zijn om de Wmz-drempel te verlagen naar 3% met voorts een meldingsplicht bij elke wijziging van 1%?

In het licht van recente ontwikkelingen heeft de Nederlandse Vereniging van Banken begrip voor de wens van vennootschappen om de meldingsdrempels ingevolge (thans) de Wet financieel toezicht ('Wft') aan te passen omdat zij meer inzicht willen hebben in welke aandeelhouder een bepaald belang in de vennootschap houdt. Niettemin roept een dergelijke aanpassing een aantal vragen op.

In dit verband is allereerst van belang dat de hoogte van de meldingsdrempels zeer recent door de wetgever uitdrukkelijk is (her)overwogen (Kamerstukken 28985 nr. 15 en Handelingen Tweede Kamer 25 april 2006, blz. 75-4701 t/m 75-4702, en 26 april 2006 blz. 76-4750 t/m 76-4751). Daarbij is de wetgever tot de slotsom gekomen dat de administratieve lasten die voor het bedrijfsleven uit een drempelverlaging zouden voortvloeien, niet opwegen tegen de daaruit voortvloeiende voordelen. De NVB vraagt zich dan ook af waarom die afweging nog geen jaar later opeens anders zou moeten uitvallen.

In samenhang daarmee moet bovendien worden opgemerkt dat het zeer snel wijzigen van recent aanvaarde of herziene wetgeving een autonome lastenverzwaring voor het bedrijfsleven genereert. Dit achten wij ongewenst.

De NVB vraagt voorts aandacht voor de uitvoerbaarheid en de mogelijkheden tot handhaving van de Nederlandse meldingsdrempels. Zeker in internationale verhoudingen zal handhaving van de Nederlandse meldingsdrempels complex, kostbaar en tijdrovend zijn. Zijn de Nederlandse uitvoerings- en handhavingsmechanismen hiervoor voldoende toegerust ?

In dit verband is frappant dat nu nog(!) voorlopige(!) getuigenverhoren op de rol staan om te achterhalen of de Nederlandse meldingsvoorschriften inzake Stork zijn overtreden. Ook de wel gemaakte observatie dat pakketmeldingen in Nederlandse beursvennootschappen die bij de US Securities and Exchange Commission worden gedaan, niet gereflecteerd worden in Nederlandse pakketmeldingen lijkt er op te wijzen dat er ruimte is voor verbetering van uitvoering en handhaving van de meldingsdrempels.

Tegen deze achtergrond zou onderzocht dienen te worden of verbetering van de mogelijkheden tot handhaving geen prioriteit verdient boven aanpassing van de drempels. Het verlagen van drempels die onder de huidige omstandigheden al niet gehandhaafd (kunnen) worden, leidt immers slechts tot symboolwetgeving. Bovendien

Singel 236
Postbus 3543
1001 AH Amsterdam
T +31 20 55 02 888
www.nvb.nl

is het contraproductief beleggers te goeder trouw te confronteren met een lastenverzwaring, terwijl partijen te kwader trouw – en dat zijn juist de partijen waarop men door verlaging van de meldingsdrempels zicht wil krijgen – ongestraft buiten het blikveld kunnen blijven.

Terugkomend op de verhouding tussen baten en lasten van een verlaging van de meldingsdrempels moet worden geconstateerd dat de door de Commissie gedane suggestie zal leiden tot een explosieve toename van het aantal gedane meldingen. Dit zal niet alleen voor beleggers een extra last betekenen, maar ook een uitbreiding van het uitvoeringsapparaat van de Autoriteit Financiële Markten noodzaken die in de vorm van een verhoging van de 'WMZ-heffing' op het bedrijfsleven zal worden afgewenteld. Het behoeft geen betoog dat een verlaging van de meldingsdrempels tot meer informatie zal leiden, maar meer informatie is niet per definitie gelijk aan meer inzicht. Waar het om gaat is dat in de gemelde en geregistreerde aandelenpakketten relevante patronen onderkend dienen te worden. Juist de toegenomen hoeveelheid informatie kan, naar analogie van de bomen en het bos, relevante patronen aan het zicht onttrekken.

De NVB erkent dat drempels als door de Commissie gesuggereerd in het buitenland voorkomen. Hoewel het op zichzelf een goede zaak is om zich te laten inspireren door en een goed voorbeeld te nemen aan wat in het buitenland plaatsvindt, moet ervoor gewaakt worden om buitenlandse regels, geïsoleerd van hun economische, (fiscaal-) juridische, sociale en culturele context over te nemen. In dit verband komt de vraag op of de door de Commissie genoemde effectenbeurzen vergelijkbaar zijn met de Amsterdamse Effectenbeurs met name qua omvang en samenstelling van de daarop actieve beleggers, gebruikte handelssystemen, intensiteit van het gehouden toezicht, vigerende handelsgewoonten en overige tradities. Dit zou nader onderzoek verdienen alvorens buitenlandse regels naar Nederland worden getransplanteerd.

In verband met het bovenstaande moet in het bijzonder gewezen worden op het typisch Nederlandse fenomeen van de fiscale deelnemingsvrijstelling voor aandelenbelangen van 5% en meer. Wanneer marktpartijen waarvan bekend is of aangenomen mag worden dat zij onder de deelnemingsvrijstelling kwalificerende pakketten nastreven, al belangen van 3% moeten melden, dan zullen buitenstaanders van deze informatie gebruik maken of kunnen maken om te anticiperen op de transacties die nodig zijn voor de verwerving van de resterende 2%. Het behoeft nadere uitleg waarom anticiperend gedrag in deze context aanvaardbaar moet worden geacht, waar consensus bestaat over de laakbaarheid van 'frontrunning'. Uiteraard kan gesteld worden dat transparantie gewenst is, maar daarbij moet ook de vraag onder ogen worden gezien of de eis van transparantie zo ver dient te gaan dat (indirect) aan het publiek vooraf inzicht wordt gegeven in eigen voorgenomen aandelentransacties. Een dermate vergaande regel is in de Nederlandse verhoudingen

niet bekend: zelfs in de context van de voorwetenschapsregels wordt aan gedoodverfde 'insiders' niet een dermate vergaande openbaarmakingsverplichting opgelegd.

5. De Monitoring Commissie meent dat het aanbevelenswaardig kan zijn om een aandeelhouder in Nederlandse vennootschappen te verplichten bekend te maken wat zijn intenties zijn met een aandelenbelang van bepaalde omvang. De Monitoring Commissie denkt aan een drempel van 5% voor de initiële verplichting tot openbaarmaking en aan vervolgmeldingen ingeval de intenties wijzigen. Bent u het met beide aanbevelingen eens?

De NVB is van mening dat het zinvol kan zijn dat Nederlandse vennootschappen inzicht hebben in de intenties van hun belangrijkste aandeelhouders (meer dan 5%), maar meent een tweetal kanttekeningen te moeten plaatsen bij de uitwerking daarvan.

Allereerst zou in het licht van het standpunt van de NVB met betrekking tot vraag 3, de verplichting van belangrijke aandeelhouders om hun intenties bekend te maken, niet betrekking dienen te hebben op gegevens waaruit voorgenomen beleggingstransacties kunnen worden afgeleid.

Voorts wijst de NVB er in dit verband op dat de grens tussen de gewone uitoefening van aandeelhoudersrechten (waaronder het stemrecht en het agenderingsrecht) door aandeelhouders en het 'uitoefenen van invloed' allerminst scherp is. Het verdient de aandacht dat in de zaken die thans aan de orde zijn of recent zijn geweest, de betrokken aandeelhouders opereren vanuit hun onvrede over de gevoerde strategie en afzien van het claimen van bestuurs- of commissariszetels. Volgens Principe II.1. van de Nederlandse Corporate Governance Code is het bestuur verantwoordelijk voor de strategie, met andere woorden: heeft daarover verantwoording af te leggen en wel aan de algemene vergadering van aandeelhouders.

De vraag komt dan ook op waar het verbinden van consequenties aan de afgelegde verantwoording ophoudt de gewone uitoefening van stemrecht te zijn en overgaat in het uitoefenen van invloed. Het enkele feit dat een aandeelhouder van het agenderingsrecht gebruik kan maken is naar de mening van de NVB in ieder geval onvoldoende om te kunnen spreken van het 'uitoefenen van invloed'.

De NVB verzoekt de Commissie op dit punt nadere verduidelijking te geven.

6. Deelt u de mening van de Monitoring Commissie dat securities lending met het oogmerk om stemrecht te verkrijgen, moet worden ontmoedigd? Zo ja, hebt u ideeën om dat ontmoedigingsbeleid vorm te geven? Bent u van mening dat vooralsnog kan worden volstaan met zelfregulering?

Singel 236
Postbus 3543
1001 AH Amsterdam
T +31 20 55 02 888
www.nvb.nl

De NVB deelt de visie van de Commissie dat het inlenen van effecten met als geen enkel ander oogmerk een substantieel aandeel in de stemverhouding op de algemene vergadering te verwerven ongewenst is. In dit verband vraag de NVB zich af of het welbegrepen eigenbelang van beleggers niet voldoende stimulans zou moeten zijn tot terughoudendheid in dergelijke situaties: het besef dat de uitlenende belegger uiteindelijk zelf de rekening betaalt van het stemgedrag van de inlenende partij. Een eventueel ontmoedigingsbeleid zou dan ook in eerste instantie gericht moeten zijn op bewustwording en pas in tweede instantie op zelfregulering door middel van een gedragscode. Men dient er alert op te zijn dat Nederlandse marktpartijen door maatregelen op dit terrein niet in een nadeliger positie worden gemanoeuvreed dan hun buitenlandse collega's.