

Aan de voorzitter en leden
van de Vaste Commissies voor Financiën
van de Tweede Kamer der Staten-Generaal
Postbus 20018
2500 EA DEN HAAG

Betreft: Commentaar op de kabinetsreactie rapport Monitoring Commissie
(kamerstuk 31083)
Ons kenmerk: 2007.59
Schiphol, 25 juni 2007

Geachte dames en heren,

Eumedion, het corporate governance forum voor institutionele beleggers¹, heeft met veel belangstelling kennis genomen van de kabinetsvisie op het rapport van de Monitoring Commissie en inzake hedgefondsen en private equity in brede zin (kamerstukken II 2006/07, 31 083, nr. 1). Graag maakt Eumedion gebruik van de mogelijkheid te reageren op deze kabinetsreactie. Eumedion stelt het op prijs indien u de onderstaande commentaarpunten aan de orde stelt tijdens het Kamerdebat over de kabinetsreactie op 5 juli a.s.

Het commentaar van Eumedion bestaat uit de hierna beschreven vier kernpunten.

1. Eumedion kan het voornemen van het kabinet om wettelijk te regelen dat de vennootschap ten behoeve van het voeren van een dialoog haar aandeelhouders kan identificeren steunen, in de veronderstelling dat ook aandeelhouders de mogelijkheid krijgen om met andere aandeelhouders te communiceren;
2. Indien wordt geregeld dat de vennootschap haar aandeelhouders kan identificeren, dan bestaat naar de mening van Eumedion geen enkele noodzaak om de eerste drempel voor het melden van een zeggenschapsbelang te verlagen van de huidige 5 procent naar 3 procent. Ook is er geen overwegende reden om aandeelhouders met een zeggenschapsbelang van 3 procent te verplichten hun intenties kenbaar te maken.

¹ Eumedion is het corporate governance forum voor institutionele beleggers (pensioenfondsen, vermogensbeheerders, beleggingsinstellingen en verzekeringsmaatschappijen). Eumedion telt momenteel 60 Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers als deelnemer. De deelnemers hebben in totaal meer dan 1 triljoen euro belegd vermogen onder beheer. Zij beleggen voor Nederlandse begunstigen en in Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen.

Eumedion denkt dat deze maatregelen eerder een negatieve dan een positieve uitwerking op de dialoog tussen aandeelhouder en vennootschap zullen hebben. Bovendien verwacht Eumedion dat een dergelijke wettelijke regel moeilijk handhaafbaar is, dan wel verwordt tot nietszeggende paragrafen, voer voor juristen en bron van onzekerheid.

3. Eumedion is voorstander van het introduceren van een “vuistregel” in de Nederlandse corporate governance code om het bestuur een “responstijd” van 180 dagen te geven indien een aandeelhouder een onderwerp agendeert dat naar verwachting zal leiden tot een wijziging van de strategie van de vennootschap. Een dergelijke gedragsregel ondersteunt het voeren van een constructieve dialoog tussen aandeelhouder en vennootschap. Eumedion is het echter niet eens met het voornemen om hier bovenop nog eens het agenderingsrecht van aandeelhouders aan te scherpen. Een verhoging van de thans geldende drempel leidt ertoe dat het agenderingsrecht voor “traditionele” institutionele beleggers illusoir wordt. Zij kunnen hierdoor in veel gevallen slechts moeizaam zelf specifieke onderwerpen bij een vennootschap aan de orde stellen.
4. Eumedion verwacht dat de Sociaal-Economische Raad (SER) zich bij zijn advisering over de positie van de werknemer in de vennootschap niet zal beperken tot de door het kabinet aangestipte onderwerpen. De kans is reëel dat met de opening van een dergelijke adviesaanvraag, de SER “uit zichzelf” ook zal adviseren over de “machtsbalans” tussen bestuur, raad van commissarissen en algemene vergadering van aandeelhouders, net zoals dat ook in 2000/2001 is gebeurd. Teneinde een evenwichtig advies te verkrijgen, in plaats van meerdere adviezen van ieder van de stakeholders, waarbij rekening wordt gehouden met alle betrokken belangen, adviseert Eumedion nadrukkelijk dat naast vertegenwoordigers van werkgevers en werknemers ook representatieve aandeelhoudersorganisaties aan tafel zullen zitten bij het opstellen van een dergelijk advies.

Een nadere uitwerking van de hierboven genoemde kernpunten treft u hieronder aan.

1. Transparantie van aandeelhouders

Identificatie van aandeelhouders

Met het kabinet (en met de Monitoring Commissie) is Eumedion van mening dat het van groot belang is dat de kwaliteit van de corporate governance van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland een hoog niveau heeft en dat het voeren van een constructieve dialoog tussen aandeelhouders en het bestuur wordt vergemakkelijkt. Een dialoog vereist dat vennootschappen weten wie hun aandeelhouders c.q. de “economisch gerechtigden op de aandelen” zijn, en dat aandeelhouders bereid zijn zich “te laten vinden”. Vanuit dit oogpunt steunt Eumedion het kabinetsvoornemen om een wettelijke regeling te treffen om de identiteit

van de aandeelhouders te kunnen achterhalen. Eumedion vindt wel dat voor een dergelijke regeling het “ja, tenzij”-principe moet gelden: een aandeelhouder stemt in met het prijsgeven van zijn identiteit, tenzij hij uitdrukkelijk aangeeft hiertegen bezwaar te hebben. Voorts vindt Eumedion dat niet alleen de vennootschap de identiteit van de aandeelhouders moet kunnen achterhalen, maar dat dit ook mogelijk moet zijn voor de medeaandeelhouders. Pas dan ontstaat een “gelijk speelveld” tussen bestuur en aandeelhouders in het bereiken van de (mede)aandeelhouders, die zeker in het geval een belangrijk onderwerp op de agenda van de aandeelhoudersvergadering staat (en een “proxy contest” waarschijnlijk is) van groot belang is.

Verlaging van de eerste meldingsdrempel inzake substantiële aandelenbelangen

Indien wettelijk geregeld is dat de identiteit van aandeelhouders in beginsel kan worden achterhaald en de aangekondigde maatregelen zien op een verbetering van de dialoog tussen vennootschap en aandeelhouder, dan ziet Eumedion geen reden om de eerste drempel voor het melden van zeggenschap te verlagen naar 3 procent. De gevolgen van een dergelijke verlaging zijn volgens Eumedion nadelig voor het voeren van de constructieve dialoog die ook volgens de Monitoring Commissie en het kabinet juist zo wenselijk is. Dat heeft te maken met de huidige onduidelijkheid over de definitie van het begrip “acting in concert” oftewel een overeenkomst die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid inzake het uitbrengen van de stemmen (artikel 5:45, vijfde lid, Wft). Wanneer sprake is van “acting in concert” en de samenwerkende aandeelhouders de wettelijke meldingsdrempel overschrijden, dienen alle betrokken aandeelhouders een melding te doen.

Een institutionele belegger die in dialoog wil treden met de vennootschap zal vaak ook in contact willen treden met collega-beleggers. Hij zal bijvoorbeeld de behoefte voelen om zijn visie te toetsen aan die van een collega-belegger, teneinde scherp te krijgen of hij alle relevante informatie tot zich heeft genomen. Ondernemingen zijn vaak complexe organisaties en om alle aspecten van de onderneming te kunnen beoordelen is veel kennis en inzicht nodig. Bundeling van kennis op deelgebieden is nuttig om het inzicht in (het reilen en zeilen van) de onderneming te vergroten. Contacten kunnen er ook zijn om in bepaalde gevallen een gezamenlijk standpunt te bepalen, zodat de institutionele beleggers sterker staan in de dialoog met de vennootschap of in de algemene vergadering van aandeelhouders. Het samen optrekken van aandeelhouders kan in de hiervoor vermelde omstandigheid aanleiding geven tot de verplichting van de samenwerkende partijen om een zeggenschapsmelding te doen in het geval de meldingsdrempel wordt overschreden. Het is echter niet in alle gevallen duidelijk onder welke omstandigheden het overleggen en het samenwerken tussen aandeelhouders overgaat in “acting in concert”, waardoor de meldingsplicht ontstaat. De angst om publiekelijk in opspraak te komen als door een partij (bijvoorbeeld vennootschap, medeaandeelhouder of

toezichthouder) wordt beweerd dat een wettelijke regel niet is nageleefd, met alle reputatie-effecten voor de institutionele belegger van dien, kan ertoe leiden dat institutionele beleggers terughoudender worden om met elkaar te overleggen of samen op te trekken in de aanloop naar een dialoog met de vennootschap. De neiging tot terughoudendheid wordt groter wanneer de eerste meldingsdrempel wordt verlaagd. Naar de mening van Eumedion heeft de verlaging van de eerste meldingsdrempel al met al een averechts effect op de gewenste versterking van de dialoog tussen vennootschap en aandeelhouder.

Daarnaast wijst Eumedion erop dat de Europese Transparantierichtlijn de eerste meldingsdrempel op 5 procent van het kapitaal heeft gelegd, onder meer op inzet van Nederland met het oog op beperking van de administratieve lastendruk. Het kabinet maakt niet overtuigend kenbaar waarom plots moet worden afgeweken van de oorspronkelijke positie en nu kiest voor een “nationale kop” op deze richtlijn. Het functioneren van de interne markt – en van vennootschappen, waaronder de Nederlandse, die binnen de EU actief zijn op die markt – is gebaat bij een voorspelbare en consistente nationale implementatie.

Eumedion is overigens tevreden dat het kabinet (vooralsnog) het voorstel van de Commissie Frijns om bij iedere wijziging van het belang met 1 procentpunt aandeelhouders wederom een meldingsplicht op te leggen niet heeft overgenomen. Een dergelijke regeling zou voor institutionele beleggers een sterke stijging van de administratieve lasten met zich brengen, aangezien voor alle institutionele beleggers, wereldwijd, de interne (compliance) systemen zullen moeten worden aangepast. Met name de Nederlandse en buitenlandse *open end* beleggingsfondsen zouden voor een vrijwel onmogelijke opgave worden gesteld. Dit zou het Nederlandse beleggingsklimaat voor de “traditionele” institutionele beleggers aanzienlijk verslechteren.

Het melden van de intenties door de aandeelhouder

De effectiviteit van een dialoog neemt toe wanneer deze niet (altijd) in de openbaarheid wordt gevoerd. Een oplossing voor een dispuut tussen een (groep van) aandeelhouder(s) en de vennootschap wordt in de regel eerder buiten de “publieke spotlights” gevonden dan in het geval elke stap in het proces van het zoeken van een compromis in de openbaarheid moet worden gebracht. Een voorbeeld hiervan is het dispuut tussen Fursa Alternative Strategies (hierna: Fursa; een hedge fund) en de Nederlandse vennootschap ASM International NV (hierna: ASMI) over een splitsing van de vennootschap. Aangezien de aandelen van ASMI (ook) genoteerd zijn aan een Amerikaanse effectenbeurs, dient een aandeelhouder van ASMI de doelstelling die hij met het belang voor ogen heeft bij de Amerikaanse beurstoezichthouders SEC te melden, alsmede elke wijziging in de strategie om deze doelstelling te bewerkstelligen.

De herhaalde briefwisselingen tussen Fursa en ASMI, die vanuit het SEC-register door eenieder kunnen worden gedownload, zijn prachtig voor de media, maar hebben een oplossing geen stap dichterbij gebracht. Naar de mening van Eumedion is eerder het tegendeel het geval: mede door de openbaarheid van de correspondentie kunnen de verhoudingen tussen de partijen eenvoudig verder polariseren. Mede vanuit dit oogpunt zijn wij geen voorstander van de invoering van een wettelijke verplichting voor aandeelhouders die minimaal 3 procent van de aandelen houden om hun intenties kenbaar te maken. Het voorstel zal een averechts effect hebben op de gewenste constructieve dialoog.

Voorts begrijpt Eumedion niet voor welk probleem deze nieuwe wettelijke plicht een oplossing biedt. Vastgesteld kan worden dat bij die vennootschappen waar ingrijpende voorstellen zijn gepresenteerd (Stork, Ahold, ASMI, ABN AMRO) de betreffende aandeelhouders zelf via persberichten de markt informeerden wat hun intenties waren. Ook vanuit de praktijk bestaat er dus geen noodzaak voor een wettelijke plicht. De voorgenomen wettelijke plicht zal alleen leiden tot een stijging van de administratieve lasten voor de "traditionele" institutionele beleggers die bij elke melding weer hun intenties kenbaar moeten maken. Nederland wordt met deze maatregel voor buitenlandse "traditionele" institutionele beleggers een minder aantrekkelijk land om in te beleggen, met alle nadelige lange termijnconsequenties van dien.

Tot slot bestaan er allerlei uitvoeringsproblemen die het kabinet in zijn reactie zelf ook onderkent. Wij willen er twee noemen. Ten eerste de beschrijving van de intenties. Hierbij kan worden gekozen voor de verplichting van een dusdanig algemene beschrijving dat zij voor de markt nietszeggend wordt. Het alternatief is dat de beschrijving zo gedetailleerd moet zijn dat daarmee kapitaalverschaffers worden afgeschrikt om te beleggen in Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen en een aandeelhouder mogelijk van dag tot dag een nieuwe melding moet doen aangezien zijn "nieuwe" intenties niet meer passen in de "oude" beschrijving. Ten tweede de problematiek van de "toerekening" van de intenties van (sub)fondsen aan de beleggingsinstelling. In de systematiek van de meldingsregels van de Wet financieel toezicht dient de beleggingsinstelling het gezamenlijke belang van haar (sub)fondsen in een beursgenoteerde vennootschap te melden in het geval een wettelijke meldingsdrempel wordt overschreden en er een gemeenschappelijk stembeleid wordt gevoerd. Eumedion heeft de indruk dat deze laatste voorwaarde door de toezichthouder "breed" wordt uitgelegd. Deze "brede" uitleg geeft een spanning met het kabinetsvoorstel om bij het melden van een "toegerekend" aandelenbelang ook de intenties kenbaar te maken. De (sub)fondsen kunnen namelijk op individueel niveau verschillende intenties met hun aandelenbelang in de betreffende vennootschap hebben. Het ene (sub)fonds kan bijvoorbeeld een "agressiever"

corporate governance beleid voeren dan het andere (sub)fonds. Welke intentie moet de “moeder” (de beleggingsinstelling) dan melden?

2. Aantasting agenderingsrecht van aandeelhouders

Eumedion is het met de Commissie Frijns eens dat het agenderingsrecht van aandeelhouders zich tot een machtig wapen heeft ontwikkeld. In de recente gevallen waarin aandeelhouders gebruik hebben gemaakt van dit recht hebben zij verstrekkende voorstellen voor stemming op de aandeelhoudersvergadering gedaan. Eumedion is het eens met de opvatting van de Commissie Frijns dat de ondernemingsleiding van beursgenoteerde ondernemingen zes maanden de tijd dient te hebben om zich een oordeel te vormen over majeure voorstellen, zoals een strategiewijziging (‘responstijd’). Ook al volgt daarover in de daaropvolgende algemene vergadering van aandeelhouders een niet-bindende stemming, de onrust is dan al ontstaan, zeker wanneer het agendavoorstel wordt ingediend door een aandeelhouder met een bepaalde reputatie en de openbare mededeling hierover tot een (forse) koersstijging heeft geleid.

Eumedion begrijpt in het geheel niet dat waar het de wens is om rust te creëren voor de ondernemingsleiding indien een aandeelhouder gebruik maakt van het agenderingsrecht, naast de responstijd ook zou moeten worden overgegaan tot een aanscherping van de eisen van het agenderingsrecht van aandeelhouders. Een verhoging van de drempel om gebruik te kunnen maken van het agenderingsrecht naar 3 procent is daartoe in het geheel niet vereist. Immers, ook indien de drempel op 1 procent wordt gehouden kan het bestuur van de vennootschap de responstijd gebruiken om zich in “alle rust te beraden”. Indien een dergelijke verhoging wordt ingevoerd zou dit in de praktijk ertoe leiden dat het agenderingsrecht voor “traditionele institutionele beleggers” met hun wijd verspreide aandelenportefeuille, illusoir wordt. In het geval van ING Groep zou een aandeelhouder bijvoorbeeld een bedrag van 2,2 miljard euro in ING-aandelen moeten hebben belegd voordat hij gebruik kan maken van het agenderingsrecht. Nu hoeft een belegger slechts 50 miljoen euro aan aandelen ING te houden. Dat scheelt een factor 44. Bij Fortis dient een belegger met de nieuwe drempel aandelen aan te houden ter waarde van 1,2 miljard euro, bij Unilever 1,1 miljard en bij Philips ruim 1 miljard euro.

Daarbij komt dat “de markt” over het voorstel tot het aanpassen van de criteria voor het agenderingsrecht niet is geconsulteerd. Het zou daarom in de rede hebben gelegen dat het kabinet, in navolging van hetgeen het onder punt 6 van paragraaf 2.3 van de notitie schrijft, zich op zijn minst op dit punt nader dient te beraden.

3. Verkenning van versterking van de positie van werknemers in de vennootschap

Los van het advies van de Commissie Frijns, wil het kabinet de SER advies vragen over een aantal opties om de positie van de werknemers van de vennootschap te versterken (spreekrecht van de ondernemingsraad (OR) in de algemene vergadering; betrokkenheid van werknemers bij een fusie of overname; grotere betrokkenheid van de OR bij benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen en de toegang tot het enquêterecht). Eumedion denkt echter niet dat de SER zich bij zijn advisering over de positie van de werknemers zal beperken tot de door het kabinet aangestipte onderwerpen. Het kabinet hint ook al in deze richting, waar het onder punt 4 van zijn notitie stelt dat de "positie [van de werknemers] niet los gezien kan worden van die van andere stakeholders". Met de opening die het kabinet hier biedt is de kans reëel dat de SER "uit zichzelf" zal adviseren over de "machtsbalans" tussen bestuur, raad van commissarissen en algemene vergadering van aandeelhouders, net zoals dat ook in 2000/2001 is gebeurd. Bij de totstandkoming van het SER-advies over de toepassing en functioneren van de structuurregeling in 2000/2001 waren aandeelhouders(organisaties) niet vertegenwoordigd. Dat is achteraf gezien een grote leemte gebleken, aangezien de SER destijds ook adviseerde over de rechten van aandeelhouders. Wij vinden derhalve dat op zijn minst naast de vertegenwoordigers van werkgevers en werknemers ook vertegenwoordigers van representatieve aandeelhoudersorganisaties aan tafel dienen te zitten bij het opstellen van een dergelijk advies. De inbreng van de visie van (inter)nationale institutionele beleggers kan ervoor zorgen dat de consequenties van voorgestelde maatregelen op de aantrekkelijkheid van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen om in te beleggen nadrukkelijker in het advies worden betrokken. Wij zouden de Kamer willen vragen hierop bij het kabinet aan te dringen.

4. Overige onderwerpen

Securities lending

Eumedion onderschrijft de opvatting van het kabinet dat het zeggenschapsbelang van een aandeelhouder zoveel mogelijk dient te sporen met het financiële belang en dat "empty voting" derhalve ongewenst is. Het inlenen van aandelen (securities lending) met het pure oogmerk om stemrecht te verkrijgen dient te worden ontmoedigd. Echter, met het kabinet zijn wij van mening dat wetgeving hiervoor, zeker als dat alleen Nederland zou betreffen, niet een geschikt instrument is. Opgepast dient te worden dat Nederlandse institutionele beleggers door wettelijke maatregelen niet in een nadeliger positie worden gemanoeuvreed in vergelijking met hun buitenlandse collega's. Daarom dienen oplossingen, zoals het kabinet ook stelt, vooral in internationaal/Europees verband te worden gezocht.

Activiteiten van hedgefondsen en private equity partijen

Wij zijn het eens met de opvatting van het kabinet dat eerst goed in kaart moet worden gebracht wat de omvang van de mogelijke zorgpunten ten aanzien van hedgefondsen en private equity partijen zijn voordat maatregelen worden opgesteld om het optreden van deze partijen te reguleren. Een goede analyse en verkenning van ongewenst optreden van hedge funds en private equity partijen is noodzakelijk om, indien nodig, de juiste en meeste effectieve spelregels op te kunnen stellen. Ook hier dient niet uit het oog te worden verloren dat Nederland door overhaaste maatregelen onaantrekkelijk wordt om in te beleggen of in te investeren. Op de lange termijn zou dit negatieve gevolgen hebben voor de groei van de Nederlandse economie en van de werkgelegenheid.

Eumedion steunt eveneens het voornemen om de bieder in het biedingsbericht te verplichten additionele informatie op te nemen over de vergoeding die bestuurders van een doelvennootschap ontvangen in verband met een openbaar bod op die vennootschap. Eumedion zou hieraan willen toevoegen dat een bestuurder van een doelvennootschap de schijn van tegenstrijdige belangen dient te vermijden wanneer hij met de bieder onderhandelt over de voorwaarden van het openbaar bod. Er ligt hier een belangrijke taak voor de raad van commissarissen om eventuele tegenstrijdige belangen te kanaliseren en/of uit te sluiten.

5. Tot slot

Door een beperkt aantal wettelijke wijzigingen van schijnbaar geringe omvang kunnen kapitaalmarkten van de ene op de andere dag hun aantrekkelijkheid verliezen. Een verwijzing ter rechtvaardiging van wettelijke ingrepen naar hetgeen in het Verenigd Koninkrijk, Duitsland of Frankrijk in de wet staat is voor een land met een relatief kleine kapitaalmarkt, zoals Nederland, niet zonder gevaar. Feit is dat relatief kleine kapitaalmarkten, zowel binnen de EU als daarbuiten, over het algemeen geen omvangrijke informatieplichten voor aandeelhouders kennen (binnen de EU in ieder geval niet uitgaan boven de verplichtingen voortvloeiende uit de Europese richtlijnen). Het opzadelen van aandeelhouders met extra administratieve lasten schaadt de concurrentiepositie van Nederland als aantrekkelijk land om in te beleggen.

Indien u naar aanleiding van het bovenstaande behoefte heeft aan een nadere toelichting, dan zijn wij daarvoor uiteraard beschikbaar.

Voor de goede orde merken wij op dat een kopie van deze brief is gezonden aan de Minister van Financiën, de Minister van Justitie, de Minister van Economische Zaken en de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.

Hoogachtend,



Drs. Riens Abma

Directeur