

Stichting Holland Financial Centre  
T.a.v. mr. A.W.H. Docters van Leeuwen  
Postbus 19163  
1000 GD AMSTERDAM

Betr.: Reactie op "quick wins" Holland Financial Centre  
Ons kenmerk: 2007.79  
Schiphol, 9 augustus 2007

Geachte heer Docters van Leeuwen,

Eumedion, het corporate governance forum voor institutionele beleggers, heeft met veel belangstelling kennis genomen van de oprichting van de Stichting 'Holland Financial Centre' (hierna: de stichting). Eumedion staat geheel achter de doelstelling van de stichting om Nederland verder te ontwikkelen tot een internationaal aantrekkelijk en sterk financieel centrum.

De stichting heeft ter gelegenheid van haar oprichtingsbijeenkomst een aantal zogenoemde quick wins gepresenteerd, welke naar de mening van de stichting Nederland snel aantrekkelijker kunnen maken als financieel centrum. Vier van de tien "quick wins" liggen op het terrein van corporate governance. Met drie van deze vier quick wins kan Eumedion zich op hoofdlijnen verenigen. Bij de aanbeveling "Meer flexibiliteit in het toewijzen van stem- en dividendrecht" plaatst Eumedion een aantal belangrijke kanttekeningen. Eumedion beveelt een heroverweging van deze aanbeveling aan, aangezien deze aanbeveling de aantrekkelijkheid van de Nederlandse kapitaalmarkt kan schaden.

Onderstaand treft u enkele opmerkingen en kanttekeningen aan van Eumedion bij de aanbevelingen die betrekking hebben op corporate governance. Bij alle vier corporate governance aanbevelingen denkt Eumedion overigens niet dat deze "niet of minder controversieel zijn en relatief eenvoudig implementeerbaar", zoals de stichting in het begeleidend persbericht schrijft. Met name aanbevelingen 1 en 4 zullen diep in ons vennootschapsrecht ingrijpen.

*1. Meer flexibiliteit in het toewijzen van stem- en dividendrecht*

De stichting stelt dat het Nederlandse vennootschapsrecht voor beursgenoteerde fondsen veel restrictiever is op het gebied van stem- en dividendrecht is dan dat van andere landen. De stichting pleit ervoor om het vennootschapsrecht zodanig aan te passen dat openbare vennootschappen meer variatie kunnen aanbrengen in de aan aandelen verbonden rechten. De stichting laat in haar begeleidende rapport "Towards a strong, open and internationally competitive financial centre" doorschemeren dat Nederland meer werk moet maken om zijn reputatie als het "Delaware" van Europa te herstellen.

Op dit punt zien wij dat onze eigen – breed gedragen – doelstellingen en die van de stichting gaan botsen, zeker daar waar het gaat om de mogelijkheid te creëren aandelen zonder stemrecht of met meervoudig stemrecht uit te geven. De aanbeveling zou op korte termijn enig effect kunnen hebben op het vestigingsklimaat in Nederland wat betreft het incorporeren van nieuwe vennootschappen of het naar de beurs gaan van vennootschappen. Wij verwachten echter dat de aanbeveling per saldo slechts een negatieve uitwerking zal hebben op de aantrekkelijkheid van Nederland als land om in te beleggen. De uitgifte van aandelen zonder stemrecht zal in de praktijk leiden tot de creatie van een nieuwe beschermingsconstructie en tot een verminderde dynamiek op de Nederlandse kapitaalmarkt. Dit zal leiden tot een vacuüm in de "checks and balances" binnen Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. Een sterke positie van de algemene vergadering van aandeelhouders is van het grootste belang om tot een evenwichtige verdeling van de invloed tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering van aandeelhouders te komen. Indien aandeelhouders geen stemrecht hebben, is van een effectieve verantwoordelijkheidsstelling van het bestuur en de raad van commissarissen geen sprake. De risico's op nieuwe deconfitures en boekhoudaffaires zullen hierdoor toenemen, met alle kwalijke gevolgen voor de reputatie van Nederland als vestigingsland op de lange termijn van dien. De mogelijkheid tot uitgifte van aandelen zonder stemrecht staat haaks op de doelstelling van het kabinet en de Commissie Tabaksblat in de afgelopen tijd om de "checks and balances" binnen beursgenoteerde vennootschappen te versterken. Een stap terug als start van een nieuw initiatief lijkt ons niet wenselijk.

Ter implementatie van de aanbeveling stelt de stichting concreet voor (pagina 35 van haar rapport) om artikel 2:92 BW zodanig te wijzigen dat een bestuur ("bij of krachtens de statuten") bij de uitgifte van aandelen mag bepalen welke rechten aan die aandelen zijn verbonden. Eumedion vindt dit een veel te grote discretionaire vrijheid voor het bestuur. Mocht de vennootschap willen overgaan tot verschillende soorten aandelen, dan zou dit altijd aan de algemene vergadering van aandeelhouders dienen te worden voorgelegd, aangezien de rechten van de bestaande aandeelhouders anders op een onaanvaardbare wijze kunnen worden aangetast (vgl. de beschikking van de Ondernemingskamer van 28 maart 2007 in de zogenoemde DSM-zaak

(LJN: BA1717)). Het is niet voor niets dat juist buitenlandse aandeelhouders in de DSM-zaak hiertegen te hoop liepen. Men kan stellen dat voor het opnemen van de passage “bij of krachtens de statuten” een wijziging van de statuten noodzakelijk is, zodat de algemene vergadering in deze besluitvorming wordt betrokken. Dit moge zo zijn voor de vennootschappen wier aandelen nu reeds ter beurse zijn genoteerd, maar niet voor de vennootschappen die naar de beurs gaan. De algemene vergadering van deze vennootschappen heeft geen invloed op de initiële inrichting van de statuten. Aandeelhouders zijn daarna niet in staat of in de gelegenheid om wijzigingen in de statuten te initiëren (zeker wanneer zij geen stemrecht hebben!).

Daarbij komt dat de Monitoring Commissie (Commissie Frijns) mede over dit onderwerp recentelijk een consultatie heeft gehouden. In haar “Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code”, waarin de commissie de uitkomsten van haar consultatie kenbaar maakt, valt te lezen dat “een ruime meerderheid van de respondenten meent dat het ontwikkelen van initiatieven om lange termijn aandeelhouderschap te bevorderen aan de markt dient te worden overgelaten. Een klein aantal respondenten heeft gepleit voor ondersteunende wetgeving”. Hieruit blijkt dat “de markt” over het algemeen geen behoefte heeft aan wetgeving op dit gebied.

Wij geven het bestuur van de stichting met klem in overweging om aanbeveling 1 te heroverwegen en in te trekken.

## *2. Officiële taal*

De stichting vindt dat het mogelijk moet worden gemaakt dat officiële documenten en communicatie met aandeelhouders uitsluitend worden gedaan in een taal die gebruikelijk is in internationale markten.

Eumedion is het eens met deze aanbeveling. Daarbij gaat zij er wel vanuit dat een wijziging van het taalregime voor het jaarverslag en de jaarrekening net zoals nu het geval is ter goedkeuring dient te worden voorgelegd aan de algemene vergadering van aandeelhouders.

## *3. Aandeelhoudersidentificatie*

Eumedion is met de stichting van mening dat de vennootschap in staat dient te worden gesteld de identiteit van haar aandeelhouders te achterhalen, maar vindt daarbij tegelijkertijd dat ook de (mede)aandeelhouders dit moeten kunnen. De mogelijkheid tot het werven van stemvolmachten moet namelijk voor “beide kanten” open staan, zeker in het geval van een zogenoemde “proxy contest”. Eumedion constateert dat het kabinet in zijn reactie op het advies van de Commissie Frijns heeft aangegeven dit punt ter hand te zullen nemen.

De stichting stelt dat “intermediairs die stemrecht uitoefenen voor hun klanten de namen van hun klanten bekend moeten maken, op straffe van het verliezen van hun stemrechten”. Eumedion wil hierbij opmerken dat het nooit de bedoeling kan zijn dat een aandeelhouder zijn stemrecht verliest enkel vanwege het feit dat een intermediair zijn plicht verzuimt.

#### *4. One-tier board*

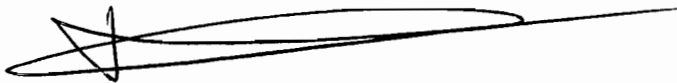
Eumedion is het eens met de opvatting van de stichting dat het vennootschapsrecht de taken en verantwoordelijkheden van non-executives in een enkel bestuur beter zou moeten uitwerken. De zogenoemde one-tier boardstructuur doet in governance termen niet onder voor de in ons land meer gebruikelijke structuur met een afzonderlijke raad van commissarissen. Het zou de helderheid bevorderen indien de Nederlandse wetgever passende voorzieningen treft voor de one-tier structuur, waarin duidelijkheid wordt geschapen over de positie van de uitvoerende en niet-uitvoerende leden van een dergelijk bestuur en de gevolgen van de taakverdeling tussen hen voor hun aansprakelijkheid.

Aan het eind van hoofdstuk 4 van het rapport somt de stichting een aantal onderwerpen op waarnaar meer onderzoek zou moeten worden verricht. De betreffende paragraaf is zodanig opgeschreven dat het accent wordt gelegd op belemmeringen vanuit het vennootschapsrecht voor het functioneren van beursgenoteerde vennootschappen. Eumedion zou ervoor willen pleiten om bij de vormgeving van een dergelijk onderzoek niet alleen de invalshoek van de beursgenoteerde vennootschappen te betrekken, maar zeker ook die van de (bescherming van de) aandeelhouder. Eumedion kan zich ook op dit punt niet aan de indruk onttrekken dat de stichting bij de afweging van het verbeteren van het vestigingsklimaat voor vennootschappen en van het verbeteren van het klimaat voor beleggers de balans doet doorslaan naar het vestigingsklimaat voor vennootschappen. Zoals wij aan het begin van deze brief hebben gesteld, kan dit op lange termijn het risico in zich bergen dat buitenlandse beleggers zich afkeren van de Nederlandse kapitaalmarkt. Dat is op lange termijn ook niet in het belang van de beursgenoteerde vennootschappen zelf. Eumedion zou in het kader van het aantrekkelijker maken van het beleggingsklimaat in Nederland de stichting ook een quick win willen aanreiken, namelijk de verheldering van het begrip “acting in concert”, zowel in de regelgeving ten aanzien van het melden van substantiële aandelenbelangen als die ten aanzien van het verplichte openbaar bod. Grote, institutionele, beleggers zijn terughoudend om met elkaar in contact te treden zolang er onduidelijkheid bestaat over dit begrip. Dit is niet bevorderlijk voor het streven naar een actieve algemene vergadering van aandeelhouders om de “checks and balances” binnen beursgenoteerde vennootschappen te versterken.

Ten slotte: juist in het belang van de reputatie van Nederland als financieel centrum naar buiten toe, zou Eumedion willen waarschuwen tegen het bij voorbaat creëren van te hoge verwachtingen en ambities. Een succesvolle aanpak staat of valt met een focus op een beperkt aantal concreet haalbare doelstellingen, voorzien van realistische tijdslijnen, een breed draagvlak en een zorgvuldige onderbouwing. Mede gelet hierop zou Eumedion graag met u in overleg willen treden over de verdere uitwerking van de voorstellen op het terrein van corporate governance.

Voor de goede orde wordt opgemerkt dat een kopie van deze brief is verstuurd aan de minister van Financiën en aan de minister van Justitie.

Met vriendelijke groet,



Drs. Rients Abma  
Directeur Eumedion