

NIEUWSBRIEF

Maandelijkse uitgave, editie september 2007

Nieuws van de Stichting

- **Eumedion wil Europese maatregelen tegen beschermingsconstructies**

Eumedion vraagt de Europese Commissie om een aanbeveling op te stellen over het "one share, one vote"-principe in de Europese Unie. Eumedion pleit hiervoor in haar position paper van 11 september jl. over het recent geleden gepubliceerde Commissieonderzoek naar het voorkomen van beschermingsconstructies bij de Europese beursgenoteerde ondernemingen. In het position paper stelt Eumedion concreet voor om Europese beursgenoteerde ondernemingen die beschermingsconstructies kennen te verplichten uit te leggen waarom deze beschermingsconstructies nog steeds waardevol zijn en wat de effecten van de bestaande beschermingsconstructies op de aandeelhouderswaarde en de corporate governance structuur zijn. Daarnaast vindt Eumedion dat de continuering van de bestaande beschermingsconstructies als discussiepunt op de agenda van de aandeelhoudersvergadering moet worden geplaatst. De discussie dient naar de mening van Eumedion te worden afgesloten met een niet-bindende stemming door de aandeelhouders. Een dergelijke discussie zou periodiek (zeg eens in de vijf jaar) op de aandeelhoudersvergadering moeten worden gevoerd. Het position paper is te downloaden via de website van Eumedion: www.eumedion.nl.

- **Eumedion steunt wetsvoorstel inzake bekostiging IASB**

Eumedion geeft steun aan het wetsvoorstel ter bekostiging van de International Accounting Standards Board (IASB), waarover het ministerie van Financiën

tussen 5 en 28 september jl. een consultatie heeft gehouden. In de reactie stelt Eumedion dat het wetsvoorstel een bijdrage kan leveren aan de onafhankelijkheid van de IASB. Het wetsvoorstel bepaalt dat alle beursgenoteerde ondernemingen bijdragen in de financiering van de IASB. Op dit moment worden de werkzaamheden van de IASB (op vrijwillige basis) voor 35 procent bekostigd door de grootste vier accountantskantoren en voor 65 procent door een relatief kleine groep ondernemingen en internationale organisaties. Volgens Eumedion past bij het waarborgen van de kwaliteit van de uit te vaardigen internationale verslaggevingsstandaarden en van de onafhankelijkheid van de IASB niet dat deze vrijwillige financiering wordt voortgezet. Wel doet Eumedion het ministerie de suggestie om in de toelichting op het wetsvoorstel inzicht te bieden in de achtergrond en in de details van de voorgestelde heffingen van de kosten van de IASB (bijvoorbeeld over de verdeelsleutel binnen de Europese Unie en over de vaststelling van de jaarlijkse Nederlandse bijdrage). Eumedion benadrukt daarbij dat alles in het werk moet worden gesteld om de kosten voor de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zo beperkt mogelijk te houden. Het complete commentaar is te downloaden via de website van Eumedion.

- **Eumedion wil vroege registratiedatum voor alle beursgenoteerde ondernemingen**

Eumedion pleit voor een registratiedatum (de datum waarop wordt bepaald wie vergader- en stemgerechtigd is voor de aandeelhoudersvergadering) die minimaal 21 dagen voor de datum van de aandeelhoudersvergadering ligt. Dit staat in de reactie van Eumedion van 10 september

jl. op het consultatiedocument van het ministerie van Justitie over de implementatie van de Europese richtlijn aandeelhoudersrechten. Deze richtlijn dient uiterlijk in de zomer van 2009 te zijn geïmplementeerd in de Nederlandse wet- en regelgeving. Eumedion stelt in haar reactie dat een vroege registratiedatum op een aantal manieren bijdraagt aan een stijging van het aantal op de aandeelhoudersvergadering uitgebrachte stemmen. Ten eerste wordt het risico verkleind dat bewaarbedrijven en depotbanken (toch) overgaan tot blokkering van aandelen, ook al heeft de onderneming een registratiedatum ingevoerd en stelt zij derhalve niet de eis tot blokkering. Indien aandelen worden geblokkeerd zien veel institutionele beleggers af van het uitoefenen van het stemrecht. De tweede reden houdt verband met de praktijk van het uitlenen van aandelen door institutionele beleggers. Veelal kort voor de aandeelhoudersvergadering lenen institutionele beleggers veel aandelen uit. Zij zijn in juridische zin dan geen eigenaar meer van de aandelen en verliezen derhalve het stemrecht. De inlenende partijen zijn veelal niet geïnteresseerd in het stemrecht. Indien de registratiedatum ver vóór de datum van de aandeelhoudersvergadering ligt, houden institutionele beleggers ook in juridische zin nog een groot deel van hun aandelenportefeuille en kunnen zij ook hun stem daarop uitbrengen. Het gehele commentaar is te downloaden via de website van Eumedion: www.eumedion.nl

- **Eumedion heeft een aantal technische vragen bij het wetsvoorstel ter implementatie van de Transparantierichtlijn**

Eumedion is over het algemeen tevreden over de wijze waarop het ministerie van Financiën de Europese Transparantierichtlijn implementeert. Dit blijkt uit de brief van Eumedion van 17 september jl. aan de Tweede Kamer waarin commentaar wordt geleverd op het wetsvoorstel. Eumedion heeft nog wel een aantal technische commentaarpunten teneinde de wettekst en toelichting helderder te krijgen. De Transparantierichtlijn ziet op de harmonisatie van de vereisten die gelden voor informatie over ondernemingen die een

beroep doen op de openbare kapitaalmarkt in de Europese Unie en werd eind 2004 formeel door de Europese Raad en het Europees Parlement vastgesteld. Institutionele beleggers met hun breed gediversifieerde effectenportefeuille kunnen, als gevolg van deze richtlijn, binnen de Europese Unie rekenen op een hoog niveau van transparantie van en informatieverstrekking over onder meer de financiële verslaggeving en de procedures rond de algemene vergadering van aandeelhouders van een beursgenoteerde onderneming. Eumedion dringt aan op een spoedige inwerkingtreding van het onderhavige wetsvoorstel, mede gelet op het feit dat het wetsvoorstel begin dit jaar eigenlijk had moeten zijn geïmplementeerd. De brief is te downloaden via de website van Eumedion.

Uit het bestuur

Tijdens de vergadering van het Dagelijks bestuur op 4 september jl. werden de commentaren op het wetsvoorstel ter implementatie van de Transparantierichtlijn, op het consultatiedocument over de implementatie van de richtlijn aandeelhoudersrechten en op de studie van de Europese Commissie over “one share, one vote” vastgesteld. Voorts werd gesproken over de begroting voor 2008, de situatie rond ABN AMRO en de stand van zaken binnen de SER-commissie ‘Evenwichtig Ondernemingsbestuur’.

Activiteiten Commissies

- De **Beleggingscommissie** besprak tijdens haar vergadering op 4 september jl. de mogelijke speerpunten voor het AVA-seizoen 2008. Voorts werd gesproken over de beraadslagingen in de SER over het advies inzake de positie van de werknemer in de onderneming en over de toekomst van de Beleggingscommissie.
- De **Juridische Commissie** vergaderde op 5 september jl. over o.a. het Eumedion-commentaar op het wetsvoorstel implementatie Transparantierichtlijn en op het consultatiedocument over de implementatie van de richtlijn aandeelhoudersrechten. Voorts werd gesproken over het position paper over “one share, one vote”, de nieuwe

Securities Lending Code van het International Corporate Governance Network, een mogelijke regeling voor de identificatie van aandeelhouders en de beraadslagingen in de SER over het advies inzake de positie van de werknemer in de onderneming.

- **Audit Commissie** vergaderde op 11 september jl. over het voorontwerp van het wetsvoorstel over de financiering van de IASB, het wetsvoorstel ter implementatie van de Transparantierichtlijn, de onderwerpen die binnen de Raad voor de Jaarverslaggeving spelen, de ontwikkelingen t.a.v. IFRS 8 en t.a.v. de reactie van de Europese Commissie op de consultatie over de inperking van accountantsaansprakelijkheid en de mogelijke speerpunten voor het AVA-seizoen 2008.
- De **Onderzoekscommissie** vergaderde op 21 september jl. over de stand van zaken inzake de onderzoeken over emissiemachtiging en dividendbeleid en brainstormde over een mogelijk onderzoek over de effecten van staatsfondsen.
- De **PR Commissie** hield op 6 september jl. een vergadering. De voorbereidingen op het symposium werden besproken, alsmede het voorstel om een informatiebrochure over Eumedion te maken.

Komende activiteiten

- **10 oktober 2007, Vergadering Algemeen bestuur van Eumedion.** Op de agenda staan o.a. de speerpuntenbrief 2008 en het SER-advies over de positie van de werknemer in de onderneming.
- **10 oktober 2007, Eumedion symposium.** Het jaarlijkse symposium heeft dit jaar als thema "Van de beurs; Voor- en nadelen voor ondernemingen van toegang tot de publieke en private kapitaalmarkt". Hoofdsprekers zijn Staatssecretaris Jan Kees de Jager (Financiën), Joost van der Does de Willebois (NYSE Euronext Amrsterdam) en Caspar Berendsen (private equity huis Cinven). Na de pauze vindt onder leiding van dagvoorzitter Maes van Lanschot (ING Investment Management) een paneldiscussie plaats

met Jan Kalff (voormalig bestuursvoorzitter ABN AMRO), Ihab El Sayed (CFO van Direct Wonen), Geert Raaijmakers (partner NautaDutilh), Pieter Omtzigt (Tweede Kamerlid CDA-fractie) en Willem Willemstein (voormalig co-CEO en co-Founder van Petroplus). De toegang is gratis. Aanmelden is nog mogelijk via henrike.enthoven@eumedion.nl.

- **28 november 2007, Vergadering van Deelnemers.** Op de agenda staan o.a. de vaststelling van het beleidsplan 2008 en van de begroting 2008. Voorts wordt gesproken over de bestuurssamenstelling in 2008.

Nieuws uit Den Haag

- **Kabinet zal in 2008 werking van Code Tabaksblad evalueren**

Het kabinet zal in 2008 werken aan een evaluatie van het instrument van de Code Tabaksblad. De evaluatie zal geschieden aan de hand van de rapporten van de Commissie Frijns. Dit staat te lezen in de begroting 2008 van het ministerie van Financiën die afgelopen Prinsjesdag aan de Tweede Kamer is aangeboden. In de begroting wordt voorts gemeld dat het ministerie momenteel werkt aan een wetsvoorstel ter implementatie van de aanbevelingen die de Commissie Frijns in mei aan de wetgever heeft gedaan. Deze wetgeving heeft o.a. betrekking op het kunnen identificeren van aandeelhouders en over de melding van substantiële aandelenbelangen. Wat dat laatste punt betreft zegt de minister toe dat hij aandacht zal besteden aan "de samenloop tussen de grens van de melding van zeggenschap en de deelnemingsvrijstelling en de gevolgen voor kleine beleggers".

- **Minister Bos: vaststelling beloningsplafond opnemen in Code Tabaksblad**

De minister van Financiën vindt dat het vaststellen van een beloningsplafond voor bestuurders door de raad van commissarissen de norm moet worden. "Het instrument daartoe heb ik nog niet bepaald. In de rede ligt het opnemen van een dergelijk voorschrift in de Code Tabaksblad", zo antwoordt minister Bos op 24 september jl. op vragen van Tweede Kamerlid Karabulut (SP). Uit de antwoorden blijkt dat

het voorstel voor een beloningsplafond is ontleend aan een aanbeveling van de Commissie Frijns in het tweede monitoring rapport van december 2006. Hierin is ondernemingen in overweging gegeven om door de raad van commissarissen een intern beloningsplafond te laten hanteren. Dit plafond houdt, volgens de minister, in dat in het beloningscontract van een bestuurder een maximum wordt opgenomen voor zowel het vaste als het variabele deel dat een bestuurder kan verdienen indien hij volledig voldoet aan de vooraf bepaalde, meetbare en beïnvloedbare doelen. Omdat externe publicatie mogelijk opdrijvende effecten met zich mee kan brengen zou dit plafond niet openbaar moeten worden gemaakt. De minister heeft de overtuiging dat het beloningsplafond kan bijdragen aan een betere beheersbaarheid van de beloning en eraan kan bijdragen om in de toekomst excessen te voorkomen. De minister heeft de "hoop" dat ondernemingen hun beloningsbeleid gaan aanpassen aan de Code Tabaksblat en aan de aanbevelingen van de Monitoring Commissie.

- **Voorstel voor strengere biedingsregels naar Eerste en Tweede Kamer gezonden**

Minister Bos (Financiën) heeft op 14 september jl. het lang verwachte Besluit openbare biedingen (Bob) naar de Eerste en Tweede Kamer gestuurd. Het Bob bevat aangepaste regels die gaan gelden voor een biedingsproces op aandelen van een beursgenoteerde onderneming. Het Bob bepaalt o.a. dat een vijandige bidder eerder aan toezicht door de Autoriteit Financiële Markten (AFM) zal zijn onderworpen. Het toezicht vangt reeds aan op het moment dat een partij de naam van de doelvennootschap noemt in combinatie met een voorgenomen biedprijs of een concreet voorgenomen tijdschema voor het verloop van het voorgenomen openbaar bod noemt. Volgens de toelichting op het Bob gaat het om "iedere manier waarop door toedoen van de bidder concrete informatie over het voorgenomen bod de facto anderen dan de bidder, de doelvennootschap en de AFM heeft bereikt". Deze formulering geeft de AFM een ruime bevoegdheid om ook in de aanloop naar het formele biedingstraject in te grijpen. Vanaf dat moment gelden ook gedetailleerde en strakke tijdlijnen voor het

biedingsproces om de onderneming en aandeelhouders niet onnodig lang in het ongewisse te laten. Voorts worden regels geïntroduceerd voor de situatie dat meerdere bidders willen bieden op dezelfde doelvennootschap (concurrerende biedingen), die ervoor zorgen dat alle bidders gelijke kansen hebben en dat geen voordeel kan worden behaald door tactisch opereren. Bepaald is ook dat een bidder tijdens het biedingsproces zijn prijs eenmaal mag verhogen. In het biedingsbericht moet transparant worden gemaakt welke vergoedingen zijn verstrekt aan bestuurders en commissarissen, welke adviseurs zijn ingehuurd door de bidder en wat de strekking van de adviezen is. De minister van Financiën verwacht dat het besluit tussen 15 en 31 oktober 2007 in werking kan treden. Vanaf dat moment heeft ook het wetsvoorstel ter implementatie van de overnamerichtlijn (o.a. de invoering van het zgn. verplichte bod) kracht van wet. Bijlage X van het Fondsenreglement van Euronext Amsterdam vervalt op dat tijdstip. Deze bijlage beperkte het aantal beschermingsconstructies van een beursgenoteerde onderneming en stelde eisen aan het gebruik daarvan.

- **Minister Bos publiceert actieplan over verbetering concurrentievermogen financiële sector**

Minister Bos (Financiën) heeft op 6 september jl. het actieplan "The Netherlands: International Financial Centre" gepubliceerd. In het plan is een aantal actiepunten geformuleerd om het internationaal concurrerend vermogen van de Nederlandse financiële sector te verbeteren. Daarbij heeft de minister de voorstellen van de stichting Holland Financial Centre (HFC) betrokken. In het actieplan wordt op het terrein van corporate governance o.a. gemeld dat de minister van Financiën samen met de ministers van Justitie en Economische Zaken werkt aan een wetsvoorstel ter identificatie van aandeelhouders. Voorts valt te lezen dat binnenkort een wetsvoorstel ter facilitering van de invoering van de zogenoemde one-tier bestuursstructuur aan de markt ter consultatie wordt voorgelegd. De minister neemt nog niet de aanbeveling van HFC over om de uitgifte van stemrechtloze

aandelen en van aandelen met meervoudig stemrecht mogelijk te maken. HFC moet haar plannen eerst concreter uitwerken. Bovendien moet de minister daarna nog de voor- en nadelen van het voorstel afwegen. Eumedion heeft zich in augustus (zie de Nieuwsbrief van die maand) tegen dit voorstel van HFC gekeerd, aangezien het voorstel afbreuk doet aan de gewenste versterking van de “checks and balances” binnen beursgenoteerde ondernemingen.

- **Introductie van mogelijkheid tot schadeloosstelling bij grensoverschrijdende fusie**

Minister Hirsch Ballin (Justitie) houdt vast aan het voorstel dat aandeelhouders tegen een fusie moeten hebben gestemd willen zij voor schadeloosstelling in aanmerking komen. In het wetsvoorstel ter implementatie van de Europese Fusierichtlijn wordt bepaald dat een aandeelhouder die als gevolg van een grensoverschrijdende juridische fusie aandeelhouder van een buitenlandse onderneming wordt voor schadeloosstelling in aanmerking komt. Eumedion en VNO-NCW hadden de minister erop gewezen dat deze eis ertoe kan leiden dat mogelijk een groot aantal aandeelhouders om tactische redenen tegen een juridische fusie gaan stemmen, terwijl zij wel de economische rationale van de fusie zien. Bij de plenaire behandeling van het wetsvoorstel op 25 september jl. in de Tweede Kamer stelt de minister van Justitie dat deze wens “een soort vertrekpremie zou betekenen voor degene die wel de fusie mede bewerkstelligt maar er vervolgens [...] met de schadeloosstelling vandoor kan gaan”. De regeling tot schadeloosstelling is bovendien uitsluitend bedoeld als een bescherming tegen misbruik van de fusie. De minister blijft verder bij zijn standpunt dat een aandeelhouder die “op afstand” tegen de fusie stemt en hij later mogelijk voor schadeloosstelling in aanmerking wil komen uitdrukkelijk in zijn steminstructie moet meegeven dat hij heeft tegengestemd. De belegger kan daarbij tevens aangeven dat dit in de notulen als een soort bewijs wordt opgenomen. Volgens Eumedion is dit een onmogelijke eis. Op 2 oktober a.s. stemt de Tweede Kamer over het wetsvoorstel.

- **Minister Bos verleent bankenconsortium onder voorwaarden verklaring van geen bezwaar inzake overname ABN AMRO**

Minister Bos (Financiën) heeft op 17 september jl. het bankenconsortium Royal Bank of Scotland (RBS), Fortis en Banco Santander toestemming gegeven om ABN AMRO over te nemen. Aan de zogenoemde verklaring van geen bezwaar is wel een aantal voorschriften en beperkingen verbonden. Zo moet het consortium er bijvoorbeeld voor zorgen dat de mogelijke belangentegenstellingen binnen het bankenconsortium de aansturing en de belangen van ABN AMRO niet negatief mogen beïnvloeden. Voorts moet het consortium er voor zorgen dat in het bestuur en in de raad van commissarissen van ABN AMRO in voldoende mate sprake is van continuïteit, dat behoud van kennis van de organisatie van ABN AMRO alsmede specifiek aanwezige deskundigheid gewaarborgd is. Voorts moet het consortium een “robuust” transitieplan opstellen voor de ontvlechting van ABN AMRO. Dit transitieplan, alsmede materiële wijzigingen daarin, dienen aan De Nederlandsche Bank (DNB) ter goedkeuring te worden voorgelegd. Ook dient DNB maandelijks te worden gerapporteerd over de uitvoering van het transitieplan. De minister benadrukt in zijn brief aan de Tweede Kamer dat hij geen voorkeur wil uitspreken voor een bepaalde partij (Barclays of het consortium). “De vraag of en door wie ABN AMRO dient te worden overgenomen moet worden beantwoord door de aandeelhouders van ABN AMRO”, aldus de minister.

Nieuws uit Brussel

- **Europees Corporate Governance Forum wil meer transparantie over beschermingsconstructies**

Beursgenoteerde ondernemingen die beschermingsconstructies hebben, dienen aan te geven wat de effecten hiervan zijn en waarom zij nodig zijn. Aandeelhouders die minimaal 10 procent van de aandelen bezitten of die speciale zeggenschapsrechten hebben dienen hun stembeleid openbaar te maken. Aandeelhouders die een bepaald percentage van de aandelen houden, zeg 1 of 3 procent, dienen aan te geven in

hoeverre en via welke constructies zij hun economische risico's op deze aandelenbelangen hebben gereduceerd. Dit zijn de belangrijkste aanbevelingen die het Europees Corporate Governance Forum, een belangrijk adviesorgaan van de Europese Commissie op het terrein van corporate governance, aan de Europese Commissie heeft gedaan in het kader van de discussie over "one share, one vote". Jaap Winter, partner van advocatenkantoor De Brauw Blackstone Westbroek, is de Nederlandse vertegenwoordiger in dit Forum. De Europese Commissie zal naar verwachting eind dit jaar met een mededeling komen welke conclusies zij trekt uit de studie over het gebruik van het "one share, one vote"-principe in de Europese Unie. Het Forum beveelt tevens aan om institutionele beleggers te verplichten een stembeleid te ontwikkelen en te openbaren en om het grensoverschrijdend stemmen te faciliteren.

- **Europese Commissie: IFRS 8 leidt tot betere informatie**

Het gebruik van de nieuwe verslaggevingsstandaard IFRS 8 ("Operating Segments") zal de kwaliteit van de gesegmenteerde financiële informatie verbeteren. De verbeterde bruikbaarheid en relevantie van de informatie compenseren de mogelijke zorgen over de vergelijkbaarheid van de financiële verslaggeving. Het gebruik van IFRS 8 creëert ook geen problemen in relatie tot de corporate governance in de Europese Unie. Dit zijn de belangrijkste conclusies die de Europese Commissie trekt uit de consultatie die zij in juni heeft gehouden over de mogelijke effecten van de goedkeuring van IFRS 8. Maar liefst 186 ondernemingen en organisaties (waaronder Eumedion) hebben op de consultatie gereageerd. De conclusies van de Europese Commissie zijn op 5 september jl. aan het Europees Parlement aangeboden. Het Europees Parlement had om de consultatie gevraagd voordat de Europese autoriteiten zouden kunnen overgaan tot goedkeuring van IFRS 8 voor gebruik in de Europese Unie. Het standpunt van de Europese Commissie staat haaks op de mening van veel institutionele beleggers en ook Eumedion. Volgens de beleggers (die in de minderheid zijn wat betreft de reacties) leidt de vervanging van IAS 14

door IFRS 8 juist tot een aantasting van de voor beleggers relevante informatie. Bevoegd Europees Commissaris McCreevy heeft bij het Europees Parlement gepleit voor een snelle goedkeuring van de nieuwe verslaggevingsstandaard.

Ondernemingsnieuws

- **Advocaat-generaal Hoge Raad: invoering loyaliteitsdividend van DSM had gemogen**

Advocaat-generaal (AG) L. Timmerman vindt dat DSM haar aandeelhoudersvergadering had mogen voorstellen om een zogenoemd loyaliteitsdividend voor lange termijn-aandeelhouders in te voeren. De Ondernemingskamer (OK) had dat op 28 maart jl. juist verboden, aangezien het voorstel in strijd zou zijn met het beginsel "dat binnen dezelfde soort aan elk aandeel van die soort gelijke rechten zijn verbonden, ongeacht in wiens handen dat aandeel zich bevindt". De AG is van oordeel dat de uitleg die de OK aan de wet geeft "niet juist is" en heeft de Hoge Raad op 17 september jl. geadviseerd om de OK-uitspraak "in het belang der wet" te vernietigen. Volgens de AG volgt uit de wet niet meer dan dat telkens duidelijk is welke rechten en verplichtingen aan aandelen door de vennootschap zijn verbonden en daarnaast welke rechten aan de aandeelhouders toekomen en welke verplichtingen op hun rusten. Aangezien DSM het extra dividendrecht voor lange termijn-aandeelhouders een statutaire basis wilde geven, voldeed DSM aan deze vereisten. Voorts vindt de AG dat het DSM-voorstel proportioneel was om het beoogde doel te bereiken. "Aangezien in de financiële markt een financiële prikkel doorgaans het meest effectief is, zie ik niet in hoe het door DSM gewenste resultaat [het bevorderen van een aandeelhoudersbestand dat aandeelhouderswaarde op de lange termijn preferereert] ook langs een minder vergaande weg met eenzelfde effectiviteit zou kunnen worden bewerkstelligd", aldus de AG. Hij concludeert dan ook dat deze objectieve rechtvaardiging "het indirecte onderscheid dat deze regeling creëert tussen aandeelhouders toelaatbaar maakt". Tot slot meent de AG dat in het onderhavige geval geen sprake was van een noodsituatie die rechtvaardigde dat de OK onverwijld moest

ingrijpen, dus nog voordat de aandeelhoudersvergadering erover had gesproken en besloten. De AG vindt de onmiddellijke voorziening “enigszins bevoogdend”. Het is nog niet bekend wanneer de Hoge Raad arrest wijst.

- **Hoge Raad: Code Tabaksblad in sommige omstandigheden bindend**

De OK mag als noodzakelijke ordemaatregel voorschriften uit de Code Tabaksblad bindend opleggen, ook al wordt daarmee een onderneming de mogelijkheid ontzegd om met goedkeuring van de aandeelhoudersvergadering af te wijken van de Code Tabaksblad. Dit heeft de Hoge Raad op 14 september jl. bepaald in de cassatiezaak tussen Versatel en een aantal hedge funds over de overname van Versatel door Tele2. Onderdeel hiervan was om na de gestanddoening van het bod van Tele2 (80 procent van de aandelen was aangemeld) “eigen” commissarissen bij Versatel te benoemen. Versatel wilde daarbij afwijken van principe III.6 van de Code Tabaksblad (het vermijden van elke vorm en schijn van belangenverstrengeling tussen vennootschap en commissarissen). Volgens de Hoge Raad heeft de Ondernemingskamer voldoende duidelijk gemaakt dat “Versatel zich ten opzichte van de minderheidsaandeelhouders onvoldoende aan de Code Tabaksblad gelegen zou laten liggen”. Er bestond volgens de Hoge Raad terecht vrees voor benadeling van de belangen van minderheidsaandeelhouders. De Hoge Raad heeft in hetzelfde dispuut verder geoordeeld dat het Tele2 geoorloofd was om, nadat een openbaar bod was uitgebracht en het belang van de minderheidsaandeelhouders (oorspronkelijk zo’n 20 procent) vervolgens m.b.v. een juridische fusie tot onder de uitkoopgrens van 5 procent was gebracht, de minderheid met toepassing van de uitkoopregeling zou worden uitgestoten. “Of het bedienen van een zodanige constructie jegens de minderheidsaandeelhouder(s) onrechtmatig is, hangt af van de omstandigheden van het geval waarbij dient te worden meegewogen of de minderheidsaandeelhouders daardoor onevenredig worden benadeeld”. Het is volgens de Hoge Raad “niet onbegrijpelijk” dat de Ondernemingskamer in deze zaak heeft geoordeeld dat de belangen van de

meerderheidsaandeelhouder (het voorkomen dat binnen het Tele2-concern op het niveau van een werkmaatschappij minderheidsaandeelhouders blijven bestaan en fiscale redenen) prevaleren boven die van de minderheidsaandeelhouder.

- **AFM vindt dat Spyker Cars jaarrekening 2006 moet herzien**

De AFM heeft bij de OK het verzoek ingediend om de jaarrekening 2006 van Spyker Cars te herzien, zo is op 1 september jl. duidelijk geworden. Het is de eerste keer dat de AFM naar de rechter stapt sinds zij op 1 januari jl. formeel toezichthouder is op de financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen. De AFM vindt o.a. dat de sportwagenfabrikant in 2006 ten onrechte een fiscale verliescompensatie in de jaarrekening heeft opgevoerd. Volgens de AFM mag die compensatie niet worden opgevoerd, omdat Spyker Cars geen “overtuigend bewijs” kan leveren dat er uitzicht is op winst. De AFM vindt verder dat Spyker Cars de aankoop van het Midland Formule 1-raceteam verkeerd heeft gewaardeerd. Tot slot vindt de AFM dat de toelichting op de jaarrekening niet volledig is. Dit geldt met name voor de verklaring over de naleving van de Code Tabaksblad. De OK zal het verzoek van de AFM op 11 oktober a.s. achter gesloten deuren behandelen.

- **Machtsvacuüm bij DICO**

Recalcico, houder van 68,52 procent van de aandelen NV DICO Internatonal, wil af van de raad van commissarissen en het bestuur van deze onderneming. Recalcico, de beleggingsinstelling van Frans Faas, vindt dat het bestuur verantwoordelijk is voor “de permanente waardevernietiging van het bedrijf” en voor “verhullende verslaggeving”. Daarbij houdt de raad van commissarissen “onvoldoende toezicht”. De raad van commissarissen van de leverancier van slaapkamermeubilair legt zich bij dit verzoek neer, maar vindt dat de huidige bestuursvoorzitter tot de AVA van 2008 moet aanblijven. Recalcico is het hier niet mee eens en eist dat rond half oktober een BAVA wordt uitgeroepen, waarin op voordracht van deze aandeelhouder een interim-bestuursvoorzitter wordt benoemd. Voor Recalcico was de maat vol toen de

voor 28 september jl. aangekondigde publicatie van de halfjaarcijfers wegens een computerstoring moest worden uitgesteld tot 8 oktober a.s. Volgens de beleggingsinstelling is dit tekenend voor de "administratieve en organisatorische wanorde". De ondernemingsleiding heeft Recalcico uitgenodigd voor een gesprek over het vaststellen van de BAVA-datum.

Overige interessante zaken

- **AFM: schonere en beter geïnformeerde markt door richtlijn Marktmissbruik**

De invoering van de richtlijn Marktmissbruik in oktober 2005 heeft in Nederland geleid tot een schonere en beter geïnformeerde markt. Er is minder speculatie vóór het bekend worden van koersgevoelige informatie en de hoeveelheid informatie in de markt is toegenomen. Vooral voor het bekend worden van nieuws over fusies en overnames is de handel significant schoner geworden. Dit blijkt uit een kwantitatief evaluatieonderzoek naar het effect van de richtlijn dat de AFM op 5 september jl. heeft gepubliceerd. De onderzoekers vinden verder dat vooral de handel in de aandelen van de kleine beursgenoteerde ondernemingen ("AScX-segment") schoner is geworden na de invoering van de richtlijn. "Dit wijst op een beter toezicht op instellingen die niet altijd in de spotlights staan en waar kansen op handel met voorwetenschap groter zijn", aldus de onderzoekers. Een andere bevinding is dat het aantal persberichten met koersgevoelige informatie sterk is gestegen. Dit heeft niet geleid tot een overload aan informatie. De koersbeweging na publicatie van een persbericht verschilt niet significant voor en na de invoering van de richtlijn.

- **AFM-bestuurder Koster pleit voor invoering marktmeester bij overnamebiedingen**

Na de inwerkingtreding van het Besluit openbare biedingen moet er snel een discussie worden gevoerd over de introductie in Nederland van een marktmeester bij overnamebiedingen. AFM-bestuurder Koster heeft dit op 11 september jl. tijdens een symposium van advocatenkantoor Allen & Overy bepleit. Deze marktmeester moet ervoor zorgen dat de overnameprocessen sneller verlopen, dat

beter kan worden ingespeeld op nieuwe tactische middelen in een overnamestrijd en dat partijen meer zekerheid wordt geboden. Koster vindt dat de AFM de rol van de marktmeester kan vervullen, waarbij de AFM-commissie Kapitaalmarkt kennis en ervaring heeft, waar de AFM "heel goed gebruik van kan maken in opzet en functioneren". Koster vindt dat een groot aantal regels uit de Britse Takeover Code in het Bob kunnen worden overgenomen. Zo stelt hij voor dat bidders tot 46 dagen voor het sluiten van de aanmeldingstermijn het bod kunnen verhogen of verlagen; daarna ligt de prijs vast. Indien een bod wordt ingetrokken, zou binnen één jaar hierna geen nieuw bod mogen worden uitgebracht. Voorts is Koster van mening dat de doelvennootschap bij een bod geen frustrerende handelingen (zoals het opwerpen van beschermingsconstructies) mag verrichten. De minister van Financiën heeft eerder reeds aangegeven ook te voelen voor een discussie over de mogelijke invoering van een marktmeester nadat de AFM ervaring heeft opgedaan met de nieuwe biedingsregels.

- **"Toezicht accountantsorganisaties impuls voor kwaliteit"**

De wet toezicht accountantsorganisaties en de daaruit voortvloeiende toezicht door de AFM leidt tot een versterking van het kwaliteitsbewustzijn en de kwaliteitssystemen van accountantsorganisaties. Dat concludeert de AFM na onderzoek bij 18 accountantsorganisaties die een aanvraag hebben ingediend voor het uitvoeren van wettelijke controles bij beursgenoteerde ondernemingen, kredietinstellingen en verzekeraars (OOB-vergunning). Het onderzoek is op 27 september jl. gepubliceerd. De AFM heeft op deze datum aan 13 accountantsorganisaties een vergunning verstrekt. Bij alle organisaties moesten eerst nog wel verbeteringen worden doorgevoerd in het stelsel van kwaliteitsbeheersing, de onafhankelijkheid van de externe accountant en de accountantsorganisatie, de compliance functie en interne kwaliteitsbewaking en beschikbaarheid van IFRS-kennis. Aan vier accountantsorganisaties is nog geen vergunning verleend; een organisatie heeft haar vergunningaanvraag ingetrokken.