
Vergaderjaar 2009–2010

31 980

Parlementair onderzoek financieel stelsel

Nr. 6

DEELONDERZOEK 1

Overzicht en analyse van de relevante nationale en internationale wetgeving en regelgeving voor het financiële stelsel

Uitgevoerd door de Universiteit Utrecht (Faculteit Recht, economie, bestuur en organisatie) en Loyens & Loeff Amsterdam.

**DEELONDERZOEK 1: OVERZICHT EN ANALYSE VAN DE
RELEVANTE NATIONALE EN INTERNATIONALE WETGEVING EN
REGELGEVING VOOR HET FINANCIËLE STELSEL**

Prof. dr. H. Schenk
Dr. J. Bos
Mr. Drs. N. Krol
Prof. dr. W. Oostwouder
Prof. dr. A. Ottow
Prof. dr. A. van Witteloostuijn

Met assistentie van:
F. van Doorn MSc LLM
Mr. A. van der Hauw
D. Kromwijk
Mr. M. Kuilman
Mr. J. van Leeuwen
M. van der Molen
Mr. J. van Poelgeest
Drs. M. Tool
E. de Vette

Faculteit Recht, Economie, Bestuur en Organisatie, Universiteit Utrecht
Loyens & Loeff N.V., Amsterdam

Onderzoek in opdracht van de Tijdelijke Commissie Onderzoek Financieel
Stelsel, Tweede Kamer der Staten-Generaal

Inhoudsopgave

1.	Inleiding	7				
2.	Overzicht	9				
2.1	Inleiding	9	3.7.2	Pensioenfondsen		58
2.2	Regelgeving met betrekking tot spelers in het financiële stelsel	9	3.7.3	Pensioenfondsen en hun rol als belegger op financiële markten		59
2.2.1	Algemene ontwikkelingen en tendensen	9	3.7.4	Traditionele vermogenscategorieën		60
2.2.2	Belangrijke wijzigingen in de regelgeving	10	3.7.5	Alternatieve vermogenscategorieën		61
2.3	Vennootschapsrechtelijke regelgeving	11	3.7.6	Huidige situatie		63
2.3.1	Algemene ontwikkelingen en tendensen	11	3.7.7	Wet- en regelgeving		64
2.3.2	Inleiding, geschiedenis van regelgeving en belangrijke (verwachte) wijzigingen	14	3.7.8	Pensioenfondsen en hun rol als aandeelhouder in beursgenoteerde vennootschappen		70
			3.7.9	Lacunes		74
3.	Wet- en regelgeving met betrekking tot spelers in het financiële stelsel	19				
3.1	Inleiding	19	4.	Niet-gereguleerde actoren		77
3.2	Banken	19	4.1	Hedgefondsen en private equity		77
3.2.1	Achtergrond	19	4.1.1	Inleiding		77
3.2.2	Begrip bank	19	4.1.2	Wet- en regelgeving		78
3.2.3	Vergunningplicht	20	4.1.3	Voorgenomen regels voor hedgefondsen en private equity fondsen		80
3.2.4	Andere verplichtingen	22	4.1.4	Lacunes na eventuele invoering van het richtlijnvoorstel		81
3.2.5	Banken met zetel in een andere lidstaat en een bijkantoor in Nederland	24	4.2	Rating agencies		83
3.2.6	Banken met zetel in een andere lidstaat die diensten verrichten in Nederland	24	4.2.1	Inleiding		83
3.2.7	Banken met een andere afwijkende status	24	4.2.2	Ratings		83
3.2.8	Depositogarantiestelsel	25	4.2.3	Verplichtingen en aansprakelijkheid onder Nederlands recht		84
3.2.9	Verbod aantrekken van opvorderbare gelden	26	4.2.4	Regelgeving Europa		85
3.2.10	Internationale samenwerking	26	4.2.5	Regelgeving mondiaal		86
3.2.11	Technieken	27	4.2.6	Rating agencies en de kredietcrisis		86
3.2.12	Lacunes	27	5.	Wet- en regelgeving met betrekking tot accountantsorganisaties		89
3.3	Verzekeraars	27	5.1	Inleiding		89
3.3.1	Achtergrond	27	5.1.1	Achtergrond Wet toezicht accountantsorganisaties		89
3.3.2	Begrip verzekeraars	28	5.1.2	Achtergrond Wet toezicht financiële verslaggeving		90
3.3.3	Vergunningplicht	28	5.2	Gevolgen invoering Wta en samenhang met andere wet- en regelgeving		90
3.3.4	Andere verplichtingen	30	5.2.1	Wet- en regelgeving vóór invoering Wta		90
3.3.5	Verzekeraars met afwijkende status (a)	32	5.2.2	Wet- en regelgeving ná invoering Wta		91
3.3.6	Verzekeraars met afwijkende status (b)	33	5.3	Wet toezicht accountantsorganisaties		92
3.3.7	Herverzekeraars	33	5.3.1	Reikwijdte		92
3.3.8	Herverzekeraars met afwijkende status (a)	34	5.3.2	Doelstellingen		92
3.3.9	Herverzekeraars met afwijkende status (b)	34	5.3.3	Structuur en hoofdlijnen		93
3.3.10	Internationale samenwerking	34	5.4	Controle van financiële verslaggeving van banken en verzekeraars		94
3.3.11	Credit Default Swaps	35	5.4.1	Kwaliteitsbeheersing		94
3.4	Beleggingsondernemingen	35	5.4.2	Onafhankelijkheid		95
3.4.1	Achtergrond	35	5.4.3	Meldingsverplichtingen		96
3.4.2	Begrip beleggingsondernemingen	36	5.4.4	Toezicht op de publicatie en inrichting van financiële verslaggeving		96
3.4.3	Vergunningplicht	37	5.4.5	Rapport AFM inzake algemene bevindingen kredietcrisisonderzoek		97
3.4.4	Andere verplichtingen	39	5.5	Internationale samenwerking		98
3.4.5	Beleggingsondernemingen met afwijkende status (a)	41	5.5.1	De Europese context		98
3.4.6	Beleggingsondernemingen met afwijkende status (b)	41	5.5.2	De mondiale context		98
3.5	Beleggingsinstellingen	42	5.5.3	Vergelijking controlestandaarden		99
3.5.1	Achtergrond	42	5.6	Lacunes en tegenstrijdigheden		99
3.5.2	Begrip beleggingsinstellingen	44	5.6.1	Toepassing international accounting standards		99
3.5.3	Vergunningplicht	44	5.6.2	Auditorganisaties uit een derde land		100
3.5.4	Andere verplichtingen	47	5.6.3	Reikwijdte Wtffv		100
3.5.5	Relevante ontwikkelingen	49	5.6.4	Wijzigingen Boek 2 BW		100
3.5.6	Lacunes	51	6.	Vennootschappelijke wet- en regelgeving		103
3.6	Aanbieders van consumentenkrediet	52	6.1	Inleiding		103
3.6.1	Achtergrond	52	6.2	Taken, bevoegdheden en aansprakelijkheid van bestuur, RvC en de AvA		106
3.6.2	Vergunningplicht	53	6.2.1	Het Bestuur		106
3.6.3	Andere verplichtingen	55				
3.6.4	Wet op het consumentenkrediet	57				
3.6.5	Lacunes en voorstellen	57				
3.7	Institutionele beleggers; pensioenfondsen	58				
3.7.1	Inleiding	58				

6.2.2	De Raad van Commissarissen	110	4.	Short selling	205
6.2.3	De Algemene vergadering van Aandeelhouders	112	4.1	Wat is short selling	205
6.2.4	Verhouding tussen bestuur, RvC en AvA	117	4.2	De voor- en nadelen van short selling	206
6.2.5	Lacunes	117	4.3	Maatregelen AFM tegen short selling	207
6.3	Beschermingsconstructies	118	4.4	Wijziging Wft	208
6.4	Versterking van aandeelhoudersrechten	122	4.5	Tijdelijke Regeling	210
6.4.1	Inleiding	122	4.6	Tijdelijke regeling inzake melding van short posities	211
6.4.2	Versterking van aandeelhoudersrechten vanuit Europa	123	4.7	Voorstel CESR voor Europese regeling inzake melding van short posities	211
6.4.3	Lacunes in het wetsvoorstel implementatie richtlijn aandeelhoudersrechten	125	Bijlage 2	Hedgefondsen	212
6.4.4	Lacunes bij de implementatie van de Overnamerichtlijn	126	1.	Inleiding	212
6.4.5	Versterking van aandeelhoudersrechten in Nederland	129	2.	Structuur van een hedgefonds	212
6.4.6	Minimumkapitaal en vermogensbescherming; Wetsvoorstel Flex-BV	131	3.	Technieken en instrumenten	213
6.4.7	Lacunes	139	4.	Investeringsstrategieën van hedgefondsen	214
6.5	Regelgeving ter versterking van de «checks and balances» binnen vennootschappen	140	5.	Hedgefondsen, private equity en de kredietcrisis	216
6.5.1	Inleiding	140	Bijlage 3	Beloningen en beloningsbeleid	218
6.5.2	Wetsvoorstel Corporate Governance	141	1.	Inleiding	218
6.5.3	Lacunes	144	2.	Rationale van variabele beloning	218
6.5.4	Wetsvoorstel betreffende het spreekrecht voor de ondernemingsraad in de AvA	144	3.	Nederland	219
6.5.5	Conclusies	147	3.1	Relevante wet- en regelgeving	219
6.6	Het enquêterecht	148	3.1.1	Ad (i) Boek 2 BW	219
6.6.1	Noodzaak wijziging enquêterecht	148	3.1.2	Ad (ii) corporate governance Codes	221
6.6.2	Het consultatievoorstel en de effecten van de daarin opgenomen wijzigingen	150	3.1.3	Ad (iii) Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen	229
6.6.3	Lacunes	153	3.1.4	Ad (iv) Wet op de Ondernemingsraden	230
6.7.	Corporate Governance Codes, beloningsbeleid en risicomanagement	154	3.1.5	Ad (v) Wet financieel toezicht	230
6.7.1	Inleiding	154	3.2	Niet bindende doch invloedrijke aanbevelingen, rapporten en Herenakkoord	231
6.7.2	De Code Frijs	155	3.3	Principes voor beheerst beloningsbeleid van AFM en DNB.	232
6.7.3	Code Banken	160	3.4	Rapport «Naar herstel van vertrouwen» van de Adviescommissie Toekomst Banken	234
6.7.4	Beloningsbeleid	160	3.5	Code Banken van de Nederlandse Vereniging van Banken	236
6.7.5	Risicomanagement	163	3.6	Algemene lacunes op het gebied van het beloningsbeleid	239
7.	Samenvatting en duiding hoofdpunten	169	4.	Europese Unie	241
7.1	Inleiding	169	4.1	High-Level Group on financial supervision in the EU	251
7.2	Samenvatting	172	4.2	Committee of European Banking Supervisors	252
7.3	«Rule-based» vs. «principle-based» wet- en regelgeving	175	4.3	Lacunes op het gebied van het beloningsbeleid	254
7.4	Markt voor bestuurstitels en corporate governance	179	5.	Mondiaal	254
7.5	Pensioenfondsen	183	5.1	Basel Committee on Banking Supervision	254
7.6	Beloning	185	5.1.1	Ad (i) Rapport uit 1999	255
Bijlage 1	Constructies en technieken	190	5.1.2	Ad (ii) Rapport uit 2006	255
1.	Inleiding	190	5.2	Financial Stability Forum en Financial Stability Board	257
2.	Securitisatie transacties	190	5.2.1	FSF Principles for sound compensation practices	257
2.1	Omschrijving securitisatie	190	5.2.2.	FSB Principles for sound compensation practices – implementation standards	260
2.2	Partijen bij securitisatie	190	5.2.3	Verschillen tussen de FSF Principes en FSB implementatiestandaarden	264
2.3	Rating agencies	192	5.3	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling	264
2.4	Motieven voor securitisatie	193	5.4	Institute of International Finance	265
2.5	Ontwikkelingen in ons rechtssysteem inzake securitisatie	194	6.	Lacunes op het gebied van het beloningsbeleid	266
2.6	Enkele regulatoire aspecten	194			
2.7	Securitisatie en de kredietcrisis	195			
3.	Credit default swaps	197			
3.1	Omschrijving credit default swaps (CDS)	197			
3.2	Opkomst en motieven voor CDS	198			
3.3	Risico's CDS	199			
3.4	CDS en de kredietcrisis	200			
3.5	Regelgeving van toepassing op CDS	201			
3.6	Ontwikkelingen	204			
				Literatuurlijst Deel I	269
				Begrippenlijst Deel I	278

1. INLEIDING

Alhoewel gedurende het afgelopen jaar veel duidelijkheid is ontstaan met betrekking tot de achtergronden van de internationale financiële crisis, en er ook reeds op vele fronten maatregelen zijn genomen om de gevolgen ervan te verzachten en mogelijke oorzaken weg te nemen, is in de Tweede Kamer der Staten-Generaal de wens ontstaan om dieper in te gaan op enkele aspecten van de crisis. Op 23 juni 2009 heeft de Kamer daarom ingestemd met het voorstel van de vaste commissie voor Financiën om een parlementair onderzoek te verrichten naar ontwikkelingen en incidenten in het financiële stelsel. Daartoe is de Tijdelijke Commissie Onderzoek Financieel Stelsel in het leven te roepen.

De Commissie heeft ons in dit kader verzocht om een breed toegankelijke inventarisatie en eerste analyse van:

1. De belangrijkste wetten en regels, en ontwikkelingen daarin, betreffende het verkeer op de financiële markten;
2. De belangrijkste wetten en regels, en ontwikkelingen daarin, betreffende de bevoegdheden en gedragingen van de spelers op deze markten.

Met het onderhavige rapport wordt aan dit verzoek invulling gegeven. Het uiteindelijke doel van deze inventarisatie is belangrijke lacunes op het spoor te komen evenals ontwikkelingen die mogelijk direct of indirect hebben bijgedragen aan het ontstaan (of het doorzetten) van de crisis.

Het betreft hier een omvangrijke problematiek, niet alleen omdat, zoals nog zal blijken, financiële markten onderhevig zijn aan een grote hoeveelheid wetten en regels, maar ook omdat vele wetten en regels die niet specifiek tot stand zijn gekomen met het oog op de spelers op deze markten wél op hen van toepassing zijn. Een volledig overzicht van een en ander zou niet alleen veel meer tijd kosten dan ons was gegeven maar ook veel mogelijk redundante informatie bevatten.

Wij hebben met het oog hierop gekozen voor de volgende opzet:

1. Met betrekking tot wet- en regelgeving aangaande het verkeer op financiële markten richten wij ons in eerste instantie op het algemene wetgevende kader. Tevens bespreken wij wetten en regels die een breder toepassingsgebied hebben maar wel van groot belang zijn voor het begrijpen van de ontwikkelingen in de financiële sector. Het betreft hier vooral wetten resp. regels op de terreinen van corporate governance (ondernemingsbestuur) en overname. Op het terrein van corporate governance hebben in het bijzonder kwesties rond de beloning van bestuurders en bankiers veel aandacht getrokken.
2. Het verkeer op financiële markten maakt gebruik van allerlei constructies. Het zou te ver gaan om alle denkbare constructies in deze studie te behandelen, maar recent hebben enkele van deze constructies veel aandacht gekregen omdat zij mogelijk een specifieke rol hebben gespeeld in het ontstaan van de crisis. Wij doelen hier onder meer op constructies als securitisatie en «special purpose vehicles». In deze studie wordt daarom ook bij deze constructies stilgestaan.

Voor de goede orde zij nog het volgende opgemerkt. Het door ons bestreken veld is momenteel aan permanente verandering onderhevig. Voortdurend worden nieuwe beleidsinitiatieven aangekondigd of zelfs doorgevoerd. Wetenschappelijke discussies over aard en oorzaken van de

crisis leiden dagelijks tot nieuwe bijdragen. Het is daarom vrijwel ondoenlijk om een rapport als het onderhavige volledig actueel te houden. Uitzonderingen daargelaten is het bijgewerkt tot en met november 2009. Daarmee zij overigens niet beweerd dat dit rapport volledig is tot aan die datum. Wij hebben gestreefd naar een zo groot mogelijke volledigheid, maar houden ons aanbevolen voor suggesties en opmerkingen voor het geval dat niet is gelukt.

Tevens zij nog vermeld, dat dit rapport is aangeduid als «Deel I» omdat er ook een «Deel II» is – dit laatste richt zich meer specifiek op ontwikkelingen in het toezicht aangaande financiële markten en actoren. Beide delen zijn gelijktijdig tot stand gekomen.

2. OVERZICHT

2.1 Inleiding

In het navolgende wordt, soms op zeer gedetailleerde wijze, stil gestaan bij zowel de belangrijkste wetten en bepalingen met betrekking tot financiële markten als met betrekking tot de spelers op deze markten. Het zal duidelijk worden, dat er in het algemeen sprake is van een fijnmazig geheel van regels. Voor niet-ingewijden zal wellicht gelden dat het moeilijk is om temidden van dit geheel nog de hoofdlijnen te kunnen ontwaren. Nog moeilijker lijkt het om voor al deze regels vast te stellen of zij een oorzakelijke rol hebben gespeeld in het ontstaan, dan wel de ontwikkeling van de financiële crisis. Niettemin zal in dit verband gewezen worden op zekere lacunes in de wet- en regelgeving, vooral indien het denkbaar is dat dergelijke lacunes effecten hebben gehad die mogelijk een rol als bedoeld hebben gespeeld. De belangrijkste bijdrage van de komende hoofdstukken is echter inventariserend.

Wij bespreken achtereenvolgens wet- en regelgeving, en ontwikkelingen daarin, met betrekking tot voor de handliggende spelers als banken en beleggingsinstellingen. Vooral vanwege hun voorname aanwezigheid tijdens het afgelopen decennium wordt voorts ingegaan op hedgefondsen en private equity bedrijven. Ook wordt aandacht besteed aan accountants. Men zou zich immers kunnen afvragen of het niet op de weg van accountants zou hebben gelegen om vroegtijdig te signaleren dat er mogelijk problemen waren verbonden met bepaalde gedragingen van door hen gecontroleerde bedrijven en/of instellingen.

Daarnaast behandelen we ontwikkelingen in het ondernemingsrecht. Dit is van belang omdat de relaties tussen de genoemde spelers, alsmede de speelruimte waarover men beschikt, begrensd worden door de mogelijkheden en beperkingen die het ondernemingsrecht biedt.

2.2 Regelgeving met betrekking tot spelers in het financiële stelsel

2.2.1 Algemene ontwikkelingen en tendensen

Het financiële recht in Nederland heeft zich in een vrij beperkte tijd ontwikkeld tot een uitgebreid rechtsgebied. Het aantal regels is sterk toegenomen, met name als gevolg van de implementatie van Europese richtlijnen in het Nederlands recht. De eerste Europese richtlijnen op het gebied van het financiële recht beoogden bepaalde verschillen tussen de nationale wetgevingen op te heffen en betreffen in dat kader «minimum-harmonisatie», oftewel minimumregels waarbij de lidstaten strengere regels kunnen vaststellen bij de toepassing in de nationale regelgeving.

Om het vrije, internationale, verkeer te bevorderen zijn de regels vervolgens verder geüniformeerd door middel van Europese richtlijnen die «maximumharmonisatie» nastreven. De toename van het aantal nationale regels met betrekking tot de financiële markten lijkt onder meer te maken te hebben met het feit dat (i) er vaker sprake is van maximum-harmonisatie in de Europese richtlijnen en (ii) er meer Europese richtlijnen zijn gekomen op het gebied van financiële markten.

Dat er vaker sprake is van maximumharmonisatie heeft ook te maken met de doelstelling om het eenvoudiger te maken voor bepaalde actoren op

de financiële markten om in de hele EU/EER diensten en producten aan te bieden onder toezicht van de lidstaat van herkomst; het beginsel van «home state control». Voor diverse financiële ondernemingen zijn er op Europees niveau regels vastgesteld. Indien aan deze regels is voldaan in de staat waar de financiële onderneming haar zetel heeft en de bijbehorende vergunning is verkregen, kan de financiële onderneming op basis van deze vergunning haar activiteiten, na te hebben voldaan aan bepaalde formaliteiten, ook in andere lidstaten verrichten. Een dergelijk toezicht-systeem eist dat er een geüniformeerd regelgevingskader is waarbinnen de betreffende financiële ondernemingen in de hele EU/EER opereren, zodat er vertrouwen bestaat (i) tussen de financiële ondernemingen onderling, (ii) vanuit de toezichthouders, en (iii) vanuit de afnemers dat de aangeboden diensten en producten voldoen aan dezelfde voorgeschreven standaarden.

Hoewel er in het algemeen sprake is van een toename van het aantal regels, is er een ontwikkeling waar te nemen van «rule based» naar «principle based». De regels worden algemener, en meer naar doelstelling, geformuleerd waarbij de instelling op wie de betreffende regel van toepassing is tot op zekere hoogte zelf kan bepalen hoe het betreffende doel wordt bereikt. Dit creëert meer flexibiliteit voor de instellingen en kan ervoor zorgen dat instellingen hun inspanningen beter kunnen afstemmen op hun eigen activiteiten. Tegelijk creëert dit de mogelijkheid voor hen om de verkregen speelruimte te benutten op een wijze die niet strookt met hetgeen werd beoogd. Taxatie van dit risico is sterk afhankelijk van de ideeën die men koestert op het terrein van organisatiegedrag, meer specifiek, op het terrein van het gedrag van financiële ondernemingen en instellingen, zowel ten aanzien van de determinanten van het gedrag als ten aanzien van de inpassing c.q. wenselijkheid van dit gedrag binnen een groter geheel, te weten de maatschappij.

De belangrijkste doelen die met de financiële wet- en regelgeving worden nagestreefd zijn:

- (i) bevorderen van de stabiliteit van de financiële markt;
- (ii) bevorderen van het vertrouwen in de financiële markt, en
- (iii) bescherming van niet-deskundige partijen op de financiële markt.¹

2.2.2 Belangrijke wijzigingen in de regelgeving

Naast bovengenoemde algemene ontwikkelingen is er recent een aantal specifieke wijzigingen geweest in de Nederlandse financiële wetgeving. Een belangrijke herziening in het Nederlandse financiële rechtsstelsel is de invoering van de Wet op het financieel toezicht (Wft) geweest per 1 januari 2007. Met de invoering van de Wft werd beoogd de wetgeving doelgericht, inzichtelijk en marktgericht te maken.² De Wft diende de in diverse wetten verspreide regels te bundelen en overzichtelijker te maken.

In de Wft zijn de volgende wetten opgenomen:

- (i) Wet toezicht kredietwezen 1992;
- (ii) Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993;
- (iii) Wet toezicht natura-uitvaartverzekeringsbedrijf;
- (iv) Wet toezicht effectenverkeer 1995;
- (v) Wet toezicht beleggingsinstellingen;
- (vi) Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996;

¹ J.M. van Dijk en H.V. Oppelaar, Voorstel van Wet op het financieel toezicht, Deventer: Kluwer 2004.

² C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2008, pag. 30/*Kamerstukken II 2003/04, 29 708, nr. 3.*

- (vii) Wet op het consumentenkrediet (deels);
- (viii) Wet assurantiebemiddelingsbedrijf; en
- (ix) Wet financiële dienstverlening.

Per 1 november 2007 is de Wft gewijzigd in verband met de implementatie van de overnamerichtlijn³ en de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (MiFID)⁴. Vervolgens is de Wft nogmaals aangepast, onder meer in verband met de implementatie van de richtlijn herverzekering⁵ en de transparantierichtlijn⁶. Daarnaast is ter effectivering van de richtlijn tot voorkoming van het gebruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld en de financiering van terrorisme⁷ de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme in werking getreden⁸ en is per 1 november 2009 de richtlijn betalingsdiensten in de Wft geïmplementeerd.⁹

³ Richtlijn 2004/25/EG van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod.

⁴ Richtlijn 2004/39/EG van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG en van richtlijn 2000/12/EG en houdende intrekking van richtlijn 93/22/EEG (PbEU l 145). De MiFID gaat uit van een maximale harmonisatie van regelgeving.

⁵ Richtlijn van 16 november 2005 betreffende herverzekering en houdende wijziging van richtlijnen 73/239/EEG en 92/49/EEG en van richtlijnen 98/78/EG en 2002/83/EG.

⁶ Richtlijn 2004/109/EG.

⁷ Richtlijn 2005/60/EG van 26 oktober 2005 tot voorkoming van het gebruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld en de financiering van terrorisme.

⁸ Wet van 15 juli 2008, Stb. 303.

⁹ Richtlijn 2007/64/EG van 13 november 2007 betreffende betalingsdiensten in de interne markt.

¹⁰ Richtlijn 2008/48/EG van 23 april 2008 inzake kredietovereenkomsten voor consumenten en tot intrekking van richtlijn 87/102/EEG.

¹¹ Richtlijn 2009/110/EG van 16 september 2009 betreffende de toegang tot, de uitoefening van en het prudentieel toezicht op de werkzaamheden van instellingen voor elektronisch geld.

¹² Voorstel voor een richtlijn, COM (2008) 627 def.

¹³ Voorstel voor een richtlijn, COM (2009) 362 def en COM (2008) 602 def. (kapitaalvereisten banken), richtlijn 2009/27/EG van de Commissie van 7 april 2009 (kredietrisico banken), Gewijzigd voorstel voor een richtlijn, COM (2008) 119 (herverzekeraars).

¹⁴ Zie voor deze omschrijving: «Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie – een actieplan», Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement, Brussel 21.5.2003, COM (2003) 284 definitief, p. 12.

¹⁵ Zie P.M. Frentrop, *Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC, Corporate Governance 1602–2002*, diss. Universiteit van Tilburg, Amsterdam 2002, p. 66–68.

¹⁶ Zie E.J.J. van der Heijden, W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de Naamloze en de Besloten vennootschap*, Zwolle: Tjeenk Willink 1992 (hierna: «Van der Heijden & Vander Grinten 1992»), nr. 3 en de daar genoemde literatuur.

De financiële wetgeving zal ook de komende tijd niet ongewijzigd blijven. Er is bijvoorbeeld een consultatievoorstel in het kader van de implementatie van de richtlijn voor consumentenkrediet¹⁰ en voor beleggingsinstellingen en is er een voorstel voor een richtlijn met betrekking tot beheerders van alternatieve beleggingsfondsen.¹¹ Voor elektronische geldinstellingen is er eveneens een nieuwe richtlijn¹² en ook voor banken en verzekeraars zijn er voorstellen voor richtlijnen die in de Wft gevoegd zullen moeten worden.¹³ Tot slot is er een wetsvoorstel met betrekking tot het verlenen van afwikkelingsdiensten en het toezicht daarop. Deze voorstellen komen in dit rapport aan de orde voor zover daarin in bepaalde leemten in de huidige regelgeving wordt voorzien.

2.3 Vennootschapsrechtelijke regelgeving

2.3.1 Algemene ontwikkelingen en tendensen

Corporate Governance in de zin van «het systeem waarbij ondernemingen worden geleid en gecontroleerd»¹⁴ is altijd een van de kernvraagstukken van het vennootschapsrecht geweest. Reeds bij de in 1602 opgerichte Verenigde Oost-Indische Compagnie («VOC») was de relatie tussen aandeelhouders en het bestuur (destijds bewindhebbers) problematisch. De bewindhebbers waren destijds tevens investeerders voor ongeveer de helft van het kapitaal. Het overige deel van het kapitaal werd gefourneerd door duizend investeerders die participanten werden genoemd. Destijds was er dus al (gedeeltelijk) sprake van een scheiding van kapitaal en zeggenschap.¹⁵ Deze scheiding werd door de bewindhebbers aanvankelijk niet duidelijk onderkend. Zij zagen de zaken van de VOC als hun eigen zaken en weigerden (financiële) verantwoording af te leggen. Pas in 1623 beval de overheid de bewindhebbers om rekenschap af te leggen. Deze zou worden geverifieerd door een college van hoofdparticipanten. Dit college verkreeg voorts het recht toezicht te houden en de jaarlijkse rekeningen van de VOC te «aanhoren». De dividendvaststelling zou sindsdien elk jaar moeten geschieden. De VOC beschikte over een Octrooi van de overheid, een daaruit voortvloeiend handelsmonopolie en werd geacht ten algemenen nutte te functioneren.¹⁶

Ook later leidde dit vraagstuk regelmatig tot conflicten tussen aandeelhouders en het bestuur van vennootschappen. Illustratief hiervoor is de controverse tussen die meerderheidsaandeelhouders en het bestuur van Forumbank, die in 1955 tot een standaardarrest¹⁷ van de hoogste rechter in Nederland, de Hoge Raad, leidde. Deze oordeelde dat de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (hierna: AvA) zich aan de door de wet en de statuten getrokken grenzen moest houden. De AvA is derhalve niet de hoogste macht in de vennootschap en heeft derhalve ook niet het recht concrete instructies aan het bestuur te geven. Dit is met name van belang omdat de aandeelhouders zich in beginsel mogen richten op hun eigen belang. Een besluit van de AvA is het resultaat van de stemmen van aandeelhouders. Het ligt voor de hand dat dit besluit meestal ook gericht is op het belang van de aandeelhouders. Het bestuur daarentegen moet zich richten op het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming. Dit belang wordt meestal het vennootschappelijk belang genoemd. Volgens de heersende opvatting is het vennootschappelijk belang «de resultante van afweging belangen van hen die bij de vennootschappelijke werkzaamheden zijn betrokken.»¹⁸ Indien het bestuur een instructie van de AvA zonder meer zou moeten opvolgen, heeft het geen ruimte meer voor deze afweging. Dit kan met name onwenselijk zijn indien het een door de AvA opgedrongen beslissing betreft die ingrijpende gevolgen kan hebben voor de werknemers (zoals de verkoop van een belangrijk bedrijfsonderdeel). Overigens moet wel worden opgemerkt dat de AvA instructiemacht heeft, waarmee zij bestuurders die het door de AvA gewenste beleid niet opvolgen, te allen tijde kan ontslaan.¹⁹ De AvA is dus bij een «gewone» vennootschap niet de hoogste macht, maar heeft wel de uiteindelijke macht.

¹⁷ Twee aandeelhouders wilden met het oog op hun eigen korte termijnbelang een omvangrijk pakket van hun aandelen in Forumbank aan deze vennootschap verkopen. Toen het bestuur – dat statutair de bevoegdheid tot inkoop had – dit weigerde omdat de liquiditeitspositie van Forumbank dit niet toeliet, drukten deze aandeelhouders een besluit van de AvA van Forumbank door tot inkoop van hun aandelen. Zij betoogden dat het bestuur conform dit besluit van de AvA, die de hoogste macht zou hebben binnen de vennootschap, moest handelen. Zie HR 21-1-1955, NJ 1959, 43. Zie voor recente rechterlijke uitspraken met betrekking tot Corporate Governance issues onder meer: Hof Amsterdam (OK), 13 maart 2003, *JOR* 2003, 85 (Corus), Hof Amsterdam (OK), 17 januari 2007, *JOR* 2007, 42 (*Stork*), HR 13 juli 2007, *JOR* 2007, 178 (*ABN-AMRO*) en Hof Amsterdam (OK) 5 augustus 2009, *JOR* 2009, 254 (*ASMI*).

¹⁸ Van der Heijden & Van der Grinten 1992., nr. 231. Ook in P. van Schilfgaarde/J. Winter *Van de BV en de NV*, Deventer 2009 (hierna: Van Schilfgaarde/Winter, 2009), nr. 4 wordt uitgegaan van deze resultante-opvatting. J.M.M. Maeijer gaat onder meer in Asser-Maeijer 2-III, Deventer 2000, nr. 293 uit van een andere opvatting. Volgens hem is het vennootschappelijk belang: het belang dat de vennootschap heeft bij haar eigen gezonde bestaan, uitgroei en voortbestaan met het oog op het door haar te bereiken doel. Ook M.M. Mendel gaat onder meer in M.M. Mendel & W.J. Oostwouder, *Hoofdzaken NV en BV*, Deventer 2007 (hierna: Mendel & Oostwouder, 2007), p. 54 uit van laatstgenoemde opvatting. Inmiddels hebben G. van Solinge en M.P. Nieuwe Weme in de bewerking van bovengenoemd boek van /Maeijer-Asser *Rechtspersoonrecht, Deel II De naamloze en besloten vennootschap* Deventer 2009 (hierna: Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009), nr. 394 – aangegeven dat hun voorkeur uitgaat naar de resultante-opvatting. Overigens menen zij dat het onderscheid tussen deze opvattingen eerder theoretisch dan praktisch van belang is.

¹⁹ Zie HR 4 december 1992, NJ 1992, 271 (*Mast Holding*).

In 1971 werd het belang van de werknemers nadrukkelijk betrokken bij de «eerste golf» van aanpassingen van de in 1928 ingevoerde wettelijke regeling van het vennootschaps- en ondernemingsrecht. Bij de structuurvennootschap kreeg de raad van commissarissen (hierna: RvC) een goedkeuringsrecht ten aanzien van een aantal belangrijke bestuursbesluiten en bij de structuurvennootschap met een volledig structuurregime zelfs – ten koste van de AvA – de bevoegdheid om bestuurders te benoemen en te ontslaan. Commissarissen bij een structuurvennootschap konden niet – zoals bij een gewone vennootschap – worden ontslagen door de AvA.

In 1971 werd ook de invloed van de Europese Gemeenschap zichtbaar in ons vennootschapsrecht door de implementatie van de Eerste Richtlijn inzake het vennootschapsrecht. Deze bevat regels ten aanzien van de publicatie van statuten, vertegenwoordiging en ongeldigheid van de naamloze vennootschap. Inmiddels zijn de volgende richtlijnen in ons vennootschapsrecht geïmplementeerd:

- de Tweede Richtlijn, betreffende kapitaalbeschermingsrecht voor de NV;
- de Derde Richtlijn, betreffende juridische kapitaalvennootschappen;
- de Vierde Richtlijn, betreffende de jaarrekening;
- de Zesde Richtlijn, betreffende de juridische splitsing van kapitaalvennootschappen;
- de Zevende Richtlijn, betreffende de geconsolideerde jaarrekening;
- de Achtste Richtlijn, betreffende de externe accountant;
- de Tiende Richtlijn betreffende grensoverschrijdende fusies;
- de Elfde Richtlijn, betreffende bijkantoren;
- de Twaalfde Richtlijn, betreffende de eenpersoonsvennootschap; en
- de Dertiende Richtlijn inzake openbare overnamebiedingen.

Het idee achter deze richtlijnen was dat daarmee het vennootschapsrecht geharmoniseerd moest worden om het mogelijk te maken grensoverschrijdend te ondernemen, te investeren en krediet te verstrekken. Men was voorts bang dat er een «race to the bottom» zou ontstaan omdat verschillende lidstaten een zo soepel mogelijk vennootschapsregime zouden invoeren met vrijwel geen bescherming van schuldeisers en minderheidsaandeelhouders. Het harmonisatieproces verliep echter niet altijd soepel. Fundamentele verschillen van mening tussen Groot-Brittannië en Duitsland over de mate waarin werknemers medezeggenschap moesten verkrijgen waren een hinderpaal voor een aantal richtlijnen. Dit heeft aanvankelijk ook vertraging opgeleverd voor de totstandkoming van het Statuut van de Europese NV. De verordening betreffende het Statuut van de Europese vennootschap werd in 2001 meer dan dertig jaar na het oorspronkelijk voorstel vastgesteld.

De arresten van het Europese Hof op gebied van de in het Europese verdrag voorziene vestigingsvrijheid en met name het *Inspire Art* arrest van het Europese Hof in 2003²⁰ hebben de Nederlandse wetgever aangezet tot het ontwerpen van een flexibeler BV regime, waarbij onder meer werd voorgesteld de kapitaalbescherming te vervangen door extra aansprakelijkheid van bestuurders en aandeelhouders. Nederland zou immers met zijn BV moeten gaan concurreren met rechtsvormen als de Britse «Limited» (Ltd.) waarvoor slechts een minimumkapitaal van GBP1 vereist is.

De Europese Commissie heeft in het licht van het haperende proces van harmonisatie van het vennootschapsrecht, de moeizame totstandkoming van het Statuut van de Europese Vennootschap en de jurisprudentie van het Europese Hof (met name de *Centros*-zaak²¹) de High Level Group of Company Law Experts onder voorzitterschap van J. Winter gevraagd te adviseren hoe het Europees vennootschapsrecht zou kunnen worden geharmoniseerd.²² Deze commissie heeft twee rapporten gepubliceerd. In het eerste rapport d.d. 1 januari 2001 werden aanbevelingen gedaan voor een nieuw voorstel voor een dertiende richtlijn. Hierin was voorzien in een dwingendrechtelijke doorbreking van beschermingsconstructies. Door toedoen van het Europees Parlement is het dwingendrechtelijk karakter van de betrokken bepalingen uit de richtlijn geschrapt. Het tweede rapport bevat hetgeen volgens de High Level Group de kern zou moeten zijn van de toekomstige aanpak van de Europese Unie. Daarbij wordt voorts aangegeven wat de prioriteiten daarbij zouden moeten zijn. Winter²³ geeft aan welke thema's daarbij voor de ontwikkeling van het Europese vennootschapsrecht van belang zijn:

- de primaire doelstelling van het vennootschapsrecht behoort te zijn het faciliteren van efficiënt en concurrerend ondernemen in de gehele Europese Unie. Daartoe moeten vooral belemmeringen voor grensoverschrijdende activiteiten worden opgeheven (grensoverschrijdende juridische fusie, zetelverplaatsing en uitoefening van stemrecht door aandeelhouders);
- om adequater te kunnen reageren op veranderende omstandigheden moet vaker gebruik worden gemaakt van flexibeler rechtsinstrumenten dan de richtlijn, zoals secundaire regelgeving door de Commissie, standaarden voor «best practice» en modelwetgeving;
- openbaarmaking van informatie kan vaak een goed alternatief zijn voor gedetailleerde regelgeving. Openbaarmaking stelt de belanghebbende partijen namelijk in staat hun respectievelijke rollen te vervullen en kan bijdragen aan handhaving van normen door partijen zelf;

²⁰ HvJ EG 30 september 2003, *JOR* 2003, 249. Hierbij weigerde Nederlandse Kamer van Koophandel een Engelse Limited die door een Nederlander was opgericht uitsluitend om gebruik te kunnen maken van het soepeler Engelse vennootschapsrecht. Het Hof oordeelde dat de Wet op de formeel buitenlandse vennootschappen, die dit beoogt tegen te gaan, in strijd was met de vrijheid van vestiging.

²¹ HvJ EG 9 maart 1999, *Ondernemingsrecht* 1999, p. 277. Dit ging net als bij het *Inspire Art*-arrest om een Engelse Limited die zich in een andere Lidstaat (in dit geval Denemarken) wilde vestigen, maar waarbij het Deense handelsregister weigerde in te schrijven.

²² Zie voor deze bewoordingen P. van Schilfgaarde/J. Winter, 2009, p. 453–554.

²³ P. van Schilfgaarde/J. Winter, 2009, p. 454.

- bij toekomstige regelgeving moet een duidelijk onderscheid worden gemaakt tussen beursvennootschappen en niet-beursvennootschappen;
- het vennootschapsrecht moet niet worden misbruikt om andere doeleinden te bewerkstelligen, bijvoorbeeld bestrijding van fiscale en terroristische criminaliteit; en
- waar mogelijk moet moderne technologie worden gefaciliteerd of zelfs voorgeschreven om doelstellingen van het vennootschapsrecht te verwezenlijken.

De Europese Commissie heeft de aanbevelingen van de Commissie geïncorporeerd in haar Company Law Action Plan d.d. 20 mei 2003. Verschillende van de daarin opgenomen prioriteiten heeft de Commissie al verwezenlijkt.

2.3.2 Inleiding, geschiedenis van regelgeving en belangrijke (verwachte) wijzigingen

De Naamloze Vennootschap (hierna: NV) – de rechtsvorm voor Nederlandse beursvennootschappen – vindt zijn oorsprong bij de VOC die in 1602 werd opgericht. Een wettelijke regeling voor naamloze vennootschappen werd echter pas van kracht in Nederland toen in 1811 het Franse recht werd ingevoerd. Société anonyme werd daarbij vertaald in «naamloze maatschappij». Het in 1838 ingevoerde Wetboek van Koophandel bevatte een 21 artikelen tellende regeling voor de NV. Deze regeling werd in 1928 vervangen door de uitvoeriger maar ook flexibeler regeling van de Wet van 2 juli 1928. In 1950 kwam de eerste Wet op de ondernemingsraden (WOR) tot stand.²⁴

In 1970 en 1971 werd het vennootschapsrecht ingrijpend gewijzigd. Dit wordt ook wel de «eerste golf» genoemd. De meeste van deze wijzigingen vinden hun oorsprong in het rapport van de Commissie Verdam uit 1964.²⁵ In dit rapport werd onder meer gepleit voor een wet op de jaarrekening voor ondernemingen, een herziening van het enquêterecht, een nieuwe wettelijke regeling van de ondernemingsraden en een verplichte structuurregeling van de grote NV waarbij bepaalde bevoegdheden die bij een gewone NV aan de AvA toekomen worden toebedeeld aan de RvC. De werknemers zouden dan via de ondernemingsraad invloed moeten hebben op de samenstelling van de RvC.²⁶

Van der Grinten merkt op dat de (daarop gebaseerde wettelijke) regeling van de jaarrekening, de herziening van het enquêterecht en de structuurregeling tot op zekere hoogte een gemeenschappelijke grondslag hebben.²⁷ «Zij berusten op de gedachte, dat de wet een grotere openheid in de vennootschappelijke verhoudingen tot stand dient te brengen en dat een zekere invloed en zeggenschap van werknemers, in het bijzonder bij de grote vennootschap behoort te worden verwezenlijkt.» Ditzelfde geldt voor de WOR 1971²⁸, waarbij de medezeggenschapsrechten en de mogelijkheden voor de ondernemingsraad (hierna: OR) om deze af te dwingen sterk zijn uitgebreid.²⁹

In 1971 is de wet voorts aangepast aan de Eerste EG-richtlijn inzake het vennootschapsrecht.³⁰ In deze richtlijn is naast een dwingendrechtelijke vertegenwoordigingsregeling voor bestuur en bestuurders ook voor iedere NV de verplichting opgenomen om haar jaarstukken voor een ieder verkrijgbaar te stellen en neer te leggen in het handelsregister. Deze richtlijn gold niet voor vennootschappen met een verplicht besloten

²⁴ Wet van 4 mei 1950, houdende regelen omtrent ondernemingsraden (Wet op de ondernemingsraden), *Stb.* 174.

²⁵ Commissie Ondernemingsrecht (Verdam), Rapport «Herziening van het ondernemingsrecht», 26 november 1964, Den Haag: Staatuitgeverij 1965.

²⁶ Zie ook: SER, «Advies inzake herziening van het ondernemingsrecht», 1969, nr. 14, www.ser.nl.

²⁷ Van der Heijden & Van der Grinten 1992, nr. 30.

²⁸ Wet van 28 januari 1971, houdende nieuwe regelen omtrent de medezeggenschap van de werknemers in de onderneming door middel van ondernemingsraden (Wet op de ondernemingsraden), *Stb.* 1971, 54.

²⁹ Tal van vernieuwingen werden daarbij doorgevoerd. Zo werd onder meer de adviesbevoegdheid van de OR verruimd (art. 25), kreeg de OR instemmingsrecht ten aanzien van bepaalde secundaire arbeidsvoorwaarden (art. 27, wat overigens niet was voorgesteld door de Commissie Verdam) en werd een algemene geschillenregeling in de wet opgenomen (art. 36). Zie: S.S.M. Peters, *Verdund sociaal recht*, Deventer 2006, p. 39.

³⁰ Richtlijn 68/151/EEG, *PbEG* 1968, L 65/8 (Eerste vennootschapsrichtlijn inzake oprichting).

karakter, zoals de Duitse GmbH (Gemeinschaft mit beschränkter Haftung) of de Franse SARL (Société à responsabilité limitée). Om het Nederlandse bedrijfsleven ook de mogelijkheid te geven om een kapitaalvennootschap op te richten die de jaarstukken niet openbaar hoefde te maken, werd bij Wet van 3 mei 1971³¹ tegelijkertijd met de implementatie van de richtlijn een nieuwe rechtsvorm gecreëerd: de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid (hierna: BV). Inmiddels is overigens ook de BV verplicht haar jaarstukken te publiceren bij het handelsregister.

In 1971 werd de Ondernemingskamer bij het Gerechtshof te Amsterdam ingesteld. Deze bestaat uit raadsheren van het Hof en Raden (deskundigen die niet tot de rechterlijke macht behoren). Deze gespecialiseerde rechter werd bevoegd verklaard recht te spreken bij de jaarrekeningprocedure, de enquêteprocedure en bij bepaalde geschillen met betrekking tot de structuurregeling. Later is de bevoegdheid van de Ondernemingskamer uitgebreid tot een aantal andere soorten geschillen. Recentelijk is dit nog geschied bij de Wet implementatie Overnamerichtlijn³² ten aanzien van een aantal kwesties³³ betrekking hebbende op de verplichting om bij verwerving van overwegende zeggenschap een bod op een beursvennootschap uit te brengen.

In 1976 werden de bepalingen over de NV en de BV overgeheveld van het Wetboek van Koophandel naar het toen ingevoerde Boek 2 BW. Hierbij werden geen belangrijke materiële wijzigingen aangebracht. Een principiële aanpassing was wel dat Boek 2 BW algemene bepalingen kent die van toepassing zijn op alle privaatrechtelijke rechtspersonen (en dus ook op de NV en de BV). Het belangrijkste onderdeel van deze algemene bepalingen is de regeling van de vernietigbaarheid van besluiten.³⁴

In de jaren 1981 tot en met 1987 kwam er weer een reeks van wijzigingen (de «tweede golf») in ons vennootschapsrecht tot stand. Allereerst werd in 1981 ter uitvoering van de Tweede EG-richtlijn inzake het vennootschapsrecht³⁵ het NV-recht gewijzigd. Hierbij werd het Europese kapitaalbeschermingsrecht in ons recht geïntroduceerd. Hierdoor werd onder meer vereist dat bij de NV een in de richtlijn voorzien minimumkapitaal wordt gestort, op het geplaatste kapitaal ten minste 1/4 wordt gestort en het eigen vermogen niet door een (al dan niet verkapte) uitkering aan aandeelhouders zakt onder een bepaald grensbedrag. Hoewel dit niet verplicht was op grond van de richtlijn, heeft de wetgever het systeem van kapitaalbescherming in 1986 ook – zij het met een lager minimumkapitaal – toegepast bij de BV. De gedachte hierachter was onder meer dat met de kapitaalbeschermingsbepalingen wordt beoogd een maatschappelijk onwenselijk gebruik van de BV voor economische activiteiten tegen te gaan. Daarbij werd het gevaar van misbruik groter geacht bij de BV dan bij de NV.

Vervolgens werd ook op basis van een EEG Richtlijn in 1984 de juridische fusie voor de NV en de BV in Boek 2 BW opgenomen.³⁶ Voorts is ook het jaarrekeningrecht aangepast naar aanleiding van een EEG Richtlijn op dit gebied.³⁷ In 1987 werd de aansprakelijkheid van bestuurders voor onbehoorlijk bestuur jegens de boedel bij faillissement in Boek 2 BW geregeld. De geschillenregeling voor BV's en NV's met een besloten karakter werd in 1989 in Boek 2 BW opgenomen. Pas in 1998 werd – op basis van een Europese Richtlijn uit 1982³⁸ – de mogelijkheid van de juridische splitsing voor BV's en NV's in Boek 2 BW geïntroduceerd.

³¹ De Wet tot regeling van de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid (Wet van 3 mei 1971, *Stb.* 286).

³² Wet van 24 mei 2007, *Stb.* 2007, 202. Zie voor de inwerkingtreding *Stb.* 2007, nr. 390 en 391.

³³ Zie art. 5:72, 73 en 80b Wft.

³⁴ Van der Heijden & Van der Grinten 1992, nr. 31.

³⁵ Richtlijn 77/91/EEG, *PbEG* 1977, L 26/1.

³⁶ Bij wet van 19 januari 1983 tot regeling van de fusies van naamloze en besloten vennootschappen, *Stb.* 1983, 59 is de (derde) richtlijn 78/855/EEG, *PbEG* 1978 L 295/36 (betreffende fusies van naamloze vennootschappen) in ons vennootschapsrecht geïmplementeerd. Deze wet is op 1 januari 1984 in werking getreden.

³⁷ Richtlijn 78/660/EEG, *PbEG* 1978 L 222/11.

³⁸ Richtlijn 82/891/EEG, *PbEG* 1982 L 378/47.

³⁹ Wet van 9 juli 2004 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling, *Stb.* 2004, 370. Zo is de AvA nu bevoegd tot de benoeming van nieuwe commissarissen (art. 2:158/268 lid 4 BW), heeft zij het recht de gehele RvC te ontslaan (art. 2:158/268 lid 4 BW), heeft/hebben een of meer aandeelhouders die alleen of gezamenlijk 1% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen het recht om onderwerpen op de agenda van de AvA te zetten (art. 2:114a/224a BW) en zijn belangrijke bestuursbesluiten aan goedkeuring van de AvA onderworpen (art. 2:107a BW).

⁴⁰ Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag, *Stb.* 2004, 747. Krachtens dit besluit is de Code Tabaksblad van toepassing op jaarverslagen die betrekking hebben op een boekjaar die aanvangen op of na 1 januari 2004 tot 1 januari 2009. De Code zelf is gepubliceerd in *Stcrt.* nr. 250 van 27 december 2004.

⁴¹ Monitoring Commissie Corporate Governance Code, «De Nederlandse corporate governance code, Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen» (hierna: de «Code Frijns»), 2008, <www.corpgov.nl> en *Stcrt.* nr. 18499 van 3 december 2009. Deze Code is van toepassing op de boekjaren die aanvangen op of na 1 januari 2009 en is op 10 december 2009 wettelijk verankerd door wijziging van het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag. Zie *Stb.* 2009, nr. 545.

⁴² Richtlijn 2004/25/EG, *PbEU* L 142 van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod.

⁴³ Wet van 20 oktober 2006 tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek ter bevordering van het gebruik van elektronische communicatiemiddelen bij de besluitvorming in rechtspersonen, *Stb.* 2006, 525.

⁴⁴ Wet van 29 mei 2008 tot uitvoering van richtlijn 2006/68/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 6 september 2006 (*PbEU* L 264) tot wijziging van richtlijn 77/91/EEG betreffende de oprichting van naamloze vennootschappen en de instandhouding en wijziging van hun kapitaal, *Stb.* 2008, 195.

⁴⁵ Wet van 27 juni 2008 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de implementatie van richtlijn nr. 2005/56/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie betreffende grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen (*PbEU* L 310), *Stb.* 2008, 260.

⁴⁶ *Kamerstukken II*, 2006–07, 31 058, nr. 2.

In 2004 werd het structuurregime ten gunste van de AvA aangepast terwijl de rechten van aandeelhouders ook op andere wijze werden versterkt.³⁹ De Corporate Governance Code van Tabaksblad werd op 1 januari 2004 voor Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen van toepassing.⁴⁰ Voor hen geldt sindsdien het zogenoemde «apply or explain» beginsel. Deze vennootschappen moeten in hun jaarverslag aangeven in hoeverre zij de Code toepassen en, voor zover zij deze niet toepassen, uitleggen waarom dit niet het geval is. De Code Tabaksblad was er vooral op gericht de verantwoording aan de AvA en de controle op het bestuur te versterken. Deze Code is in 2009 vervangen door een herziene versie, de Code Frijns.⁴¹ In deze Code wordt ook aandacht besteed aan het betugelen van activistische aandeelhouders. Zo willen de opstellers van de Code Frijns het bestuur de mogelijkheid bieden om, als een aandeelhouder een onderwerp op de agenda zet dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de vennootschap zoals het ontslag van één of meer van de bestuurders of commissarissen, daarvoor – in afwijking van de wettelijke termijn van 60 dagen – een (reactie)termijn van maximaal 180 dagen aan te houden.

De Overnamerichtlijn van april 2004⁴² bevat onder meer een verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod bij verwerving van overwegende zeggenschap in een beursvennootschap. Deze verplichting is opgenomen om minderheidsaandeelhouders te beschermen tegen een overheersende invloed van degene(n) die deze zeggenschap heeft/hebben verkregen. In 2007 is deze Richtlijn in Boek 2 BW, de Wet op het financieel toezicht en het Besluit openbare biedingen Wft geïmplementeerd.

De Wet elektronische communicatiemiddelen⁴³ werd op 1 januari 2007 in Boek 2 BW ingevoerd. De belangrijkste wijziging die deze wet meebracht, is de creatie van de volgende mogelijkheden tot inzet van elektronische communicatiemiddelen:

- (1) het oproepen van aandeelhouders en houders van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten voor de AvA per email of door middel van de website van de vennootschap;
- (2) deelname door middel van het internet aan de (fysieke) AvA;
- (3) via elektronische communicatiemiddelen (email of internet) stemmen.

In 2008 werd een aantal kapitaalbeschermingsbepalingen voor de NV in Boek 2 BW, op grond van de EG-Richtlijn tot wijziging van de Tweede EEG-Richtlijn inzake kapitaalbescherming, aangepast.⁴⁴ Zo werd de mogelijkheid tot inkoop van bij derden uitstaande aandelen in haar kapitaal verruimd en werd het onder strikte voorwaarden mogelijk gemaakt dat de NV leningen verstrekt met oog op het verkrijgen van aandelen in haar kapitaal. Eveneens in 2008 werd op grond van de Tiende Richtlijn inzake grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen voor NV's en BV's de mogelijkheid ingevoerd om een juridische fusie aan te gaan met een kapitaalvennootschap uit een andere EU-lidstaat of de Europese Economische Ruimte (EER).⁴⁵

Wetsvoorstellen

In 2006 werd het voorstel tot «Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van de regeling voor besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid» (hierna: «Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht») bij de Tweede Kamer ingediend.⁴⁶ In dit wetsvoorstel worden de eisen voor de inrichting van de BV versoepeld en wordt de kapitaalbescherming voor de BV (inclusief het vereiste minimumkapitaal) afgeschaft en vervangen door een aansprake-

lijkheidsregeling. Ook vervalt de verplichting om een blokkeringsregeling voor de overdracht van aandelen in de statuten op te nemen en vindt er een verruiming plaats van de mogelijkheden voor aandeelhouders om buiten vergadering te besluiten. De mogelijkheid wordt gecreëerd om stemrechtloze of winstrechtloze aandelen uit te geven. Voorts wordt de geschillenregeling voor BV's en NV's met een besloten karakter gestroomlijnd.

In 2008 werd het wetsvoorstel «Wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van regels over bestuur en toezicht in naamloze en besloten vennootschappen» (hierna: «wetsvoorstel Bestuur en Toezicht»)⁴⁷ ingediend. Met dit wetsvoorstel wordt beoogd – naar wens en behoefte van de praktijk – te voorzien in een wettelijke regeling om uitvoerende bestuurders en toezichthoudende bestuurders in één vennootschapsorgaan (het «monistisch model») te laten functioneren. Voorts wordt in dit wetsvoorstel de tegenstrijdig belang regeling in Boek 2 BW aangepast. Het feit dat een bestuurder van de vennootschap met een tegenstrijdig belang heeft gehandeld, kan dan in beginsel niet meer tegen derden worden ingeroepen.

In 2008 werd ook het «Wetsvoorstel ter implementatie van de richtlijn betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen» (hierna: «Richtlijn Aandeelhoudersrechten») bij de Tweede Kamer ingediend.⁴⁸ De Richtlijn Aandeelhoudersrechten beoogt minimumeisen (procedureregels) te harmoniseren voor alle aandeelhouders van Europese beursvennootschappen. Het gaat dan om bepalingen die betrekking hebben op de algemene vergaderingen van beursvennootschappen en het al dan niet grensoverschrijdend uitoefenen van aandeelhoudersrechten, zoals het agenderingsrecht, vragenrecht en stemrecht.

Het wetsvoorstel «Wijziging van onder meer Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de Wet documentatie vennootschappen in verband met het vervallen van de verklaring van geen bezwaar en het verbeteren en uitbreiden van de controle op rechtspersonen met het oog op de voorkoming en bestrijding van misbruik van rechtspersonen» (hierna: Wetsvoorstel verbetering van voorkomen en bestrijden misbruik rechtspersonen) is in 2009 ingediend.⁴⁹ Dit wetsvoorstel strekt ertoe om het preventief toezicht dat is gebaseerd op een door het Ministerie van Justitie af te geven verklaring van geen bezwaar, te vervangen door een nieuw systeem van doorlopende controle.

In 2009 is het wetsvoorstel «Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de invoering van het recht voor de ondernemingsraad van naamloze vennootschappen om een standpunt kenbaar te maken ten aanzien van belangrijke besluiten tot benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen alsmede ten aanzien van het bezoldigingsbeleid» (hierna: «wetsvoorstel spreekrecht OR bij belangrijke AvA-besluiten»)⁵⁰ ingediend. De naam van dit wetsvoorstel geeft de inhoud daarvan goed weer. In dit wetsvoorstel is overigens bepaald dat het ontbreken van een standpunt van de ondernemingsraad de besluitvorming niet aantast.

Eveneens in 2009 is het wetsvoorstel «Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance van 30 mei 2007»⁵¹ naar de Tweede Kamer

⁴⁷ *Kamerstukken II, 2008–09, 31 763, nr. 2.*

⁴⁸ *Kamerstukken II, 2008–09, 31 746, nr. 2.*

⁴⁹ *Kamerstukken II, 2008–09, 31 988, nr. 2.*

⁵⁰ *Kamerstukken II, 2008–09, 31 877, nr. 2.*

⁵¹ *Kamerstukken II, 2008–09, 32 014, nr. 2.*

gestuurd. Dit wetsvoorstel bevat (a) een aanpassing van de Wet giraal effectenverkeer (Wge) die het voor beursvennootschappen mogelijk moet maken haar investeerders te identificeren en de communicatie tussen vennootschap en aandeelhouders onderling te stimuleren; (b) een aanpassing van de Wet op het financieel toezicht (Wft) die ertoe leidt dat de drempel voor de meldingsplicht voor personen die de beschikking krijgen of verliezen over aandelen of stemmen in een beursvennootschap wordt verhoogd van 5% naar 3%, een verplichting voor de beursvennootschap om haar strategie op haar website te melden en een verplichting voor een aandeelhouder met een belang van 3% of meer om te melden of hij bezwaar heeft tegen de strategie van de beursvennootschap; (c) aanpassing van Boek 2 BW waarbij de drempel voor het agenderingsrecht voor de AvA wordt verhoogd van 1% naar 3%.

In voorbereiding zijnde wetsvoorstellen

Blijkens de «notitie belonen trouwe aandeelhouders» die de Ministers Bos en Hirsch Ballin op 21 oktober 2008 aan de voorzitter van de Tweede Kamer hebben aangeboden, zag het kabinet geen noodzaak om specifieke wettelijke maatregelen te nemen ter bevordering van het lange termijn aandeelhouderschap.⁵² Voorts is in oktober van dit jaar een consultatieversie van het wetsvoorstel «Wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van het recht van enquête» (hierna: «Wetsvoorstel Wijziging enquêterecht») gepubliceerd. Hierin worden onder meer de criteria voor toegang tot de enquêteprocedure voor aandeelhouders en certificaathouders aangescherpt en wordt er in voorzien dat ook (het bestuur van) de vennootschap het recht krijgt om een enquêteprocedure te starten.

Het kabinet werkt voorts aan een voorontwerp van een wettelijke regeling ter facilitering van lange termijn aandeelhouderschap. Dit geschiedt naar aanleiding van de motie-Van Geel inzake een wettelijke verankering van het loyaliteitsdividend en het extra stemrecht voor trouwe beleggers.⁵³

Voorstel voor een EU verordening

Op 25 juni 2008 heeft de Europese Commissie een voorstel voor een verordening voor een Europese besloten vennootschap (SPE) gepubliceerd. In het voorstel was voorzien in een minimumkapitaal van 1 euro. In een resolutie van 10 maart 2009 heeft het Europees Parlement een aanpassing daarop voorgesteld. Op grond hiervan moet – indien de statuten van de SPE geen bepaling bevatten die het bestuur verplicht om een solventieverklaring te tekenen voordat een uitkering aan aandeelhouders wordt gedaan – het verplicht te starten minimumkapitaal van een SPE verhoogd worden van 1 euro naar 8000 euro.⁵⁴

⁵² Brief van de minister W. Bos en E.M.H. Hirsch Ballin d.d. 21 oktober 2008, FM 2008 – 02078 M.

⁵³ *Kamerstukken II*, 2008/09, 31 371, nr. 197 en *Kamerstukken II*, 2008/09, 31 083, nr. 32, p. 18.

⁵⁴ P6-TA (2009)0094, European Parliament legislative resolution of 10 March 2009 on the proposal for a Council resolution on the Statute for a European private company (com(2008)0396-C6-0238/2008-2008/0130 (CNS)). Zie ook: Ten Voorde, 2009; Zaman e.a. 2009.

3. WET- EN REGELGEVING MET BETREKKING TOT SPELERS IN HET FINANCIËLE STELSEL

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk bespreken wij in hoofdlijnen het regelgevend kader met betrekking tot de volgende actoren: banken, verzekeraars, herverzekeraars, beleggingsondernemingen, beleggingsinstellingen en aanbieders van consumentenkrediet en identificeren we de belangrijkste leemtes in de bestaande wet- en regelgeving. De regelgeving is opgenomen in de Wft en daarop gebaseerde besluiten, ministeriële regelingen en beleidsregels, met dien verstande dat de regels voor aanbieders van consumentenkrediet deels ook in een andere wet zijn neergelegd. Naast de hiervoor genoemde actoren, bevat de Wft regels met betrekking tot een aantal andere actoren, zoals uitgevende instellingen,⁵⁵ exploitanten van een gereguleerde markt, bemiddelaars en adviseurs met betrekking tot andere producten dan financiële instrumenten. Deze laten wij in dit rapport verder onbesproken.

3.2 Banken

3.2.1 Achtergrond

In 1956 kwam de Wtk tot stand die het toezicht regelde op kredietinstellingen.⁵⁶ De Wtk 1992 is in december 1992 tot stand gekomen,⁵⁷ welke wet vervolgens per 1 januari 2007 is opgenomen in de Wft. In de Nederlandse wetgeving zijn diverse richtlijnen met betrekking tot banken geïmplementeerd. De voornaamste zijn de bankenrichtlijn⁵⁸ en de herziene bankenrichtlijn.⁵⁹

Het doel van deze richtlijnen is om de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen te vergemakkelijken en de meest hinderlijke verschillen tussen de wetgevingen van de lidstaten met betrekking tot deze instellingen op te heffen. Daarnaast is beoogd een wezenlijke, noodzakelijke en voldoende harmonisatie tot stand te brengen om te komen tot een wederzijdse erkenning van de vergunningen en van de stelsels van bedrijfseconomisch toezicht, waardoor één vergunning voor de hele EU/EER geldig is en waarbij het beginsel geldt dat het bedrijfseconomisch toezicht wordt uitgeoefend door de lidstaat van herkomst.

Het toezicht op kredietinstellingen, inclusief bijkantoren van buitenlandse banken, is in de Bankwet 1948 opgedragen aan DNB.⁶⁰ Op dit moment wordt het toezicht op banken nog steeds hoofdzakelijk uitgeoefend door DNB, terwijl DNB ook de vergunningverlenende instantie is. De AFM beperkt zich tot het gedragstoezicht.

3.2.2 Begrip bank

Een bank in de zin van de Wft is degene die zijn bedrijf maakt van het buiten besloten kring ter beschikking verkrijgen van opvorderbare gelden van anderen dan professionele marktpartijen en van het voor eigen rekening verrichten van kredietuitzettingen.⁶¹ Opvorderbare gelden zijn gelden die op enig moment terugbetaald moeten worden, uit welke hoofde dan ook, en waarvan op voorhand duidelijk is welk nominaal bedrag moet worden terugbetaald.

⁵⁵ Dit betreffen ondernemingen die – kort gezegd – aandelen, obligaties of certificaten daarvan hebben uitgegeven die op een gereglementeerde markt worden verhandeld.

⁵⁶ Zie hierover: H.W.J. Bosman, *Het Nederlandse bankwezen (Serie Banken Effectenbedrijf 1)*, Amsterdam: NIBE 1989.

⁵⁷ Wet van 23 december 1992, houdende bepalingen inzake het toezicht op het kredietwezen en de uitvoering van de Tweede richtlijn van 15 december 1989 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen, alsmede tot wijziging van richtlijn 77/780/EEG (89/646/EEG), en de uitvoering van de richtlijn van 6 april 1992 inzake het toezicht op kredietinstellingen op geconsolideerde basis (992/30/EEG).

⁵⁸ Richtlijn 2000/12/EG van 20 maart 2000 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen.

⁵⁹ Richtlijn 2006/48/EG van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen.

⁶⁰ Zie hierover: H.W.J. Bosman, *Het Nederlandse bankwezen (Serie Banken Effectenbedrijf 1)*, Amsterdam: NIBE 1989.

⁶¹ Artikel 1:1 Wft.

3.2.3 Vergunningplicht

Er wordt een onderscheid gemaakt tussen

- (i) banken met zetel in Nederland;
- (ii) banken met zetel in een andere lidstaat,
 - (a) die een bijkantoor hebben in Nederland, en
 - (b) die grensoverschrijdende diensten verrichten in Nederland;
- (iii) banken met zetel in een andere staat dan een lidstaat,
 - (a) die een bijkantoor hebben in Nederland, en
 - (b) die grensoverschrijdende diensten verrichten in Nederland.

De eerste categorie wordt in deze paragraaf besproken. De andere categorieën komen aan het slot van deze paragraaf aan de orde.

Op grond van artikel 2:11 van de Wft is het verboden in Nederland zonder een daartoe door DNB verleende vergunning het bedrijf uit te oefenen van bank. In verband met de vergunningaanvraag dient aan bepaalde eisen⁶² te worden voldaan waaronder eisen met betrekking tot:

- (i) de deskundigheid van dagelijks beleidsbepalers (directeuren en leidinggevenden);
- (ii) de betrouwbaarheid van dagelijks (mede) beleidsbepalers (directeuren en leidinggevenden) en van de personen die onderdeel zijn van een orgaan dat belast is met toezicht op het beleid en de algemene gang van zaken;
- (iii) adequaat beleid met betrekking tot een integere bedrijfsvoering, waaronder wordt verstaan dat:
 - belangenverstremming wordt tegengegaan;
 - wordt tegengegaan dat de onderneming of haar werknemers strafbare feiten of andere wetsovertredingen begaan die het vertrouwen in de onderneming of de financiële markten kunnen schaden;
 - wordt tegengegaan dat het vertrouwen in de onderneming of in de financiële markten kan worden geschaad;
 - wordt tegengegaan dat andere handelingen door de onderneming of haar werknemers worden verricht die op een dusdanige wijze ingaan tegen hetgeen volgens het ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt, dat hierdoor het vertrouwen in de onderneming of de financiële markten kan worden geschaad;
- (iv) het minimum aantal personen dat het dagelijks beleid bepaalt en de plaats van waaruit zij hun werkzaamheden verrichten;
- (v) de zeggenschapsstructuur, hetgeen inhoudt dat de onderneming niet met personen verbonden mag zijn in een formele of feitelijke zeggenschapsstructuur die in zodanige mate ondoorzichtig is dat deze een belemmering vormt of kan vormen voor het adequaat uitoefenen van toezicht en de onderneming mag niet met personen verbonden zijn in een formele of feitelijke zeggenschapsstructuur indien het recht van een staat die geen lidstaat is, dat op die personen van toepassing is, een belemmering vormt of kan vormen voor het adequaat uitoefenen van toezicht op de onderneming;
- (vi) inrichting van de bedrijfsvoering, hetgeen inhoudt dat de bedrijfsvoering zodanig wordt ingericht dat een integere uitoefening van het bedrijf wordt gewaarborgd. Dit heeft betrekking op de volgende onderwerpen:
 - het beheersen van bedrijfsprocessen en bedrijfsrisico's;
 - soliditeit van de onderneming; en
 - integriteit;
- (vii) de raad van commissarissen; indien een bank met zetel in Nederland

⁶² Artikel 2:12 Wft en artikel 8 Besluit Markttoegang financiële ondernemingen Wft.

- een naamloze vennootschap of een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid is, heeft de bank een uit ten minste drie leden bestaande raad van commissarissen en indien het geen naamloze vennootschap of besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid is een uit ten minste drie leden bestaand orgaan dat een met de raad van commissarissen vergelijkbare taak heeft;
- (viii) geconsolideerd toezicht; indien een bank met zetel in Nederland een dochtermaatschappij is van een kredietinstelling met zetel in een staat die geen lidstaat is, staat deze bank in de staat waar de laatstbedoelde kredietinstelling haar zetel heeft onder voldoende geconsolideerd toezicht;
- (ix) het minimum eigen vermogen;
- (x) de liquiditeit; en
- (xi) de solvabiliteit.⁶³

Indien een bank voornemens is beleggingsdiensten en beleggingsactiviteiten te verrichten, zal de bank tevens moeten voldoen aan aanvullende eisen met betrekking tot de inrichting van de bedrijfsvoering en het treffen van adequate maatregelen ter bescherming van rechten van cliënten. Indien de bank voornemens is een multilaterale handelsfaciliteit te exploiteren zal de bank ook aan regels moeten voldoen die gelden voor het handelsproces en de afhandeling van transacties.⁶⁴

Indien een onderneming met zetel in Nederland geen bank is in de zin van de Wft kan er worden geopteerd voor een bankvergunning indien de onderneming zijn bedrijf maakt van

- (i) het van professionele marktpartijen of binnen besloten kring ter beschikking verkrijgen van opvorderbare gelden en van het voor eigen rekening verrichten van kredietuitzettingen, of
- (ii) het ter beschikking verkrijgen van opvorderbare gelden en van het voor eigen rekening verrichten van beleggingen, niet zijnde kredietuitzettingen.

Voorschriften vergunningaanvraag

Een vergunning moet worden aangevraagd door middel van een door DNB vastgesteld formulier waarbij op grond van het Besluit Markttoegang financiële ondernemingen Wft onder andere de volgende gegevens moeten worden verstrekt:

- (i) een opgave van de naam, het adres en het telefoon- en faxnummer van de kredietinstelling;
- (ii) een opgave van de rechtsvorm van de kredietinstelling;
- (iii) indien de kredietinstelling een rechtspersoon is, een opgave van de statutaire zetel, de statutaire naam en de handelsnaam of handelsnamen;
- (iv) indien de kredietinstelling is ingeschreven in het handelsregister, een opgave van het nummer van inschrijving;
- (v) indien aanwezig, een gewaarmerkt afschrift van de statuten;
- (vi) een opgave van activiteiten die de kredietinstelling voornemens is te verrichten;
- (vii) gegevens op basis waarvan DNB kan beoordelen of voldaan wordt aan de eisen met betrekking tot de deskundigheid van de personen die het dagelijks beleid bepalen;
- (viii) gegevens op basis waarvan DNB kan beoordelen of voldaan wordt aan de eisen met betrekking tot de betrouwbaarheid van de personen die het beleid bepalen of mede bepalen of onderdeel zijn van een orgaan dat belast is met toezicht op het beleid en de algemene gang van zaken;

⁶³ Zie hierover de artikelen 3:8, 3:9, 3:10, 3:15, 3:16, 3:17, 3:19, 3:31, 3:53, 3:57 en 3:63 Wft.

⁶⁴ Artikel 2:13, 4:14, 4:87 en 4:91a Wft en artikel 3:33 Wft.

- (ix) en beschrijving van het voorgenomen beleid met betrekking tot de integere bedrijfsuitoefening;
- (x) een beschrijving van de zeggenschapsstructuur;
- (xi) een beschrijving van de inrichting van de bedrijfsvoering met betrekking tot de beheerste en integere bedrijfsuitoefening;
- (xii) indien van toepassing, een beschrijving van het geconsolideerde toezicht;
- (xiii) bescheiden waaruit het eigen vermogen, het te verwachten eigen vermogen en de te verwachten solvabiliteit blijken;
- (xiv) indien van toepassing:
 - een opgave van de omvang van een gekwalificeerde deelneming in de bank;
 - gegevens op basis waarvan DNB kan beoordelen of voldaan wordt aan de eisen met betrekking tot de betrouwbaarheid van de aanvrager of houder van een verklaring van geen bezwaar die op grond van zijn gekwalificeerde deelneming het beleid van de betrokken onderneming zou (kunnen) bepalen of mede bepalen;
 - bescheiden waaruit de financiële positie en de juridische groepsstructuur van de aanvrager of houder van een verklaring van geen bezwaar blijken; en
 - indien de kredietinstelling een dochtermaatschappij is van een kredietinstelling met zetel in een andere staat: een verklaring van de toezichthoudende instantie van de staat waar die kredietinstelling haar zetel heeft, waaruit blijkt dat deze toezichthoudende instantie goedgekeurd heeft dat laatstbedoelde kredietinstelling een dochtermaatschappij heeft die voornemens is in Nederland het bedrijf van kredietinstelling uit te oefenen.⁶⁵

3.2.4 Andere verplichtingen

Voor banken bestaat een uitgebreid regelgevingskader dat grotendeels een implementatie van Europese richtlijnen betreft. Zoals aangegeven bij de beschrijving van de vergunningseisen zal een bank aan bepaalde financiële eisen moeten voldoen. Zo zal een bank een minimumbedrag aan eigen vermogen moeten aanhouden en over voldoende liquiditeit en solvabiliteit moeten beschikken. Indien een bank voorziet, of redelijkerwijs kan voorzien dat haar solvabiliteit niet voldoet of niet zal voldoen aan de solvabiliteitseisen stelt zij DNB hiervan in kennis. Naast de vergunningseisen, zal de bank ook moeten voldoen aan bepaalde gedragsregels, waarvan de belangrijkste hierna worden besproken.

Indien een bank tevens een beleggingsonderneming is, zal de bank ook moeten voldoen aan de regels die gelden voor beleggingsondernemingen. Voor een beschrijving van deze regels wordt verwezen naar paragraaf 3.5. Indien de bank optreedt als aanbieder van krediet zal de bank ook aan de regels die gelden voor kredietverstrekking moeten voldoen. Voor een beschrijving van deze regels wordt verwezen naar paragraaf 3.7.

Reclameregels

Specifiek voor banken geldt dat het een bank niet is toegestaan informatie over het depositogarantiestelsel ten behoeve van reclamedoelinden te gebruiken. Daarnaast gelden de algemene regels omtrent reclame-uitingen bijvoorbeeld met betrekking tot krediet en complexe producten. Voor een korte omschrijving van de reclameregels omtrent krediet wordt verwezen naar paragraaf 3.7.3 en voor een korte omschrijving van de regels omtrent complexe producten wordt verwezen naar paragraaf 3.3.4.

⁶⁵ Artikel 8 Besluit Markttoegang financiële ondernemingen Wft.

Doorlopende verplichtingen in verband met toezicht

Banken moeten in verband met het lopend toezicht voldoen aan verschillende meldings- en mededelingsverplichtingen. Een van deze verplichtingen houdt in dat, indien er sprake is van wijzigingen van bepaalde gegevens, zoals de gegevens verstrekt bij de vergunningaanvraag, de wijzigingen moeten worden doorgegeven aan DNB.⁶⁶ Zo zal een voorgenomen benoeming van een (mede)beleidsbepaler bij DNB moeten worden gemeld en mag deze voorgenomen benoeming niet worden doorgevoerd voordat DNB met de benoeming heeft ingestemd.

Op grond van de Wft zijn er voorschriften ten aanzien van de uitbesteding van activiteiten door banken.⁶⁷ Indien er sprake is van uitbesteding dient de bank er zorg voor te dragen dat de derde de regels met betrekking tot die werkzaamheden naleeft. De bank besteedt de taken en werkzaamheden van personen die het dagelijks beleid bepalen niet uit. Ook zal de bank een beleid vast moeten stellen met betrekking tot het op structurele basis uitbesteden van bedrijfsprocessen.

Banken moeten daarnaast binnen zes maanden na afloop van het boekjaar de jaarrekening, een jaarverslag en overige gegevens, zoals een accountantsverklaring, aan DNB verstrekken. Banken zullen ook periodiek staten aan DNB moeten verstrekken die deze nodig heeft voor het uitoefenen van het toezicht.⁶⁸

Een bank dient ten minste een keer per jaar bepaalde gegevens die betrekking hebben op de doelstellingen en gedragslijnen van de kredietinstelling op het gebied van risicobeheer openbaar te maken.⁶⁹

Het is een bank met zetel in Nederland, anders dan een verkregen verklaring van geen bezwaar van DNB of de minister van Financiën, verboden:

- (i) haar eigen vermogen door terugbetaling van kapitaal of uitkering van reserves te verminderen dan wel een uitkering te doen uit de post omvattende de dekking van algemene bankrisico's;
- (ii) een gekwalificeerde deelneming in een bank, een beleggingsonderneming, een financiële instelling of een verzekeraar te verwerven of te vergroten, indien het bedrag meer bedraagt dan één procent van het geconsolideerde aanwezige eigen vermogen van de bank;⁷⁰
- (iii) een gekwalificeerde deelneming in een onderneming te verwerven of te vergroten indien het bedrag dat hiervoor wordt betaald meer is dan één procent van het geconsolideerde balanstotaal van de bank;⁷¹
- (iv) de activa en passiva van een andere onderneming of instelling geheel of voor een belangrijk deel al dan niet middellijk over te nemen indien het bedrag meer bedraagt dan één procent van het geconsolideerde balanstotaal van die bank;
- (v) een fusie aan te gaan met een andere onderneming of instelling indien het balanstotaal van de onderneming of instelling waarmee de fusie wordt aangegaan meer bedraagt dan één procent van de geconsolideerde balans.
- (vi) over te gaan tot financiële of vennootschappelijke reorganisatie;
- (vii) een behorend vennoot tot de bank te laten toetreden.⁷²

Tot slot dienen banken zich te houden aan bepaalde bij besluit gestelde regels met betrekking tot een integere bedrijfsvoering ten aanzien van hun optreden op de financiële markten.⁷³

⁶⁶ Artikel 3:29 Wft.

⁶⁷ Artikel 3:18 Wft.

⁶⁸ Artikel 3:71 en 3:72 Wft.

⁶⁹ Artikel 3:74a Wft. Het betreft hier de gegevens van bijlage XII delen 2 en 3 van de herziene richtlijn banken.

⁷⁰ Hierbij moeten het bedrag in acht worden genomen inclusief de bedragen die voor de verweving en voor eerdere vergrotingen van die deelnemingen zijn betaald.

⁷¹ Hierbij moeten bedragen meegenomen worden die voor de verweving en voor eerdere vergrotingen van die deelnemingen zijn betaald.

⁷² Artikel 3:96 Wft.

⁷³ Artikel 5:68 Wft.

3.2.5 Banken met zetel in een andere lidstaat en een bijkantoor in Nederland

Zoals beschreven hebben de Europese richtlijnen als doelstelling dat banken in staat zijn overal in de Europese Unie diensten te verrichten op grond van toezicht door de lidstaat van herkomst («home country control»). In verband met het principe dat de toezichthouder van de staat van herkomst toezicht houdt op de bank is er geen vergunningplicht voor banken die zetel hebben in een andere lidstaat en onder toezicht staan in die lidstaat en die in Nederland activiteiten verrichten door middel van een bijkantoor, mits DNB een mededeling van het voornemen om activiteiten in Nederland te verrichten heeft ontvangen van de toezicht-houdende instantie van de andere lidstaat en er twee maanden zijn verstreken.⁷⁴

Indien een bank met zetel in een andere lidstaat naar het recht van die lidstaat geen vergunning hoeft te hebben voor het uitoefenen van het bedrijf van bank en ook geen vergunning heeft verkregen op vrijwillige basis, zal de bank in Nederland wel een vergunning moeten aanvragen indien zij in Nederland door middel van een bijkantoor activiteiten wil verrichten.⁷⁵

Indien een bank een bijkantoor heeft in Nederland dient de bank hiervoor een afzonderlijke boekhouding te voeren. De bank zal voldoende liquiditeit moeten hebben.⁷⁶ Voor bijkantoren geldt dat binnen zes maanden na afloop van het boekjaar de jaarrekening, de geconsolideerde jaarrekening en het jaarverslag aan DNB moeten worden verstrekt. Indien DNB daarom verzoekt, verstrekt een bijkantoor al dan niet periodiek staten aan DNB die deze nodig heeft voor het toezicht.⁷⁷ Tot slot kan een bijkantoor van een bank uit een andere lidstaat onder omstandigheden verzoeken om deel te nemen aan het depositogarantiestelsel. Het depositogarantiestelsel zal verderop in deze paragraaf kort aan de orde komen.

3.2.6 Banken met zetel in een andere lidstaat die diensten verrichten in Nederland

In verband met het principe dat de toezichthouder van de staat van herkomst toezicht houdt op de bank is er geen vergunningplicht voor banken die een zetel hebben in een andere lidstaat en onder toezicht staan in die lidstaat en die in Nederland activiteiten verrichten door middel van grensoverschrijdende dienstverlening, mits zij de toezichthoudende instantie van de lidstaat waar zij haar zetel heeft, in kennis heeft gesteld van het voornemen.⁷⁸ Als een bank met zetel in een andere lidstaat naar het recht van die lidstaat geen vergunning hoeft te hebben voor het uitoefenen van het bedrijf van bank en ook geen vergunning heeft verkregen op vrijwillige basis, kan de bank grensoverschrijdend diensten verrichten in Nederland mits de bank DNB hiervan in kennis stelt en aantoont dat wordt voldaan aan de solvabiliteitseisen.⁷⁹

3.2.7 Banken met een andere afwijkende status

[Banken met een zetel in een staat die geen lidstaat is en een bijkantoor in Nederland en banken met zetel in een staat die geen lidstaat is die diensten verrichten in Nederland]

Banken met zetel in een staat die geen lidstaat is die in Nederland via een bijkantoor of door middel van grensoverschrijdende dienstverlening diensten willen verrichten hebben hiervoor een vergunning nodig van

⁷⁴ Artikel 2:14 en 2:15 Wft.

⁷⁵ Artikel 2:16 Wft.

⁷⁶ Artikel 3:75, 3:63 en 3:64 Wft.

⁷⁷ Artikel 3:77 Wft.

⁷⁸ Artikel 2:18 Wft.

⁷⁹ Artikel 2:16 en 3:57 Wft.

DNB.⁸⁰ Als de betreffende bank ook beleggingsdiensten wil verlenen of beleggingsactiviteiten wil verrichten, zal de bank moeten aantonen dat zij voldoet aan aanvullende eisen.⁸¹

Voor banken uit staten die geen lidstaat zijn, gelden soortgelijke eisen als voor banken die een zetel in Nederland hebben. Zo zal er moeten worden voldaan aan de eisen met betrekking tot deskundigheid en betrouwbaarheid van de dagelijks beleidsbepalers en zal er een adequaat beleid moeten zijn ter waarborging van de integere bedrijfsvoering.⁸² Ook zullen er ten minste twee natuurlijke personen moeten zijn die het dagelijks beleid bepalen en zij zullen hun werkzaamheden vanuit Nederland moeten verrichten.⁸³ Een bank zal moeten beschikken over voldoende eigen vermogen, solvabiliteit en liquiditeit.

Indien een bank een bijkantoor heeft in Nederland dient de bank hiervoor een afzonderlijke boekhouding te voeren.⁸⁴ Voor bijkantoren geldt dat binnen zes maanden na afloop van het boekjaar de jaarrekening, de geconsolideerde jaarrekening en het jaarverslag aan DNB moeten worden verstrekt. Indien DNB daarom verzoekt, verstrekt een bijkantoor al dan niet periodiek staten aan DNB die deze nodig heeft voor het toezicht.⁸⁵

3.2.8 Depositogarantiestelsel⁸⁶

Het depositogarantiestelsel is een stelsel dat ten doel heeft depositohouders te compenseren indien een bank niet in staat is haar verplichtingen jegens hen na te komen, en is daarmee gericht op het voorkomen van een bank run.⁸⁷ Het stelsel is gebaseerd op Europese regelgeving: de richtlijn inzake de depositogarantiestelsels.⁸⁸ Deze richtlijn verplicht lidstaten om een depositogarantiestelsel op te zetten; een bank mag enkel deposito's aanvaarden als zij deelneemt aan een depositogarantiestelsel.⁸⁹ Verder eist de richtlijn dat het depositogarantiestelsel van de lidstaten voorziet in terugbetaling aan depositohouders van een minimumbedrag van € 20 000 indien een bank niet meer kan voldoen aan haar verplichtingen. In maart 2009 is echter een nieuwe richtlijn inzake de depositogarantiestelsel aangenomen op grond waarvan de lidstaten ervoor moeten zorgen dat de dekking minimaal € 50,000 bedraagt en uiterlijk op 31 december 2010 ervoor moeten zorgen dat de dekking van elke deposant wordt vastgesteld op € 100 000.⁹⁰

De eisen ten aanzien van het stelsel zoals neergelegd in de richtlijn inzake de depositogarantiestelsels zijn geïmplementeerd in afdeling 3.5.6 van de Wft en in het Besluit bijzondere prudentiële maatregelen, beleggerscompensatie en depositogarantie Wft.⁹¹ Het depositogarantiestelsel is onder meer van toepassing op banken met zetel in Nederland die een vergunning hebben. Omdat de richtlijn (voor 31 december 2010) de situatie toestaat dat lidstaten een hogere dekking geven dan het minimumbedrag, kan de dekking per lidstaat verschillen. Zo werd in Nederland de dekking van het depositogarantiestelsel in 2006 verhoogd tot € 40 000, maar werd er in 2009 gekozen voor een verdere verhoging tot € 100 000.

De richtlijn inzake de depositogarantiestelsels en de Wft voorzien daarnaast tevens in grensoverschrijdende situaties. Zo kunnen banken middels een bijkantoor hun bedrijf uitoefenen vanuit een andere lidstaat dan de lidstaat waar zij hun zetel hebben (en dus hun vergunning hebben verkregen). De hoofdregel die hierbij geldt is dat de deposito's worden gedekt door het depositogarantiestelsel van de lidstaat van herkomst.⁹² Hierbij zijn echter aanvullende regelingen getroffen teneinde een gelijk

⁸⁰ Artikel 2:20 Wft.

⁸¹ Artikel 2:22 Wft.

⁸² Artikel 3:11 Wft.

⁸³ Artikel 3:21 Wft.

⁸⁴ Artikel 3:80 in verband met artikel 3:75 Wft.

⁸⁵ Artikel 3:82 in verband met 3:72 Wft.

⁸⁶ J. van Poelgeest en M. Kuilman, «Het depositogarantiestelsel in Europees perspectief», O&F 2009/3, p. 44–62.

⁸⁷ Zie voor een uitgebreider overzicht van het Nederlandse depositogarantiestelsel Van Poelgeest en Kuilman 2009 alsook Deel II, paragraaf 7.4 voor een meer analytisch beeld van het depositogarantiestelsel.

⁸⁸ Richtlijn 1994/19/EG van 30 mei 1994, zoals gewijzigd bij richtlijn 2009/14/EG van 11 maart 2009.

⁸⁹ Artikel 3 Richtlijn 1994/19/EG.

⁹⁰ Dit geldt tenzij de Europese Commissie tot de conclusie komt dat dat bedrag niet passend is of niet voor alle lidstaten financieel uitvoerbaar is.

⁹¹ *Stb.* 2006, 507, zoals gewijzigd bij *Stb.* 2009, 306.

⁹² Artikel 4 lid 1 Richtlijn 1994/19/EG.

speelveld te creëren (zie ook Deel II, paragraaf 7.4). Zo kan het Nederlandse depositogarantiestelsel op grond van de huidige wetgeving ook van (aanvullende) toepassing zijn op banken met zetel in een andere lidstaat die hun bedrijf uitoefenen vanuit een in Nederland gelegen bijkantoor.⁹³ Dergelijke banken met bijkantoren kunnen verzoeken om deelname aan het Nederlandse depositogarantiestelsel, ter aanvulling op de dekking van het stelsel van de lidstaat van herkomst. Dit kan echter alleen indien het depositogarantiestelsel dat geldt in de lidstaat van herkomst beperkter is dan het Nederlandse stelsel, hetzij ten aanzien van het gedekte bedrag, hetzij ten aanzien van de reikwijdte.⁹⁴ Sinds 22 juli 2009 worden er voorwaarden gesteld aan de deelname aan het depositogarantiestelsel voor banken uit een andere lidstaat met een bijkantoor in Nederland.⁹⁵ Deze regeling ten aanzien van grensoverschrijdende situaties zal vanaf 2011 aan belang inboeten omdat alle lidstaten vanaf dat moment een bedrag van precies € 100 000 zullen moeten garanderen.

DNB kan ten slotte ook besluiten dat het Nederlandse depositogarantiestelsel van overeenkomstige toepassing is op banken met zetel in een staat die geen lidstaat is (i) die het bedrijf uitoefenen vanuit een in Nederland gelegen bijkantoor, (ii) indien op de vorderingen van crediteuren op die banken géén depositogarantiestelsel van toepassing is, (iii) en waarvan de dekking gelijkwaardig is aan de dekking op grond van de richtlijn inzake de depositogarantiestelsels.⁹⁶

3.2.9 Verbod aantrekken van opvorderbare gelden

In verband met de samenhang met het verbod om zonder vergunning het bankbedrijf uit te oefenen wordt erop gewezen dat het op grond van de Wft verboden is in Nederland in de uitoefening van een bedrijf opvorderbare gelden van het publiek aan te trekken, ter beschikking te verkrijgen of ter beschikking te hebben. Dit verbod is niet van toepassing op vergunninghoudende banken.⁹⁷

3.2.10 Internationale samenwerking

Op Europees niveau: CEBS⁹⁸

Het «Committee of European Banking Supervisors» (CEBS) is op 5 november 2003 opgericht bij besluit van de Europese Commissie. Het CEBS is samengesteld uit vertegenwoordigers van de Europese banken-toezichthouders en de centrale banken. Het doel van het CEBS is het bevorderen van grensoverschrijdende samenwerking tussen toezichthouders en de harmonisatie van de toezichtstandaarden en -praktijken van bancaire toezichthouders binnen de Europese Unie.

De taken van CEBS zijn als volgt te omschrijven:

- Het adviseren van de Europese Commissie over beleidsmatige kwesties, onder meer bij de voorbereiding van nieuwe wet- en regelgeving voor banken;
- Het bevorderen van samenwerking en convergentie in toezicht op banken;
- Het monitoren van gemeenschappelijke implementatie en consistente toepassing van Europese regelgeving.

Op mondiaal niveau: BCBS⁹⁹

Het «Basel Committee on Banking Supervision» (BCBS) is in 1974 opgericht door de presidenten van de centrale banken van de «group of ten» na ernstige verstoringen in de internationale financiële markten. Het

⁹³ Banken in de zin van artikel 2:14 Wft.

⁹⁴ Voor een beschrijving van de bevoegdheden van de toezichthouder van het land van herkomst en DNB wordt verwezen naar het rapport met betrekking tot de bevoegdheden van DNB inzake Icesave in opdracht van het Ministerie van Financiën, 11 juni 2009.

⁹⁵ De bevoegdheid tot het stellen van nadere regels is neergelegd in artikel 3:266 lid 5 Wft. Deze voorwaarden houden (onder meer) in dat de financiële onderneming en de uitvoerder van het depositogarantiestelsel in de lidstaat waar de financiële onderneming haar zetel heeft, moeten hebben aangetoond dat er voldoende waarborgen zijn dat zij de verplichtingen die voortvloeien uit deelname door de financiële onderneming aan het Nederlandse depositogarantiestelsel zullen naleven en zij moeten aannemelijk hebben gemaakt dat de aanvullende deelname het Nederlandse depositogarantiestelsel niet zodanig beïnvloedt dat een eventueel beroep daarop de stabiliteit van de Nederlandse financiële sector in gevaar brengt. Daarnaast kan DNB aan de aanvullende deelname aan het Nederlandse depositogarantiestelsel voorschriften verbinden en beperkingen stellen met het oog op de stabiliteit van de Nederlandse financiële sector.

⁹⁶ Dit is de dekking als bedoeld in artikel 6 eerste lid van Richtlijn 1994/19/EG. Zie artikel 3:267 lid 2 Wft.

⁹⁷ Artikel 3:5 Wft.

⁹⁸ Informatie is ontleend aan www.c-eps.org, www.dnb.nl en www.afm.nl.

⁹⁹ Informatie is ontleend aan www.dnb.nl en www.bis.org.

BCBS wordt gevormd door toezichthouders uit verschillende landen.¹⁰⁰ De doelstellingen van het BCBS zijn het bevorderen van samenwerking tussen de toezichthoudende instanties en het verbeteren van de kwaliteit van het bancaire toezicht. Dit tracht zij te bereiken door te voorzien in een forum voor regelmatig overleg en samenwerking op het gebied van banktoezicht en door het verbeteren van het toezicht op de banken en het ontwikkelen van minimumstandaarden, zoals Bazel II. Het BCBS heeft geen formele supranationale bevoegdheden en de conclusies en aanbevelingen zijn niet bindend. Vooral op het gebied van solvabiliteits-eisen zijn de minimumstandaarden van het BCBS echter internationaal gezaghebbend. Deze eisen zijn te vinden in de zogenoemde Bazel-akkoorden.

3.2.11 Technieken

Voor wat betreft de technieken waar banken gebruik van kunnen maken bij de uitvoering van hun beleid en/of om te voldoen aan hun wettelijke (solvabiliteits-)verplichtingen, waaronder securitisatie, credit default swaps en short selling, wordt korthedshalve verwezen naar de bijlagen.

3.2.12 Lacunes

De kredietcrisis heeft de tekortkomingen blootgelegd in de geldende solvabiliteits-eisen voor banken en het toezicht daarop door DNB. Dit is nader uitgewerkt in Deel II.

3.3 Verzekeraars

3.3.1 Achtergrond

In 1966 is de Wet op het schadeverzekeringsbedrijf in werking getreden. De Wet toezicht schadeverzekeringsbedrijf was de opvolger van deze wet.¹⁰¹ Deze wet werd vervangen door de Wet toezicht verzekeringsbedrijf. In 1994 is de Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993 in werking getreden.¹⁰² De regels uit deze wet zijn vervolgens in 2007 opgenomen in de huidige Wft.¹⁰³

In de Nederlandse wetgeving zijn diverse richtlijnen met betrekking tot verzekeraars geïmplementeerd. De eerste richtlijn schadeverzekering en de eerste richtlijn levensverzekering¹⁰⁴ beoogden bepaalde verschillen die op het gebied van het toezicht bestonden tussen de nationale wetgevingen op te heffen ter vergemakkelijking van de toegang tot en de uitoefening van de verzekeringsbranches. Deze richtlijnen had onder meer betrekking op de financiële garanties van de verzekeraars en op de vergunningplicht. De tweede richtlijn schadeverzekering¹⁰⁵ en de tweede richtlijn levensverzekering¹⁰⁶ hadden tot doel het verrichten van diensten in de lidstaten te vergemakkelijken. Met de derde verzekeringsrichtlijnen¹⁰⁷ werd met name beoogd voorwaarden te scheppen waaronder vergunninghoudende verzekeraars in andere lidstaten bepaalde diensten konden verrichten of bijkantoren konden vestigen op grond van een vergunning en onder het toezicht van de lidstaat van herkomst («home country control»).

De voormalige toezichthouder op het verzekeringsbedrijf, de Pensioen- & Verzekeringskamer is per 30 oktober 2004 opgegaan in DNB door middel van een fusie. Op dit moment wordt het toezicht op verzekeraars

¹⁰⁰ De deelnemende landen zijn Argentinië, Australië, België, Brazilië, Canada, China, Frankrijk, Duitsland, Hongkong SAR, India, Indonesië, Italië, Japan, Korea, Luxemburg, Mexico, Nederland, Rusland, Saoedi-Arabië, Singapore. Spanje, Turkije, het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten, Zuid-Afrika, Zweden en Zwitserland.

¹⁰¹ De wet implementeerde de Eerste richtlijn 73/239/EEG van 24 juli 1973 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende de toegang tot het directe verzekeringsbedrijf, met uitzondering van de levensverzekeringsbranche, en de uitoefening daarvan.

¹⁰² Hierin zijn de zogenoemde derde Europese verzekeringsrichtlijnen voor het schade- en levensverzekeringsbedrijf verwerkt.

¹⁰³ Zie hierover ook G.R. Boshuizen en B.H. Jager, *Verzekerd van toezicht*, Deventer: Kluwer 2008.

¹⁰⁴ Eerste richtlijn 79/267/EEG van 5 maart 1979 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende de toegang tot het directe levensverzekeringsbedrijf.

¹⁰⁵ Tweede richtlijn 88/357/EEG van 22 juni 1988 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende het directe verzekeringsbedrijf, met uitzondering van de levensverzekeringsbranche, en tot vaststelling van bepalingen ter bevordering van de daadwerkelijke uitoefening van het vrij verrichten van diensten.

¹⁰⁶ Richtlijn 90/619/EEG van 8 november 1990 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende het directe levensverzekeringsbedrijf, tot vaststelling van de bepalingen ter bevordering van de daadwerkelijke uitoefening van het vrij verrichten van diensten.

¹⁰⁷ Richtlijn 92/49/EEG van 18 juni 1992 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende het directe verzekeringsbedrijf, met uitzondering van de levensverzekeringsbranche en richtlijn 92/96/EEG van 10 november 1992 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende het directe levensverzekeringsbedrijf. Een aantal bepalingen van deze richtlijnen zijn minimumnormen en van een deel van de regels kan door de lidstaten niet worden afgeweken.

uitgeoefend door DNB, met uitzondering van het gedragstoezicht dat plaatsvindt door de AFM.

3.3.2 Begrip verzekeraars

Verzekeraar is in de Wft gedefinieerd als herverzekeraar, levensverzekeraar, natura-uitvaartverzekeraar en schadeverzekeraar. In deze paragraaf zullen wij ingaan op de levensverzekeraars, de schadeverzekeraars en de herverzekeraars. De natura-uitvaartverzekeraars zullen wij buiten beschouwing laten.

In de Wft is een levensverzekeraar gedefinieerd als «degene die zijn bedrijf maakt van het sluiten van levensverzekeringen voor eigen rekening en het afwickelen van levensverzekeringen» en de schadeverzekeraar als «degene die zijn bedrijf maakt van het sluiten van schadeverzekeringen voor eigen rekening en het afwickelen van die schadeverzekeringen».

Levensverzekeringen worden omschreven als de in verband met het leven of de dood gesloten sommenverzekering, waarbij de ongevallenverzekering niet als levensverzekering wordt beschouwd, met dien verstande dat de prestatie van de levensverzekeraar uitsluitend in geld geschiedt, of een natura-uitvaartverzekering. Schadeverzekeringen worden gedefinieerd als de verzekering strekkende tot vergoeding van vermogensschade die de verzekerde zou kunnen lijden (niet zijnde een natura-uitvaartverzekering), een ongevallenverzekering, een sommenverzekering niet zijnde een levensverzekering of een financieel instrument, met dien verstande dat alleen sprake is van een schadeverzekering indien sprake is van een uitkeringsplicht ten gevolge van een onzeker voorval of een onzekere omstandigheid waardoor de verzekerde in zijn belangen wordt getroffen.

3.3.3 Vergunningplicht

Er wordt een onderscheid gemaakt tussen:

- (i) verzekeraars met zetel in Nederland;
- (ii) verzekeraars met zetel in een andere lidstaat
 - (a) die een bijkantoor hebben in Nederland en
 - (b) die grensoverschrijdende diensten verrichten in Nederland;
- (iii) verzekeraars met zetel in een andere staat dan een lidstaat
 - (a) die een bijkantoor hebben in Nederland en
 - (b) die grensoverschrijdende diensten verrichten in Nederland.

Op grond van artikel 2:27 van de Wft is het verboden in Nederland zonder een daartoe door DNB verleende vergunning het bedrijf uit te oefenen van levensverzekeraar of schadeverzekeraar. In verband met de vergunningaanvraag dient aan bepaalde eisen te worden voldaan waaronder eisen met betrekking tot:

- (i) de deskundigheid van dagelijks beleidsbepalers (directeuren en leidinggevenden);
- (ii) de betrouwbaarheid van dagelijks (mede) beleidsbepalers (directeuren en leidinggevenden) en van de personen die onderdeel zijn van een orgaan dat belast is met toezicht op het beleid en de algemene gang van zaken;
- (iii) adequaat beleid met betrekking tot de integere bedrijfsvoering, waaronder wordt verstaan dat:
 - belangenverstrengeling wordt tegengegaan;
 - wordt tegengegaan dat de onderneming of haar werknemers

- strafbare feiten of andere wetsovertredingen begaan die het vertrouwen in de onderneming of de financiële markten kunnen schaden;
- wordt tegengegaan dat het vertrouwen in de onderneming of in de financiële markten kan worden geschaad;
- wordt tegengegaan dat andere handelingen door de onderneming of haar werknemers worden verricht die op een dusdanige wijze ingaan tegen hetgeen volgens het ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt, dat hierdoor het vertrouwen in de onderneming of de financiële markten kan worden geschaad;
- (iv) het minimum aantal personen dat het dagelijks beleid bepaalt en de plaats van waaruit zij hun werkzaamheden verrichten;
- (v) de zeggenschapsstructuur; hetgeen inhoudt dat de onderneming niet met personen verbonden mag zijn in een formele of feitelijke zeggenschapsstructuur die in zodanige mate ondoorzichtig is dat deze een belemmering vormt of kan vormen voor het adequaat uitoefenen van toezicht en de onderneming mag niet met personen verbonden zijn in een formele of feitelijke zeggenschapsstructuur indien het recht van een staat die geen lidstaat is, dat op die personen van toepassing is, een belemmering vormt of kan vormen voor het adequaat uitoefenen van toezicht op de onderneming;
- (vi) inrichting van de bedrijfsvoering, hetgeen inhoudt dat de bedrijfsvoering zodanig wordt ingericht dat een integere uitoefening van het bedrijf wordt gewaarborgd. Dit heeft betrekking op de volgende onderwerpen:
 - het beheersen van bedrijfsprocessen en bedrijfsrisico's;
 - soliditeit van de onderneming; en
 - integriteit;
- (vii) de rechtsvorm; verzekeraars met zetel in Nederland moeten de rechtsvorm van onderlinge waarborgmaatschappij, naamloze vennootschap of een Europese vennootschap hebben;
- (viii) de raad van commissarissen; een verzekeraar met zetel in Nederland die een naamloze vennootschap of Europese vennootschap is, heeft een uit ten minste drie leden bestaande raad van commissarissen.
- (ix) het minimum eigen vermogen;
- (x) de solvabiliteit; en
- (xi) het boekjaar; een verzekeraar doet het boekjaar gelijk lopen met het kalenderjaar.¹⁰⁸

Voorschriften vergunningaanvraag

Een vergunning moet worden aangevraagd door middel van een door DNB vastgesteld formulier waarbij op grond van het Besluit Markttoegang financiële ondernemingen Wft onder meer de volgende bijlagen moeten worden gevoegd:

- (i) een programma van werkzaamheden die de verzekeraar voornemens is te verrichten;¹⁰⁹
- (ii) gegevens op basis waarvan DNB kan beoordelen of voldaan wordt aan de eisen met betrekking tot de deskundigheid van de personen die het dagelijks beleid bepalen;
- (iii) gegevens op basis waarvan DNB kan beoordelen of voldaan wordt aan de eisen met betrekking tot de betrouwbaarheid van de personen die het beleid bepalen of mede bepalen of onderdeel zijn van een orgaan dat belast is met toezicht op het beleid en de algemene gang van zaken;
- (iv) een beschrijving van het voorgenomen beleid met betrekking tot de integere bedrijfsuitoefening;
- (v) een beschrijving van de zeggenschapsstructuur;

¹⁰⁸ Zie hierover de artikelen 3:8, 3:9, 3:10, 3:15, 3:16, 3:17, 3:19, 3:20, 3:53, 3:57 en 3:70 Wft.

¹⁰⁹ Dit is nader uitgewerkt in artikel 13 Besluit Markttoegang financiële ondernemingen Wft.

- (vi) een beschrijving van de inrichting van de bedrijfsvoering met betrekking tot de beheerste en integere bedrijfsuitoefening;
- (vii) bescheiden waaruit het eigen vermogen en de te verwachten solvabiliteit blijken; en
- (viii) indien van toepassing:
 - een opgave van de omvang van een gekwalificeerde deelneming in de verzekeraar;
 - gegevens op basis waarvan DNB kan beoordelen of wordt voldaan aan de eisen met betrekking tot de betrouwbaarheid van de aanvrager of houder van een verklaring van geen bezwaar die op grond van zijn gekwalificeerde deelneming het beleid van de betrokken onderneming zou (kunnen) bepalen of mede bepalen; en
 - bescheiden waaruit de financiële positie en de juridische groepsstructuur van de aanvrager of houder van een verklaring van geen bezwaar blijken.¹¹⁰

Aan schadeverzekeraars wordt geen vergunning verleend voor de uitoefening van het bedrijf van levensverzekeraar en aan levensverzekeraars wordt geen vergunning verleend voor het uitoefenen van het bedrijf van schadeverzekeraar.¹¹¹ Het is voor verzekeraars verboden een ander bedrijf uit te oefenen dan waarvoor de vergunning is verleend.¹¹² Een vergunning wordt per branche verleend. Afhankelijk van de risicograad van een branche gelden verschillende financiële eisen.

Wft niet van toepassing

De Wft, en daarmee de vergunningplicht, is onder andere gedeeltelijk niet van toepassing op schadeverzekeraars van beperkte omvang met de rechtsvorm van een onderlinge waarborgmaatschappij mits zij in het bezit zijn van een door DNB verleende verklaring.¹¹³

3.3.4 Andere verplichtingen

Voor verzekeraars bestaat een uitgebreid regelgevingskader dat grotendeels een implementatie van Europese richtlijnen betreft. Zoals aangegeven bij de beschrijving van de vergunningseisen zal een verzekeraar aan bepaalde financiële eisen moeten voldoen. Zo zal een verzekeraar over een minimumbedrag aan eigen vermogen moeten beschikken, welk bedrag wordt uitgedrukt in een minimumbedrag van het garantiefonds. Ook zal een verzekeraar over voldoende solvabiliteit moeten beschikken. Indien een verzekeraar voorziet, of redelijkerwijs kan voorzien dat haar solvabiliteit niet voldoet of niet zal voldoen aan de solvabiliteitseisen stelt zij DNB hiervan in kennis. Ook dienen verzekeraars voldoende technische voorzieningen aan te houden die volledig door waarden worden gedekt.¹¹⁴ Naast de vergunningseisen, zal de verzekeraar ook moeten voldoen aan bepaalde gedragsregels waarvan de belangrijkste hierna zullen worden besproken.

Het inwinnen van informatie

Indien een verzekeraar een cliënt adviseert moet de verzekeraar in het belang van de cliënt bepaalde informatie inwinnen over diens financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid voor zover dit relevant is voor haar advies. De verzekeraar zal het advies vervolgens mede baseren op de verkregen informatie en de verzekeraar licht de overwegingen toe die ten grondslag liggen aan haar advies als dit nodig is voor een goed begrip van haar advies.¹¹⁵

¹¹⁰ Artikel 12 Besluit Markttoegang financiële ondernemingen Wft.

¹¹¹ Artikel 2:28 Wft.

¹¹² Artikel 3:36 Wft.

¹¹³ Artikel 1:10 Wft. Dit is verder uitgewerkt in het Besluit reikwijdtebepalingen Wft.

¹¹⁴ Artikel 3:67 Wft.

¹¹⁵ Artikel 4:23 Wft.

Het verstrekken van informatie

Om de cliënt te beschermen dienen verzekeraars te voldoen aan bepaalde informatieverplichtingen. Een van de informatieverplichtingen houdt in dat, voordat een overeenkomst wordt gesloten, informatie dient te worden verstrekt aan de cliënt voor zover deze informatie relevant is voor een adequate beoordeling van de overeenkomst.¹¹⁶ over de verzekeraar waaronder naam, statutaire naam en handelsnaam, het adres, de aard van de dienstverlening, de interne klachtenprocedure, de vermelding dat de verzekeraar is aangesloten bij het klachteninstituut financiële dienstverlening en de inschrijving in het door de toezichthouder gehouden register.

Voor levensverzekeraars zijn specifieke informatieverplichtingen opgenomen. Een levensverzekeraar zal ten minste ook informatie moeten verstrekken met betrekking tot haar onderneming en de levensverzekering waaronder:

- (i) de rechtsvorm van de levensverzekeraar;
- (ii) het bedrag van de uitkering(en) waartoe de levensverzekeraar zich verplicht;
- (iii) een omschrijving van de keuzemogelijkheden die de cliënt of de gerechtigde op een uitkering heeft op grond van de overeenkomst;
- (iv) het aan de overeenkomst verbonden financiële risico en de mate waarin dit risico voor rekening is van de cliënt; en
- (v) de wijze waarop de overeenkomst kan worden beëindigd.¹¹⁷

Voor schadeverzekeraars gelden beperkte aanvullende eisen met betrekking tot informatieverstrekking. Een schadeverzekeraar zal in ieder geval informatie moeten verstrekken over zijn rechtsvorm en het recht dat op de overeenkomst van toepassing is. Ook gedurende de looptijd van de overeenkomst zal de verzekeraar de cliënt tijdig dienen te informeren over belangrijke wijzigingen in de eerder verstrekte informatie.

De informatie die door de verzekeraar wordt verstrekt moet feitelijk juist, duidelijk en niet misleidend zijn. Als de verzekeraar geen advies verstrekt, moet de verzekeraar dit bij aanvang van de werkzaamheden laten weten aan de cliënt.¹¹⁸

Reclameregels

Voor informatieverstrekking via reclame-uitingen bestaan specifieke regels. Een reclame-uiting is iedere vorm van informatieverstrekking die dient ter aanprijzing van of een wervend karakter kent ter zake van een bepaalde financiële dienst of een financieel product. Met betrekking tot reclame-uitingen geldt als belangrijke verplichting dat de verzekeraar daarbij informatie moet verstrekken over de belangrijkste financiële risico's van het product door middel van een risico-indicator.¹¹⁹ Indien voorafgaand aan de totstandkoming van een overeenkomst inzake een complex product¹²⁰ informatie wordt verstrekt over dit product, moet worden verwezen naar de financiële bijsluiter of, indien het rechten van deelneming in een instelling voor collectieve belegging in effecten betreft, naar het vereenvoudigd prospectus. Daarnaast zijn er nog specifieke regels met betrekking tot verwijzingen naar historische of toekomstige rendementen.

Doorlopende verplichtingen in verband met toezicht

In verband met het doorlopend toezicht dienen verzekeraars aan diverse verplichtingen te voldoen. Een van deze verplichtingen houdt in dat, indien er sprake is van wijzigingen van bepaalde gegevens, zoals de gegevens verstrekt bij de vergunningaanvraag, de wijzigingen moeten

¹¹⁶ Artikel 4:20 Wft.

¹¹⁷ Artikel 60 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.

¹¹⁸ Artikel 4:23 Wft.

¹¹⁹ Artikel 22 Wft en artikel 52 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.

¹²⁰ Artikel 1 van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.

worden doorgegeven aan DNB.¹²¹ Zo zal een voorgenomen benoeming van een (mede-)beleidsbepaler bij DNB moeten worden gemeld en mag deze niet worden doorgevoerd voordat DNB met de benoeming heeft ingestemd. Verzekeraars moeten daarnaast binnen zes maanden na afloop van het boekjaar de jaarrekening, een jaarverslag en overige gegevens, zoals een accountantsverklaring, aan DNB verstrekken. Tevens zal binnen deze termijn een opgave moeten worden verstrekt met betrekking tot de vanuit Nederland of in andere lidstaten gelegen vestigingen gesloten verzekeringen, onder aparte vermelding van de uit hoofde van het verrichten van diensten naar andere lidstaten gesloten verzekeringen. Verzekeraars zullen ook periodiek staten, waaronder het actuariële verslag, aan DNB moeten verstrekken die deze nodig heeft voor het uitoefenen van het toezicht.¹²²

Op grond van de Wft zijn er voorschriften ten aanzien van de uitbesteding van activiteiten door verzekeraars.¹²³ Indien er sprake is van uitbesteding dient de verzekeraar er zorg voor te dragen dat de derde de regels met betrekking tot die werkzaamheden naleeft. De verzekeraar besteedt de taken en werkzaamheden van personen die het dagelijks beleid bepalen niet uit. Ook zal de verzekeraar een beleid vast moeten stellen met betrekking tot het op structurele basis uitbesteden van bedrijfsprocessen.

Indien verzekeraars rechten en plechten uit verzekeringen wensen over te dragen, hebben zij hiervoor instemming nodig van DNB.¹²⁴ Dit betekent dat voor een portefeuilleoverdracht, fusie of splitsing instemming is vereist van DNB. Een verzekeraar dient DNB in de maand juli van elk jaar in kennis te stellen van de identiteit, voor zover haar bekend, van iedere persoon die een gekwalificeerde deelneming in deze verzekeraar houdt. Daarnaast geldt de verplichting om aan DNB iedere verwerving, afstoting of wijziging te melden waardoor een gekwalificeerde deelneming in deze verzekeraar boven de 20, 33, 50 of 95 procent stijgt, 100 procent wordt of waardoor de verzekeraar een dochtermaatschappij wordt of waardoor de omvang van de deelneming onder de 10, 20, 33, 50, 95 of 100 procent daalt of wanneer de verzekeraar ophoudt een dochtermaatschappij te zijn.¹²⁵

Tot slot dienen verzekeraars zich te houden aan bepaalde bij besluit gestelde regels met betrekking tot een integere bedrijfsvoering ten aanzien van hun optreden op de financiële markten.¹²⁶

3.3.5 Verzekeraars met afwijkende status (a)

[Verzekeraars met een zetel in een andere lidstaat en een bijkantoor in Nederland en verzekeraars met zetel in een andere lidstaat die diensten verrichten in Nederland]

Zoals beschreven hebben de Europese richtlijnen als doelstelling dat verzekeraars in staat zijn overal in de Europese Unie diensten te verrichten op grond van toezicht door de lidstaat van herkomst («home country control»). In verband met het principe dat de toezichthouder van de staat van herkomst toezicht houdt op de verzekeraar is er geen vergunningplicht voor verzekeraars die zetel hebben in een andere lidstaat en onder toezicht staan in die lidstaat en die in Nederland activiteiten verrichten door middel van een bijkantoor, mits DNB een mededeling van het voornemen om activiteiten in Nederland te verrichten heeft ontvangen van de toezichthoudende instantie van de andere lidstaat en er twee maanden zijn verstreken.¹²⁷ Indien een verzekeraar met zetel in een andere lidstaat naar het recht van die lidstaat geen vergunning hoeft te

¹²¹ Artikel 3:29 Wft.

¹²² Artikel 3:71, 3:72 en 3:73 Wft.

¹²³ Artikel 3:18 Wft.

¹²⁴ Afdeling 3.5.1A Wft.

¹²⁵ Artikel 3:103 Wft.

¹²⁶ Artikel 5:68 Wft.

¹²⁷ Artikel 2:34, 2:35, 2:38 en 2:39 Wft.

hebben voor het uitoefenen van het bedrijf van verzekeraar en ook geen vergunning heeft verkregen op vrijwillige basis, zal de verzekeraar in Nederland wel een vergunning moeten aanvragen, indien de verzekeraar in Nederland door middel van een bijkantoor activiteiten wil verrichten.¹²⁸

Er is ook geen vergunningplicht voor verzekeraars die een zetel hebben in een andere lidstaat en onder toezicht staan in die lidstaat en die in Nederland activiteiten verrichten door middel van grensoverschrijdende dienstverlening, mits DNB een mededeling van het voornemen om activiteiten in Nederland te verrichten heeft ontvangen van de toezichthoudende instantie van de andere lidstaat en DNB de verzekeraar de ontvangst van de mededeling heeft medegedeeld.¹²⁹

Als een verzekeraar met zetel in een andere lidstaat naar het recht van die lidstaat geen vergunning hoeft te hebben voor het uitoefenen van het bedrijf van verzekeraar en ook geen vergunning heeft verkregen op vrijwillige basis, kan de verzekeraar grensoverschrijdend diensten verrichten in Nederland, mits de verzekeraar DNB hiervan kennis geeft en aantoont dat wordt voldaan aan de volgende voorwaarden:

- (i) de verzekeraar is naar het recht van de staat van zijn zetel een rechtspersoon;
- (ii) de verzekeraar is in de staat van zijn zetel bevoegd tot de uitoefening van het bedrijf van verzekeraar;
- (iii) de verzekeraar oefent dit bedrijf daadwerkelijk uit vanuit een vestiging in die staat; en
- (iv) de verzekeraar beschikt over voldoende solvabiliteit.¹³⁰

3.3.6 Verzekeraars met afwijkende status (b)

[Verzekeraars met een zetel in een staat die geen lidstaat is en een bijkantoor in Nederland en verzekeraars met zetel in een staat die geen lidstaat is die diensten verrichten in Nederland]

Indien een verzekeraar haar zetel heeft in een staat die geen lidstaat is en diensten wil verrichten door middel van een bijkantoor in Nederland, zal de verzekeraar een vergunning nodig hebben van DNB.¹³¹ Als een verzekeraar met zetel in een staat die geen lidstaat is grensoverschrijdend diensten wil verrichten in Nederland, kan de verzekeraar hiertoe overgaan mits de verzekeraar DNB hiervan kennis geeft en aantoont dat wordt voldaan aan de volgende voorwaarden:

- (i) de verzekeraar is naar het recht van de staat van zijn zetel een rechtspersoon;
- (ii) de verzekeraar is in de staat van zijn zetel bevoegd tot de uitoefening van het bedrijf van verzekeraar;
- (iii) de verzekeraar oefent dit bedrijf daadwerkelijk uit vanuit een vestiging in die staat; en
- (iv) de verzekeraar beschikt over voldoende solvabiliteit.¹³²

3.3.7 Herverzekeraars

In 2008 is de richtlijn herverzekering in de Wft geïmplementeerd¹³³ waarbij een systeem van toezicht is ingevoerd dat gelijk is aan het systeem dat geldt voor verzekeraars.¹³⁴ Voordat deze richtlijn werd geïmplementeerd was er geen toezicht op herverzekeraars. Het toezicht op herverzekeraars wordt uitgeoefend door DNB.

Herverzekeraar is in de Wft gedefinieerd als degene die zijn bedrijf maakt van het sluiten van herverzekeringen voor eigen rekening en het afwik-

¹²⁸ Artikel 2:36 Wft. Op grond van artikel 2:37 Wft zijn de vergunningeisen op bepaalde punten afwijkend van de eisen voor verzekeraars met zetel in Nederland.

¹²⁹ Artikel 2:38 Wft.

¹³⁰ Artikel 2:36 Wft. Op dit punt bestaat er een verschil in toezicht met buitenlandse banken die in Nederland grensoverschrijdende diensten verrichten en die daartoe over een vergunning moeten beschikken. De achterliggende gedachte is dat de kans dat cliënten worden gedupeerd door een bank groter is dan de kans dat dit door een verzekeraar gebeurt, aangezien depositohouders altijd een vordering op de banken hebben en een verzekerde slechts een vordering op de verzekeraar verkrijgt indien zich een verzekerde gebeurtenis voordoet.

¹³¹ Artikel 2:40 Wft. DNB kan op grond van artikel 2:41 Wft ontheffing verlenen van bepaalde vergunningeisen.

¹³² Artikel 2:45 Wft.

¹³³ Richtlijn van 16 november 2005 betreffende herverzekering en houdende wijziging van richtlijnen 73/239/EEG en 92/49/EEG en van richtlijnen 98/78/EG en 2002/83/EG.

¹³⁴ Hierover: C.W.M. Lieverse, «Toezicht op herverzekeraars en entiteiten voor risicoacceptatie», Tijdschrift voor Financieel recht, november/december 2007, p. 336–342.

kelen van die herverzekeringen. Herverzekering wordt gedefinieerd als een verzekering waarbij risico's worden geaccepteerd die door een verzekeraar of een pensioenfonds worden overgedragen.

Op grond van artikel 2:26a van de Wft is het is verboden in Nederland zonder een daartoe door DNB verleende vergunning het bedrijf uit te oefenen van herverzekeraar, waarbij vergunningseisen worden gesteld die vergelijkbaar zijn met de vergunningseisen voor levens- en schadeverzekeraars. De vergunningplicht is niet van toepassing op levensverzekeraars, natura-uitvaartverzekeraars of schadeverzekeraars voor zover zij het bedrijf van herverzekeraar uitoefenen in de activiteit levensherverzekering, natura-uitvaartherverzekering respectievelijk schadeherverzekering.

Voor herverzekeraars gelden regels met betrekking tot het doorlopend toezicht die vergelijkbaar zijn met de regels die gelden voor schade- en levensverzekeraars. Een belangrijk onderscheid is dat voor herverzekeraars het gedragstoezicht (zoals met betrekking tot de verstrekking en inwinning van informatie) niet van toepassing is. Het idee hierachter is dat herverzekeraars altijd professionele verzekeraars als klant hebben zodat gedragstoezicht niet nodig is geacht.¹³⁵

3.3.8 Herverzekeraars met afwijkende status (a)

[Herverzekeraars met een zetel in een andere lidstaat en een bijkantoor in Nederland en herverzekeraars met zetel in een andere lidstaat die diensten verrichten in Nederland]

In verband met het principe dat de toezichthouder van de staat van herkomst toezicht houdt op de herverzekeraar is er geen vergunningplicht voor herverzekeraars die zetel hebben in een andere lidstaat en onder toezicht staan van die lidstaat en die in Nederland activiteiten verrichten door middel van een bijkantoor of door middel van grensoverschrijdende dienstverlening.¹³⁶ Een notificatie is niet vereist.

3.3.9 Herverzekeraars met afwijkende status (b)

[Herverzekeraars met zetel in een staat die geen lidstaat is en een bijkantoor in Nederland en herverzekeraars met zetel in een staat die geen lidstaat is die diensten verrichten in Nederland]

Indien een herverzekeraar zetel heeft in een staat die geen lidstaat is en diensten wil verrichten door middel van een bijkantoor in Nederland, zal de herverzekeraar een vergunning nodig hebben van DNB.¹³⁷ Een herverzekeraar met zetel in een staat die geen lidstaat is die grensoverschrijdend diensten wil verrichten in Nederland, kan hiertoe overgaan mits de herverzekeraar DNB hiervan kennis geeft en aantoont dat wordt voldaan aan de volgende voorwaarden:

- (i) de herverzekeraar is naar het recht van de staat van zijn zetel een rechtspersoon;
- (ii) de herverzekeraar is in de staat van zijn zetel bevoegd tot de uitoefening van het bedrijf van herverzekeraar;
- (iii) de herverzekeraar oefent dit bedrijf daadwerkelijk uit vanuit een vestiging in die staat; en
- (iv) de herverzekeraar beschikt over voldoende solvabiliteit.¹³⁸

3.3.10 Internationale samenwerking

*Op Europees niveau: CEIOPS*¹³⁹

Het «Committee of European Insurance and Occupational Pensions

¹³⁵ Hierover: C.W.M. Lieverse, «Toezicht op herverzekeraars en entiteiten voor risicoacceptatie», Tijdschrift voor Financieel recht, november/december 2007, p. 336–342 en *Kamerstukken II*, 31 131, nr. 3, p. 6 en 23.

¹³⁶ Artikel 2:26c Wft.

¹³⁷ Artikel 2:26d Wft. DNB kan op grond van artikel 2:26e Wft ontheffing verlenen van bepaalde vergunningseisen.

¹³⁸ Artikel 2:26f Wft.

¹³⁹ Informatie is ontleend aan www.dnb.nl.

Supervisors» (CEIOPS) is op 5 november 2003 opgericht bij besluit van de Europese Commissie. CEIOPS is samengesteld uit vertegenwoordigers van de nationale openbare autoriteiten die bevoegd zijn met betrekking tot het toezicht op verzekeringen, herverzekeringen en bedrijfspensioenen. CEIOPS is een onafhankelijke adviesgroep over verzekeringen en bedrijfspensioenen. Haar taken zijn als volgt te omschrijven:

- De Europese Commissie van advies te voorzien bij de voorbereiding van nieuwe wetgeving op het gebied van verzekeringen, herverzekeringen en bedrijfspensioenen.
- Het bijdragen aan een consequente toepassing van de communautaire richtlijnen voor pensioenfondsen en verzekeraars in alle EU-lidstaten.
- Het bevorderen van samenwerking door middel van het bieden van een forum voor Europese pensioen- en verzekeringstoezichthouders.

Op mondiaal niveau: IAIS¹⁴⁰

De «International Association of Insurance Supervisors» (IAIS) is een internationaal college voor verzekeringstoezichthouders. Zij is opgericht in 1994. Sinds 1999 kunnen ook internationale organisaties op het gebied van verzekeringen, actuariaat, adviseurs, (her)verzekeraars, en individuele (her)verzekeraars participeren in het werk van de IAIS. Door internationale samenwerking tracht de IAIS op nationaal en internationaal niveau bij te dragen aan een voortdurende verbetering van het toezicht op verzekeraars. De doelstellingen van de IAIS zijn:

- Het handhaven en bevorderen van efficiënte, eerlijke, veilige en stabiele verzekeringsmarkten;
- Het bevorderen van ontwikkelde verzekeringsmarkten;
- Het bijdragen aan financiële stabiliteit.

Door het uitbrengen van «core principles» van het verzekeringstoezicht, «guidelines» en «standards» beoogt de IAIS deze doelstellingen waar te maken. Hoewel zij niet bindend zijn voor lidstaten, worden de principes, guidelines en standards grotendeels wel nageleefd.¹⁴¹ De IAIS zet zich daarnaast in door bij te dragen aan trainingen en het ontwikkelen van trainingsmateriaal op het gebied van het toezicht op verzekeringen.

3.3.11 Credit Default Swaps

Voor wat betreft de rol van verzekeraar als protection seller onder een credit default swap wordt korthedshalve verwezen naar de bijlagen.

3.4 Beleggingsondernemingen

3.4.1 Achtergrond

Onder de Wte 1995 waren «effecteninstellingen» gereguleerd. Dit was een verzamelterm voor effectenbemiddelaars en de vermogensbeheerders.¹⁴² Voor het bemiddelen in of beheren van effecten kon onder de Wte 1995 een vergunning vereist zijn. De partijen die destijds onder het begrip effecteninstellingen vielen, vallen onder de huidige wetgeving onder het begrip beleggingsondernemingen. De Wte 1995 was deels een implementatie van de richtlijn beleggingsdiensten.¹⁴³

Per 1 januari 2007 is de Wte 1995, inclusief de regels voor beleggingsondernemingen, opgenomen in de Wft. Cliëntenremisiers vallen niet meer onder het begrip beleggingsonderneming. Cliëntenremisiers waren vrijgestelde effecteninstellingen die uitsluitend cliënten mochten

¹⁴⁰ Informatie is ontleend aan www.dnb.nl en www.iaisweb.org.

¹⁴¹ Dit houdt verband met het «Financial System Stability Assessment» dat wordt verricht door het IMF. Bij deze toetsing wordt onder meer gekeken of voldaan is aan de eisen zoals neergelegd in de standaarden van IAIS.

¹⁴² Artikel 1 sub d Wte 1995.

¹⁴³ Richtlijn 93/22/EEG van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, PbEG, L 141. Deze richtlijn gaat uit van minimale harmonisatie.

aanbrengen bij onder toezicht staande effecteninstellingen of beleggingsfondsen.

Met ingang van 1 november 2007 zijn de MiFID en de hierbij behorende uitvoeringsrichtlijn geïmplementeerd in de Nederlandse wetgeving, waardoor de regels voor beleggingsondernemingen zijn gewijzigd.¹⁴⁴ De MiFID heeft als belangrijk gevolg gehad dat per 1 november 2007 het geven van beleggingsadvies wordt gekwalificeerd als een beleggingsdienst. Hoewel ook vóór 1 november 2007 het geven van advies ten aanzien van financiële instrumenten als hoofdregel vergunningplichtig was, was er een ruime vrijstelling. Adviseurs die advies gaven aan personen die handelden in de uitoefening van een beroep of bedrijf en geen beleggingsdiensten verleenden, waren vrijgesteld van de vergunningplicht.

Voor beleggingsondernemingen die al als zodanig kwalificeerden onder de Wft vóór 1 november 2007, heeft de MiFID geen wijziging gebracht in de vergunningplicht als zodanig. De MiFID heeft wel geleid tot een aanscherping van de organisatorische eisen die worden gesteld aan een beleggingsonderneming. Dit betreft onder andere eisen die worden gesteld aan het interne toezicht, uitbesteding, de effectenadministratie en belangenverstremming. Daarnaast zijn de gedragsregels die de zorgplicht van een beleggingsonderneming ten opzichte van cliënten invullen uitgebreid en aangepast.¹⁴⁵

Met de richtlijn beleggingsdiensten werd met name beoogd minimale voorwaarden te scheppen waaronder vergunninghoudende beleggingsondernemingen in andere lidstaten bepaalde diensten konden verrichten of bijkantoren konden vestigen op grond van een vergunning en onder het toezicht van de lidstaat van herkomst. In verband met het toenemende aantal beleggers dat actief is geworden op de financiële markten, en de complexere diensten en instrumenten die worden aangeboden, is van belang geacht dat het Europese wettelijke kader alle tot beleggers gerichte werkzaamheden zou bestrijken.¹⁴⁶ In dit verband is de MiFID tot stand gekomen. Een van de doelstellingen van de MiFID is het bereiken van een dusdanig niveau van harmonisatie dat (i) beleggingsondernemingen in staat zijn diensten te verrichten op basis van toezicht door de lidstaat van herkomst en (ii) beleggers een hoog niveau van bescherming wordt geboden.

Het toezicht op de beleggingsondernemingen wordt hoofdzakelijk uitgeoefend door de AFM en de AFM is ook de vergunningverlenende instantie. Naast het gedragstoezicht is de AFM verantwoordelijk voor het toezicht op de bedrijfsvoering van beleggingsondernemingen.¹⁴⁷ Dit wijkt af van de verdeling van toezichtbevoegdheden tussen DNB en de AFM bij banken en verzekeraars, waar DNB toezicht houdt op de bedrijfsvoering. DNB houdt prudentieel toezicht op beleggingsondernemingen. Dit betreft de regels omtrent de soliditeit en het bijdragen aan de stabiliteit van de financiële sector. Met betrekking tot de beleggingsondernemingen betekent dit dat DNB toezicht houdt op de minimumomvang van het eigen vermogen en de solvabiliteit van de beleggingsonderneming.

3.4.2 Begrip beleggingsondernemingen

In de Wft is een beleggingsonderneming gedefinieerd als degene die een beleggingsdienst verleent of een beleggingsactiviteit verricht. Het verlenen van beleggingsdiensten omvat de volgende activiteiten:

¹⁴⁴ Richtlijn 2004/39/EG van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG en van richtlijn 2000/12/EG en houdende intrekking van richtlijn 93/22/EEG (PbEU L 145). De MiFID gaat uit van een maximale harmonisatie van regelgeving.

¹⁴⁵ De gedragsregels worden in paragraaf 3.5.4 beschreven.

¹⁴⁶ Overwegingen bij de MiFID.

¹⁴⁷ Artikel 31 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.

- (i) in de uitoefening van beroep of bedrijf ontvangen en doorgeven van orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten;
 - (ii) in de uitoefening van beroep of bedrijf voor rekening van die cliënten uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten;
 - (iii) beheren van een individueel vermogen;
 - (iv) in de uitoefening van beroep of bedrijf adviseren over financiële instrumenten;
 - (v) in de uitoefening van beroep of bedrijf overnemen of plaatsen van financiële instrumenten bij aanbidding met plaatsingsgarantie;
 - (vi) in de uitoefening van beroep of bedrijf plaatsen van financiële instrumenten bij aanbidding ervan zonder plaatsingsgarantie.
- Het verrichten van beleggingsactiviteiten omvat het in de uitoefening van beroep of bedrijf handelen voor eigen rekening en het in de uitoefening van beroep of bedrijf exploiteren van een multilaterale handelsfaciliteit.

3.4.3 Vergunningplicht

Op grond van artikel 2:96 van de Wft is het verboden in Nederland zonder een daartoe door de AFM verleende vergunning beleggingsdiensten te verlenen of beleggingsactiviteiten te verrichten.¹⁴⁸ In verband met de vergunningaanvraag dient aan bepaalde eisen te worden voldaan waaronder eisen met betrekking tot:

- (i) de deskundigheid van dagelijks beleidsbepalers (directeuren en leidinggevenden);
- (ii) de betrouwbaarheid van dagelijks beleidsbepalers (directeuren en leidinggevenden);
- (iii) adequaat beleid met betrekking tot een integere bedrijfsvoering, waaronder wordt verstaan dat:
 - belangenverstremgeling wordt tegengegaan;
 - wordt tegengegaan dat de onderneming of haar werknemers strafbare feiten of andere wetsovertredingen begaan die het vertrouwen in de onderneming of de financiële markten kunnen schaden;
 - wordt tegengegaan dat het vertrouwen in de onderneming of in de financiële markten kan worden geschaad;
 - wordt tegengegaan dat andere handelingen door de onderneming of haar werknemers worden verricht die op een dusdanige wijze ingaan tegen hetgeen volgens het ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt, dat hierdoor het vertrouwen in de onderneming of de financiële markten kan worden geschaad;
- (iv) het minimum aantal personen dat het dagelijks beleid bepaalt en de plaats van waaruit zij hun werkzaamheden verrichten;
- (v) de zeggenschapsstructuur, hetgeen inhoudt dat de onderneming niet met personen verbonden mag zijn in een formele of feitelijke zeggenschapsstructuur die in zodanige mate ondoorzichtig is dat deze een belemmering vormt of kan vormen voor het adequaat uitoefenen van toezicht op de onderneming;
- (vi) inrichting van de bedrijfsvoering, hetgeen inhoudt dat de bedrijfsvoering zodanig wordt ingericht dat een integere uitoefening van het bedrijf wordt gewaarborgd. Dit heeft betrekking op het beheersen van bedrijfsprocessen en bedrijfsrisico's, integriteit en ordelijke en transparante financiële marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandelingen van cliënten en deelnemers;
- (vii) het treffen van adequate maatregelen ter bescherming van de rechten van cliënten;

¹⁴⁸ De AFM kan op aanvraag geheel of gedeeltelijk, al dan niet voor bepaalde tijd, ontheffing verlenen van de vergunningplicht indien de aanvrager aantoont dat de belangen die de regelgeving omtrent markttoegang, prudentieel toezicht en gedragstoezicht van de Wft beogen te beschermen, anderszins voldoende worden beschermd.

- (viii) het voeren van een adequaat beleid in verband met het voorkomen van belangenconflicten;
- (ix) het minimum eigen vermogen; een beleggingsonderneming zal, afhankelijk van de soorten werkzaamheden, tussen de € 50 000 en de € 730 000 aan eigen vermogen moeten hebben;
- (x) de solvabiliteit; en
- (xi) bepaalde regels die gelden voor het handelsproces en de afhandeling van transacties in een multilaterale handelsfaciliteit.¹⁴⁹

Wft niet van toepassing

De Wft (met uitzondering van het deel gedragstoezicht) en daarmee de vergunningplicht, is onder andere niet van toepassing op het verlenen van beleggingsdiensten en het verrichten van beleggingsactiviteiten indien deze worden verleend of verricht door levensverzekeraars, schadeverzekeraars en herverzekeraars.¹⁵⁰ Daarnaast zijn er nog enkele uitzonderingen overgenomen uit de MiFID, die wij niet zullen bespreken.

Vergunningplicht niet van toepassing

De vergunningplicht is niet van toepassing op banken met een vergunning van DNB en financiële instellingen die een verklaring van ondertoezichtstelling hebben.¹⁵¹ De vergunning is ook niet vereist voor zover het gaat om vermogensbeheer of advies over financiële instrumenten door financiële ondernemingen met zetel in Nederland die voor het beheren van een instelling voor collectieve belegging in effecten een vergunning hebben. Tevens geldt dat er geen vergunning is vereist voor financiële ondernemingen die een door de AFM verleende vergunning hebben voor het beheren van beleggingsinstellingen, voor zover het betreft het adviseren over de rechten van deelneming in door die beheerders beheerde beleggingsinstellingen.¹⁵²

In verband met het principe dat de toezichthouder van de staat van herkomst toezicht houdt op de beleggingsonderneming is er geen vergunningplicht voor beleggingsondernemingen met zetel in een andere lidstaat die in Nederland activiteiten verrichten, mits de AFM een mededeling van het voornemen om activiteiten in Nederland te verrichten heeft ontvangen van de toezichthoudende instantie van de andere lidstaat en er twee maanden zijn verstreken.¹⁵³

Hetzelfde geldt voor verzekeraars, entiteiten voor risico-acceptatie, banken, financiële instellingen met zetel in een andere lidstaat mits het hen is toegestaan beleggingsdiensten te verlenen en/of beleggingsactiviteiten te verrichten op grond van de bepalingen inzake markttoegang.¹⁵⁴ Dit betekent bijvoorbeeld dat DNB een mededeling moet hebben ontvangen van het voornemen om activiteiten in Nederland te verrichten van de toezichthoudende instantie van de andere lidstaat en er twee maanden zijn verstreken.

Vrijstellingen

Op grond van artikel 10 van de Vrijstellingsregeling Wft zijn beleggingsondernemingen met zetel in Australië, de Verenigde Staten van Amerika en Zwitserland vrijgesteld van de vergunningplicht voor zover op het verlenen van de betreffende beleggingsdiensten toezicht wordt uitgeoefend door een toezichthoudende instantie in de staat van hun zetel en indien zij dit voorafgaand aan het verlenen van de beleggingsdiensten in Nederland aan de AFM hebben aangetoond. Hoewel deze beleggingsondernemingen geen vergunning nodig hebben dienen zij zich, op een aantal uitzonderingen na, wel te houden aan de wettelijke vereisten die

¹⁴⁹ Zie de eisen waaraan moet worden voldaan in verband met de vergunningaanvraag de artikelen 4:9, 4:10, 4:11, 4:13, 4:14, 4:83, 4:84, 4:87, 4:88, 3:57 en 4:91a Wft.

¹⁵⁰ Artikel 1:18 Wft.

¹⁵¹ Artikel 2:97 Wft.

¹⁵² Artikel 2:97 Wft.

¹⁵³ Artikel 2:98 Wft in verband met 2:101, 2:102 en 2:100 Wft.

¹⁵⁴ Artikel 2:98 Wft.

van toepassing zijn op beleggingsondernemingen.¹⁵⁵ Deze vrijstelling geldt voor de betreffende landen omdat het toezicht in deze landen wordt geacht in voldoende mate waarborgen te bieden ten aanzien van de belangen die de Wft beoogt te beschermen. Bovendien heeft de AFM met de toezichthouders van deze landen een «Memorandum of Understanding» of vergelijkbare afspraken inzake wederzijdse bijstand en uitwisseling van informatie op het gebied van effecten.

3.4.4 Andere verplichtingen

Voor beleggingsondernemingen bestaat een uitgebreid regelgevingskader dat grotendeels een implementatie van Europese richtlijnen betreft.

Beleggingsondernemingen zijn verplicht hun cliënten in te delen in één van de drie volgende categorieën:

- (i) niet-professionele beleggers;
- (ii) professionele beleggers; en
- (iii) in aanmerking komende tegenpartijen.¹⁵⁶

De beleggingsonderneming dient haar cliënten in kennis te stellen van de toegepaste classificatie en van de mogelijkheden om te opteren voor een andere categorie. De classificatie van cliënten is met name van belang voor het niveau van bescherming dat van toepassing is. De cliëntclassificatie heeft namelijk gevolgen voor de gedragsregels die beleggingsondernemingen in acht moeten nemen. Ten aanzien van professionele beleggers gelden bepaalde gedragsregels niet, maar ten aanzien van niet-professionele beleggers gelden deze allemaal. Onder niet-professionele beleggers vallen in ieder geval alle particuliere cliënten en tevens de beroeps- of bedrijfsmatig handelende cliënten die niet kwalificeren als professionele belegger of als in aanmerking komende tegenpartij. Het betreft hier regels omtrent informatieverstrekking, het best «execution principle» en de «know your customer» regel. Voor in aanmerking komende tegenpartijen geldt het laagste beschermingsniveau.

Het inwinnen van informatie

Indien een beleggingsonderneming een cliënt adviseert of een individueel vermogen beheert moet de beleggingsonderneming in het belang van de cliënt bepaalde informatie inwinnen over diens financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid voor zover dit relevant is voor haar advies of het beheren van het individuele vermogen. De beleggingsonderneming zal het advies en/of het vermogensbeheer vervolgens mede baseren op de verkregen informatie en de onderneming licht de overwegingen toe die ten grondslag liggen aan haar advies als dit nodig is voor een goed begrip van haar advies. Indien een beleggingsonderneming andere beleggingsdiensten verleent, wint zij informatie in over de kennis en ervaring van de cliënt om te beoordelen of de dienst of het product passend is voor de cliënt.¹⁵⁷

Het verstrekken van informatie

Om de cliënt te beschermen dienen beleggingsondernemingen informatie in te winnen maar ook te voldoen aan bepaalde informatieverplichtingen. Een van de informatieverplichtingen houdt in dat, voordat een overeenkomst wordt gesloten, informatie dient te worden verstrekt aan de cliënt voor zover deze informatie relevant is voor een adequate beoordeling van de overeenkomst.¹⁵⁸ Deze informatie omvat voor niet-professionele beleggers in ieder geval informatie over de wederzijdse rechten en verplichtingen die voortvloeien uit de overeenkomst tussen de beleggingsonderneming en de cliënt, de belegger. Daarnaast zal de beleggingsonderneming de belegger moeten voorzien van algemene informatie over

¹⁵⁵ Zie artikel 35 van de Vrijstellingsregeling Wft. Er geldt een vrijstelling van afdeling 4.2.1 en de artikelen 4:13, 4:14, 4:17, 4:26, 4:83, 4:84, 4:87 tweede lid, aanhef en onderdeel b van de Wft.

¹⁵⁶ Artikel 4:18 Wft.

¹⁵⁷ Artikel 4:24 Wft.

¹⁵⁸ Artikel 4:20 Wft.

de beleggingsonderneming en de wijze van communicatie met de belegger. De beleggingsonderneming zal informatie moeten verstrekken over haar naam, het adres en de contactgegevens, de talen waarin gecommuniceerd kan worden, de methoden van communicatie en de naam en het adres van de toezichthouder die de vergunning heeft verleend.¹⁵⁹ Ook gedurende de looptijd van de overeenkomst, zal de beleggingsonderneming de cliënt tijdig dienen te informeren over belangrijke wijzigingen in de eerder verstrekte informatie.

De informatie die door de beleggingsonderneming wordt verstrekt moet feitelijk juist, duidelijk en niet misleidend zijn. Als de beleggingsonderneming geen advies verstrekt, moet de beleggingsonderneming dit bij aanvang van de werkzaamheden laten weten aan de cliënt.¹⁶⁰

Regelgeving ter bescherming van de cliënt

Ter bescherming van de cliënt zullen beleggingsondernemingen met betrekking tot iedere cliënt een dossier aan dienen te leggen met documenten waarin de wederzijdse rechten en verplichtingen van de beleggingsonderneming en de cliënt zijn beschreven en, voor zover het niet-professionele beleggers betreft, zal er in beginsel een schriftelijke overeenkomst moeten zijn.

Een beleggingsonderneming die financiële instrumenten en/of gelden onder zich houdt die toebehoren aan een cliënt dient maatregelen te treffen ter bescherming van de rechten van de cliënt op die financiële instrumenten en/of gelden en ter voorkoming van het gebruik van die financiële instrumenten voor eigen rekening door de beleggingsonderneming.¹⁶¹

Een beleggingsonderneming zal zich op een eerlijke wijze in moeten zetten voor de belangen van haar cliënten en bij het uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten voor rekening van cliënten neemt de beleggingsonderneming alle redelijke maatregelen om het best mogelijke resultaat voor hen te behalen. Hierbij zal gelet moeten worden op de prijs van de financiële instrumenten, de uitvoeringskosten, de snelheid, de waarschijnlijkheid van uitvoering en afwikkeling, de omvang, de aard en alle andere voor de uitvoering relevante aspecten.¹⁶² Dit wordt wel de «best execution rule» genoemd. Om aan deze verplichting te voldoen, stelt een beleggingsonderneming adequate regelingen vast en ziet zij toe op de naleving hiervan.

Omdat provisies ertoe kunnen leiden dat een beleggingsonderneming zich niet op een eerlijke wijze inzet voor de belangen van de cliënt, zijn er regels die moeten leiden tot passende provisies. Dit wordt wel de «inducement» norm genoemd.¹⁶³

Alle relevante gegevens over de door de beleggingsonderneming verrichte transacties in financiële instrumenten zal de beleggingsonderneming ten minste vijf jaar bewaren. De beleggingsonderneming die transacties heeft verricht in tot de handel op een gereguleerde markt toegelaten financiële instrumenten, meldt gegevens over deze transacties uiterlijk aan het einde van de volgende werkdag aan de AFM.¹⁶⁴

Tot slot is in het kader van de bescherming van de cliënt van belang dat beleggingsondernemingen zorg dienen te dragen voor een adequate behandeling van klachten. In dat verband dienen zij te beschikken over

¹⁵⁹ Artikel 58a en 58 b tot en met 58 e van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen.

¹⁶⁰ Artikel 4:23 Wft.

¹⁶¹ Artikel 4:87 Wft. Voor de financiële instrumenten kan hiervan worden afgeweken indien de cliënt hier uitdrukkelijk mee heeft ingestemd.

¹⁶² Artikel 4:90a Wft.

¹⁶³ Zie hierover ook de leidraad passende provisie beleggingsondernemingen van de AFM en de CESR Recommendations «Inducements under MiFID», May 2007, ref. CESR/07-228b.

¹⁶⁴ Artikel 4:90e Wft.

een interne klachtenprocedure en moet de aanbieder zijn aangesloten bij het klachteninstituut financiële dienstverleners.¹⁶⁵

Doorlopende verplichtingen in verband met toezicht

Beleggingsondernemingen moeten in verband met het lopend toezicht voldoen aan verschillende meldings- en mededelingsverplichtingen. Een van deze verplichtingen houdt in dat indien er sprake is van wijzigingen in bepaalde gegevens, zoals de gegevens die aan de AFM zijn verstrekt bij de vergunningaanvraag, de wijzigingen aan de AFM moeten worden gemeld. Zo zal een voorgenomen benoeming van een (mede)beleidsbepaler bij de AFM moeten worden gemeld en mag deze niet worden doorgevoerd voordat de AFM met de benoeming heeft ingestemd.

Beleggingsondernemingen met zetel in Nederland moeten daarnaast binnen zes maanden na afloop van het boekjaar de jaarrekening, een jaarverslag en overige gegevens, zoals een accountantsverklaring aan de AFM verstrekken. Ook zullen dergelijke beleggingsondernemingen periodiek staten aan DNB moeten verstrekken die deze nodig voor het uitoefenen van het prudentieel toezicht.

Tot slot dienen beleggingsondernemingen zich te houden aan bepaalde bij besluit gestelde regels met betrekking tot een integere bedrijfsvoering ten aanzien van hun optreden op de financiële markten.¹⁶⁶

3.4.5 Beleggingsondernemingen met afwijkende status (a)

[Beleggingsondernemingen met een zetel in een andere lidstaat en een bijkantoor in Nederland en beleggingsondernemingen met zetel in een andere lidstaat die diensten verrichten in Nederland]
Zoals beschreven heeft de MiFID als doelstelling dat beleggingsondernemingen in staat zijn overal in de Europese Unie diensten te verrichten op grond van toezicht door de lidstaat van herkomst («home country control»). Dit betekent dus dat beleggingsondernemingen zijn onderworpen aan de vergunningplicht en de daarmee verband houdende eisen van de lidstaat van herkomst. Indien een beleggingsonderneming een bijkantoor heeft in Nederland zijn de gedragsregels uit de Wft wel van toepassing, terwijl de gedragsregels niet gelden voor beleggingsondernemingen die grensoverschrijdende diensten verrichten.¹⁶⁷

Indien er sprake is van grensoverschrijdende dienstverlening door een beleggingsonderneming naar Nederland zonder bijkantoor is de toezichthouder in de lidstaat van herkomst bevoegd toezicht te houden op de naleving van de MiFID gedragsregels («home country control»). Als er diensten worden verricht vanuit een bijkantoor in Nederland is de AFM bevoegd toezicht te houden op de naleving van de uit de MiFID voortvloeiende gedragsregels («host country control») terwijl voor de overige bepalingen, zoals de organisatorische bepalingen, het «home country control» principe geldt.

3.4.6 Beleggingsondernemingen met afwijkende status (b)

[Beleggingsondernemingen met een zetel in een staat die geen lidstaat is en een bijkantoor in Nederland en beleggingsondernemingen met zetel in een staat die geen lidstaat is die diensten verrichten in Nederland]
Beleggingsondernemingen met zetel in een staat die geen lidstaat is die in Nederland via een bijkantoor of door middel van grensoverschrijdende dienstverlening diensten willen verrichten hebben hiervoor een vergun-

¹⁶⁵ Artikel 4:17 Wft.

¹⁶⁶ Artikel 5:68 Wft.

¹⁶⁷ Artikel 4:1 Wft.

ning nodig van DNB.¹⁶⁸ Voor beleggingsondernemingen uit staten die geen lidstaat zijn, gelden gelijke eisen als voor beleggingsondernemingen die een zetel in Nederland hebben.

3.5 Beleggingsinstellingen

3.5.1 Achtergrond

De huidige regelgeving omtrent beleggingsinstellingen vindt deels haar oorsprong in Europese regelgeving. Teneinde een doeltreffende en meer uniforme bescherming van deelnemers in beleggingsinstellingen te verwezenlijken, werd in 1985 de richtlijn tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (Icbe-richtlijn) aangenomen.¹⁶⁹ Deze richtlijn ziet enkel op beleggingsinstellingen die uitsluitend collectief beleggen in effecten (icbe's). In Nederland bestond op dat moment slechts de summiere regelgeving ten aanzien van het aanbieden van effecten die was opgenomen in de Wet effectenhandel (Weh). Mede ter implementatie van de Icbe-richtlijn trad in 1990 de Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb) in werking. Daarbij koos de Nederlandse wetgever ervoor om ook andere beleggingsinstellingen dan icbe's te onderwerpen aan regels, waardoor de Weh grotendeels werd vervangen.¹⁷⁰

Volgens de memorie van toelichting bij het wetsvoorstel Wtb zijn de doelstellingen van deze wet:

- (i) het bewerkstelligen en waarborgen van een adequate functionering en stabiliteit van de financiële markten, en
- (ii) bescherming van de (Nederlandse) belegger.¹⁷¹

Materieel kwam dit erop neer dat in geval van een aanbieding van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling aan niet professionele beleggers (consumenten) in beginsel een vergunningplicht gold.

Bij wet van 16 juli 2005 is de Wtb en de daarmee samenhangende regelgeving ingrijpend gewijzigd.¹⁷² Bij die wijziging werden onder meer in de Wtb geïntroduceerd:

- (i) een vergunningplicht voor de beheerder van beleggingsinstellingen (in plaats van een vergunning voor elke afzonderlijke beleggingsinstelling zoals het geval was onder de voordien geldende regelgeving); en
- (ii) regels omtrent vereenvoudigde toelating in Nederland van buitenlandse beleggingsinstellingen waarop door een derde land adequaat toezicht wordt uitgeoefend.

Met de invoering van een vergunningplicht voor de beheerder, die zich mede uitstrekt tot de door hem beheerde beleggingsinstellingen, werd beoogd beter aan te sluiten bij de praktijk waarbij beleggingsinstellingen in veel gevallen meer als «producten» van aanbiedende instellingen kunnen worden gezien dan als afzonderlijk opererende instellingen. Volgens de wetgever betekent dit dat het toezicht op beleggingsinstellingen in de praktijk meer gericht is op de initiator c.q. aanbieder van de beleggingsinstellingen en in mindere mate op de afzonderlijke beleggingsinstellingen zelf.¹⁷³ De vereisten voor het verkrijgen van een vergunning zijn ruwweg dezelfde gebleven. Dit geldt ook voor de eisen ten aanzien van het minimum eigen vermogen.

¹⁶⁸ Artikel 2:96 Wft.

¹⁶⁹ Richtlijn 85/611/EEG van 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's), OJ L 375, zoals gewijzigd bij richtlijnen 88/220/EG, 95/26/EEG, 2000/64/EG, 2001/107/EG, 2001/108/EG. Het betreft hier minimumharmonisatie.

¹⁷⁰ Na invoering Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte) werd de Weh helemaal ingetrokken.

¹⁷¹ Kamerstukken II 1988/89, 21 127, nr. 3, p. 3.

¹⁷² Stb. 2006, 401, Kamerstukken 28 998.

¹⁷³ Kamerstukken II 2003/04, 28 998, nr. 5, p. 3.

Ook werd naar aanleiding van de implementatie van de herziene prospectusrichtlijn (Prospectusrichtlijn¹⁷⁴) in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 de Vrijstellingsregeling Wet toezicht beleggingsinstellingen aangepast, zodat de vrijstellingen die werden geïntroduceerd ten aanzien van de publicatie van een prospectus in verband met de aanbidding of de notering van effecten ook van toepassing werden op de vergunningplicht van beleggingsinstellingen. Zo werd er onder meer een vrijstelling van de vergunningplicht opgenomen voor:

- (i) de aanbidding van deelnemingsrechten aan minder dan 100 niet-professionele beleggers per lidstaat;
- (ii) een aanbidding waarbij ten minste € 50 000 per deelnemer moet worden ingelegd; en
- (iii) een aanbidding waarbij de coupure € 50 000 of meer bedraagt.

De «€ 50 000 vrijstellingen» zijn gebaseerd op de veronderstelling dat dergelijke bedragen in het algemeen door partijen worden geïnvesteerd die voldoende deskundig en professioneel zijn om zich een behoorlijk inzicht te kunnen vormen omtrent de aard van de aangeboden deelnemingsrechten. Bescherming van deze categorie beleggers werd niet nodig geacht. De wetgever vond aansluiting tussen de vrijstellingen ter zake van de aanbidding van effecten en de aanbidding van deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling bovendien gewenst, omdat er anders een prikkel zou ontstaan om producten zodanig te structureren dat deze niet als belegging, maar als effecten zouden worden gekwalificeerd.¹⁷⁵

Tot slot heeft de modernisering van de Wtb tot gevolg gehad dat artikel 2:76a van het Burgerlijk Wetboek (BW) werd gewijzigd. Het vereiste dat de aandelen in een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal (bmvk) aan de beurs moesten zijn genoteerd verviel. Deze verplichting werd vervangen door de eis dat aan de maatschappij dan wel de beheerder een vergunning moet zijn verleend op grond van de Wtb.

In 2007 is de Wtb opgegaan in de Wft. Bij deze gelegenheid is een principiële wijziging aangebracht in de territoriale reikwijdte van het toezicht op beleggingsinstellingen. Onder de Wtb was ook een vergunning vereist in geval van een aanbidding van deelnemingsrechten door een beleggingsinstelling «vanuit Nederland» (artikel 4 Wtb). Dit element is niet overgenomen in de Wft. De toelichting bij het voorstel voor de Wft geeft als reden voor deze wijziging dat het verlenen van vergunningen aan in Nederland gevestigde ondernemingen die uitsluitend diensten verlenen voor buitenlandse cliënten, niet past binnen de doelstelling van het wetsvoorstel van de Wft om het verlenen van financiële diensten op de Nederlandse financiële markten via een vergunning te reguleren.¹⁷⁶

Onder de Wft wordt het gedragstoezicht op beleggingsinstellingen die in Nederland actief zijn uitgeoefend door de AFM. De AFM is daarnaast verantwoordelijk voor het toezicht op de bedrijfsvoering van beleggingsinstellingen.¹⁷⁷ Bij banken en verzekeraars is dit aspect ondergebracht bij het toezicht door DNB. De AFM is de vergunningverlenende instantie. DNB houdt prudentieel toezicht op deze beleggingsinstellingen en de eventueel daaraan verbonden beheerder en bewaarder. Dit betreft de regels omtrent de soliditeit en het bijdragen aan de stabiliteit van de financiële sector. Dit betekent dat DNB toezicht houdt op de minimumomvang van het eigen vermogen en de liquiditeit van deze beleggingsinstellingen.

¹⁷⁴ Richtlijn 2003/71/EG van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van richtlijn 2001/34/EG.

¹⁷⁵ P. Klemann, «Veel nieuwe ontwikkelingen voor beleggingsinstellingen in Nederland», WPNR 2006/6674, p. 542.

¹⁷⁶ Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 443.

¹⁷⁷ Artikel 30 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.

3.5.2 Begrip beleggingsinstellingen

Volgens artikel 1:1 Wft vallen zowel beleggingsmaatschappijen als beleggingsfondsen onder de definitie van beleggingsinstelling. Bij beide typen beleggingsinstellingen worden gelden of andere goederen gevraagd of verkregen ter collectieve belegging teneinde de deelnemers in de opbrengst te doen delen. Zowel het begrip «collectief» als het begrip «beleggen» worden in de Wft niet nader gedefinieerd. Over het algemeen wordt aangenomen dat van een collectieve belegging in beginsel sprake zal zijn in geval van meerdere beleggers¹⁷⁸ die gezamenlijk de risico's en de opbrengsten van de beleggingen delen en waarbij de beleggingen niet individualiseerbaar zijn.

Het verschil tussen een beleggingsmaatschappij en een beleggingsfonds is de rechtspersoonlijkheid. Een beleggingsmaatschappij bezit rechtspersoonlijkheid, een beleggingsfonds niet. Ten aanzien van beleggingsfondsen gelden er op grond van de Wft een aantal aanvullende voorschriften. De meest belangrijke zijn dat een beleggingsfonds altijd een beheerder met rechtspersoonlijkheid moet hebben en dat het vermogen van het beleggingsfonds moet worden ondergebracht bij een aparte bewaarder, die eveneens rechtspersoonlijkheid bezit. In het geval van een beleggingsmaatschappij kan daarvoor worden geopteerd, maar is dit niet verplicht.

Beleggingsinstellingen kunnen worden onderscheiden in «open-end» en «closed-end» instellingen. Een open-end beleggingsinstelling is een beleggingsinstelling waarvan de deelnemingsrechten op verzoek van de deelnemers kunnen worden ingekocht, al dan niet geclausuleerd («semi-open»). Er is sprake van een closed-end beleggingsinstelling indien deze niet de mogelijkheid biedt om op verzoek van de beleggers deelnemingsrechten in te kopen. Een beleggingsmaatschappij kwalificeert als een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal indien zij een naamloze vennootschap is aan wie een vergunning is verleend, die is ingericht als een open-end beleggingsinstelling (waarbij het bestuur in plaats van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders het bevoegde orgaan is tot het inkopen en uitgeven van aandelen) en wanneer in de statuten is vermeld dat de vennootschap een bmvk is.

Een beleggingsinstelling kan ofwel een «gewone» instelling ofwel een instelling voor collectieve belegging in effecten (icbe) zijn. Artikel 1:1 Wft verwijst voor de definitie van een icbe naar de Icbe-richtlijn. Uit artikel 1 lid 2 van de Icbe-richtlijn volgt dat een icbe een open-end beleggingsinstelling is, die krachtens zijn statuten of reglementen uitsluitend mag beleggen in bepaalde financiële instrumenten, die in artikel 19 lid 1 van de Icbe-richtlijn zijn beschreven.¹⁷⁹ De eisen voor en het toezicht op icbe's is ingevolge deze richtlijn binnen de EU/EER geharmoniseerd. Gelet op de aard van deze financiële instrumenten worden icbe's veelal aangemerkt als beleggingsinstellingen van meer traditionele aard. Ten aanzien van icbe's geldt een aantal aanvullende eisen (zie paragraaf 3.6.3).

3.5.3 Vergunningplicht

Het is verboden om deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling aan te bieden in Nederland zonder dat (de beheerder van) de beleggingsinstelling hiervoor een door de AFM verleende vergunning heeft.¹⁸⁰ Het huidige vergunningstelsel is primair gericht tot de beheerder. Een beleggingsfonds heeft altijd een beheerder. Is de beleggingsinstelling echter een beleggingsmaatschappij en heeft zij niet vrijwillig een

¹⁷⁸ Er moeten ten minste twee beleggers moeten zijn om van een beleggingsinstelling te kunnen spreken.

¹⁷⁹ Dit betreffen: (i) beursgenoteerde effecten, (ii) rechten van deelneming in andere icbe's, (iii) deposito's bij kredietinstellingen, (iv) financiële derivaten en (v) geldmarktinstrumenten.

¹⁸⁰ Artikel 2:65 Wft.

beheerder (met rechtspersoonlijkheid) aangesteld, dan dient de beleggingsmaatschappij zelf een vergunning aan te vragen.¹⁸¹ De vergunnings-eisen gelden in dat geval voor de beleggingsmaatschappij. In verband met de vergunningaanvraag dient aan bepaalde eisen te worden voldaan waaronder eisen met betrekking tot:

- (i) de deskundigheid van dagelijks beleidsbepalers (directeuren en leidinggevendenden);
- (ii) de betrouwbaarheid van de dagelijks (mede)beleidsbepalers (directeuren en leidinggevendenden);
- (iii) adequaat beleid met betrekking tot een integere bedrijfsvoering, waaronder wordt verstaan dat:
 - belangenverstrengeling wordt tegengegaan;
 - wordt tegengegaan dat de financiële onderneming of haar werknemers strafbare feiten of andere wetsovertredingen begaan die het vertrouwen in de onderneming of de financiële markten kunnen schaden;
 - wordt tegengegaan dat het vertrouwen in de financiële onderneming of in de financiële markten kan worden geschaad;
 - wordt tegengegaan dat andere handelingen door de financiële onderneming of haar werknemers worden verricht die op een dusdanige wijze ingaan tegen hetgeen volgens het ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt, dat hierdoor het vertrouwen in de onderneming of de financiële markten kan worden geschaad;
- (iv) het minimum aantal personen dat het dagelijks beleid bepaalt en de plaats van waaruit zij hun werkzaamheden verrichten;
- (v) de zeggenschapsstructuur, hetgeen inhoudt dat de onderneming niet met personen verbonden mag zijn in een formele of feitelijke zeggenschapsstructuur die in zodanige mate ondoorzichtig is dat deze een belemmering vormt of kan vormen voor het adequaat uitoefenen van toezicht op de onderneming;
- (vi) inrichting van de bedrijfsvoering hetgeen inhoudt dat de bedrijfsvoering zodanig wordt ingericht dat een integere uitoefening van het bedrijf wordt gewaarborgd. Dit heeft betrekking op de volgende onderwerpen:
 - het beheersen van bedrijfsprocessen en bedrijfsrisico's;
 - integriteit; en
 - ordelijke en transparante financiële-marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van deelnemers;
- (vii) het minimum eigen vermogen:
 - € 112 500 voor een bewaarder;
 - € 125 000 voor een beheerder die een vermogen beheert van minder dan € 250 miljoen;
 - € 225 000 voor een beheerder die een vermogen beheert van ten minste € 250 miljoen;en
- (viii) bepaalde liquiditeiteisen voor open-end beleggingsinstellingen.¹⁸²

Ten aanzien van icbe's geldt een aantal aanvullende vereisten voor het aanvragen van een vergunning. Een icbe beleggingsmaatschappij met een eigen vermogen van minder dan € 300 000, moet verplicht een beheerder aanstellen.¹⁸³ In een dergelijk geval geldt een dubbele vergunningplicht. Niet alleen de beheerder, maar ook de beleggingsmaatschappij dient over een vergunning te beschikken.¹⁸⁴ Daarnaast moet een icbe altijd een bewaarder hebben (voor de gewone beleggingsinstelling geldt deze verplichting alleen indien de beleggingsinstelling geen

¹⁸¹ Artikel 2:65 lid 1 sub b Wft.

¹⁸² Artikel 4:9, 4:10, 4:11, 4:13, 4:14, 4:39, 4:40, 3:53 lid 1 en 3, 3:63 lid 1 en 2 Wft en artikel 48 lid 1 sub c, d en I Besluit prudentiële regels Wft.

¹⁸³ Artikel 4:58 Wft.

¹⁸⁴ Artikel 2:65 lid 1 sub b en lid 2 Wft.

rechtspersoonlijkheid heeft).¹⁸⁵ Daarnaast gelden de volgende aanvullende eisen met betrekking tot de soliditeit van icbe's:

- (i) het minimum eigen vermogen:
 - € 125 000 (vermeerderd met 0.02% van het bedrag waarmee de waarde van het beheerde vermogen het bedrag van € 250 miljoen te boven gaat) voor een beheerder van een icbe;
 - € 300 000 voor een icbe beleggingsmaatschappij zonder aparte beheerder;¹⁸⁶ en
- (ii) bepaalde solvabiliteitseisen.¹⁸⁷

Indien aan een icbe een vergunning is verleend, beschikt deze daarmee over een Europees paspoort. Dit betekent dat de icbe deelnemingsrechten in andere lidstaten mag aanbieden zonder hiervoor opnieuw een vergunning aan te vragen. De icbe is slechts verplicht hiervan melding te doen bij het toezichthoudende orgaan van de betreffende lidstaat alvorens deelnemingsrechten te kunnen aanbieden in de andere lidstaat. De icbe staat onder toezicht van de toezichthoudende autoriteiten van de lidstaat die de vergunning heeft verstrekt («home state control»).

Vrijstellingen en uitzonderingen

Op de vergunningplicht, zoals in het voorgaande omschreven, bestaan enkele uitzonderingen en vrijstellingen. In de praktijk worden de volgende uitzonderingen en vrijstellingen vaak gebruikt:

- (i) Het aanbieden van deelnemingsrechten aan minder dan 100 (rechts)personen die geen gekwalificeerde beleggers in de zin van de Wft zijn.¹⁸⁸
- (ii) Het aanbieden van deelnemingsrechten aan gekwalificeerde beleggers, waaronder banken, verzekeraars, pensioenfondsen en bepaalde grote ondernemingen in de zin van de Wft.¹⁸⁹
- (iii) Het aanbieden van deelnemingsrechten voor ten minste een bedrag van € 50 000 per deelnemer of die een nominale waarde vertegenwoordigen van ten minste € 50 000 per deelnemingsrecht.¹⁹⁰

Buitenlandse beleggingsinstellingen die een zetel hebben en onder toezicht staan in een zogenoemde aangewezen staat en in Nederland deelnemingsrechten aanbieden, vallen evenmin onder de vergunningplicht.¹⁹¹

Het voorgaande toont aan dat beleggingsinstellingen diverse mogelijkheden hebben om de vergunningplicht te omzeilen. Dit neemt echter niet weg dat beleggingsinstellingen (vrijwillig) onderworpen kunnen zijn aan gedragscodes en toezicht vanuit brancheorganisaties.

Voorschriften vergunningaanvraag

Voor het aanvragen van een vergunning moet een door de AFM verleend formulier worden ingevuld waarbij tevens diverse gegevens moeten worden overgelegd.¹⁹² Tot die gegevens behoren onder meer:

- (i) het registratiedocument en de statuten;
- (ii) gegevens op basis waarvan de AFM kan beoordelen of voldaan wordt aan de eisen van deskundigheid en betrouwbaarheid;
- (iii) de overeenkomst van beheer en bewaring;
- (iv) een beschrijving van de zeggenschapsstructuur;
- (v) een beschrijving van de bedrijfsvoering van de beheerder; en
- (vi) een beschrijving van het voorgenomen beleid met betrekking tot de integrale bedrijfsvoering.

¹⁸⁵ Artikel 4:56 Wft.

¹⁸⁶ Artikel 3:53 lid 1 en 3 Wft en artikel 48 lid 1 sub d en e Besluit prudentiële regels Wft.

¹⁸⁷ Artikel 3:57 lid 1 en 2 Wft jo artikel 63 Besluit prudentiële regels Wft.

¹⁸⁸ Artikel 1:12 Wft. Dit betreft nadrukkelijk het aantal personen aan wie wordt aangeboden en niet het uiteindelijke aantal deelnemers. Dit beperkt bijvoorbeeld de mogelijkheid om de deelnemingsrechten via internet aan te bieden.

¹⁸⁹ Artikel 1:15 sub a en 1:2 Wft.

¹⁹⁰ Artikel 4 Vrijstellingsregeling Wft. Deze vrijstellingen mogen gecombineerd worden.

¹⁹¹ Artikel 2:66 lid 1 Wft. Dit zijn (1) Guernsey, (2) Ierland, (3) Jersey, (4) Luxemburg, (5) Malta, (6) Frankrijk (7) Verenigd Koninkrijk en (8) de Verenigde Staten.

¹⁹² Artikel 35 Besluit Markttoegang financiële ondernemingen.

3.5.4 Andere verplichtingen

Naast de vergunningplicht gelden er nog andere verplichtingen voor beleggingsinstellingen. Deze zullen in het navolgende kort worden toegelicht. Daar waar de beheerder wordt genoemd, moet ook de beleggingsmaatschappij zonder beheerder worden verstaan, tenzij uitdrukkelijk anders is vermeld.

Het verstrekken van informatie

De beheerder is in een aantal gevallen verplicht een prospectus beschikbaar te stellen die informatie bevat die voor beleggers noodzakelijk is om zich een oordeel te kunnen vormen over de beleggingsinstelling en de daaraan verbonden kosten en risico's. De eisen die aan de inhoud van het prospectus worden gesteld, verschillen al naar gelang de beheerder deelnemingsrechten aanbiedt in een open-end dan wel een closed-end beleggingsinstelling.

Indien een beheerder van een closed-end beleggingsinstelling (verhandelbare) deelnemingsrechten aanbiedt of verzoekt deze deelnemingsrechten toe te laten tot de notering op Euronext Amsterdam, moet de beheerder in beginsel een prospectus algemeen verkrijgbaar stellen dat is goedgekeurd door de AFM.¹⁹³ Deze verplichting vindt haar oorsprong in de Prospectusrichtlijn en is in hoofdstuk 5.1 van de Wft geïmplementeerd. Ter uitvoering van de Prospectusrichtlijn heeft de Europese Commissie daarnaast een verordening vastgesteld die niet in de Nederlandse wetgeving is geïmplementeerd, omdat deze rechtstreekse werking heeft.¹⁹⁴ Ten aanzien van de verplichting een prospectus verkrijgbaar te stellen gelden een aantal uitzonderingen en vrijstellingen. Een prospectus is niet verplicht voor de aanbieding van effecten in Nederland aan gekwalificeerde beleggers en/of aan minder dan 100 (rechts)personen die geen gekwalificeerde beleggers zijn en in het geval de aan te bieden deelnemingsrechten alleen kunnen worden verkregen voor ten minste een bedrag van € 50 000 of deze een nominale waarde vertegenwoordigen van ten minste € 50 000.

De beheerder van een open-end beleggingsinstelling (waaronder icbe's) moet ook een prospectus beschikbaar stellen. Dit prospectus behoeft niet door de AFM te worden goedgekeurd. In plaats daarvan moet het prospectus worden voorzien van een verklaring van een accountant dat de inhoud van het prospectus overeenstemt met de daaraan gestelde eisen.¹⁹⁵ Daarnaast zal deze beleggingsinstelling op haar website een financiële bijsluiter beschikbaar moeten stellen.¹⁹⁶

Regelgeving ter bescherming van de cliënt

Een beheerder die een beleggingsfonds beheert, treft zodanige maatregelen dat de activa van het beleggingsfonds worden verkregen door een onafhankelijke bewaarder welke slechts met medewerking van de beheerder over de vermogensbestanddelen van het beleggingsfonds kan beschikken. Alleen een rechtspersoon met als enig statutair doel het bewaren van de activa en het administreren van de goederen waar een beleggingsinstelling in belegt, kan optreden als bewaarder. De beheerder moet met de bewaarder een schriftelijke overeenkomst inzake beheer en bewaring aangaan. Deze overeenkomst moet voldoen aan bepaalde regels.¹⁹⁷ Deze eis geldt niet voor beleggingsinstellingen met rechtspersoonlijkheid (beleggingsmaatschappijen).

¹⁹³ Artikel 5:2 Wft.

¹⁹⁴ Verordening Nr. 809/2004 van 29 april 2004 ter uitvoering van de Prospectusrichtlijn (Prospectusverordening).

¹⁹⁵ Artikel 4:48, 4:49 Wft en bijlage E bij artikel 118 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft. Deze voorschriften gelden ook voor closed-end beleggingsinstellingen waarvan de deelnemingsrechten niet verhandelbaar zijn.

¹⁹⁶ Artikel 4:22 Wft en 66 lid 22 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.

¹⁹⁷ Artikel 4:42 Wft.

De beheerder is verplicht om zorg te dragen voor een adequate behandeling van klachten. In dat verband dient hij te beschikken over een interne klachtenprocedure en moet de aanbieder zijn aangesloten bij het klachteninstituut financiële dienstverleners (KIFID).¹⁹⁸

Ten aanzien van beleggingsinstellingen die (deels) beleggen in één of meer andere beleggingsinstellingen (zogenaamde dakfondsen) gelden een aantal aanvullende regels. Deze regels kunnen worden onderscheiden in regels ten aanzien van icbe's, open-end niet-icbe's en closed-end niet-icbe's.

Voor een dakfonds, niet zijnde icbe, gelden bepaalde informatievereisten die in het prospectus moeten worden opgenomen. Deze eisen verschillen al naar gelang het een closed-end danwel open-end beleggingsinstelling betreft. Betreft het een open-end dakfonds dat 20% of meer van het beheerde vermogen direct of indirect belegt in een andere beleggingsinstelling dan moet het dakfonds in haar prospectus een beschrijving geven van (i) de wijze waarop informatie wordt verschaft over de andere beleggingsinstelling, en (ii) indien van toepassing, de afspraken tussen het dakfonds en de andere beleggingsinstelling over de verdeling van kosten en aan wie het voordeel ten goede komt. Indien een open-end dakfonds 95% of meer van het beheerde vermogen direct of indirect belegt in een andere beleggingsinstelling dient deze tevens een beschrijving van het beleggingsbeleid van de andere beleggingsinstelling te geven. Met betrekking tot closed-end dakfondsen gelden eveneens informatievereisten. Ingeval meer dan 20% van de bruto activa van een closed-end dakfonds wordt belegd in een andere beleggingsinstelling moet in het prospectus worden opgenomen (i) of en hoe het aan deze beleggingen verbonden risico is gespreid, en (ii) dezelfde informatie over de onderliggende beleggingsinstelling als over het dakfonds (tenzij de onderliggende beleggingsinstelling beursgenoteerd is).¹⁹⁹

De regels voor een icbe dakfonds volgen uit de Icbe-richtlijn en zijn geïmplementeerd in het Besluit Gedragtoezicht financiële ondernemingen Wft. Deze regels bevatten in tegenstelling tot de desbetreffende regels ten aanzien van niet-icbe's een aantal beleggingsbeperkingen. Ten eerste gelden er beperkingen ten aanzien van het soort beleggingsinstelling waarin mag worden belegd. Deze beperkingen dienen een opeenstapeling van beleggingen te voorkomen en zodoende de belegger te beschermen.²⁰⁰ Zo mag er enkel worden belegd in een icbe met een vergunning in Nederland of een icbe die in een andere lidstaat is toegelaten, die zelf ingevolge haar statuten niet meer dan 10% van het beheerde vermogen mag beleggen in een andere beleggingsinstelling.²⁰¹ Ten aanzien van beleggingen in niet-icbe's gelden naast de 10% grens, extra eisen ten aanzien van (i) scheiding van het vermogen, (ii) opnemen en verstrekken van leningen en (iii) verkopen van financiële instrumenten vanuit een ongedekte positie.²⁰² Daarnaast gelden er begrenzings voor het dakfonds zelf. Het beheerde vermogen van het icbe dakfonds mag voor ten hoogste 20% worden belegd in één en dezelfde beleggingsinstelling ongeacht de vraag of deze andere beleggingsinstelling zelf een icbe is.²⁰³ Bovendien mag het icbe dakfonds in totaal niet meer dan 30% van het beheerde vermogen in niet-icbe's beleggen.²⁰⁴

Op 16 juli 2008 heeft de Europese Commissie een voorstel tot wijziging van de huidige Icbe-richtlijn gepubliceerd, waarin onder meer de beleggingsbeperkingen voor icbe dakfondsen worden verruimd.²⁰⁵ Het voorstel biedt de mogelijkheid om een master-feederconstructie op te

¹⁹⁸ Artikel 4:17 Wft.

¹⁹⁹ Bijlage XV Prospectusverordening onder 2.2 en verder.

²⁰⁰ Staatsblad 2006, 520, p. 282.

²⁰¹ Artikel 130 sub d BGfo Wft.

²⁰² Artikel 130 sub e BGfo Wft.

²⁰³ Artikel 139 lid 1 BGfo Wft.

²⁰⁴ Artikel 139 lid 2 BGfo Wft.

²⁰⁵ Voorstel voor een richtlijn tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten, Com (2008) 245 definitief. In paragraaf 3.6.5 zullen een aantal overige aspecten van dit voorstel aan bod komen.

zetten. Een master-feederconstructie wordt gekenmerkt door het feit dat een feeder-icbe al of bijna al haar activa belegt in een andere icbe, de master-icbe.²⁰⁶ Ingevolge het voorstel moet een feeder icbe ten minste 85% van de activa in een master-icbe beleggen. Daarmee wordt belet dat feeder-icbe's in meer dan één master-icbe kunnen beleggen. De master-icbe mag zelf geen feeder-icbe zijn. De feeder-icbe en de master-icbe moeten daarnaast een overeenkomst aangaan waarin onder meer het beleggingsbeleid en de beleggingsdoelstelling van de master-icbe wordt omschreven. Tot slot zal de feeder-icbe ook aanvullende informatie over de master-icbe in haar prospectus moeten opnemen.

Doorlopende verplichtingen in verband met toezicht

Beheerders moeten in verband met het lopend toezicht voldoen aan verschillende meldings- en mededelingsverplichtingen. Een van deze verplichtingen houdt in dat indien er sprake is van wijzigingen in bepaalde gegevens, zoals de gegevens die aan de AFM zijn verstrekt bij de vergunningaanvraag, de wijzigingen aan de AFM moeten worden gemeld.

Daarnaast is de beheerder verplicht om binnen vier maanden na afloop van het boekjaar aan de AFM een jaarrekening, een jaarverslag en overige gegevens, waaronder een accountantsverklaring, te verstrekken en deze openbaar te maken.²⁰⁷

Tot slot dient elke beleggingsinstelling en beheerder met een vestiging in Nederland zich te houden aan bepaalde bij besluit gestelde regels met betrekking tot een integere bedrijfsvoering ten aanzien van hun optreden op de financiële markten.

3.5.5 Relevante ontwikkelingen

Niet icbe's – Alternatieve beleggingsinstellingen

(a) Concept richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen

In toenemende mate vinden fondsinvesteringen plaats in niet icbe fondsen, in de hierna te bespreken concept richtlijn aangeduid als alternatieve beleggingsinstellingen (AB's). Onder AB's vallen onder andere hedgefondsen, private equity fondsen en vastgoedfondsen. AB's staan meestal niet onder toezicht, omdat er geen Europese regelgeving ten aanzien van deze beleggingsinstellingen bestaat en AB's onder de nationale regelgeving vaak kunnen opteren voor een vrijstelling. Deze leemte houdt verband met de gedachte dat er toezicht wordt uitgeoefend op het niveau van de (institutionele) investeerders. De afgelopen jaren hebben brancheorganisaties zelf gedragscodes ontwikkeld, teneinde inzicht te geven in de werkwijze van de betrokken beleggingsinstellingen.²⁰⁸

Naar aanleiding van de financiële crisis hebben beleidsbepalers het echter nodig geacht om het toezicht op AB's uit te breiden. Onder meer activiteiten van AB's die zwaar leunen op hefboomfinanciering zouden schadelijk kunnen zijn voor de stabiliteit en de efficiënte werking van de financiële markten. Daarnaast is gebleken dat het van belang is dat de bewaring en het beheer van de activa worden gescheiden en dat de beleggersactiva worden afgezonderd van die van de beheerder.

De Europese Commissie heeft in dit verband een richtlijnvoorstel opgesteld (de ab-richtlijn).²⁰⁹ Het onderhavige voorstel gaat uit van een vergunningplicht voor in beginsel alle in de EU/EER gevestigde beheer-

²⁰⁶ Dergelijke structuren worden opgezet om beleggers te faciliteren, bijvoorbeeld om fiscale redenen.

²⁰⁷ Artikel 4:51 en 4:52 Wft.

²⁰⁸ Zie in dit verband onder meer de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) en de «European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles» (INREV).

²⁰⁹ Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen en tot wijziging van de richtlijnen 2004/39/EG en 2009/./EG.

ders die voor een of meer AB's beheerdiensten verrichten. Daarnaast geldt als beperking dat de deelneming in AB's uitsluitend openstaat voor professionele beleggers. Lidstaten mogen echter toestaan dat AB's in eigen land aan niet-professionele beleggers worden verhandeld en mogen daartoe aanvullende voorzorgsmaatregelen treffen. De voorgestelde ab-richtlijn bevat slechts twee uitzonderingen ten aanzien van deze vergunningplicht. Allereerst worden beheerders die een of meer beleggingsportefeuilles beheren met minder dan € 100 miljoen aan activa vrijgesteld. Daarnaast geldt een vrijstelling voor beheerders die een beleggingsportefeuille beheren met minder dan € 500 miljoen aan activa, mits het uitsluitend AB's zonder hefboomfinanciering betreft en de beleggers geen terugbetalingrechten hebben gedurende een periode van vijf jaar vanaf de datum van oprichting van de betreffende AB's.

De voorwaarden voor de vergunningverlening zijn vastgelegd in enkele basisbepalingen die voor alle beheerders gelden. Voor al deze BAB's gelden strikte eisen ten aanzien van minimumkapitaal, portefeuiliwaardering, bewaring, uitbesteding, managen van belangenconflicten en transparantie richting investeerders, toezichthouders en het publiek. Daarnaast bevat het voorstel aanvullende regels voor situaties die extra transparantie vereisen, zoals voor AB's die systematisch een hefboomwerking gebruiken en AB's die controlerende zeggenschap in ondernemingen verkrijgen.²¹⁰ Indien een beheerder over een vergunning beschikt, krijgt deze een Europees paspoort waarmee hij deelnemingsrechten in andere lidstaten kan aanbieden.

(b) Wetsvoorstel vrijwillig toezichtregime voor beleggingsinstellingen Ingevolge het wetsvoorstel tot wijziging van de Wft zal een beleggingsinstelling of haar beheerder kunnen kiezen voor wettelijk toezicht. Dit is alleen mogelijk indien de beleggingsinstelling deelnemingsrechten aanbiedt aan gekwalificeerde beleggers. Het vrijwillig toezicht stelt minder eisen dan het verplichte toezicht. In het bijzonder worden er geen inhoudelijke eisen gesteld aan de jaarrekening en de halfjaarrekening van de beleggingsinstelling alsmede de publicatie daarvan en geldt er geen verplichting tot het gebruik van een aparte bewaarder.

²¹⁰ Van overwegende zeggenschap is sprake indien (i) de door de beheerder beheerde AB's hetzij individueel hetzij samen ten minste 30% van de stemrechten van een uitgevende instelling of van een niet-beursgenoteerde onderneming met zetel in de Gemeenschap verwerven of (ii) de beheerder met een of meer AB's een overeenkomst heeft gesloten op grond waarvan de door deze beheerder beheerde AB's ten minste 30% van de stemrechten van een uitgevende instelling of van een niet-beursgenoteerde onderneming kunnen verwerven. De beheerder moet in het voorkomend geval jaarlijks informatie verstrekken over de beleggingsstrategie endoelstellingen van zijn ab. Naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007, is er een wetsvoorstel aanhangig dat aandeelhouders met een belang van 3% of meer in een Nederlandse vennootschap verplicht om openbaar te maken wat zijn intenties zijn. Deze informatieplicht is echter minder vergaand dan de verplichtingen zoals voorgesteld in de richtlijn.

²¹¹ Com (2008) 245 definitief.

²¹² Witboek over de verbetering van het kader voor de interne markt voor beleggingsfondsen, COM (2006) 686 definitief.

Icbe's

Op 16 juli 2008 heeft de Europese Commissie een Voorstel voor een richtlijn tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) gepubliceerd.²¹¹ het voorstel worden twee doelstellingen nagestreefd: enerzijds codificatie van de diverse wijzigingen die sinds 1985 in de Icbe-richtlijn zijn aangebracht en schrapping van achterhaalde bepalingen en anderzijds omzetting van de in het witboek van de Europese Commissie aangekondigde maatregelen.²¹² Deze maatregelen zien onder meer op (i) vereenvoudiging van de notificatieprocedure voor grensoverschrijdende verhandeling van deelnemingsrechten, (ii) vergemakkelijking van grensoverschrijdende fusies in de fondsensector, (iii) nieuwe regels inzake master-feederconstructies, (iv) vereenvoudiging van de inhoud van de informatie en de voorwaarden waaronder die informatie aan potentiële beleggers moet worden verstrekt, en (v) intensivering van de samenwerking tussen de toezichthouders van de verschillende lidstaten. Op dit moment is echter nog onduidelijk wanneer het voorstel definitief wordt en welke implementatietermijn aan de lidstaten gegend zal worden.

3.5.6 Lacunes

De huidige wetgeving bevat een aantal lacunes. Daarbij moet een onderscheid worden gemaakt tussen icbe's, waarvoor in de EU/EER geharmoniseerde regels bestaan, en niet-icbe's. De geconstateerde leemtes hebben betrekking op niet-icbe's.

Financiële waarborgen

Met de invoering van een vergunningplicht voor de beheerder zijn de eisen ten aanzien van het minimum eigen vermogen gelijk gebleven. Hiermee zijn de financiële waarborgen voor individuele beleggingsinstellingen en de bescherming van beleggers afgenomen. Bij icbe's is het minimaal aan te houden vermogen daarentegen gekoppeld aan het beheerde vermogen (zie paragraaf 3.6.3).

Beleggingsbeperkingen

Voor niet-icbe dakfondsen gelden bepaalde transparantievereisten, maar geen beleggingsbeperkingen zoals voorgeschreven voor icbe dakfondsen.

Toezicht

Sinds de invoering van de Wft in 2007 is niet langer een vergunning vereist indien een beleggingsinstelling met een zetel in Nederland deelnemingsrechten aanbiedt buiten Nederland. Het toezicht op beleggingsinstellingen die zijn gevestigd in Nederland en uitsluitend buiten Nederland deelnemingsrechten aanbieden, was opgenomen in de Wtb om te voorkomen dat Nederland als vestigingsland zou worden gebruikt voor het benaderen van buitenlandse beleggers.²¹³ De wetgever merkt hierover op dat Nederland niet meer aantrekkelijk lijkt als toevluchtsoord om de effectenregelgeving in de andere landen te ontduiken, gelet op de ontwikkelingen die de Nederlandse effectenregelgeving sinds die tijd heeft doorgemaakt.

Dit is een opmerkelijke redenering. Ten eerste bestaat er op dit moment geen geharmoniseerde Europese regelgeving ten aanzien van beleggingsinstellingen die geen icbe-status hebben. Dit betekent dat hiermee een lacune is ontstaan in het toezicht op dergelijke beleggingsinstellingen, aangezien er geen waarborg is dat de lidstaat waar de deelnemingsrechten worden aangeboden een gelijkwaardig toezichtstelsel hanteert. Bovendien past deze keuze niet in het «home state control» systeem dat voor de andere hiervoor besproken actoren geldt, waarbij de bevoegde toezichthouder uit de lidstaat waar de instelling haar zetel heeft het (prudentiële) toezicht uitoefent.

Vrijstellingen

Icbe fondsen zijn te allen tijde gereguleerd en beschikken over een Europees paspoort. Niet-icbe's zijn in beginsel ook vergunningplichtig. Echter gegeven de vrijstellingen op de vergunningplicht valt een groot gedeelte van dit type beleggingsinstellingen en de daaraan verbonden beheerders en bewaarders momenteel buiten het toezicht. Hierbij wordt in het bijzonder gebruik gemaakt van de zogenoemde «€ 50 000-vrijstelling».

Voorstellen

In het onlangs gepubliceerde richtlijnvoorstel (de ab-richtlijn) worden de hiervoor genoemde lacunes ondervangen, met uitzondering van de beleggingsvrijheid van niet-icbe dakfondsen en met dien verstande dat er vrijstellingen gelden voor kleinere fondsen. Het voorstel bevat geen bijzondere voorschriften voor dakfondsen, terwijl wel wordt geconsta-

²¹³ Kamerstukken II 1984/85, 18 750, nr. 3, p. 8.

teerd dat dakfondsen van hedgefondsen met ernstige liquiditeitsproblemen te kampen hebben gehad. De achterliggende gedachte is kennelijk dat regulering op het niveau van dakfondsen niet nodig is, gelet op de verplichtingen die worden geïntroduceerd voor fondsen die gebruik maken van structureel hoge hefboomfinanciering. Zo zullen dergelijke hedgefondsen moeten voldoen aan bepaalde informatieverplichtingen aan de beleggers en de toezichthouder en worden aan de toezichthouders bepaalde noodbevoegdheden verleend.

Voorts is de verwachting dat een aanzienlijk aantal beleggingsinstellingen in de toekomst gebruik zal maken van de vrijwillige ondertoezichtstelling. Dit houdt verband met het feit dat buitenlandse institutionele beleggers, vooral verzekeraars en pensioenfondsen, in toenemende mate op grond van het toepasselijke nationale recht en/of hun interne regels slechts mogen beleggen in deelnemingsrechten van beleggingsinstellingen die zijn gereguleerd en onder toezicht staan.

Lidstaten mogen overigens aanvullende eisen stellen aan AB's met een zetel op hun grondgebied.

Beleggingsinstellingen en de kredietcrisis

In de toelichting op het concept richtlijnvoorstel wordt opgemerkt dat in zijn algemeenheid wordt aangenomen dat de alternatieve (niet-icbe) fondsindustrie niet de financiële crisis heeft veroorzaakt. Zij is echter wel (in toenemende mate) een belangrijke speler op de financiële markten en in dat kader is de Commissie van oordeel dat de financiële waarborgen en transparantie vereisten ook voor die sector gereguleerd en geharmoniseerd moeten worden.

In zijn algemeenheid mogen dit correcte conclusies zijn. Hedgefondsen hebben echter met zodanige vrijheid in de financiële markten kunnen opereren dat hiervan mogelijk een zekere signaalwerking is uitgegaan. Door gebruik te maken van technieken, zoals short selling (zie de bijlagen) waren deze ondernemingen in staat zodanig lucratieve posities in te nemen dat andere (financiële) ondernemingen zich in toenemende mate aan hen gingen spiegelen. Dit kan hebben bijgedragen aan het ontstaan van een klimaat waarin ervan werd uitgegaan dat de binnen de sector geldende normen en standaarden hetzij maatgevend werden, hetzij redenen waren voor ondernemingen om zich, soms tegen hoge kosten, te wapenen tegen hun optreden. Wij komen daar verderop nog op terug.

3.6 Aanbieders van consumentenkrediet

3.6.1 Achtergrond

Op 19 november 1986 is bij de Tweede Kamer een voorstel van wet ingediend houdende regels met betrekking tot het consumentenkrediet.²¹⁴ De Wck²¹⁵ is per 1 januari 1992 in werking getreden. De Wck brengt de tot dan toe afzonderlijke regels voor geld- en goederenkrediet, de Wet op het consumptief geldkrediet en de Wet op het afbetalingsstelsel samen in één wet. De Wck strekt mede tot uitvoering van een Europese richtlijn betreffende de harmonisatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen der lidstaten inzake het consumentenkrediet.²¹⁶ Een deel van de Wck is opgenomen in de Wet financiële dienstverlening, welk deel vervolgens is geïncorporeerd in de Wft.

²¹⁴ Wetsvoorstel 19 785, nrs. 1–3.

²¹⁵ De Wet op het consumentenkrediet is tot stand gekomen op 4 juli 1990, Stb. 395.

²¹⁶ Richtlijn 87/102/EEG; lidstaten zijn op grond van deze richtlijn bevoegd om strengere eisen te stellen (minimumharmonisatie).

Op dit moment zijn de regels inzake consumentenkrediet opgenomen in enerzijds de Wck en het Besluit kredietvergoeding en anderzijds de Wft, het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen en de Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft. De voornaamste doelstellingen van de regelingen inzake consumentenkrediet zijn in de loop van de tijd niet veranderd. Het doel van de regelingen is het beschermen van de consument, overkreditering tegengaan en het bevorderen van verantwoorde kredietverlening. Het toezicht vond plaats door het ministerie van economische zaken, afdeling financieel marktbeleid, terwijl het toezicht op de aanbieders van consumentenkrediet op dit moment wordt uitgeoefend door de AFM.

3.6.2 Vergunningplicht

Voor het aanbieden van consumentenkrediet in Nederland is een vergunning vereist. Krediet is in de Wft gedefinieerd als geldkrediet of goederenkrediet. Het betreft geldkrediet als er een geldsom aan de consument ter beschikking wordt gesteld en de consument verplicht is om in verband daarmee één of meer betalingen te verrichten. Het betreft goederenkrediet als de consument het genot, of een geldsom in verband met het genot, van een roerende zaak, financieel instrument of beleggingsobject wordt verschafft. Het betreft tevens goederenkrediet als aan een consument een dienst wordt verleend die niet wordt verleend op grond van een overeenkomst die strekt tot het geregeld verlenen van diensten en waarbij de consument gehouden is om gedurende de periode van dienstverlening in termijnen te betalen, dan wel het aan een consument of een derde ter beschikking stellen van een geldsom ter zake van het aan die consument verlenen van een dienst ter zake waarvan de consument gehouden is een of meer betalingen te verrichten.

Bij aanbieders van consumentenkrediet kan worden gedacht aan banken, aanbieders die zich uitsluitend richten op het aanbieden van krediet, creditcardaanbieders en aan aanbieders van goederen zoals postorderbedrijven waarbij betaling in termijnen kan plaatsvinden.

De verplichtingen in verband met een vergunning voor het aanbieden van krediet hebben betrekking op het volgende:

- (i) de deskundigheid van dagelijks beleidsbepalers (directeuren en leidinggevendenden);
- (ii) de vakbekwaamheid van werknemers en andere natuurlijke personen die zich onder de verantwoordelijkheid van de aanbieder van krediet bezighouden met het verlenen van financiële diensten aan consumenten;
- (iii) de betrouwbaarheid van dagelijks beleidsbepalers (directeuren en leidinggevendenden);
- (iv) adequaat beleid met betrekking tot een integere bedrijfsvoering, waaronder wordt verstaan dat:
 - belangenverstremgeling wordt tegengegaan;
 - wordt tegengegaan dat de onderneming of haar werknemers strafbare feiten of andere wetsovertredingen begaan die het vertrouwen in de onderneming of de financiële markten kunnen schaden;
 - wordt tegengegaan dat het vertrouwen in de onderneming of in de financiële markten kan worden geschaad;
 - wordt tegengegaan dat andere handelingen door de onderneming of haar werknemers worden verricht die op een dusdanige wijze ingaan tegen hetgeen volgens het ongeschreven recht in het

- maatschappelijk verkeer betaamt, dat hierdoor het vertrouwen in de onderneming of de financiële markten kan worden geschaad;
- (v) de zeggenschapsstructuur, hetgeen inhoudt dat de onderneming niet met personen verbonden mag zijn in een formele of feitelijke zeggenschapsstructuur die in zodanige mate ondoorzichtig is dat deze een belemmering vormt of kan vormen voor het adequaat uitoefenen van toezicht op de ondernemer;
 - (vi) inrichting van de bedrijfsvoering hetgeen inhoudt dat de bedrijfsvoering zodanig wordt ingericht dat een integere uitoefening van het bedrijf wordt gewaarborgd.²¹⁷

Wft niet van toepassing

De Wft, en daarmee ook de vergunningplicht, is niet van toepassing op de volgende vormen van het aanbieden van krediet:

- (i) financiële diensten met betrekking tot krediet waarbij is overeengekomen dat betalingen niet later plaatsvinden dan drie maanden nadat de geldsom ter beschikking is gesteld, het genot van een roerende zaak, financieel instrument of beleggingsobject is verschaft, dan wel een dienst is verleend.
- (ii) het door openbare lichamen ter uitvoering van een wettelijke taak aanbieden van krediet;
- (iii) financiële diensten die worden verleend door geregistreeerde geldtransactiekantoren voor zover het diensten betreft die zij mogen verlenen op grond van die wet;
- (iv) financiële diensten waarbij het effectief kredietvergoedingspercentage op het tijdstip van aangaan van de overeenkomst inzake krediet niet meer bedraagt dan de wettelijke rente voor zover het krediet wordt aangeboden aan minder dan 100 consumenten of wordt aangeboden door een werkgever aan zijn werknemers;
- (v) financiële diensten bestaande uit een overeenkomst van huur en verhuur of waartoe een zodanige overeenkomst behoort, tenzij deze betrekking heeft op bij algemene maatregel van bestuur aan te wijzen zaken en de strekking heeft dat het verschaffen van het genot van de zaak waarop de overeenkomst betrekking heeft, al dan niet door verlenging van die overeenkomst of het aangaan van een nieuwe overeenkomst, langer dan zes maanden zal duren;
- (vi) financiële diensten bestaande uit het in ontvangst nemen van roerende zaken van een consument tegen het ter beschikking stellen van een geldsom aan de consument, voor zover de vordering op de consument tot terugbetaling teniet gaat indien de betreffende roerende zaken door de financiële onderneming te gelde worden gemaakt.

Vergunningplicht niet van toepassing

De vergunningplicht is niet van toepassing op bepaalde financiële ondernemingen, zoals verzekeraars en banken met een vergunning van DNB en ondernemingen die een verklaring van ondertoezichtstelling hebben.²¹⁸ Hetzelfde geldt voor verzekeraars, banken en financiële instellingen met zetel in een andere lidstaat mits het hen is toegestaan krediet aan te bieden.²¹⁹ Sinds augustus 2009 is er een vrijstelling van de vergunningplicht opgenomen in de Vrijstellingsregeling Wft voor kerkelijke, levensbeschouwelijke, charitatieve, culturele, wetenschappelijke of het algemeen nut beogende instellingen mits aan bepaalde voorwaarden is voldaan.²²⁰

²¹⁷ Zie hierover de artikelen 4:9, 4:10, 4:11, 4:13 en 4:15 Wft.

²¹⁸ Artikel 2:61 Wft.

²¹⁹ Artikel 2:62 Wft.

²²⁰ Wijziging Vrijstellingsregeling Wft, Staatscourant 2009, nr. 12 636.

3.6.3 Andere verplichtingen

Indien een aanbieder van krediet onder de Wft valt, dient de aanbieder aan een aantal regels te voldoen. Deze regels beogen primair de consument goed te informeren over de verplichtingen die de consument aangaat en om overkreditering te voorkomen. De belangrijkste regels worden hierna besproken.

Het inwinnen van informatie

Een aanbieder van consumentenkrediet dient, voordat een overeenkomst met betrekking tot consumentenkrediet wordt gesloten, in het belang van de consument informatie op te vragen over de consument in verband met zijn of haar financiële situatie en dient te beoordelen of het aangaan van het contract gerechtvaardigd is, zodat overkreditering kan worden voorkomen.²²¹ Er mag geen overeenkomst voor consumentenkrediet worden aangaan indien dit niet gerechtvaardigd is.

De AFM en De Nederlandse Thuiswinkel Organisatie hebben overeenstemming bereikt in verband met het opvragen en verkrijgen van de informatie met betrekking tot de financiële positie van de consument. Deze overeenstemming is neergelegd in een rapport van de AFM getiteld «Verantwoorde kredietverstrekking 2006», waarin de AFM onder andere verklaart dat zij een minimum heeft vastgesteld bij de invulling van de norm verantwoorde kredietverlening. In 2008 hebben de Nederlandse Vereniging van Banken, de Vereniging van Financieringsmaatschappijen in Nederland en de Nederlandse Thuiswinkel Organisatie aangepaste gedragscodes voor het verantwoord verstrekken van consumptief krediet vastgesteld, zodat aanbieders van consumentenkrediet beter in staat zullen zijn om overkreditering te voorkomen. De AFM ziet de normen uit deze gedragscodes als een minimale bescherming tegen onverantwoorde kredietverstrekking.

Indien grotere bedragen worden uitgeleend, zal meer (schriftelijke) informatie moeten worden opgevraagd door de aanbieder. Het is niet toegestaan een kredietovereenkomst met een consument aan te gaan waarvan de krediet som of kredietlimiet meer dan € 1000 bedraagt indien de aanbieder van het krediet niet beschikt over voldoende schriftelijke, of op een andere duurzame drager, vastgelegde informatie over de financiële positie van de consument om te kunnen beoordelen of het aangaan van de overeenkomst verantwoord is voor de consument.²²² De aldus verkregen informatie dient ten minste vijf jaar te worden bewaard vanaf het moment van het beëindigen van het contract. Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan recente salarisstroken of bankafschriften waarin de ontvangst van salaris en betaling van woonlasten is opgenomen. De op te vragen informatie is afhankelijk van de situatie en de bijzondere omstandigheden van de betreffende consument.

Daarnaast moet in het kader van het voorkomen van overkreditering de aanbieder die onder het bereik van de Wft valt, deelnemen aan een stelsel van kredietregistratie (op dit moment is alleen het Bureau Krediet Registratie als zodanig erkend).²²³ Een aanbieder van krediet in Nederland moet aan het Bureau Krediet Registratie alle nieuwe kredieten rapporteren alsmede wanbetalingen. Op grond van de Wft is een aanbieder van krediet verplicht om de kredietwaardigheid van consumenten na te gaan voordat een krediet wordt verstrekt van meer dan € 250.²²⁴

²²¹ Artikel 4:34 van de Wft.

²²² Artikel 113 van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.

²²³ Artikel 4:32 Wft.

²²⁴ Artikel 114 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.

Het verstrekken van informatie

Om de consument te beschermen dienen aanbieders van krediet niet alleen informatie in te winnen, maar ook te voldoen aan bepaalde informatieverplichtingen. Een van de informatieverplichtingen houdt in dat voordat een overeenkomst inzake consumentenkrediet wordt gesloten, informatie dient te worden verstrekt aan de consument voor zover deze informatie relevant is voor een adequate beoordeling van de overeenkomst.²²⁵ Deze informatie omvat in ieder geval: naam en adres, statutaire naam en handelsnaam, de aard van de dienstverlening, de interne klachtenprocedure, een vermelding dat de kredietverstrekker deelneemt aan het klachteninstituut financiële dienstverleners en het registratienummer bij de AFM. Ook gedurende de looptijd van de overeenkomst, zal de aanbieder van krediet de cliënt tijdig dienen te informeren over belangrijke wijzigingen in de eerder verstrekte informatie, zoals wijzigingen in het rentepercentage.

Daarnaast dient een aanbieder van krediet met een website een kredietprospectus te hebben op zijn website en zal hij op verzoek direct een kredietprospectus, zonder kosten in rekening te brengen, aan een consument ter beschikking stellen. Indien hij niet over een website beschikt, verstrekt de aanbieder van krediet kosteloos een kredietprospectus aan een consument voorafgaande aan de totstandkoming van de overeenkomst inzake krediet.

Het kredietprospectus bevat bepaalde informatie, zoals een beschrijving van de bij een kredietaanvraag te volgen procedure, een globale beschrijving van de criteria die ten grondslag liggen aan de beoordeling van de kredietwaardigheid van de consument, waarin ten minste twee representatieve voorbeelden van toepassing van die criteria zijn opgenomen, de vermelding dat de aanbieder van krediet deelneemt aan een stelsel van kredietregistratie, de naam en de plaats van de zetel van de instelling die dat stelsel in stand houdt en het doel en de werkwijze van dat stelsel, waaruit in ieder geval blijkt in welke gevallen gegevens betreffende de kredietwaardigheid van de consument door de aanbieder kunnen worden opgevraagd, en dat gegevens met betrekking tot een verleend krediet door de aanbieder worden verstrekt aan en worden geregistreerd door de instelling die dat stelsel in stand houdt.

Indien een kredietovereenkomst wordt gesloten per telefoon of internet, of op een andere wijze «op afstand», zijn aanvullende regels van toepassing. Dit betekent met name dat de eisen met betrekking tot informatieverstrekking uitgebreider zijn.²²⁶ De informatie die door de aanbieder wordt verstrekt moet feitelijk juist, duidelijk en niet misleidend zijn. Als de aanbieder van het krediet geen advies met betrekking tot het krediet verstrekt, moet de aanbieder dit bij aanvang van de werkzaamheden laten weten aan de consument.²²⁷

Ter bescherming van de cliënt is bepaald dat er een maximum is voor het effectieve kredietvergoedingspercentage per jaar dat in rekening mag worden gebracht, gebaseerd op de wettelijke rente vermeerderd met twaalf procentpunten.²²⁸

Tot slot is van belang dat aanbieders van consumentenkrediet zorg dienen te dragen voor een adequate behandeling van klachten. In dat verband dienen zij te beschikken over een interne klachtenprocedure en moet de aanbieder zijn aangesloten bij het klachteninstituut financiële dienstverleners.

²²⁵ Artikel 4:20 Wft.

²²⁶ Daarnaast kan een consument een overeenkomst op afstand zonder een boete verschuldigd te zijn en zonder opgave van redenen ontbinden gedurende veertien kalenderdagen vanaf de dag waarop die overeenkomst is aangegaan, dan wel binnen veertien dagen nadat de consument de informatie die de aanbieder van consumentenkrediet moet verstrekken, heeft ontvangen.

²²⁷ Artikel 4:23 Wft.

²²⁸ Dit is bepaald in de Wck en het Besluit Kredietvergoeding. Dit maximum omvat alle kosten, zoals personeelskosten, deurwaarderskosten etc.

Reclameregels

Met betrekking tot krediet bestaan een aantal specifieke regels waar reclame-uitingen aan moeten voldoen. Een reclame-uiting is iedere vorm van informatieverstrekking die dient ter aanprijzing van of een wervend karakter kent ter zake van een bepaalde financiële dienst of een financieel product. Een belangrijk voorbeeld hiervan betreft de verplichting om in reclame-uitingen in beginsel een waarschuwing op te nemen met betrekking tot de gevolgen die aan een krediet zijn verbonden.²²⁹ In reclame-uitingen op schrift, via internet en sms moet de volgende tekst worden opgenomen: «Let op! Geld lenen kost geld».

Daarnaast gelden voor reclames bepaalde andere informatieverplichtingen. Zo zal een aanbieder van krediet die reclame maakt voor met krediet aan te schaffen goederen of diensten, informatie moeten verstrekken over het effectief kredietvergoedingspercentage.

3.6.4 Wet op het consumentenkrediet

De inhoud van overeenkomsten inzake consumentenkrediet wordt gereguleerd door de Wck. Op basis van de Wck dient een overeenkomst inzake consumentenkrediet te worden aangegaan bij een door of namens alle partijen ondertekende onderhandse of notariële akte. De overeenkomst dient onder meer de volgende informatie te bevatten:

- (i) bij goederenkrediet: de contantprijs van elk van de zaken of diensten, met dien verstande dat bij doorlopend goederenkrediet slechts de contantprijs behoeft te worden vermeld van de zaken onderscheidenlijk diensten, waarvan bij het aangaan van de transactie bekend is dat aan de kredietnemer het genot daarvan wordt verschaft onderscheidenlijk dat zij worden verleend;
- (ii) het effectieve kredietvergoedingspercentage op jaarbasis, berekend op door de minister van Financiën aan te geven wijze;
- (iii) de betalingsregeling;
- (iv) de bedingen betreffende zekerheidsrechten van de kredietgever of de leverancier, met inbegrip van een afzonderlijke aanduiding van elke zaak waarop een zodanig recht rust en de geldende regeling betreffende overgang van eigendom;
- (v) de bevoegdheid van de kredietnemer tot volledige of gedeeltelijke vervroegde aflossing.

3.6.5 Lacunes en voorstellen

Een belangrijk gebied dat tot op heden niet door de Wft en de Wck wordt bestreken zijn de kredieten die binnen drie maanden moeten worden terugbetaald. Een van de gevolgen hiervan is dat de reclameregels zoals opgenomen in de Wft niet van toepassing zijn en daarnaast geldt er geen maximaal rentepercentage. Voorgesteld wordt om de krediettermijn waarvoor de kredietregels van toepassing zijn te verkorten.²³⁰ Dit is tevens van belang in het kader van de implementatie van de richtlijn voor consumentenkrediet.²³¹ Het wetsvoorstel ter implementatie van deze richtlijn is in juni 2009 ter consultatie voorgelegd aan marktpartijen, toezichthouders, brancheorganisaties en andere relevante partijen. Het wetsvoorstel zal per 11 juni 2010 in werking moeten treden. Na inwerking-treding van dit voorstel zullen ook de kredieten met een korte looptijd onder de Wft vallen, tenzij slechts onbetekenende kosten aan de consument in rekening worden gebracht. Bovendien zal een deel van de regels inzake consumentenkrediet in het BW worden neergelegd.

²²⁹ Artikel 53 lid 8 van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft in verband met artikel 2:1 van de Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.

²³⁰ Kamerstuk 24 515, nr. 119 en Aangangsel Handelingen nrs. 31, 32 en 33, vergaderjaar 2007–2008.

²³¹ Richtlijn 2008/48/EG van 23 april 2008 inzake kredietovereenkomsten voor consumenten en tot intrekking van richtlijn 87/102/EEG. Het is lidstaten niet toegestaan andere bepalingen te handhaven of in te voeren dan in de richtlijn vastgesteld, voor zover het door de richtlijn geharmoniseerde bepalingen betreft.

3.7 Institutionele beleggers; pensioenfondsen

3.7.1 Inleiding

Een institutionele belegger is een grote, professionele belegger – vaak een vennootschap – die zich beroepsmatig bezighoudt met het beleggen van het vermogen van investeerders. Dit vermogen is haar om uiteenlopende redenen toevertrouwd, afhankelijk van het bestaansdoel van de institutionele belegger. De institutionele belegger voldoet vervolgens met het door haar behaalde rendement haar financiële verplichtingen jegens de investeerders. Op de institutionele belegger rust de fiduciaire plicht om in het belang van de investeerders te handelen.

«Institutionele belegger» is een verzamelterm en er zijn dan ook verscheidene institutionele beleggers te onderscheiden. In het kader van dit onderzoek beperken wij ons tot de institutionele beleggers die zijn aangesloten bij Eumedion. Eumedion is de belangenorganisatie van institutionele beleggers, die hen ondersteunt bij het bevorderen en doorontwikkelen van een goede corporate governance structuur bij de vennootschappen waarin zij beleggen.²³² Corporate governance is erg belangrijk; het heeft invloed op de kwaliteit van de vennootschap en dus ook op de opbrengsten die de vennootschap genereert voor de aandeelhouders. Bovendien wordt ervan uitgegaan dat institutionele beleggers vanwege hun veelal grote aandelenpakketten uitermate geschikt zijn om invloed uit te oefenen op de corporate governance van vennootschappen.²³³

In de praktijk bestaat het merendeel van de institutionele beleggers die zich hebben aangesloten bij Eumedion uit pensioenfondsen. Daarom beperken wij ons in het kader van dit onderzoek tot deze groep institutionele beleggers.²³⁴

3.7.2 Pensioenfondsen

In Nederland vormt het pensioen een belangrijke inkomensbron voor ouderen die wordt beschouwd als arbeidsvoorwaarde die werkgever en werknemer samen overeenkomen. Om aan de pensioenverplichtingen te kunnen voldoen, rust op pensioenfondsen de belangrijke taak om de ontvangen premies te beleggen op een manier die een zo hoog mogelijk rendement oplevert bij een zo laag mogelijk risico. De bedoeling is dat met de op deze manier gegenereerde opbrengsten te allen tijde de pensioenverplichtingen kunnen worden nagekomen.

Juist omdat er zulke grote belangen op het spel staan is het belangrijk dat pensioenfondsen aan bepaalde financiële vereisten voldoen en een goede corporate governance structuur bij de ondernemingen waarin zij beleggen, stimuleren. Immers, «als de organisatie aan de top van een onderneming niet in orde is, dan is de beheersing van risico's in de operationele processen dat zeker ook niet.»²³⁵ Voor pensioenfondsen bestaat dan ook allerlei wet- en regelgeving die betrekking heeft op enerzijds hun rol als belegger op financiële markten en anderzijds hun rol als aandeelhouder in beursgenoteerde vennootschappen.

In dit hoofdstuk zal eerst het wettelijke en regelgevende kader voor pensioenfondsen als beleggers op financiële markten aan bod komen, waarna vervolgens aandacht zal worden besteed aan hun rol als aandeelhouder in beursgenoteerde vennootschappen.

²³² Zie voor meer informatie over Eumedion <www.eumedion.nl>.

²³³ *Kamerstukken II 2003–04*, 29 449, nr. 1, p. 14. Zie ook het voorwoord van Eumedion in haar Handboek Corporate Governance, editie 2008, <www.eumedion.nl>.

²³⁴ Eumedion verstaat onder institutionele beleggers pensioenfondsen, vermogensbeheerders, beheerders van beleggingsinstellingen en verzekeraars, met rechtspersoonlijkheid. De drie laatstgenoemden zijn echter aanzienlijk minder sterk vertegenwoordigd in Eumedion.

²³⁵ DNB, «Corporate governance», <www.dnb.nl/openboek/extern/id/nl/pf/40-142485.html>.

3.7.3 Pensioenfondsen en hun rol als belegger op financiële markten

Door middel van het rendement dat behaald kan worden op bepaalde beleggingen, kunnen pensioenfondsen hun pensioenen indexeren. Dit houdt in dat pensioenen worden aangepast aan onder meer inflatie en salarisontwikkeling. De pensioengerechtigde behoudt hierdoor zijn koopkracht. De afgelopen jaren hebben echter veelvuldig aangetoond dat beleggingen door pensioenfondsen niet zonder risico zijn. Koersdalingen en prijsfluctuaties zijn van invloed geweest op de solvabiliteit van pensioenfondsen en hadden tot gevolg dat de dekkinggraad van fondsen onder het toereikend niveau terecht kwam. De gevolgen van zogeheten onderdekking zijn voor rekening van de deelnemers. Middelen om de dekkinggraad weer op peil te krijgen zijn het tijdelijk niet indexeren van de pensioenen, het laten stijgen van de pensioenpremies, het verhogen van de pensioengerechtigde leeftijd, of een combinatie van deze middelen.

Bij het begrip «dekkinggraad» wordt onderscheid gemaakt tussen de nominale en de reële dekkinggraad. De reële dekkinggraad is de verhouding tussen het belegde vermogen en de geïndexeerde pensioenverplichtingen. De nominale dekkinggraad houdt daarentegen geen rekening met de toekomstige indexaties. Zij geeft alleen de verhouding weer tussen het belegde vermogen en de pensioenverplichtingen. De nominale dekkinggraad geeft daardoor een ander beeld van de financiële situatie van een pensioenfonds, aangezien er geen rekening wordt gehouden met prijsinflatie. Uit de reële dekkinggraad moet worden afgeleid of pensioenen geïndexeerd kunnen worden. De reële dekkinggraad ligt lager dan de nominale dekkinggraad. De tabel hieronder geeft weer hoe de nominale en reële dekkinggraad zich de afgelopen jaren hebben ontwikkeld.

De nominale en reële dekkinggraad van pensioenfondsen in de periode 2002–2008.¹

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nominale dekkinggraad markttrente (in %)	124	130	124	125	139	144	95
Reële dekkinggraad (in %)	na	97	93	93	102	108	71

¹DNB, Jaarverslag 2008, p. 98 en Jaarverslag 2006, p. 75.

Zoals uit bovenstaande tabel kan worden afgelezen, vindt er na 2007 een scherpe daling plaats van zowel de nominale dekkinggraad als de reële dekkinggraad. In 2008 vond een dusdanige verslechtering plaats – veroorzaakt door de gecombineerde daling van de rente en aandelenkoersen – dat een toenemend aantal fondsen niet aan de kritische dekkinggraad van 105% voldeed. Deze fondsen hebben een kortetermijnherstelplan moeten indienen bij DNB. In de tabel is ook af te lezen dat de pensioenfondsen al in de jaren voorafgaande aan 2007 te maken hadden met een zwakkere reële dekkinggraad. Dit was het gevolg van de beurskrach in 2002. De schade werd toen door de fondsen ingelopen middels premieverhoging en middels het (geheel of gedeeltelijk) achterwege laten van inflatiecompensatie.²³⁶ De pensioenpremies zijn in de periode 2002 tot en met 2006 meer dan verdubbeld en hebben als gevolg hiervan waarschijnlijk een deel van de beschikbare loonruimte ingenomen. Daarbij komt ook dat het steeds lastiger wordt om schade aan de dekkinggraad te repareren middels premieverhoging, gezien de omvang van de beleggingen.²³⁷ Daarom is risicobeheersing essentieel.

²³⁶ J. Frijns, C. Petersen (red.), Beleggen, Pensioen Bestuur & Management, Epse: Petersen Consult BV 2007, p. 33.

²³⁷ Ibid, p. 34–35.

Gelet op de slechte positie waarin veel pensioenfondsen door de huidige crisis verkeren, rijst automatisch de vraag: waarom beleggen pensioenfondsen überhaupt in risicovolle vermogenscategorieën?

Pensioenfondsen moeten zekere risico's nemen. Als zij geen beleggingsrisico zouden nemen, zou dit inhouden dat ofwel de pensioenpremie, ofwel de pensioenleeftijd zou moeten worden verhoogd. Risicobeleggingen zijn dan ook om tal van redenen aantrekkelijk voor pensioenfondsen. Ten eerste zijn ze in staat een hoger rendement op te leveren dan vastrentende beleggingen als obligaties. Ten tweede wordt veelal, doch niet steeds terecht, aangenomen dat de waarde van aandelen op de lange termijn meer in de pas loopt met de economische groei en de inflatie.²³⁸ Pensioenfondsen nemen deze ervaringsregels mee in het bepalen van hun beleggingsbeleid.

3.7.4 Traditionele vermogenscategorieën

Er is een aantal traditionele vermogenscategorieën waarin pensioenfondsen beleggen. Dit zijn onder meer obligaties, aandelen, onroerend goed en deposito's.²³⁹

Obligaties bieden een vaste rentevergoeding gedurende een bepaalde looptijd. Enerzijds brengt dit zekerheid met zich mee. Immers, het renterisico wordt tot zekere hoogte afgedekt. Anderzijds heeft dit tot gevolg dat, bijvoorbeeld in tijden van inflatie, het rendement op obligaties aanzienlijk achterblijft in vergelijking met het rendement op risicovollere beleggingen. Indien een pensioenfonds enkel zou beleggen in obligaties zou dit als gevolg hebben dat de pensioenen niet kunnen meegroeien met de prijs- of looninflaties (indexering).²⁴⁰

Obligaties zijn niet zonder meer risicoloos. Obligaties kennen een bepaald debiteurenrisico. Het is immers mogelijk dat een uitgevende instelling uiteindelijk niet aan zijn verplichtingen kan voldoen. De omvang van het risico is bij obligaties wel gemakkelijk te herkennen, althans daar werd voorheen van uitgegaan, doordat aan hen een rating wordt toegekend. Deze rating varieert van AAA (zeer laag debiteurenrisico) tot D (zeer hoog risico).²⁴¹ Een belegger kan dus van tevoren een taxatie maken van het risico dat hij zal lopen. Inmiddels is echter gebleken dat de ratings niet zonder meer betrouwbaar zijn. Een ander risico dat gepaard gaat met obligaties is het renterisico. Een obligatie heeft een vaste rente (couponrente). De marktrente kan echter fluctueren. Een fluctuerende marktrente heeft een schommeling van de waarde van obligaties tot gevolg: als de marktrente stijgt, daalt de waarde en als de marktrente daalt, stijgt de waarde. Kortom, op obligaties kan verlies worden geleden.

De pensioenfondsen spreiden daarom hun beleggingen. Enerzijds kunnen aandelen meer rendement opleveren dan obligaties, anderzijds dragen zij ook meer risico. Doordat een pensioenfonds economisch gezien eigenaarsbelang verkrijgt in de onderneming waarin het belegt, profiteert het in gunstige omstandigheden mee van de waardeverhoging van de aandelen, maar deelt het in slechte tijden mee in de verliezen (denk bijvoorbeeld aan faillissement van de onderneming).²⁴² Het antwoord op de vraag of een pensioenfonds te veel in aandelen belegt, is afhankelijk van een aantal factoren. Wanneer er nauwelijks risicopremie verwacht wordt voor de belegging in aandelen, neemt het fonds onnodig risico wanneer het in aandelen investeert. Bovendien speelt de specifieke situatie van een pensioenfonds een belangrijke rol. Zo zal een minder risicotolerant pensioenfonds zich moeten beperken in de aankoop van aandelen.²⁴³

²³⁸ L. Bovenberg, T. Nijman, G. Boender, «Pensioenfondsen ontkomt niet aan zekere risico's», Trouw, 10 februari 2009.

²³⁹ J. Kakes, D. Broeders (red.), «De houdbaarheid van het Nederlandse pensioenstelsel», DNB Occasional Studies, Vol.4/Nr. 6 (2006), p. 75.

²⁴⁰ Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen, «Volatiele dekkingsgraden», 11 maart 2009, <www.vbportal.nl/bibliotheekvb/grp4/Volatiele_dekkingsgraden.pdf>.

²⁴¹ Zie ook de websites van Standard & Poor's (www.standardandpoors.com), Moody's (www.moodys.com) en Fitch (www.fitchratings.com).

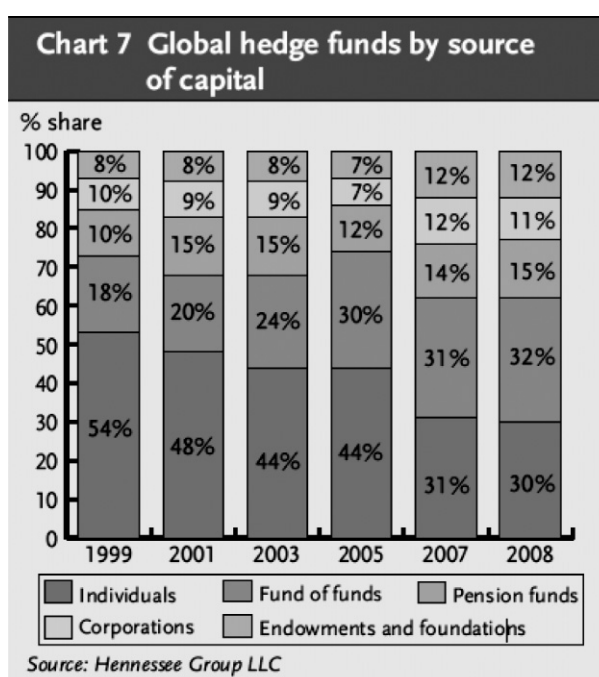
²⁴² Kakes & Broeders (red.), p. 75.

²⁴³ Zie voor een uitgebreidere studie: T.B.M. Steenkamp, M.M.J. Bauer, Beleggen pensioenfondsen te veel in aandelen, Short Notes 2005 - 011, <arno.uvt.nl/show.cgi?fid=55036>.

3.7.5 Alternatieve vermogenscategorieën

Pensioenfondsen beleggen ook in alternatieve beleggingscategorieën om betere diversificatie van hun portefeuille te bewerkstelligen.²⁴⁴ Door beleggingen zoveel mogelijk te spreiden, wordt in theorie immers het risico zo veel mogelijk beperkt. Alternatieve beleggingscategorieën onderscheiden zich van traditionele categorieën door het gebruik van innovatieve financiële producten en derivaten, illiquiditeit van onderliggende investeringen, een grotere afhankelijkheid van de vaardigheid van de manager en de afwezigheid van een benchmark.²⁴⁵ Typische alternatieve beleggingscategorieën zijn hedgefondsen en private equity. Zie voor uitgebreidere informatie over hedgefondsen en private equity hoofdstuk 4.1. Veel pensioenfondsen hebben een deel van hun vermogen geïnvesteerd in dit soort fondsen. Illustratief voor de investeringen van pensioenfondsen in hedgefondsen is de hiernavolgende afbeelding afkomstig uit het IFSL Research rapport.²⁴⁶

Wereldwijde hedgefondsen en hun categorieën investeerders.



Laten we nu kijken naar het ABP, een van de grootste pensioenfondsen ter wereld. Zoals blijkt uit onderstaande tabel heeft het ABP in toenemende mate geïnvesteerd in private equity en hedgefondsen (zie volgende pagina). In de tabel is te zien dat tegenover de stijging in zakelijke waarden een daling in de vastrentende waarden staat. Het ABP heeft ervoor gekozen om meer in private equity fondsen en hedgefondsen te beleggen, omdat daarvan een hoger rendement en risicovermindering op de totale portefeuille verwacht wordt.²⁴⁷ Er zijn echter nadelen verbonden aan het beleggen in alternatieve vermogenscategorieën. Beleggingen in private equity hebben een relatief hoog risico. Het rendement is moeilijk te taxeren en de belegging is illiquide. Hedgefondsen staan niet of nauwelijks onder toezicht. Vaak is het moeilijk een gedegen taxatie te maken van het te verwachten rendement en het risico door een gebrek aan transparantie.²⁴⁸

²⁴⁴ Kakes & Broeders (red.), p. 76.

²⁴⁵ Zie ook: International Organisation of Pension Supervisors (IOPS), «Good practices in risk management of alternative investments by pensions funds», p. 2 <www.dnb.nl/binaries/Good%20practices,%20IOPS,%204%20februari%202008_tcm46-170011.pdf>.

²⁴⁶ IFSL Research, «Hedge Funds 2009», p. 3, <www.ifsl.org.uk>.

²⁴⁷ Zie: <www.abp.nl> «Over ABP» > «Beleggingen» > «Beleggingsstrategie» > «Asset mix» > «Alternatieve beleggingen».

²⁴⁸ Kakes & Broeders (red.) 2006, p. 76.

De beleggingsportefeuille van ABP in de perioden 2004–2006 en 2007–2009.¹

	2004–2006	2007–2009
Zakelijke waarden		
Private Equity	4,0%	5,0%
Hedgefondsen	3,5%	5,0%
Overige	48,5%	50%
Totaal	56,0%	60,0%
Vastrentende waarden		
Prijsgoedgeïndexeerde obligaties	4,0%	7,0%
Overheidsobligaties	15,0%	10,0%
Bedrijfsobligaties	25,0%	23,0%
Totaal	44,0%	40,0%
Totaal zakelijke en vastrentende waarden	100%	100%

Zie: <www.abp.nl> «Over ABP» > «Beleggingen» > «Beleggingsstrategieën». «De strategische portefeuille is veranderd».

Voor zowel hedgefondsen als private equity geldt dat zij vrijwel altijd vrijgesteld zijn van de op traditionele beleggingsfondsen van toepassing zijnde wet- en regelgeving en transparantie-eisen, aangezien de doelgroep bestaat uit professionele beleggers. In dit gebrek aan transparantie schuilt enerzijds hun kracht. Immers, de concurrentie hoeft niet wijzer gemaakt te worden dan ze al is. Anderzijds maakt dit de fondsen ondoorzichtig voor de partijen die er in investeren, zoals pensioenfondsen.²⁴⁹

Het grote voordeel van hedgefondsen is dat op relatief korte termijn hoog rendement behaald kan worden onafhankelijk van marktontwikkelingen. Wanneer de obligatie- of aandelenmarkt een sterke daling vertoont, kunnen hedgefondsen hier juist mooi op inspelen door short te gaan op hun posities (short selling). Door aandelen te verkopen en vervolgens terug te kopen als de koers is gedaald, kan rendement behaald worden wanneer traditionele vermogenscategorieën normaalgesproken verlies lijden. Door te investeren in hedgefondsen kunnen pensioenfondsen zo hun afhankelijkheid van aandelenkoersen terugdringen.

Pensioenfondsen hebben in eerste instantie vanuit het oogpunt van risicospreiding besloten te investeren in hedgefondsen. Maar dat heeft in bepaalde gevallen niet tot het gewenste resultaat geleid, zoals blijkt uit de resultaten die het ABP de afgelopen jaren heeft behaald, zie onderstaande tabel.

Door ABP behaalde rendementen over private equity en hedgefondsen in de periode 2006–2009¹

	2006	2007	2008	2009 (eerste halfjaar)
Private equity	29,8%	29,4%	– 24,5%	– 2,4%
Hedgefondsen	9,5%*	14,4%	– 5,6%	5,6%

* Incl. overige beleggingen

¹ Zie: Kwartaalbericht ABP, vierde kwartaal 2006, p. 3, 18 januari 2007, Persbericht ABP, tweede halfjaar 2007, 16 januari 2008, p. 3, Persbericht ABP, vierde kwartaal 2008, 29 januari 2009, p. 3, Persbericht ABP, eerste halfjaar 2009, 15 juli 2009, p. 2.

²⁴⁹ Vereniging van bedrijfstakpensioenfondsen, «Position paper», 5 april 2007, p. 4, <www.vbportal.nl/bibliotheekvb/grp4/20070405_Private_equity_hedge_funds.pdf>.

Uit de tabel is af te lezen dat met name de beleggingen in private equity in 2008 erg te lijden hebben gehad onder de kredietcrisis. In het laatste kwartaal van 2008 daalde de dekkingsgraad van het ABP van 118% naar 90%. Dit was grotendeels (volgens het ABP voor bijna twee derde deel) te

wijten aan de dalende rente en voor het resterende deel aan een verlies op de beleggingsportefeuille.²⁵⁰ In de eerste helft van 2009 is er overigens weer een herstel te zien, hoewel ABP waarschuwt voor al te groot optimisme. De financiële markten zijn immers nog erg onrustig. Wel is de dekkingsgraad inmiddels gestegen van 90% naar 98%.²⁵¹

Het oorspronkelijke idee achter hedgefondsen – namelijk dat van een dekkingsfonds dat de beleggers beschermt tegen beurschommelingen²⁵² – is allicht veranderd. Het voornaamste streven van hedgefondsen is om een zo hoog mogelijk rendement te behalen. Hiervoor worden allerlei strategieën ingezet, zoals short selling. Dit kan onder omstandigheden tot tegenstrijdige resultaten leiden. Pensioenfondsen zijn immers beleggers op zeer lange termijn. Zij moeten hierbij hun pensioenverplichtingen in acht houden. Om de rechten van de begunstigten zoveel mogelijk te beschermen, houdt dit in dat zij hun beleggingsbeleid moeten laten congrueren met de looptijd en aard van hun verplichtingen.²⁵³ Bij short selling wordt vooruitgelopen op een mogelijke koersdaling.²⁵⁴ Wanneer veel partijen tegelijk short gaan op hun positie, kunnen zij hiermee gezamenlijk een koersdaling veroorzaken.²⁵⁵ Voor pensioenfondsen heeft dit uiteindelijk nadelige resultaten. Zij behalen weliswaar kortstondige winst via short selling door de hedgefondsen waar ze in geïnvesteerd hebben, maar lijden vervolgens verlies door de daling van de aandelenkoers, die in geval van faillissement van de beursgenoteerde vennootschap niet meer goed gemaakt kan worden. Bovendien heeft securities lending een dilemma op het gebied van corporate governance tot gevolg. Immers, bij het uitlenen van aandelen gaat het stemrecht voor bepaalde tijd over op de inlener (het hedgefonds). Het is mogelijk dat deze de stemrechten gebruikt op een wijze die niet overeenkomt met het beleid van het pensioenfonds.²⁵⁶

3.7.6 Huidige situatie

Na een zeer slechte periode (tweede helft 2008, begin 2009) is thans een opwaartse verandering zichtbaar in de financiële positie van pensioenfondsen, die heeft geresulteerd in een gemiddelde nominale dekkingsgraad van 109% aan het eind van 2009.²⁵⁷ De pensioensector lijkt zich – zeer geleidelijk – te herstellen. De recente, slechte financiële positie van pensioenfondsen is grotendeels te wijten aan een combinatie van twee factoren. Enerzijds zijn de aandelenkoersen de afgelopen periode sterk gedaald waardoor fondsen hun uitgezette kapitaal zagen slinken en anderzijds begon de kapitaalmarktrente scherp te dalen waardoor de pensioenverplichtingen omhoog gingen.

Dit laatste werkt als volgt. Stel: een pensioenfonds moet over 10 jaar € 100 000 uitkeren aan een pensioengerechtigde. Aangezien er jaarlijks rendement wordt geboekt, hoeft het pensioenfonds dat bedrag niet nu al in kas te hebben. Het is de bedoeling dat de inleg en het daarover behaalde rendement over 10 jaar tezamen € 100 000 bedragen.

Ten tijde van de Pensioen- en spaarfondsenwet was er sprake van een vaste rekenrente van 4% aan de hand waarvan werd gekeken of aan de toekomstige verplichtingen kon worden voldaan. Bij een rekenrente van 4% zou de inleg € 67 556 moeten zijn, om na 10 jaar € 100 000 beschikbaar te hebben.²⁵⁸

De vaste rekenrente is echter sinds 2007 losgelaten en heeft plaatsgemaakt voor de actuele marktrente (swaprente). Wanneer deze rente daalt,

²⁵⁰ Persbericht ABP, vierde kwartaal 2008, 29 januari 2009, p. 1–2.

²⁵¹ Persbericht ABP, eerste halfjaar 2009, 15 juli 2009, p. 1.

²⁵² Zie bijvoorbeeld: BKCP, «Aard en risico van de financiële instrumenten», <www.brabant-bank.be/bkcp/nl/banken/producten/bkcp-mifid/pdf/mifid-risk-nl.pdf>.

²⁵³ Hier wordt in de paragraaf over wet- en regelgeving uitgebreider op teruggekomen.

²⁵⁴ Zie voor een uitgebreidere beschrijving van short selling de bijlagen.

²⁵⁵ In dergelijke gevallen kan mogelijk sprake zijn van marktmanipulatie. Zie: Eumedion, «Position paper over securities lending», 9 oktober 2008 <www.eumedion.nl/page/downloads/Position_paper_Securities_Lending.pdf>.

²⁵⁶ Eumedion, Handboek Corporate Governance, Editie 2008, p. 17.

²⁵⁷ DNB, Statistisch Bulletin, december 2009, p. 112 (www.dnb.nl).

²⁵⁸ Uitgaande van 4% rente is de berekening als volgt: $100\,000 / (1,0410)$.

heeft dat als gevolg dat er meer geld in kas moet zijn om over 10 jaar alsnog € 100 000 te kunnen betalen aan de pensioengerechtigde. Bij een rente van 3,57% (ultimo 2008 bedroeg de kapitaalmarktrente 3,57%, zie ABP's Herstelplan, p. 7²⁵⁹) zou de inleg € 70 414 moeten zijn, om na 10 jaar € 100 000 beschikbaar te hebben.²⁶⁰ Een verandering van de rente is dus van invloed op de omvang van de verplichtingen en dientengevolge op de dekkingsgraad van een fonds.²⁶¹ Een daling van de rente drukt de dekkingsgraad omlaag; een stijging van de rente zou daarentegen het tegenovergestelde effect hebben.

De vaste rekenrente verbloemde lange tijd de verslechterde situatie van de pensioenfondsen. Met de inwerkingtreding van de Pensioenwet (PW) en het Financieel Toetsingskader (FTK) is een einde gekomen aan deze maskering. Doordat pensioenfondsen echter met hun neus op de feiten werden gedrukt, zagen zij zich genoodzaakt meer te investeren in risicovollere – korte termijn – beleggingen, omdat van deze verwacht wordt dat zij meer rendement opleveren. Immers, niet langer was alleen een lange termijn beleid geschikt om te kunnen voldoen aan het totaal van verplichtingen. Juist bij pensioenfondsen is deze afweging tussen korte en lange termijnbelangen erg complex, aangezien korte termijn activiteiten deels negatieve resultaten opleveren op de lange termijn.²⁶²

3.7.7 Wet- en regelgeving

Het beleggingsbeleid van pensioenfondsen wordt gereguleerd door Nederlandse en Europese wet- en regelgeving. In de periode 2000 tot 2007 heeft deze een ingrijpende ontwikkeling doorgemaakt. In de navolgende paragrafen zal op chronologische wijze de ontwikkeling van het recht besproken worden. Achtereenvolgens komen aan bod de Pensioen- en spaarfondsenwet (oud), Richtlijn 2003/41/EG, Pensioen- en spaarfondsenwet (nieuw) en de Pensioenwet.

Pensioen- en spaarfondsenwet (vóór implementatie van Richtlijn 2003/41/EG)

De Pensioen- en spaarfondsenwet (PSW) verplichtte pensioenfondsen om op «solide wijze» te beleggen.²⁶³ Dat hield in ieder geval in dat de bezittingen en de verwachte inkomsten van een fonds gezamenlijk de pensioenverplichtingen moesten kunnen dekken.²⁶⁴ Wat precies verstaan diende te worden onder «op solide wijze» beleggen verschilde van fonds tot fonds. Het beleggingsgedrag diende beschouwd te worden aan de hand van de financiële, actuariële en bedrijfstechnische kenmerken van het fonds, de financiële toestand van het fonds en de aard van de aangegane verplichtingen.²⁶⁵ Zo kon een risicovolle belegging door een solvabel fonds «solider» zijn dan een minder risicovolle belegging door een minder solvabel fonds.

Het uitgangspunt van de PSW was dat pensioenverplichtingen werden herverzekerd of overgedragen. In de wet werd dan ook onderscheid gemaakt tussen pensioenfondsen die hun pensioenverplichtingen herverzekerden bij of overdroegen aan een verzekeraar en pensioenfondsen die hun pensioenverplichtingen (deels) zelf beheerden.²⁶⁶ Slechts indien voldaan werd aan bepaalde strengere eisen was een fonds niet verplicht tot herverzekering of overdracht en was zij bevoegd zelf haar verplichtingen te beheren. Zo was dit type pensioenfonds verplicht te werken volgens een actuariële en bedrijfstechnische nota over het door hem te voeren beleid. Hierin moesten de financiële opzet en grondslagen van het beleid gemotiveerd omschreven worden. Alleen als de Pensioen-

²⁵⁹ Zie www.abp.nl/abp/images/Herstelplan_9-7-09_tcm108-89595.pdf.

²⁶⁰ Uitgaande van 3,57% rente is de berekening als volgt: 100 000/(10 35710).

²⁶¹ De val van de rente is overigens niet de enige factor die verantwoordelijk is voor de daling van de dekkingsgraad. Reserves van pensioenfondsen zijn door de beurskrach aanzienlijk in omvang afgenomen. Over de eerste helft van 2008 daalde de dekkingsgraad van het ABP met 7,8%-punten naar 132%. Het negatief beleggingsrendement (- 5,1%-punten) was in die periode de voornaamste factor voor de daling van de dekkingsgraad. In het daarop volgende halfjaar was echter de dalende rente doorslaggevend. De dekkingsgraad zakte toen naar 90%. Zie Persbericht ABP, eerste halfjaar 2008 en Persbericht ABP, vierde kwartaal 2008, www.abp.nl.

²⁶² G. Boender, S. van Hoogdalem, J. van Londen, «Het managen van lange en korte termijn risico's», 11 november 2008, www.netspar.nl, p. 1-3.

²⁶³ Artikel 14 PSW.

²⁶⁴ Artikel 13 PSW.

²⁶⁵ PricewaterhouseCoopers (red.), *Pensioenfondsen: Verslaggeving en Toezicht*, Deventer: Kluwer 1999, p. 62.

²⁶⁶ Artikelen 9 en 10 Pensioen- en Spaarfondsenwet.

& Verzekeringskamer (PVK) en later de Nederlandsche Bank²⁶⁷ geen bedenkingen (meer) had over deze nota, was een pensioenfonds bevoegd om niet over te gaan tot herverzekering of overdracht. Voor beide typen pensioenfondsen gold dat ze jaarlijks een door een registeraccountant gecontroleerd verslag, met daarin een volledig beeld van de financiële toestand van het fonds, aan de PVK moesten overleggen. Hieruit moest blijken of aan het bij of krachtens de wet bepaalde was voldaan.²⁶⁸ Voor de niet volledig herverzekerde pensioenfondsen werd als extra voorwaarde gesteld dat uit het verslag tevens moest blijken dat de belangen van de (gewezen) deelnemers en overige belanghebbenden voldoende gewaarborgd konden worden geacht. Bovendien rustte op deze fondsen de wettelijke verplichting om minstens eens in de vijf jaar een door een actuaaris samengestelde wetenschappelijk balans en verlies- en winstrekening en een actuair verslag betreffende het fonds aan de PVK te overleggen.

De actuaaris moest bij zijn beoordeling van de financiële opzet en situatie van het fonds de Nota Actuariële Principes Pensioenfondsen in acht houden. Onder actuariële principes worden de voorschriften verstaan waaraan pensioenfondsen (en levensverzekeraars) moesten voldoen, om ervoor te zorgen dat hun financiële opzet en met name hun technische voorzieningen gewaarborgd waren.²⁶⁹ In deze nota gaf de PVK aan hoe zij betreffende wettelijke bepalingen interpreteerde en dus welk toezichtsbeleid zij hanteerde. Hoewel de nota geen formeel bindende werking had, waren pensioenfondsen er bij hun handelen wel indirect aan gebonden. De nota verklaarde immers hoe de toezichthouder de wet interpreteerde en een pensioenfonds diende aanwijzingen van de PVK in acht te nemen.²⁷⁰

Concreet betekende dit dus dat de zelfbeherende pensioenfondsen bij hun beleggingsbeleid de voorschriften van de Nota Actuariële Principes Pensioenfondsen dienden na te leven. Het opvallendst aan de Principes was de ondergrens die werd gesteld aan de voorzieningen voor pensioenverplichtingen. Hierbij werd een vaste rekenrente gehanteerd van maximaal 4%.²⁷¹ Een vaste rekenrente kan aanzienlijke discrepantie vertonen met de nominale en de reële rente. Afhankelijk van het lager of hoger zijn van de vaste rekenrente ten opzichte van de nominale en reële rente, worden de pensioenverplichtingen – bij hantering van de vaste rekenrente – onderschat respectievelijk overschat.²⁷² Een niet-marktconforme rekenrente kan op deze manier leiden tot bittere verrassingen. Immers, doordat de vaste rekenrente is vervangen door de variabele marktrente (swaprente) zijn pensioenfondsen erg gevoelig geworden voor grote bewegingen op de financiële markten. Wanneer de rente daalt, moet er plotseling meer geld in kas zijn om aan de pensioenverplichtingen te kunnen voldoen. De variabele rente is dus van invloed op de waarde van de pensioenverplichtingen en daarmee direct van invloed op de dekkingsgraad. Toen er nog gewerkt werd met een vaste rekenrente, was de turbulentie in de markt niet van directe invloed op de verplichtingen.

DNB vindt de discontering tegen de actuele marktrente essentieel om een goed beeld te vormen van de werkelijke financiële positie van pensioenfondsen en de risico's die zich ophouden in hun balans.²⁷³

Europese wet- en regelgeving

De Europese pensioenfondsenrichtlijn²⁷⁴ vormde op Europees niveau de eerste stap in de harmonisatie van de markt voor pensioenfondsen in de verschillende EU-lidstaten en diende voor 23 september 2005 in de

²⁶⁷ In 2004 fuseerden de PVK en DNB en gingen samen verder onder de naam de Nederlandsche Bank.

²⁶⁸ Artikel 10 lid 3 en 11 lid 1 PSW.

²⁶⁹ Zie ook <www.dnb.nl>.

²⁷⁰ Artikel 10 lid 4 PSW.

²⁷¹ § 3.1 Actuariële Principes Pensioenfondsen.

²⁷² Zie ook: CPB, *Centraal economisch plan 2005*, p. 111, www.cpb.nl.

²⁷³ DNB, Speech directeur Kellermann «Meer aandacht voor prudentie», 23 april 2009, <www.dnb.nl>.

²⁷⁴ Richtlijn nr. 2003/41/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 3 juni 2003 betreffende de werkzaamheden van en het toezicht op instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening (PbEG L 235/10).

nationale wetgeving van de lidstaten geïmplementeerd te zijn. Uiteindelijk deed de richtlijn op 8 februari 2006 haar intrede in de Pensioen- en spaarfondsenwet via de Wet implementatie richtlijn pensioeninstellingen. Het uitgangspunt van de richtlijn is beleggingsvrijheid voor pensioenfondsen. Enige nuancering is hier op zijn plaats. Zo mogen de lidstaten beleggingsbesluiten van pensioenfondsen niet afhankelijk stellen van voorafgaande goedkeuring of systematische kennisgeving.²⁷⁵ Maar lidstaten mogen wel nadere voorschriften vaststellen, waaronder investeringsbeperkingen, zolang deze vanuit prudentieel oogpunt gerechtvaardigd zijn.²⁷⁶

De richtlijn onderschrijft de prudent person-regel, die inhoudt dat pensioenfondsen verstandig (prudent) moeten beleggen. De prudent person-regel verschilt niet wezenlijk van de in de Pensioen- en spaarfondsenwet gehanteerde soliditeitseis.²⁷⁷ In de richtlijn wordt aan het begrip echter verder vorm gegeven aan de hand van een reeks voorschriften. Zo houdt de prudent person-regel concreet in dat een pensioenfonds een beleggingsbeleid dient te voeren dat is toegespitst op zijn deelnemersstructuur.²⁷⁸ De bescherming van de rechten van deelnemers en pensioengerechtigden staat hierbij voorop. Voor een pensioenfonds houdt dit concreet in dat het het meest veilige en doelmatige beleggingsbeleid zal moeten toepassen en prudent moet handelen. Voorschriften die de richtlijn hiervoor geeft zijn:

- 1) beleggingen geschieden uitsluitend in het belang van de deelnemers en pensioengerechtigden (het zogenaamde loyaliteitsbeginsel);
- 2) bij de belegging van activa staat de waarborging van veiligheid, kwaliteit, liquiditeit en rendement van de portefeuille in zijn geheel voorop;
- 3) er wordt in hoofdzaak op gereguleerde markten belegd. Beleggingen op niet-gereguleerde markten worden tot een prudent niveau beperkt;
- 4) beleggingen in derivaten zijn in zekere mate toegestaan, voor zover ze het beleggingsrisico verminderen of een doeltreffend portefeuillebeheer makkelijker maken;
- 5) activa dienen behoorlijk gediversificeerd te worden, opdat bovenmatige risicoconcentratie voorkomen wordt; en
- 6) hoogstens 5% van de portefeuille als geheel mag belegd worden in de bijdragende onderneming, hoogstens 10% in een onderneming die tot eenzelfde groep behoort als de bijdragende onderneming en wanneer er sprake is van een bijdragende groep ondernemingen geschieden beleggingen prudent en met oog voor noodzakelijke diversificatie.²⁷⁹

Samengevat komt prudent beleggingsbeleid op het volgende neer:

- Het belang van de deelnemers (begunstigden) dient bij het beleggen van de activa altijd voorop te staan;
- De veiligheid, kwaliteit, liquiditeit en rendement van de portefeuille in zijn geheel dienen te zijn gewaarborgd. Risicospreiding is derhalve belangrijk. Het risico- en rendementsprofiel van de gehele portefeuille moet steeds zijn afgestemd op de verplichtingen van een pensioenfonds;
- Vermogensbeheer dient deskundig te geschieden.²⁸⁰

De richtlijn benadrukt dat pensioenfondsen een zeer lange beleggingshorizon hebben en lage liquiditeitsrisico's kennen, waardoor zij zich in een goede positie bevinden om – binnen prudentiële grenzen – in niet-liquide activa en risicokapitaalmarkten te beleggen. Bovendien biedt internationale diversificatie ook mogelijkheden voor beleggingen.²⁸¹ Dit

²⁷⁵ Artikel 18 lid 4 Richtlijn 2003/41/EG.

²⁷⁶ Artikel 18 lid 5 Richtlijn 2003/41/EG.

²⁷⁷ Maatman 2004, paragraaf 7.5.

²⁷⁸ Preambule 31 Richtlijn 2003/41/EG.

²⁷⁹ Artikel 18 lid 1 Richtlijn 2003/41/EG.

²⁸⁰ Zie ook: OPF Stichting voor Ondernemingspensioenfondsen, «Rapport De gearriveerde toekomst; Nederlandse pensioenfondsen en de praktijk van verantwoord beleggen», 14 november 2007, <www.opf.nl>.

²⁸¹ Preambule 33 Richtlijn 2003/41/EG.

²⁸⁰ Artikelen 15, 16 en 17 Richtlijn 2003/41/EG. Voor de berekening van het minimumbedrag van de aanvullende activa, op basis waarvan vervolgens het voorgeschreven eigen vermogen kan worden berekend, verwijst de richtlijn naar de artikelen 27 en 28 van Richtlijn 2002/83/EG (betreffende levensverzekering). Een van de methoden die de richtlijn geeft om de solvabiliteitsmarge te berekenen, komt vereenvoudigd en toegepast op pensioenfondsen op het volgende neer (artikel 27 lid 2). Het eigen vermogen van een pensioenfonds bestaat uit het vermogen dat niet dient ter dekking van de voorzienbare pensioenverplichtingen, met inbegrip van: het gestorte maatschappelijk kapitaal (a), de (wettelijke of vrije) reserves die niet tegenover verplichtingen staan (b), overgebrachte winst (of verlies) na aftrek van de uit te keren dividenden (c), en de op de balans opgenomen winstreserves wanneer deze kunnen worden gebruikt tot dekking van eventuele verliezen en niet bedoeld zijn voor uitkering aan de pensioengerechtigden (d). Het eigen vermogen wordt verminderd met het bedrag van de eigen aandelen die rechtstreeks door een pensioenfonds worden gehouden. De richtlijn biedt vervolgens verschillende methoden om de vereiste solvabiliteitsmarge te berekenen, al naar gelang het type verzekering waar men mee te maken heeft. Toegepast op pensioenfondsen, is het vereist eigen vermogen gelijk aan de som van: voor zover het pensioenfonds een beleggingsrisico draagt, een component van 4% van de technische voorzieningen (a), voorzover het pensioenfonds geen beleggingsrisico draagt, maar het bedrag ter dekking van de operationele risico's vastligt voor een periode langer dan vijf jaar, een component van 1% van de technische voorzieningen (b) en voorzover het pensioenfonds geen beleggingsrisico draagt, maar het bedrag ter dekking van de operationele risico's vastligt voor een periode van vijf jaar of korter, een bedrag gelijk aan 25% van de netto beheerskosten uitgaande van de verrichtingen in het voorgaande boekjaar (c). De technische voorzieningen worden berekend aan de hand van de volgende formule: een component van 4% van de wiskundige voorzieningen (totaal van de verplichtingen van een pensioenfonds, inclusief de overdrachten uit hoofde van herverzekering) wordt vermenigvuldigd met het getal dat de verhouding weergeeft tussen de wiskundige voorzieningen (onder aftrek van de overdrachten uit hoofde van herverzekering) en het bruto-bedrag van de wiskundige voorzieningen. Dit verhoudingsgetal mag niet onder 85% uitkomen.

²⁸¹ Artikel 17 Richtlijn 2003/41/EG.

²⁸² Artikel 9a lid 3 PSW.

²⁸³ Hoofdstuk 6 Pensioenwet.

²⁸⁴ Artikel 135 Pensioenwet en artikel 18 Richtlijn 2003/41/EG.

²⁸⁵ Artikel 21 Besluit FTK.

soort beleggingen moet dan ook niet om prudentiële redenen worden beperkt. Bovendien behelst de richtlijn voorschriften omtrent de omvang van het eigen vermogen en de financiering van de technische voorzieningen.²⁸⁰ Zo staat vastgelegd dat een pensioenfonds permanent, bij wijze van buffer, aanvullende activa dient aan te houden naast de technische voorzieningen. Deze buffer fungeert als veiligheidskapitaal om de verschillen tussen de verwachte en daadwerkelijke winsten en uitgaven te kunnen compenseren.²⁸¹

Pensioen- en spaarfondsenwet

De richtlijn werd via de Wet implementatie richtlijn pensioeninstellingen geëffectueerd in de Pensioen- en spaarfondsenwet. De voorschriften die minimaal geïmplementeerd moesten worden, kregen nu vorm. Zo deed onder meer het vereist eigen vermogen zijn intrede in de Nederlandse wetgeving.²⁸² Kort na wijziging van de Pensioen- en Spaarfondsenwet trad echter de Pensioenwet in werking, waarin de inhoud van de richtlijn volledig werd overgenomen.

Pensioenwet

Op 1 januari 2007 is de Pensioenwet in werking getreden. Deze is in de plaats getreden van de Pensioen- en spaarfondsenwet. In de Pensioenwet hebben de bepalingen uit de Pensioenfondsenrichtlijn definitief vorm gekregen. Bovendien behelst de Pensioenwet de hoofdlijnen van het Financieel Toetsingskader, dat voorschriften bevat waaraan een pensioenfonds dient te voldoen om te kunnen waarborgen dat het zijn pensioenverplichtingen ook daadwerkelijk kan nakomen.²⁸³ Het FTK kan beschouwd worden als de vervanging van de Actuariële Principes Pensioenfondsen, alleen is het FTK uitgebreider en strenger.

In de Pensioenwet overheerst de regel dat pensioenfondsen vrij zijn in hun beleggingsbeleid. In tegenstelling tot de Pensioen- en spaarfondsenwet, waarbij herverzekering of overdracht van de pensioenverplichtingen het uitgangspunt was, is herverzekering nu eerder uitzondering dan regel. Enerzijds hebben fondsen meer vrijheid dan voorheen, anderzijds is deze vrijheid ingeperkt met wet- en regelgeving om de financiële houdbaarheid van het pensioenstelsel te waarborgen. Nieuw is dat beleggingen worden gewaardeerd op basis van marktwaardering. Hiermee heeft de wetgever de vaste rekenrente van 4% losgelaten. In de Pensioenwet staat vastgelegd dat een pensioenfonds een beleggingsbeleid voert dat in overeenstemming is met de prudent person-regel, zoals al eerder werd bepaald in de Pensioenfondsenrichtlijn.²⁸⁴ In het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen (hierna: Besluit FTK) wordt bepaald dat een pensioenfonds een beleid voert dat is gericht is op het duurzaam beheersen van al dan niet financiële risico's.²⁸⁵

De belangrijkste kenmerken van het FTK zijn:

- (1) De pensioenverplichtingen worden niet langer gewaardeerd tegen een vaste rekenrente van 4%, maar tegen de actuele marktrente. Deze waardering vindt plaats op grond van de nominale of reële marktrente, afhankelijk van de indexatieambitie van een pensioenfonds.
- (2) De invoering van de solvabiliteitstoets. De dekkingsgraad dient een bepaalde omvang te hebben. Afhankelijk van de eventuele tekortkoming in de dekking, moet een fonds een lange- of kortetermijnherstelplan opstellen.
- (3) De mogelijkheid dat de dekkingsgraad binnen één jaar onder de 100% komt, moet met een zekerheid van 97,5% worden voorkomen. Met andere woorden: de kans dat dit wel voorkomt, moet beperkt blijven tot maximaal 2,5%.

Een pensioenfonds moet toereikende technische voorzieningen vaststellen met betrekking tot zijn geheel van pensioenverplichtingen. De technische voorzieningen moeten dus de opgebouwde rechten volledig dekken. Om beleggingsrisico's op te kunnen vangen, moet een pensioenfonds over voldoende eigen vermogen beschikken. Dit fungeert als buffer. Het eigen vermogen van een pensioenfonds bestaat uit een vereist eigen vermogen, met als ondergrens een minimaal vereist eigen vermogen.

Het vereiste eigen vermogen dient van dermate omvang te zijn dat met een zekerheid van 97,5%, rekening houdend met de aanwezige risico's, voorkomen wordt dat een fonds binnen één jaar over minder vermogen beschikt dan de hoogte van de technische voorzieningen.²⁸⁶ Om dit te kunnen realiseren dient een eigen vermogen van 30% te worden aangehouden. De dekkingsgraad bedraagt dan 130.²⁸⁷

Een pensioenfonds moet bij de berekening van het vereist eigen vermogen bepaalde risicofactoren in acht nemen, zoals renterisico's, kredietrisico's en liquiditeitsrisico's.²⁸⁸ De inhoud en samenhang van deze risicofactoren is uitgewerkt in door DNB ontwikkelde modellen. Er is een standaardmodel, maar pensioenfondsen kunnen ook een vereenvoudigd model of een intern risicomodel hanteren, mits zij daarvoor toestemming hebben van DNB.

Indien een pensioenfonds niet voldoet aan de eis van het eigen vermogen, is er sprake van een reservetekort. Het moet in deze situatie een lange-termijnherstelplan indienen bij de toezichthouder (DNB), waarin het fonds heeft uitgewerkt hoe het uiterlijk binnen 15 jaar zijn vereist eigen vermogen weer op peil heeft.²⁸⁹

Het minimaal vereist eigen vermogen vormt de ondergrens van het eigen vermogen en bedraagt tenminste 5% (dekkingsgraad: 105).²⁹⁰ Indien het eigen vermogen van een pensioenfonds hieronder duikt, is er sprake van een dekkingstekort. In dit geval is een fonds verplicht binnen twee maanden een korte-termijnherstelplan in te dienen bij de toezichthouder, waarin het uiteenzet hoe het binnen drie jaar weer aan het minimaal vereist eigen vermogen gaat voldoen.²⁹¹

De afgelopen periode zijn veel pensioenfondsen onder de grens van het minimaal vereist eigen vermogen geraakt. Hoewel normaalgesproken binnen twee maanden een herstelplan moeten worden ingediend, werd ditmaal aan vrijwel alle pensioenfondsen tot 1 april 2009 de gelegenheid geboden om een plan op te stellen. De reden hiervoor was dat door de grote volatiliteit op de financiële markten en de gebrekkige liquiditeit op verscheidene deelmarkten waarin pensioenfondsen kapitaal hebben uitstaan, het voor pensioenfondsen bijzonder lastig was om te bepalen welke maatregelen nodig waren. Voorkomen moest worden dat overhaaste beslissingen genomen zouden worden, die op de lange termijn wel eens een negatief effect zouden kunnen hebben.²⁹² De hersteltermijn is overigens incidenteel verruimd van drie jaar naar vijf jaar.²⁹³

Het Besluit FTK behelst verdere regels met betrekking tot bestuur van pensioenfondsen en het te voeren beleggingsbeleid. In het kader van beheerste en integere bedrijfsvoering moet een pensioenfonds een beleid voeren dat gericht is op de duurzame beheersing van al dan niet financiële risico's. Dit beleid moet de soliditeit van het fonds waarborgen.²⁹⁴ Ook in het kader van de Pensioenwet is een pensioenfonds verplicht een actuariële en bedrijfstechnische nota op te stellen die

²⁸⁶ Artikel 132 Pensioenwet.

²⁸⁷ Nota Hoofdpijnen FTK, kamerstukken II, 2003–04, 28 294, nr. 4, p. 8.

²⁸⁸ Art. 12 Besluit FTK.

²⁸⁹ Artikel 138 Pensioenwet.

²⁹⁰ Artikel 131 Pensioenwet en Nota Hoofdpijnen FTK, kamerstukken II, 2003–04, 28 294, nr. 4, p. 9.

²⁹¹ Artikel 140 Pensioenwet.

²⁹² DNB, *Jaarverslag 2008*, p. 96–97.

²⁹³ Het ABP heeft eind maart 2009 een korte-termijnherstelplan ingediend bij DNB. Dit plan is goedgekeurd door DNB. Op <www.abp.nl> is het gehele plan na te lezen.

²⁹⁴ Artikelen 18 en 21 Besluit FTK.

moet worden beoordeeld door DNB. Deze nota behelst een verklaring inzake beleggingsbeginselen, waaronder men verstaat de toegepaste wegingsmethoden voor beleggingsrisico's, de strategische allocatie van activa in het licht van de looptijd en aard van de verplichtingen en de risicobeheerprocedures.²⁹⁵

Het Besluit FTK stelt nadere voorschriften ten aanzien van deze nota. Een van de verplichte onderdelen van deze nota is een beschrijving van de financiële opzet van het pensioenfonds.²⁹⁶ Hierin dient onder meer uiteen te worden gezet op welke wijze het fonds voldoet aan de vereisten die de Pensioenwet stelt aan het beleggingsbeleid.²⁹⁷ Enkele verplichte onderdelen van de beschrijving van het beleggingsbeleid zijn de beschrijving van het strategische beleggingsbeleid (waarin zijn opgenomen de beleggingsdoelstelling van het fonds en de samenstelling van de beoogde beleggingsportefeuille) en de wijze van risicotoemeting en -beheersing.²⁹⁸ DNB moet op basis van de actuariële en bedrijfstechnische nota tot een oordeel komen of is voldaan aan de regels die de Pensioenwet stelt in haar Financieel toetsingskader.²⁹⁹ Als DNB van oordeel is dat er een noodzaak bestaat tot ingrijpen, kan zij een pensioenfonds dwingen over te gaan tot herverzekering van de pensioenverplichtingen.³⁰⁰

Pensioenwet en Principes voor Goed Pensioenfondsbestuur (Pension Fund Governance) (PFG)

Behalve dat het belangrijk is dat pensioenfondsen een goede corporate governance structuur stimuleren bij de vennootschappen waarin zij beleggen, is het voor pensioenfondsen belangrijk om zelf ook een goede governance te hebben. In aanvulling op het wettelijke kader, is er een code specifiek voor pensioenfondsen opgesteld: Principes voor Goed Pensioenfondsbestuur (Pension Fund Governance). Eind 2005 werden deze principes door de Stichting van de Arbeid uitgebracht.³⁰¹ De uitgangspunten van PFG zijn vervolgens verankerd in de Pensioenwet.³⁰²

De PFG verplicht pensioenfondsen hun activiteiten te beperken tot het uitvoeren van pensioenregelingen. De werkzaamheden die zij verrichten moeten daar rechtstreeks mee verband houden.³⁰³ De eis wordt gesteld dat het pensioenfonds uitsluitend mag handelen ten behoeve van alle belanghebbenden van het fonds. Het bestuur moet hierop toezien en moet de belangen van de begunstigden op zorgvuldige en evenwichtige wijze tegen elkaar afwegen.³⁰⁴ De principes van PFG behelzen geen strak omlind kader voor het pensioenfondsbestuur. Dit wordt eens te meer duidelijk door de woorden van de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid destijds: «Ondanks de keuze voor wettelijke verankering van de principes voor pension fund governance heeft het kabinet in de aanpak voor de ontwikkeling van de governanceprincipes bewust gekozen voor zelfregulering. [...] De belangrijkste overweging was het streven naar optimale ruimte voor maatwerk. Elke pensioenuitvoerder moet alle principes naleven, de wijze waarop de pensioenuitvoerder daar invulling aan wil geven staat vrij.»³⁰⁵ Het voornaamste uitgangspunt waar pensioenfondsen zich aan moeten houden is volledige beleggingsvrijheid, binnen de kaders van de prudent person-regel.³⁰⁶ Met andere woorden: een pensioenfonds moet zijn activa op zodanige wijze beleggen dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel voldoende worden gewaarborgd. Bovendien mogen de activa uitsluitend worden belegd in het belang van de deelnemers en pensioengerechtigden.³⁰⁷

²⁹⁵ Artikel 12 Richtlijn 2003/41/EG.

²⁹⁶ Artikel 24 sub f Besluit FTK.

²⁹⁷ Artikel 25 lid 1 sub c Besluit FTK. De vereisten zijn verwoord in artikel 135 PW: (1) de waarden worden belegd in het belang van de begunstigden; (2) beleggingen in de bijdragende onderneming of andere onderneming die behoort tot dezelfde groep als de bijdragende onderneming blijven beperkt; en (3) de beleggingen worden gewaardeerd op basis van marktwaardering.

²⁹⁸ Artikel 27 sub a en c Besluit FTK.

²⁹⁹ Artikel 29 Besluit FTK.

³⁰⁰ Art. 149 Pensioenwet.

³⁰¹ Stichting van de Arbeid, «Principes voor goedfondsbestuur (Pension Fund Governance)», 16 december 2005, publicatienr. 10/05.

³⁰² Artikel 33 lid 2 Pensioenwet en artikel 11 Besluit uitvoering Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling (Besluit van 18 december 2006, Stb. 2006, 709). Zie ook *Kamerstukken II* 2005–06, 30 413, nr. 14 (Nota van Wijziging).

³⁰³ PFG artikel A 4.

³⁰⁴ PFG artikel A 5.

³⁰⁵ *Kamerstukken II* 2005–06, 30 413, nr. 14, p. 5.

³⁰⁶ Zie ook: Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen, «Handelingen bij de Principes voor Goed Pensioenfondsbestuur (Pension Fund Governance)», maart 2006, Den Haag, p. 8.

³⁰⁷ Art. 18 Richtlijn 2003/41/EG, artikel 9ba Pensioen- en spaarfondsenwet, art. 135 Pensioenwet.

3.7.8 Pensioenfondsen en hun rol als aandeelhouder in beursgenoteerde vennootschappen

Op pensioenfondsen rust de zware maatschappelijke verantwoordelijkheid om het geld te beheren van hun begunstigen. Zij hebben er baat bij dat de ondernemingen waarin zij beleggen gezond zijn, want het «inkomen en welzijn van miljoenen burgers, alsmede de waarde van hun pensioenen en beleggingen, hangen direct af van de prestaties van ondernemingen en van de wijze waarop deze worden bestuurd.»³⁰⁸ Vanwege hun hoge participatiegraad in beursgenoteerde ondernemingen kunnen pensioenfondsen, via het stemrecht dat gepaard gaat met hun aandelenbezit, aanzienlijke invloed uitoefenen op het door die ondernemingen gevoerde beleid. «Zij hebben bovendien de fiduciaire verantwoordelijkheid jegens hun eigen klanten en deelnemers om dat ook te doen. Want als door een gebrek aan goede *checksandbalances* beursgenoteerde vennootschappen onderpresteren, dan zullen de klanten en deelnemers van institutionele beleggers daar uiteindelijk de dupe van worden. Een (gemakkelijke) uittredmogelijkheid is voor hen niet altijd beschikbaar», aldus het Kabinet.³⁰⁹

De Algemene Vergadering van Aandeelhouders heeft er de laatste jaren bevoegdheden bij gekregen met het oog op het stimuleren van een goede corporate governance bij de vennootschappen waarin zij beleggen. Vooral voor institutionele beleggers is hierin een rol weggelegd. Zij zullen hun bevoegdheden verantwoord moeten inzetten.³¹⁰ Dit is belangrijk aangezien een goede corporate governance structuur een rol kan spelen in de duurzame winstgroei van de ondernemingen waarin een pensioenfonds belegt. Een van de instrumenten waarmee een pensioenfonds kan bijdragen aan de verbetering van de corporate governance structuur van een onderneming is zijn stemrecht.³¹¹

We zullen nu uiteenzetten hoe het wettelijk en regelgevend kader, waarbinnen pensioenfondsen opereren, eruit ziet.

Wft en Code Frijns/Code Tabaksblat

Pensioenfondsen vallen onder de Wet op het financieel toezicht voor wat betreft hun optreden op markten in financiële instrumenten.³¹² De wet verplicht pensioenfondsen om zich bij hun beleggingsactiviteiten te houden aan de regels die de Corporate Governance Code (Code Frijns en eerder Tabaksblat) stelt met betrekking tot integere bedrijfsvoering.³¹³ Hoewel de Code Frijns hoofdzakelijk principes en best practice bepalingen bevat die de verhoudingen tussen bestuur, RvC en (algemene vergadering van) aandeelhouders reguleren, richt een bepaald onderdeel van de Code zich specifiek op institutionele beleggers.³¹⁴ De Code houdt voor pensioenfondsen (weinig) concreet in, dat zij het belang van hun begunstigen altijd voorop moeten stellen en dat zij verantwoordelijk zijn – jegens zowel hun begunstigen als de vennootschappen waarin zij beleggen – om op een zorgvuldige en transparante wijze te bepalen of en hoe zij gebruik zullen maken van hun aandeelhoudersrechten.³¹⁵ Jaarlijks moeten pensioenfondsen hun stembeleid publiceren, evenals de uitvoering hiervan. Hierbij volgen zij de «pas toe of leg uit»-regel; pensioenfondsen moeten ofwel de bepalingen naleven, ofwel uitleggen waarom ze van de bepalingen afwijken.³¹⁶ Bovendien moeten ze minimaal eens per kwartaal publiceren hoe ze als aandeelhouders hebben gestemd in algemene aandeelhoudersvergaderingen.³¹⁷

³⁰⁸ Kamerstukken II 2003–04, 29 499, nr. 1, p. 1.

³⁰⁹ Kamerstukken II 2003–04, 29 449, nr. 1, p. 14.

³¹⁰ Zie onder meer het artikel van R. Abma, «Code Tabaksblat ook wettelijk verankerd voor institutionele beleggers», *TPV* april 2007, afl. 2.

³¹¹ Eumedion, «Handleiding uitleg bepalingen uit de code Tabaksblat die betrekking hebben op institutionele beleggers», 28 september 2006, <www.eumedion.nl>, p. 5.

³¹² Artikel 1:8 Wft verklaart dat pensioenfondsen, voor wat betreft de uitvoering van pensioenovereenkomsten, niet onder de Wft vallen. Echter, artikel 1:15 Wft verklaart het deel Gedragstoezicht financiële markten impliciet wel van toepassing op pensioenfondsen.

³¹³ Artikel 5:68 lid 1 Wft.

Ter opvolging van Code Tabaksblat, die in 2004 wettelijk werd verankerd, heeft inmiddels de wettelijke verankering van Code Frijns plaatsgevonden middels AMvB (Besluit van 10 december 2009 tot wijziging van het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag, *Stb.* 747).

³¹⁴ Code Frijns Préambule 3.

³¹⁵ Code Frijns, Principe IV.4 over de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers.

³¹⁶ Art. 5:86 lid 1 Wft.

³¹⁷ Code Frijns, Best practice bepalingen IV.4.1–IV.4.3.

De Code Frijns verplicht pensioenfondsen dus om hun beleid te verantwoorden, maar vermeldt verder niets over de inhoud die hun stembeleid zou moeten hebben. De situatie was onder de Code Tabaksblat niet anders; de regels in de Code Frijns voor institutionele beleggers zijn nagenoeg letterlijk afkomstig uit de Code Tabaksblat. Pensioenfondsen moeten hiervoor zelf een kosten-batenanalyse opstellen, waarop zij hun stembeleid baseren. Dit kan uiteenlopende beleidsvormen opleveren. Het Kabinet overwoog in 2004, in reactie op de betreffende bepalingen in de Code Tabaksblat, als volgt: «Een kosten-batenanalyse [...] kan resulteren in een bewust beleid om in beginsel de zeggenschapsrechten binnen de algemene vergadering altijd uit te oefenen, om die slechts in bepaalde gevallen uit te oefenen, niet uit te oefenen of ze op andere manier te gebruiken, zoals «achter de schermen» (uiteraard binnen de wettelijke grenzen).»³¹⁸ Het Kabinet heeft ervoor gekozen om institutionele beleggers de vrijheid te geven om wel of niet van hun stemrecht gebruik te maken. In het geval de kosten overheersen, zou een verplichte uitoefening van het stemrecht immers leiden tot een benadeling van de economisch belanghebbenden van de institutionele belegger – in het geval van pensioenfondsen zijn dat de deelnemers.³¹⁹

Overigens bevatte de Code Tabaksblat nog een verplichting voor institutionele beleggers, die in de Code Frijns niet meer uitsluitend aan institutionele beleggers is gericht.³²⁰ Het betreft de verplichting voor institutionele beleggers om bereid te zijn met de vennootschap een dialoog aan te gaan, wanneer zij de motivatie die de vennootschap geeft ten aanzien van een afwijking van een best practice bepaling (uit de Code Tabaksblat) niet aanvaarden. Hierbij is het uitgangspunt dat corporate governance neerkomt op maatwerk en dat dientengevolge afwijkingen van individuele bepalingen door de vennootschap gerechtvaardigd kunnen zijn. In de Code Frijns is dit principe gericht tot aandeelhouders in het algemeen.

Eumedion en ICGN

Belangrijk bij de uitoefening van rechten en bevoegdheden door pensioenfondsen is het principe van redelijkheid en billijkheid. Hoe groter de invloed van een pensioenfonds is, bijvoorbeeld door een relatief groot aandelenpakket, des te zwaarder weegt dit principe.³²¹ Het impliceert dat een pensioenfonds niet in alle gevallen zijn eigen belang kan nastreven. Zijn stemgedrag kan namelijk, in het ernstigste geval, de continuïteit van de bedrijfsvoering van de onderneming verstoren. Volgens Eumedion is onder andere een uitvloeisel van redelijkheid en billijkheid dat aandeelhouders met een groot aandelenpakket (pensioenfondsen) naar de vennootschap communiceren wat hun intentie is. Tevens moet hierover redelijk overleg worden gevoerd met de vennootschap. Het kabinet is overigens voornemens het melden van de intentie wettelijk te verankeren vanaf een aandelenbelang van 3%.³²² Eumedion wijst in haar Handboek Corporate Governance ook op de regels die zich in de jurisprudentie hebben ontwikkeld. Zo is de vennootschap verplicht om van de intenties van de aandeelhouder kennis te nemen en deze te onderzoeken.³²³ De aandeelhouder en de vennootschap hebben de plicht hierover met elkaar overleg voeren.³²⁴

Eumedion is lid van het International Corporate Governance Network (ICGN)³²⁵ en brengt veel documenten van het ICGN onder de aandacht van haar deelnemers. In een door het ICGN uitgebrachte verklaring inzake verantwoordelijkheden van institutionele beleggers wordt uiteengezet dat aandeelhoudersrechten altijd moeten worden uitgeoefend met het doel

³¹⁸ *Kamerstukken II* 2003–04, 29 449, nr. 1, p. 14.

³¹⁹ *Kamerstukken II* 2003–04, 29 449, nr. 1, p. 14.

³²⁰ Het gaat om Principe IV.4, tweede alinea, (Verantwoordelijkheid institutionele beleggers) in Code Tabaksblat. In Code Frijns is dit principe nog wel terug te vinden, maar onder het algemene deel I (Naleving en handhaving van de Code).

³²¹ Zie ook Eumedion, *Handboek Corporate Governance*, Editie 2008, <www.eumedion.nl>, p. 16.

³²² *Kamerstukken II* 2006–07, 31 083, nr. 1, p. 6.

³²³ Hof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, *NJ* 1999, 351; *JOR* 1999, 89 (Breevast), r.o. 4.16. Hof Amsterdam (OK) 22 maart 2002, *JOR* 2002, 82 (Rodamco North America), r.o. 3.8 en 3.9.

³²⁴ Hof Amsterdam (OK) 8 maart 2001, *NJ* 2001, 224; *JOR* 2001, 55 (Gucci), r.o. 4.6.

³²⁵ ICGN is een internationale organisatie waarin deelnemende institutionele beleggers samenwerken op het gebied van corporate governance.

duurzame en groeiende waarde te bewerkstelligen.³²⁶ Hierbij moeten aandeelhouders vier principes in acht nemen. Zij moeten een consequent, helder en duidelijk beleid voeren, opdat de vennootschap weet waar zij aan toe is. Verder moeten ze betrokken zijn bij de vennootschappen, een transparant beleggingsbeleid voeren en corporate governance problemen aankaarten.³²⁷

Gelet op het karakter van pensioenfondsen – ze zijn lange termijn beleggers – kunnen zij met het uitlenen van effecten, het zogeheten *securities lending*, op relatief eenvoudige wijze extra rendement (de zogenaamde leenvergoeding) behalen op aandelen die zij voor langere tijd in hun portefeuille houden. Dit extra rendement kan ten goede komen aan de betaling van de pensioenverplichtingen. Het principe van securities lending is echter om een aantal redenen omstreden.³²⁸ Ten eerste kan het strijd opleveren met de beginselen van corporate governance. Immers, met de juridische overdracht van aandelen aan de inlener gaan ook de aandeelhoudersrechten mee. Dit druist in tegen de verplichting van institutionele beleggers om een bewust stembeleid te voeren, waartoe de Wft en de Code Frijns verplichten. Het is namelijk moeilijk te controleren hoe de inlener de stemrechten uitoefent en of hij een dubbele agenda heeft (*empty voting*).³²⁹ Het stemgedrag van de inlener kan tegengesteld zijn aan de belangen van de vennootschap en de langetermijnbelangen van een pensioenfonds. Bovendien hebben institutionele beleggers de fiduciaire verantwoordelijkheid jegens hun begunstigden om hun stemrechten op gedegen wijze uit te oefenen.

Ten tweede kunnen de uitgeleende aandelen worden gebruikt voor *short selling*. De inlener speculeert hierbij op een koersdaling. Hij verkoopt de aandelen tegen een hoge prijs om ze vervolgens op een later tijdstip tegen een lagere prijs terug te kopen. Het prijsverschil vormt de winst. Als meer partijen tegelijkertijd *short gaan*, kunnen zij een *self-fulfilling prophecy* creëren. Eumedion wijst haar deelnemers er in haar handboek op, dat zij het uitlenen van aandelen in bepaalde omstandigheden ontmoedigt. Eumedion attendeert haar deelnemers op eventuele *event driven* situaties bij een aandeelhoudersvergadering. De pensioenfondsen kunnen dan nog hun aandelen terugroepen (*recalling*).³³⁰ Voorwaarde hiervoor is wel dat in de overeenkomst met de inlener is geregeld dat dit tijdig (voor de eventuele registratiedatum) geschiedt. Bovendien is voor het terughalen van het stemrecht een levering van de aandelen aan de uitlener vereist.

Eumedion verwijst in haar handboek naar de Securities Lending Code van het ICGN, uit 2007. Het ICGN heeft in deze code uiteengezet waar institutionele beleggers op moeten letten bij het uitlenen van hun aandelen. Volgens het ICGN staan drie algemene investeringsprincipes centraal bij securities lending, te weten: transparantie, eenduidigheid en verantwoordelijkheid.³³¹ Het ICGN heeft een reeks best practice bepalingen opgesteld, die voortvloeien uit deze drie basisprincipes. Hieronder volgen de belangrijkste:

- 1) Alle securities lending activiteiten moeten gebaseerd zijn op de wetenschap dat het uitlenen van de aandelen inherent gepaard gaat met een tijdelijke overdracht van eigendom. De meeste economische eigendomsrechten kunnen weliswaar via contractuele weg bij de uitlener blijven, maar stemrecht kan niet op deze manier behouden blijven. Als een investeerder van zijn stemrecht gebruik wenst te maken, zal hij deze aandelen eerst moeten terugroepen.³³²
- 2) Institutionele beleggers moeten een duidelijk beleid vaststellen en

³²⁶ ICGN Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities, 2007, paragraaf 4.3.

³²⁷ ICGN Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities, paragraaf 4.0 «External Responsibilities».

³²⁸ Zie ook: Eumedion, «Position paper over securities lending», <www.eumedion.nl>.

³²⁹ Zie ook de paragraaf over alternatieve beleggingscategorieën.

³³⁰ Eumedion Handboek Corporate Governance, p. 17.

³³¹ ICGN Securities Lending Code of Best Practice, p. 3-4.

³³² Best practice bepaling 1 ICGN Securities Lending Code of Best Practice, 2007.

hanteren met betrekking tot het uitlenen van aandelen, met name wat betreft hun stemrecht.³³³

- 3) Als securities lending het risicoprofiel van de aandelenportefeuille mogelijk zou kunnen veranderen, moet in het beleid van de uitlener staan vastgelegd tot welke mate dit is toegestaan.³³⁴
- 4) Het is een vorm van bad practice wanneer aandelen alleen worden ingeleend vanwege hun stemrecht. Uitleners moeten zich zo veel mogelijk inspannen om dit soort gedrag te ontmoedigen.³³⁵

Het ICGN geeft facultatieve aanwijzingen ten aanzien van de best practice bepalingen aan zowel de uitleners (waaronder pensioenfondsen), als de inleners (waaronder bijvoorbeeld hedgefondsen). Zo adviseert het ICGN de uitleners omtrent de inhoud van het door hun vast te leggen beleid. Dat moet duidelijk weergeven wat de omvang is van hun uitleenactiviteiten en onder welke omstandigheden zij hun aandelen uitlenen.³³⁶ Inleners worden daarentegen ook gewezen op hun verantwoordelijkheid. Zo moeten zij, wanneer de uitlener zijn aandelen terugroept, direct aan dit verzoek voldoen. Bovendien getuigt het ook van bad practice wanneer inleners gebruik maken van het stemrecht dat hoort bij de geleende aandelen, tenzij zij hiermee handelen conform het stembeleid van de uitlener.³³⁷

Hoewel het ICGN een gedegen set regels heeft vastgesteld, erkent zij dat de naleving ervan problematisch kan zijn.³³⁸ Bovendien zijn de regels van het ICGN niet wettelijk verankerd. Eumedion verwijst weliswaar naar deze regels en adviseert haar deelnemers om deze regels na te leven, maar verder dan dat gaat hun bevoegdheid niet.

Maatregelen tegen empty voting

Vooralsnog is er geen wettelijke regeling waarmee empty voting bestreden kan worden. Eumedion is voorstander van de komst van een regeling die – wanneer een partij verzoekt een bepaald onderwerp te agenderen, de algemene vergadering bijeen te roepen of een enquête in te stellen – de verzoeker verplicht al zijn juridische en economische belangen openbaar te maken richting zowel de vennootschap als het publiek. Eumedion stelt voor dat de AFM de transacties van de verzoeker die na het verzoek worden gedaan, met de bedoeling zijn netto-economisch belang weer af te bouwen tot onder het wettelijk niveau dat vereist is voor de uitoefening van bepaalde aandeelhoudersrechten, als marktmisbruik aanmerkt.³³⁹

In haar position paper meldt Eumedion dat hedgefondsen reeds zouden hebben aangekondigd niet meer te gaan stemmen op ingeleende aandelen.³⁴⁰ Dit zou het resultaat zijn van een gedragscode die hedgefondsen met elkaar in januari 2008 overeen zijn gekomen. Eumedion stelt dan ook voor dat institutionele beleggers, bij hun besluit in bepaalde hedgefondsen te investeren of hun aandelen aan hun uit te lenen, onderschrijving van deze gedragscode door die hedgefondsen als extra voorwaarde zouden kunnen stellen. We hebben deze code echter niet kunnen terugvinden. Onzeker is welke regels deze code precies behelst en hoeveel hedgefondsen zich bij deze code hebben aangesloten.

Verbod op short selling

Op 22 september 2008 kondigde AFM, als reactie op de uitzonderlijke marktomstandigheden, een tijdelijk verbod op *naked* short selling af. Bij *naked* short selling verkoopt een belegger (hedgefonds) aandelen die hij niet heeft. Vervolgens koopt hij de aandelen als de koers is gedaald. De

³³³ Best practice bepaling 3 ICGN Securities Lending Code of Best Practice, 2007.

³³⁴ Best practice bepaling 5 ICGN Securities Lending Code of Best Practice, 2007.

³³⁵ Best practice bepaling 7 ICGN Securities Lending Code of Best Practice, 2007.

³³⁶ Appendix I, Onderdeel A, ICGN Securities Lending Code of Best Practice, 2007.

³³⁷ Appendix I, Onderdeel B, ICGN Securities Lending Code of Best Practice, 2007.

³³⁸ Securities Lending Code of Best Practice, p. 4.

³³⁹ Art. 5:58 lid 3 Wft. Zie «Position paper over de gevolgen van synthetische constructies voor het Nederlandse effecten- en vennootschapsrecht», 17 november 2008, p. 10. Zie ook «Eumedion beleidsplan 2009», p. 12, <www.eumedion.nl>.

³⁴⁰ «Position paper over de gevolgen van synthetische constructies voor het Nederlandse effecten- en vennootschapsrecht», p. 11.

AFM heeft naked short selling voor de gelegenheid onder de noemer marktmisleiding in de Wft geschaard.³⁴¹ Dit was mogelijk omdat het een open norm betreft. Het verbod was onderhevig aan kritiek³⁴² en de AFM zag zelf in dat het niet langer mocht duren dan noodzakelijk was. Op 1 juni 2009 is het verbod vervallen en heeft plaatsgemaakt voor de «Tijdelijke regeling inzake melding van short posities».³⁴³ Deze regeling behelst niet zozeer een verbod op short selling, maar verplicht beleggers om short posities in Nederlandse financiële instellingen aan de AFM te melden, wanneer bepaalde drempelwaarden worden bereikt, overschreden of onderschreden. Op deze manier wil de AFM greep houden op beleggers in short posities en voorkomen dat zij de aandelenkoers kunnen manipuleren. Zie voor een uitgebreide beschrijving van de Tijdelijke Regeling inzake Short Selling en de Tijdelijke Regeling inzake Melding van Short Posities de bijlagen.

3.7.9 Lacunes

Zowel uit de wet- en regelgeving, als uit de corporate governance regels blijkt dat beleggingsvrijheid voor pensioenfondsen voorop staat – weliswaar begrensd door de prudent person-regel. Deze regel maant pensioenfondsen onder meer de belangen van hun deelnemers voorop te stellen, de veiligheid, kwaliteit, liquiditeit en rendement van de portefeuille als geheel te waarborgen en – voor zover het betreft activa ter dekking van de technische voorzieningen – rekening te houden met de aard en duur van de pensioenverplichtingen (lange termijn). Er zijn echter geen concrete, dwingende regels, die de prudent person-regel verder gestalte geven.

Gerelateerd aan de lacune die door de prudent person-regel wordt gevormd, is de vrijheid die pensioenfondsen hebben om te beleggen in ongereguleerde fondsen. Ze moeten weliswaar hun vermogen hoofdzakelijk op gereguleerde markten beleggen, maar beleggingen op ongereguleerde markten zijn toegestaan – tot een prudent niveau.³⁴⁴ Wederom wordt prudentie als maatstaf aangehouden.

Het is niet zeker of het beleggingsgedrag van pensioenfondsen in ongereguleerde vermogenscategorieën binnen de grenzen van prudentie valt. Deze vraag speelt met name als er geen deugdelijke afspraken zijn gemaakt tussen pensioenfondsen en hedgefondsen omtrent transparantie. Er bestaat geen wettelijke regeling die partijen verplicht om transparantie contractueel vast te leggen. Ook zijn er geen regels die pensioenfondsen verplichten om over te gaan op onafhankelijke bewaring van hun activa, wanneer zij beleggen in ongereguleerde fondsen.

³⁴¹ Art. 5:58 Wft.

³⁴² Zie bijvoorbeeld Het Financieele Dagblad, «Advocaten zien geen grond voor verbod short selling», 23 september 2008, <www.fd.nl>. Eumedion nam in haar «Position paper over de gevolgen van synthetische constructies voor het Nederlandse effecten- en vennootschapsrecht» het duidelijke standpunt in geen voorstander te zijn van een generiek verbod op short selling. Wel kon zij zich – in uitzonderlijke omstandigheden – vinden in een tijdelijk verbod op het (naked) short gaan (p. 10).

³⁴³ Tijdelijke Regeling Inzake Melding van Short Posities, Stcrt. 2009 nr. 97, 29 mei 2009.

³⁴⁴ Art. 13 lid 3 Besluit Financieel Toetsingskader.

Opvallend is dat in de crisissituatie short selling een halt werd toegevoerd door middel van een short selling-verbod. Vervolgens werd dit verbod opgeheven en maakte plaats voor een meldingsplicht inzake short posities. Deze regelingen zijn beide gericht tot de inleners (hedgefondsen) van aandelen. Er zijn echter geen regels opgelegd aan de uitleners van aandelen, waartoe de pensioenfondsen behoren.

In de Wft is de Code Frijns (voorheen Code Tabaksblad) wettelijk verankerd, voor zover van toepassing voor institutionele beleggers. Voor pensioenfondsen houdt de Code – recapitulerend – in dat zij primair moeten handelen in het belang van hun begunstigden. Zij moeten een weloverwogen stembelief ontwikkelen en publiceren. Bovendien moeten zij periodiek laten zien hoe zij hun beleid hebben nageleefd en indien dat

niet het geval is, moeten zij dit gemotiveerd uitleggen. Hoewel de Code in zekere mate een kader schept voor pensioenfondsen, staat vrijheid voorop. Er bestaan op dit punt geen bindende regels.

Eumedion doet overigens voorstellen voor een wettelijke regeling. Hierin ziet zij een hoofdrol weggelegd voor de aanpak van de «empty voters» (door toezichthouder AFM).

De afgelopen jaren heeft er een verschuiving plaatsgevonden binnen de beleggingsstrategie van pensioenfondsen. Pensioenfondsen zijn zich, vanwege de verwachte hogere rendementen, meer gaan bezighouden met korte termijn beleggingen. Pensioenfondsen behoren echter hun beleid toe te spitsen op de lange termijn. Zolang er geen mogelijkheden door de wetgever worden gecreëerd die dit lange termijn handelen stimuleren, moet dergelijk initiatief hoofdzakelijk vanuit de pensioenfondsen zelf komen. De wetgever zou lange termijn handelen kunnen stimuleren door de mogelijkheid tot loyaliteitsdividend wettelijk te verankeren. Voor pensioenfondsen zou het dan mogelijk aantrekkelijker zijn om grote aandelenpakketten in ondernemingen te nemen en te houden.³⁴⁵

Een andere manier waarop lange termijn beleggingsgedrag bij pensioenfondsen gestimuleerd zou kunnen worden, is door een prudentiële voorkeursregeling voor 5% belangen te introduceren. DNB zou in het FTK het risico dat gekoppeld is aan een beleggingsportefeuille die is opgebouwd uit 5% belangen, kunnen verlagen ten opzichte van het risico dat gekoppeld is aan aandelen algemeen. De idee hierachter is dat het op- en afbouwen van een 5% belang in een vennootschap een langdurig en kostbaar proces is; deze beslissing gaat over het algemeen gepaard met een beleggingshorizon van minstens tien jaar. Dit betekent niet dat een pensioenfonds tien jaar lang met handen en voeten gebonden is aan een 5% belang. Het kan eerder zijn belang afbouwen en vervolgens een belang in een andere onderneming opbouwen. Een prudentiële voorkeursregeling (die feitelijk neerkomt op risicoreductie) vormt echter wel een stimulans om vast te houden aan een lange termijn beleid.³⁴⁶

³⁴⁵ Zie ook: J.M. de Jongh, «Het loyaliteitsstemrecht. Een terreinverkenning», *Ondernemingsrecht* 2009–10/11, p. 442–455.

³⁴⁶ Zie uitgebreider: A.G.Z. Kemna, E.L.H.M. van de Loo, «Rol institutionele beleggers in relatie tot bestuur en commissarissen. Een driehoeksverkenning», oktober 2009, p. 25–26, <www.eumedion.nl>.

4. NIET-GEREGULEERDE ACTOREN

4.1 Hedgefondsen en private equity

4.1.1 Inleiding

Hedgefondsen en private equity bedrijven participeren, soms in omvangrijke mate, in het eigen vermogen van andere ondernemingen, hetzij uit een puur beleggingsoogpunt, hetzij uit een oogpunt van interventie in bestuur dan wel structuur van de doelvennootschap. Omdat van hedgefondsen noch van private equity fondsen een ondubbelzinnige definitie beschikbaar is, worden in het hierna volgende de belangrijkste kenmerken van deze fondsen, hun onderlinge verschillen en de verschillen met traditionele beleggingsfondsen geschetst. In diverse rapporten wordt overigens uitgegaan van private equity en niet van private equity fondsen. De reden hiervoor is dat de private equity sector niet alleen uit private equity fondsen bestaat, maar ook uit andere spelers zoals vermogende particulieren en private equity maatschappijen. Anders dan traditionele beleggingsfondsen gaan hedgefondsen niet uit van een vooraf gedefinieerde benchmark (zoals de AEX of Dow Jones index), maar zijn zij gericht op een zo hoog mogelijk absoluut rendement.

Op zowel hedgefondsen als private equity fondsen is in de meeste landen weinig regelgeving van toepassing. Dit komt doordat de regelgeving voor beleggingsfondsen zich in eerste instantie richt op de bescherming van particuliere beleggers. Directe investeringen in hedgefondsen en private equity fondsen zijn veelal alleen mogelijk voor professionele beleggers, zoals bepaalde vermogende particulieren en pensioenfondsen. Funds of hedge funds (ook wel «dakfondsen» genoemd) richten zich echter wel op niet-professionele beleggers. Deze dakfondsen zijn in feite «closed end» beleggingsmaatschappijen die beleggen in diverse hedgefondsen dan wel andere investeringsentiteiten die onderling verschillende beleggingsstrategieën hanteren.³⁴⁷ Het voordeel van deze dakfondsen is dat het risico van de belegger in theorie beter gespreid wordt, dan bij een single strategy hedgefonds.

Zowel hedgefondsen als private equity fondsen gebruiken, naast hun risicodragend vermogen, relatief veel vreemd vermogen om hun activiteiten te financieren. Daardoor krijgt het eigen vermogen dat in het fonds is geïnvesteerd een hefboom die positief maar ook negatief kan werken. Opgemerkt moet worden dat hedgefondsen vaak geld lenen op fondsniveau, terwijl dit bij private equity fondsen niet het geval is. Bij private equity wordt het vreemd vermogen (uiteindelijk) ingeleend door de portefeuillevennootschap waarin een belang wordt genomen. Dit is mogelijk door middel van een zogenaamde «debt pushdown», een constructie waarbij de financieringsschuld die benodigd is om de doelvennootschap over te nemen, wordt doorgeschoven naar de doelvennootschap. Dit heeft tot gevolg dat de schuldenlast (rente en aflossing) ten laste komt van de doelvennootschap en niet rechtstreeks ten laste van private equity fonds of maatschappij. Overigens komt deze techniek niet alleen bij private equity voor, maar wordt ze ook veelvuldig gebruikt bij «normale» overnames.

³⁴⁷ «Closed end» wil zeggen dat het – anders dan een «open end» beleggingsinstelling – zijn deelnemingen/aandelen niet op ieder willekeurig moment van zijn investeerders kan terugkopen.

De diverse hedgefondsen bedienen zich van een onderling zeer uiteenlopende waaier van beleggingstrategieën en beleggen in uiteenlopende activa. Private equity fondsen verschaffen risicodragend vermogen en soms ook vreemd vermogen aan niet-beursgenoteerde ondernemingen

en gebruiken risicodragend vermogen en daarnaast een relatief grote hoeveelheid vreemd vermogen om bedrijven van de beurs te halen. Hedgefondsen zijn daarbij gericht op korte termijn resultaten, terwijl private equity fondsen zich meer richten op de (middel)lange termijn.

Hedgefondsen gebruiken andere technieken en instrumenten dan traditionele beleggingsmaatschappijen. Behalve het gebruik van vreemd vermogen ter creatie van een hefboom, gebruiken zij ook instrumenten als short selling en securities lending. Onder short selling verstaat men het verkopen van aandelen die men op het moment van verkoop niet bezit, maar heeft «geleend» van bijvoorbeeld een institutionele belegger – het zogenaamde «securities lending» – met de afspraak na verloop van tijd een gelijke hoeveelheid aandelen terug te leveren. Het hedgefonds gaat short op het moment dat de aandelenkoers hoog is en koopt gelijke aandelen terug wanneer de koers is gedaald.

Het rendement van hedgefondsen correleert dus vaak niet direct met de economische conjunctuur of de beweging van de onderliggende deelmarkt. Dit geldt wel voor een private equity fonds dat immers in een onderneming belegt die afhankelijk is van de conjunctuur en de desbetreffende deelmarkt. Hoewel hedgefondsen er op zijn gericht om onafhankelijk van de marktontwikkelingen winst te behalen, zijn ook zij getroffen door de kredietcrisis.

In tegenstelling tot private equity fondsen participeert slechts een klein deel van de hedgefondsen actief³⁴⁸ in ondernemingen.³⁴⁹ Anders dan bij private equity fondsen is deze participatie niet gericht op samenwerking met het management, maar op het bereiken van een strategiewijziging die op korte termijn voordeel voor de aandeelhouders oplevert. Een hedgefonds kan securities lending gebruiken om de stemrechten die aan de «geleende» aandelen zijn verbonden uit te oefenen. Dit wordt «empty voting» genoemd. Private equity fondsen richten zich op de winst die op de (middel)lange termijn kan worden gemaakt doordat de participatie van het fonds wordt overgedragen aan een (of meer) derde(n) of doordat aandelen van de onderneming aan de beurs worden genoteerd.

4.1.2 Wet- en regelgeving

De Europese Commissie heeft besloten om beheerders van alternatieve fondsen (d.w.z. fondsen die niet in het kader van de Icbf-richtlijn zijn gereguleerd) te laten vallen onder het voorstel voor een richtlijn waarin eisen worden gesteld met betrekking tot onder meer risicobeheerprocedures, interne governance, transparantie en rapportage aan de bevoegde autoriteiten over hefboomfinanciering.³⁵⁰ Zover is het echter nog niet. Momenteel vallen hedgefondsen en beheerders van hedgefondsen in Nederland – evenals in vele andere Europese landen³⁵¹ – onder hetzelfde regime als beleggingsfondsen. Zie hiervoor hoofdstuk 3.5. Bij een minimuminleg van €50 000 of bij aanbieding aan minder dan 100 personen geldt een vrijstelling van dit regime. Dit betekent dat er vrijwel geen toezicht is op (de beheerders van) deze hedgefondsen.

De regelgeving voor hedgefondsen is vanwege de bovengenoemde vrijstelling in Nederland een grote lacune. Met name de beleggersbescherming en controle van de governance is niet goed geregeld. Dit kan echter ook leiden tot macroprudentiële risico's. Deze belangrijkste leemtes in onze regelgeving zijn:

³⁴⁸ «Actief participeren» houdt in dat zij zeggenschap over de (strategie van) de onderneming wil verkrijgen.

³⁴⁹ Zie hiervoor A. de Jong, P.J.G. Roosenboom, M.J.C.M. Verbeek en P. Wijmeren, *Hedgefondsen en Private Equity in Nederland*, RSM Erasmus University Rotterdam, Oktober 2007.

³⁵⁰ Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen en tot wijziging van de Richtlijnen 2004/39/EG in 2009/.../EG, COM (2009) 207 definitief.

³⁵¹ Zie IFSL Research 2009.

- (1) Een onafhankelijke bewaarder is niet vereist bij (alternatieve) beleggingsfondsen die in Nederland onder een vrijstelling vallen.
- (2) Hedgefondsen kunnen in Nederland zo worden ingericht dat er geen accountantscontrole vereist is. De genoemde leemtes betekenen dat er geen regelgeving in Nederland bestaat die bij hedgefondsen Madoff-achtige situaties kunnen voorkomen.
- (3) Dakfondsen vallen niet onder de vrijstelling indien de participaties kleiner zijn dan € 50 000 en de deelnemingen aan meer dan 100 personen worden aangeboden. Dit betekent echter niet dat de beleggers in dergelijke dakfondsen goed beschermd zijn. Indien deze dakfondsen beleggen in een hedgefonds zonder (onafhankelijke) bewaarder of een ander beleggingsfonds zonder (onafhankelijke) bewaarder (zoals dat van Madoff), kunnen ook zij (een deel van) hun inleg verliezen.
- (4) Er zijn geen regels ten aanzien van transparantievereisten voor hedgefondsen ten opzichte van hun beleggers. Zo bestaat de kans dat zij onvoldoende worden geïnformeerd over het risicobeheer, het beleggingsbeleid, (de mate van) hefboomfinanciering en de interne processen.
- (5) Er zijn geen regels die belangenconflicten voorkomen en tekortschietende fondsgovernance (onder andere ten aanzien van beloning, waardering en administratie) tegengaan;
- (6) Er is sprake van onvoldoende transparantie bij en onvoldoende regels ten aanzien van het gebruik van short selling. Hierbij bestaat ook het risico dat hedgefondsen gebruik maken van voorwetenschap die zij in het overleg met het bestuur van de betrokken vennootschap hebben verkregen.
- (7) Er is onvoldoende transparantie bij verkrijging van aandelen in beursgenoteerde vennootschappen (pas bij verkrijging van 5% van de stemrechten en zonder verplichting om de intenties te melden) of bij gecoördineerde actie van hedgefondsmanagers («wolf packs») om de strategie van een beursgenoteerde vennootschap te beïnvloeden, terwijl anderzijds een percentage van 1% van de stemrechten voldoende is om gebruik te maken van het wettelijk agenderingsrecht.
- (8) Er zijn onvoldoende mogelijkheden voor beursvennootschappen om zich te voorzien van steun van aandeelhouders die zich (wel) richten op de lange termijn. Met name loyaliteitsdividend en loyaliteitsstemrecht zou hier een nuttige rol kunnen vervullen.³⁵²
- (9) Het bestuur van een vennootschap heeft onvoldoende tijd om zich te verweren tegen agenderingsvoorstellen die de strategie betreffen. De wettelijke termijn voor indienen is 60 dagen voor de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. In de Code Frijns is in een reactietermijn van maximaal 180 dagen voorzien. Dit zou dan moeten worden gebaseerd op de redelijkheid en billijkheid, ex art. 2:8 BW. Dit lijkt een te smalle basis nu een wettelijk recht alleen opzij kan worden gezet indien uitoefening daarvan naar redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is. De mogelijkheid voor het bestuur om te weigeren een controversieel punt op de agenda te zetten omdat een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet, verdwijnt na invoering van het wetsvoorstel implementatie Richtlijn Aandeelhoudersrechten.
- (10) Er is onvoldoende duidelijkheid ten aanzien van de vraag wanneer er sprake is van «acting in concert», die bij opgetelde belangen van 30% of meer van de stemrechten in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders leidt tot een verplicht bod. Dit werkt twee kanten op. Enerzijds levert dit een negatieve prikkel op voor institutionele

³⁵² Zie voor een pleidooi voor invoering van een wettelijke regeling op dit gebied, J.M. de Jongh, «Het loyaliteitsstemrecht. Een terreinverkenning», *Ondernemingsrecht* 2009–10/11, p. 442–45.5.

beleggers die op de lange termijn gericht zijn om onderling contact te leggen en te communiceren over de governance van de onderneming. Anderzijds kunnen hedgefondsen profiteren van de onduidelijkheid. Het is voor toezichthouders en belanghebbenden erg lastig om aan te tonen dat er «in concert» is gehandeld.³⁵³

- (11) Er zijn geen regels die empty voting tegengaan, waardoor aandeelhouders met een negatief economisch belang de doorslag kunnen geven bij besluitvorming in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Ook zijn er geen regels die «hidden ownership» – waarmee controle kan worden verkregen en meldingsplichten alsmede een verplicht bod kunnen worden ontgaan – sanctioneren.

4.1.3 Voorgenomen regels voor hedgefondsen en private equity fondsen

Het genoemde voorstel voor de richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen³⁵⁴ is van toepassing op beheerders van alle fondsen die niet in het kader van de lcb-richtlijn zijn gereguleerd. De voorwaarden voor de vergunningverlening zijn vastgelegd in basisbepalingen die voor alle beheerders gelden. Daarnaast bevat het voorstel bepalingen die alleen van toepassing zijn op beheerders van een bepaald soort alternatieve beleggingsfondsen. Het voorstel bevat wel twee vrijstellingen voor beheerders van kleine activaportefeuilles.

Alle beheerders van alternatieve beleggingsfondsen (BAB's) die alternatieve beleggingsfondsen (AB's) met in totaal minder dan € 100 miljoen aan activa beheren, zijn vrijgesteld. BAB's die uitsluitend alternatieve beleggingen zonder hefboomfinanciering beheren en beleggers geen terugbetalingsrechten verlenen gedurende een periode van vijf jaar vanaf de datum van oprichting van elke AB, zijn vrijgesteld indien zij portefeuilles beheren met in totaal minder dan € 500 miljoen. Het voorstel voor de richtlijn voorziet echter wel in de mogelijkheid voor vrijgestelde BAB's – indien zij dit wensen – een vergunning aan te vragen. De algemene vereisten luiden als volgt:

– Voorwaarden voor bedrijfsuitoefening³⁵⁵

De beheerder zal de bevoegde autoriteit moeten overtuigen van de soliditeit van de interne organisatie. Dit komt er in de praktijk op neer dat de beheerder een beleid moet voeren waarin interne controle, op met name liquiditeitsrisico's en belangenconflicten, een belangrijke rol speelt. Daarnaast zullen er uitvoeringsmaatregelen worden vastgesteld voor de vereisten waaronder belegging in securitisatieposities mag plaatsvinden.

– Kapitaalvereisten³⁵⁶

De beheerder moet over een minimaal eigen vermogen van € 125 000 beschikken. Wanneer de waarde van de beleggingsportefeuilles van de AB's die worden beheerd hoger is dan € 250 miljoen, dan dient de beheerder over een groter bedrag aan eigen vermogen te beschikken. Dit bedrag aan eigen vermogen is gelijk aan 0,02% van het bedrag waarmee de waarde van de portefeuilles van de beheerder € 250 miljoen te boven gaan. Tot beleggingsportefeuilles worden in dit verband gerekend (i) de portefeuilles waarvan de beheerder een of meer taken heeft gedelegeerd en (ii) portefeuilles die aan de beheerder zijn gedelegeerd.

– Waardering³⁵⁷

Elke beheerder dient voor elk door hem beheerde AB een taxateur te benoemen, die onafhankelijk de waarde van de door de beleggingsinstelling verworven activa en de waarde van de aandelen en rechten van

³⁵³ G.M.T.J. Raaijmakers 2009, p. 434.

³⁵⁴ In de voorgestelde Richtlijn wordt, gelet op artikel 3 sub a, onder «alternatief beleggingsfonds» of AB kennelijk begrepen het ruimere begrip «alternatieve beleggingsinstelling». Onder een beleggingsinstelling kan ofwel een beleggingsfonds ofwel een beleggingsmaatschappij worden verstaan. Derhalve moet in de onderhavige tekst waar de term alternatief beleggingsfonds wordt gebruikt, hieronder ook alternatieve beleggingsmaatschappij worden inbegrepen.

³⁵⁵ Artikel 9, 10, 11, 12 en 13 richtlijn.

³⁵⁶ Artikel 14 richtlijn.

³⁵⁷ Artikel 16 richtlijn.

deelneming in de AB vaststelt. De Europese Commissie zal nadere uitvoeringsregels vastleggen aan de hand waarvan kan worden beoordeeld of de taxateur als onafhankelijk kan worden aangemerkt.

– Aanstellen bewaarder³⁵⁸

De beheerder dient voor elk door hem beheerde AB een onafhankelijke bewaarder te benoemen.

– Delegatie³⁵⁹

De beheerder mag enkele beheerstaken aan derden delegeren (niet zijnde de bewaarder, taxateur of andere entiteiten met conflicterende belangen), mits aan de in de richtlijn gestelde voorwaarden is voldaan. Zo moet de derde onder meer kredietwaardig zijn en mag de delegatie niet het toezicht op de beheerder belemmeren.

– Transparantie³⁶⁰

De beheerder moet voor elk van de door hem beheerde AB's een jaarverslag opstellen en laten goedkeuren. De Europese Commissie zal nadere uitvoeringsregels vastleggen met betrekking tot de vorm en inhoud van het jaarverslag. Daarnaast moet de beheerder met het oog op transparantie aan de beleggers informatie verschaffen over onder meer de beleggingsstrategie en -doelstellingen, alle activa waarin de AB mag beleggen en de mogelijke risico's daarvan. De belegger moet daarnaast periodiek informatie verschaffen over onder meer het actuele risicoprofiel van de AB's en de risicosystemen waarmee de beheerder deze risico's beheert. Het voorstel bevat voorts een aantal specifieke bepalingen die alleen van toepassing zijn op beheerders van een bepaald soort AB's. BAB's die systematisch met een hoge hefboomfinanciering werken dienen dit per kwartaal zowel aan de bevoegde autoriteit van de lidstaat, als aan de beleggers te melden. Er is sprake van een systematisch hoge hefboomfinanciering, indien deze financiering uit alle bronnen samen hoger is dan de waarde van het aandelenkapitaal van de AB in twee van de vier voorgaande kwartalen. BAB's die een beheersende invloed (tenminste 30% van de stemrechten) in een onderneming (kunnen) verwerven moeten de onderneming, de aandeelhouders en werknemers(vertegenwoordigers) bepaalde informatie verschaffen. Tenslotte moeten vennootschappen die door AB's van de beurs zijn gehaald nog twee jaar aan de transparantieverplichtingen uit Richtlijn 2004/109/EG die gelden voor genoteerde vennootschappen, blijven voldoen.

4.1.4 Lacunes na eventuele invoering van het richtlijnvoorstel

Indien het richtlijnvoorstel in de huidige vorm tot richtlijn wordt verheven, blijven er toch nog enige lacunes in de regelgeving bestaan, zoals hieronder benoemd.

- (1) Het is nog niet duidelijk of onder het begrip beleggingsfondsen ook beleggingsmaatschappijen vallen. Indien dit niet het geval zou zijn, dan is de regeling op een belangrijke categorie private equity maatschappijen en andere alternatieve beleggingsmaatschappijen niet van toepassing.
- (2) Door de vrijstellingen wordt een aantal hedgefondsen en private equity fondsen niet geregeld. Niet-professionele beleggers in dakfondsen en deelnemers aan pensioenfondsen kunnen gedupeerd worden, indien fraude wordt gepleegd bij alternatieve beleggingsfondsen die vrijgesteld zijn. Dit effect kan worden ondervangen door

³⁵⁸ Artikel 17 richtlijn.

³⁵⁹ Artikel 18 richtlijn.

³⁶⁰ Artikel 19, 20 en 21 richtlijn.

in de Wft en de Pensioenwet de eis te stellen dat dakfondsen, die deelnemingsrechten aanbieden aan niet-professionele beleggers, alleen mogen beleggen in gereguleerde fondsen.

- (3) Het voorstel bevat alleen voorschriften voor leverage financiering op fondsniveau. Bij private equity fondsen vindt de leverage financiering echter op het niveau van de portefeuillevennootschappen plaats.
- (4) Het voorstel verstoort het level playing field voor overnames van beursgenoteerde bedrijven. Het is inconsistent om alleen van door private equity fondsen van de beurs gehaalde vennootschappen te verlangen dat zij aan de transparantie-eisen voor genoteerde vennootschappen blijven voldoen. Als al een dergelijke regel zou moeten worden opgesteld, dan zou deze voor alle vennootschappen moeten gelden die met behulp van leveraged financiering ten laste van hun eigen vermogen van de beurs zijn gehaald.
- (5) Het voorstel geeft geen regels voor voldoende transparantie bij, en onvoldoende regels ten aanzien van het gebruik van short selling. Short selling geschiedt niet alleen door BAB's. Dit moet derhalve afzonderlijk geregeld worden.
- (6) Het voorstel geeft evenmin regels ten aanzien van transparantie bij verkrijging van aandelen door BAB's in beursgenoteerde vennootschappen met het oog op beïnvloeding van de strategie. Hierop ziet het Wetsvoorstel 32 014 d.d. 18 juli 2009 naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007.
- (7) Er zijn slechts beperkte mogelijkheden voor beursvennootschappen om zich te voorzien van steun van aandeelhouders die zich richten op de lange termijn. Met name loyaliteitsdividend en loyaliteitsstemrecht zouden hier een nuttige rol kunnen vervullen. Volgens de beantwoording van het schriftelijk verslag corporate governance d.d. 27 augustus 2009 door de Minister van Financiën werkt het kabinet aan een wettelijke regeling ter facilitering van lange termijn aandeelhouderschap.
- (8) Er is onvoldoende duidelijkheid ten aanzien van de vraag wanneer er sprake is van «acting in concert». Om dit te bereiken zouden de regels met betrekking tot het verplicht openbaar bod moeten worden verduidelijkt.
- (9) Er zijn geen wettelijke regels die empty voting tegengaan, waardoor aandeelhouders met een negatief economisch belang de doorslag kunnen geven bij besluitvorming in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Ook zijn er geen regels betreffende hidden ownership, waarmee controle kan worden verkregen en meldingsplichten alsmede een verplicht bod kunnen worden ontgaan. Thans ligt echter de concepttekst van een wetsvoorstel ter consultatie voor, waarin een uitbreiding is opgenomen van de plicht tot melding van zeggenschap en kapitaalbelang in financiële instrumenten, waarvan de waarde afhankelijk is van de waardeinstijging van die aandelen of daaraan verbonden dividendrechten en dat wordt afgewikkeld anders dan in die aandelen. Dit voorziet wel in de laatstgenoemde lacune. Op grond van dit voorstel zullen (rechts)personen die bepaalde financiële

instrumenten zoals «contracts for difference» en «total return equity swaps» houden, hun belang (vanaf 3%) moeten melden.

- (10) Het bestuur heeft slechts beperkte tijd om zich te verweren tegen agenderingsvoorstellen die de strategie betreffen. De wettelijke termijn voor het indienen daarvan is 60 dagen voor de vergadering. In de Code Frijns is voorzien in een reactietermijn van maximaal 180 dagen. Dit zou dan moeten worden gebaseerd op de redelijkheid en billijkheid ex art. 2:8 BW. Dit lijkt een te smalle basis nu een wettelijk recht alleen opzij kan worden gezet indien uitoefening daarvan naar redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is. Het kabinet is blijkens de bovengenoemde brief van de Minister van Financiën d.d. 27-8-2009 niet voornemens om de termijn van 60 dagen te verlengen tot maximaal 180 dagen, omdat dit op gespannen voet lijkt te staan met de Europese aandeelhoudersrechten richtlijn.

4.2 Rating agencies

4.2.1 Inleiding

«Rating agencies» spelen al decennia een belangrijke rol in de nationale en internationale kapitaalmarkt. De drie belangrijkste rating agencies zijn Standard & Poor's Corporation, Moody's Investors Service Inc. en Fitch Ratings Limited. Deze rating agencies hebben vooral na 1975 een sterke marktpositie weten te veroveren toen de Amerikaanse overheid aan rating agencies een speciale status toekende van «Nationally Recognized Statistical Rating Organization» (NRSO) en een verwijzing naar NRSO's in diverse wet- en regelgeving werd ingevoerd (met name in de toezichtwetgeving).³⁶¹ Standard & Poor's Corporation, Moody's Investors Service Inc. en Fitch Ratings Limited hebben geen vestiging in Nederland.

Rating agencies vallen buiten de MiFID. In punt 10 van de MiFID, alsmede in Annex I bij de MiFID, wordt expliciet gesteld dat een rating van een rating agency geen beleggingsadvies is in de zin van de MiFID. Dit betekent dat de Wft of de daaraan verwante regelgeving niet op rating agencies van toepassing is.

4.2.2 Ratings

Soorten ratings en betekenis

Er bestaan twee soorten rating; (i) de rating met betrekking tot de kredietwaardigheid van een bepaalde debiteur en (ii) de rating met betrekking tot de kredietwaardigheid van een bepaald financieringsinstrument. Een rating is een beoordeling en geeft de verwachting weer dat een bepaalde debiteur niet aan zijn verplichtingen kan voldoen, respectievelijk dat de betreffende verplichting niet kan worden terugbetaald. Een rating informeert de investeerder over het risico dat hij loopt en wordt door de investeerder gebruikt bij het bepalen van het risicoprofiel van de debiteur. Ratings worden uitgedrukt in symbolen. Voor langlopende obligaties zijn de door Moody's Investors Service Inc. en respectievelijk Standard & Poor's Corporation en Fitch Ratings Limited gehanteerde ratings: Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, en dezelfde gradaties in B en C en AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, en dezelfde gradaties in B en C. Categorie D betekent bij de drie genoemde rating agencies dat de debiteur (uitgevende instelling) failliet is. Voor kortlopende effecten worden andere ratings aangehouden. Vanzelfsprekend houdt een lagere rating voor de

³⁶¹ D. Coskun, «Toezicht op Credit Rating Agencies. De rol van CRA's bij financieringsbeslissingen», *Ondernemingsrecht* 2008–17, p. 611–612.

debiteur (uitgevende instelling) in dat het rentepercentage op de lening/de uitgegeven effecten hoger ligt dan bij een hoge rating.³⁶²

Een rating is relatief en wordt afgezet tegen ratings van andere instellingen en obligaties. Zodoende geeft de hoogste rating die verkregen kan worden geen zekerheid op terugbetaling door de debiteur/uitgevende instelling van de effecten en betekent een zeer lage rating geenszins dat er niets op de effecten zal worden terugontvangen.

Verzoek tot rating

In de regel zal de debiteur/uitgevende instelling verzoeken om diens rating en/of rating van de uitgegeven effecten. In de praktijk hebben alle grote ondernemingen die effecten willen uitgeven op de kapitaalmarkt een rating nodig. Professionele investeerders mogen vaak enkel beleggen in effecten die zijn uitgegeven door een debiteur/uitgevende instelling met een minimum rating en/of effecten met een minimum rating (veelal Ba1/BBB of hoger («investment grade»)). Tegenwoordig heeft het overgrote deel van de nieuw uitgegeven effecten een rating. Tot begin jaren '70 van de vorige eeuw werden de kosten voor het verkrijgen van een rating van de debiteur/uitgevende instelling betaald door de investeerders.³⁶³ Echter, voor investeerders was het gemakkelijk een kopie van een ratingtoekenning te verkrijgen. Dat was voor rating agencies reden over te gaan tot de vergoeding door de onderneming zelf.

Naast een rating op verzoek kan een onderneming onvrijwillig worden onderworpen aan een rating door een rating agency. Aangezien de rating agency zich dan slechts kan baseren op publiek beschikbare informatie, bestaat het risico dat een ongevraagde rating anders uitpakt dan de rating die tot stand is gekomen na bestudering van alle externe én intern beschikbare informatie.

Totstandkoming rating

Een rating komt mede tot stand op basis van door de rating agencies ontwikkelde rekenmodellen waarin door de aanvrager van de rating aangeleverde data met betrekking tot de betreffende debiteur/uitgevende instelling of onderliggende kredietportefeuille worden ingebracht. De rating is als beredenerende toekomstverwachting het resultaat van een door de rating agency uitgevoerde financiële en kwalitatieve analyse met betrekking tot de debiteur/uitgevende instelling en/of de onderliggende vorderingenportefeuille.³⁶⁴

4.2.3 Verplichtingen en aansprakelijkheid onder Nederlands recht

Tussen de rating agency en de investeerders die op een bepaalde rating zijn afgegaan, bestaat geen contractuele relatie. De eventuele aansprakelijkheid van een rating agency jegens een investeerder is een niet-contractuele aansprakelijkheid op basis van onrechtmatige daad. Artikel 6:162 BW bepaalt dat hij die jegens een ander een onrechtmatige daad pleegt welke hem kan worden toegerekend, verplicht is de schade die de ander daardoor lijdt te vergoeden. Als onrechtmatige daad kan worden aangemerkt een inbreuk op een recht en een doen of nalaten in strijd met een wettelijke plicht of met hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt. Ten aanzien van rating agencies zal vooralsnog – bij gebreke van regelgeving – alleen een doen of nalaten met hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt een grond voor aansprakelijkheid kunnen opleveren.

³⁶² R.I.V.F. Bertrams, «Rating agencies en hun aansprakelijkheid», in: *Onderneming en Effecten (Serie Onderneming en Recht)*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1998.

³⁶³ D. Coskun, «Toezicht op Credit Rating Agencies. De rol van CRA's bij financieringsbeslissingen», *Ondernemingsrecht 2008–17*, p. 611–612.

³⁶⁴ M.G. van 't Westeinde, «De Kredietcrisis: gevolgen voor de credit rating agencies binnen de EU», *Tijdschrift voor financieel recht 2009–2/3*, p. 60.

Betoogd kan worden dat rating agencies jegens derden een bijzondere zorgvuldigheidsplicht hebben, nu rating agencies weten dat investeerders bij hun beslissing om al dan niet in de betreffende effecten te beleggen betekenis toekennen aan de rating en als de rating niet juist is de investeerders schade lijden. Voor aansprakelijkheidstelling is een aan roekeloosheid grenzende mate van onzorgvuldigheid nodig. De vraag is of bij de vaststelling van de ratings voor gestructureerde financieringsinstrumenten waaraan subprimehypotheken ten grondslag lagen, sprake is geweest van een aan roekeloosheid grenzende onzorgvuldigheid door rating agencies. Deze vraag is niet eenvoudig te beantwoorden.³⁶⁵

Naast artikel 6:162 BW zouden rating agencies aansprakelijk kunnen worden gesteld op grond van artikel 6:194 BW inzake misleidende mededeling. Investeerders kunnen een beroep doen op dit artikel indien de rating die is opgenomen in een prospectus met betrekking tot bepaalde effecten niet juist was. Aangezien er bij een vordering op grond van artikel 6:194 BW sprake is van omkering van bewijslast – de investeerders hoeven slechts te stellen dat en waarom de afgegeven ratings misleidend zijn geweest en de rating agency moet bewijzen dat dit niet zo was – ligt aansprakelijkheidstelling op grond van artikel 6:194 wellicht meer in de rede dan een actie uit onrechtmatige daad.

4.2.4 Regelgeving Europa

In april 2002 gaf de Europese Commissie – in nasleep van de Enron-affaire (zie hierna onder regelgeving mondiaal) – aan rating agencies onder de loep te nemen. Als voornaamste punt van aandacht gold de kwaliteit van de afgegeven ratings en de concentratiegraad in de sector van rating agencies en de mogelijke concurrentieverstorende effecten daarvan. De Europese Commissie kwam tot de conclusie dat de richtlijn marktmissbruik³⁶⁶, de richtlijn kapitaalvereisten³⁶⁷ en de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten en zelfregulering³⁶⁸ op basis van de vrijwillige code van de «International Organization of Securities Commissions» (IOSCO) een antwoord boden op de belangrijkste punten van zorg die door het Europees Parlement aan de orde waren gesteld.³⁶⁹

Verordening inzake Credit Rating Agencies

Op 23 april 2009 heeft het Europees Parlement de Verordening inzake Credit Rating Agencies goedgekeurd.³⁷⁰ Deze verordening betreft in feite een codificatie van de voornoemde IOSCO-code en heeft betrekking op ratings die zijn uitgegeven door rating agencies die zijn geregistreerd in de EU en die worden gepubliceerd en gedistribueerd via een abonnement. Na bekendmaking is de verordening rechtstreeks van toepassing in Nederland.

Ingevolge artikel 4 van de verordening mogen kredietinstellingen, investeringsmaatschappijen, verzekeringsmaatschappijen, assurantie-maatschappijen, herverzekeraars, beleggingsmaatschappijen en pensioenfondsen slechts gebruik maken van ratings van rating agencies indien de rating agency zich heeft geregistreerd bij de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst. Een rating agency die zich conform artikel 4 van de verordening wil registreren dient te zijn gevestigd in een EU-lidstaat. De registratie wordt vermeld op de website van de Europese Commissie.

De bepalingen in de verordening zien op onafhankelijkheid en vermindering van tegenstrijdige belangen, de kwaliteit van de ratings en verhoogde transparantie. Op grond van artikel 5 en 6 van de verordening dient een

³⁶⁵ M.G. van 't Westeinde, «De Kredietcrisis: gevolgen voor de credit rating agencies binnen de EU», Tijdschrift voor financieel recht 2009–2/3, p. 60.

³⁶⁶ Richtlijn 2003/6/EG van 28 januari 2003.

³⁶⁷ Richtlijn 2006/48/EG van 14 juni 2006.

³⁶⁸ Richtlijn 2004/39/EG van 21 april 2004.

³⁶⁹ M.G. van 't Westeinde, «De Kredietcrisis: gevolgen voor de credit rating agencies binnen de EU», Tijdschrift voor financieel recht 2009–2/3, p. 60.

³⁷⁰ COM92008)0704-C6-0397/2008–2008/0217 (COD).

rating agency interne controles en rapportageverplichtingen in te voeren en dient de rating functie duidelijk te worden gescheiden van commerciële prikkels. De rating agency moet beschikken over deugdelijke interne gedragslijnen en procedures om werknemers die bij de opstelling van ratings zijn betrokken af te schermen tegen belangenconflicten en om de kwaliteit, integriteit en de degelijkheid van het rating- en toetsingsproces te waarborgen. In verband daarmee moeten door de rating agencies voldoende werknemers met passende kennis en ervaring worden ingezet en moeten passende roulatieregelingen worden opgesteld voor degene die ratings goedkeuren. Voorts moeten belangenconflicten op duidelijke en opvallende wijze bekend worden gemaakt. Ingevolge artikel 7 van de verordening moeten de rating agencies de methoden, modellen en belangrijke aannames die zij in het ratingproces hanteren, bekend maken en moeten rating agencies de gehanteerde methoden, modellen en aannames periodiek herzien en zo nodig bijstellen. Artikel 8 van de verordening bepaalt dat rating agencies de ratings niet-selectief en tijdig bekend moeten maken, waarbij moet worden aangegeven of het om een rating gaat voor een gestructureerd product of een rating voor een traditioneel product.

Bij niet-naleving van de verordening kan de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst de registratie van de rating agency doorhalen, een tijdelijk verbod tot het afgeven van ratings opleggen, niet-naleving van de verordening openbaar maken en al het nodige doen dat noodzakelijk is om naleving door de rating agency van de verordening te bewerkstelligen (artikel 21).

4.2.5 Regelgeving mondiaal

In de Verenigde Staten kwam na de Enron-crisis de Sarbanes Oxley-wet van 2002 tot stand, waarin opdracht werd gegeven om onderzoek te doen naar de rol van rating agencies in de Enron-crisis. Onderzocht moest worden hoe het mogelijk was dat Enron tot vier dagen voor haar faillissement haar rating had behouden. De daarop volgende Credit Rating Agencies Reform Act 2006 bevat bepalingen inzake de vrijwillige registratie van rating agencies als NRSO en een aantal gedragsregels inzake misbruik van vertrouwelijke informatie en het voorkomen en omgaan met belangenconflicten.

De Securities and Exchange Commission (SEC) is inmiddels gestart met het opstellen van voorschriften ter verbetering van (i) transparantie door partijen die betrokken zijn bij securitisatiestransacties, zoals rating agencies en (ii) de regulering van rating agencies. In juli 2009 heeft de «Department of the Treasury» in de Verenigde Staten een programma gepresenteerd met de titel «The Obama Financial Regulation Reform Proposal», waarin wordt geconstateerd dat investeerders (te) veel vertrouwden op de door rating agencies toegekende ratings en de SEC wordt aangemoedigd een strenger wettelijk regime voor rating agencies te ontwerpen.

4.2.6 Rating agencies en de kredietcrisis

Het vertrouwen in rating agencies ging ver. Investeerders lieten zich over het algemeen bij hun beslissing om al dan niet te investeren in bepaalde effecten voor een belangrijk deel leiden door de rating van de rating agencies.

Al met al kan met redelijke zekerheid worden gezegd dat rating agencies en ratings een niet onbelangrijke rol hebben gespeeld in het ontstaan van de huidige kredietcrisis. Ten eerste is van belang dat hoewel ratings in principe zouden kunnen bijdragen aan een efficiënte kapitaalmarkt, de keerzijde is dat de drempel om te investeren in producten vanuit andere werelddelen minder hoog is. Gesteld kan worden dat indien er geen ratings waren geweest, de gevolgen van het feit dat in de Verenigde Staten op een onverantwoorde wijze hypotheeklen werden verstrekt zich niet zo wijd hadden uitgebreid. Voorts kan worden gesteld dat de ratings die door de rating agencies werden afgegeven wellicht niet altijd de werkelijke stand van zaken weergaven. Rating agencies hebben mogelijk (te) weinig aandacht besteed aan gestructureerde financieringsproducten met subprime hypotheeklen als onderpand. In de door de rating agencies gebruikte modellen, methodes en gehanteerde aannames is met de risico's met betrekking tot subprime hypotheeklen (te) weinig rekening gehouden. Daarbij speelde mee dat rating agencies in een oligopolistische markt weinig prikkels ontvingen om te concurreren om de kwaliteit van de ratings.³⁷¹ Tot slot hebben de rating agencies de afgegeven ratings niet meteen aangepast toen de marktomstandigheden verslechterden. Rating agencies zijn pas begin 2008 overgegaan tot verlaging van de eerder afgegeven ratings terwijl hier reeds in 2006 aanleiding voor bestond.

³⁷¹ M.G. van 't Westeinde, «De Kredietcrisis: gevolgen voor de credit rating agencies binnen de EU», Tijdschrift voor financieel recht 2009–2/3, p. 60.

5. WET- EN REGELGEVING MET BETREKKING TOT ACCOUNTANTSORGANISATIES

5.1 Inleiding

Het huidige wettelijke kader ten aanzien van de naleving van de verslaggevingsvoorschriften bestaat uit de volgende onderdelen:

- (i) de ondertekening van de jaarrekening door bestuurders en commissarissen;³⁷²
- (ii) de controle van de jaarrekening door de externe accountant en de afgifte van de accountantsverklaring;³⁷³
- (iii) de vaststelling van de jaarrekening door het bevoegde orgaan;³⁷⁴
- (iv) hoofdelijke aansprakelijkheid en strafrechtelijke sanctionering van bestuurders en commissarissen voor de publicatie van een misleidende jaarrekening;³⁷⁵
- (v) de mogelijkheid voor iedere belanghebbende om een jaarrekening-procedure te starten;³⁷⁶
- (vi) toezicht door de AFM op accountantsorganisaties die wettelijke jaarrekeningcontroles verrichten op grond van de Wet toezicht accountantsorganisaties;
- (vii) toezicht door de AFM op de inrichting van de financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen op grond van de Wet toezicht financiële verslaggeving.

Daarnaast houdt de AFM toezicht op de publicatie van de financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen op grond van hoofdstuk 5.1A Wft.

5.1.1 Achtergrond Wet toezicht accountantsorganisaties

Op 1 oktober 2006 is de Wet toezicht accountantsorganisaties (Wta) in werking getreden.³⁷⁷ De Wta introduceert toezicht op accountantsorganisaties die wettelijke jaarrekeningcontroles verrichten en implementeert een belangrijk deel van de herziene richtlijn betreffende de wettelijke controles van (geconsolideerde) jaarrekeningen (de Controle Richtlijn).³⁷⁸

De Controle Richtlijn stelt naast eisen aan accountants, ook eisen aan accountantsorganisaties. Voorts schrijft deze richtlijn onafhankelijk publiek toezicht voor op de uitvoering van wettelijke accountantscontroles. Zij bevat hoofdnormen die nader kunnen worden ingevuld door uitvoeringsmaatregelen van de Europese Commissie. Als hoofdpunten van de Controle Richtlijn kunnen worden genoemd:

- toelating door een onafhankelijke toezichthouder van accountantskantoren en accountants die belast zijn met de wettelijke controle van jaarrekeningen indien aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan;
- wettelijke controles conform «international auditing standards» (ISA's);
- kwaliteitsborgingsstelsel ten aanzien van alle met de wettelijke controle belaste accountants en accountantskantoren onder toezicht van een onafhankelijke toezichthouder;
- extra eisen voor accountantskantoren die belast zijn met de wettelijke controle bij zogenoemde organisaties van openbaar belang;
- beginselen voor onafhankelijk publiek toezicht.

De Controle Richtlijn beoogt een hoge mate van – maar geen volledige – harmonisatie van de voorschriften inzake de wettelijke controle van jaarrekeningen tot stand te brengen. Lidstaten mogen strengere voorschriften hanteren, tenzij deze richtlijn anders bepaalt. De Controle Richtlijn

³⁷² Artikel 2:58, 2:101 en 2:210 BW voor respectievelijk de coöperatie, de naamloze vennootschap en de besloten vennootschap.

³⁷³ Artikel 2:393 BW.

³⁷⁴ Dat wil zeggen de algemene ledenvergadering voor coöperaties en de Algemene Vergadering van Aandeelhouders voor de naamloze en besloten vennootschap. In beginsel mag het bevoegde orgaan niet tot vaststelling van de jaarrekening overgaan indien de verklaring van de accountant ontbreekt (zie artikel 2:393 lid 7 BW).

³⁷⁵ Zie artikel 2:139/249 en 2:150/260 BW voor hoofdelijke aansprakelijkheid van bestuurders/commissarissen bij naamloze en besloten vennootschappen en artikel 225 en 336 Sr. Niet-naleving van bepaalde formele verplichtingen (waaronder accountantscontrole en tijdige publicatie) levert bovendien een economisch delict op.

³⁷⁶ Zie afdeling 16 in Boek 2 BW.

³⁷⁷ Stb. 2006, 70, 380 en 404.

³⁷⁸ Richtlijn 2006/43/EG van 17 mei 2006 tot wijziging van de richtlijnen 78/660/EEG en 83/349/EEG en intrekking van richtlijn 84/253/EEG. Deze richtlijn is wederom gewijzigd bij richtlijn 2008/30/EG van 11 maart 2008 met het oog op het treffen van maatregelen door de Europese Commissie ter uitvoering van de Controle Richtlijn.

voorziet niet in een stelsel van wederzijdse erkenning van verleende vergunningen.

5.1.2 Achtergrond Wet toezicht financiële verslaggeving

De Wet toezicht financiële verslaggeving (Wtfv) regelt het toezicht door de AFM op de financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen. Aangezien banken en verzekeraars veelal een beursnotering hebben, wordt in dit hoofdstuk tevens kort stil gestaan bij deze wet.

De invoering van de Wtfv vloeit voort uit een tweetal Europese ontwikkelingen. Door de IAS verordening³⁷⁹ worden de verslaggevingsvoorschriften – veel meer dan voorheen het geval was onder de Vierde en de Zevende richtlijn³⁸⁰ – geharmoniseerd. Om een uniforme toepassing van deze internationale jaarrekeningstandaarden in de verschillende EU-landen te waarborgen, is onafhankelijk toezicht nodig. Achterliggende gedachte hierbij is voorts dat invoering van toezicht op de toepassing van financiële verslaggevingsvoorschriften door beursgenoteerde ondernemingen een gunstige invloed zal hebben op de wereldwijde erkenning van de internationale verslaggevingsstandaarden (IAS/IFRS).³⁸¹

Daarnaast bevat de Transparantierichtlijn³⁸² de verplichting voor de lidstaten om een bevoegde autoriteit aan te wijzen, die onderzoekt of de in de Transparantierichtlijn bedoelde informatie van beursgenoteerde ondernemingen, waaronder begrepen de (half)jaarverslaggeving, overeenkomstig de toepasselijke voorschriften is opgesteld en bij inbreuken passende maatregelen treft. In artikel 24 lid 4 van deze richtlijn staat een lijst met onderwerpen ten aanzien waarvan de toezichthouder (in casu de AFM) bevoegd is op te treden. Het betreft een minimum opsomming. De Wtfv voorziet in het door de Transparantierichtlijn voorgeschreven toezicht op de inrichting van de (half)jaarverslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen.

5.2 Gevolgen invoering Wta en samenhang met andere wet- en regelgeving

5.2.1 Wet- en regelgeving vóór invoering Wta

In de situatie vóór invoering van de Wta lag de nadruk op zelfregulering. Dit gold zowel voor de normstelling, als voor het toezicht op naleving en de handhaving van deze normen.

De Wet op de Registeraccountants (Wet RA) en de Wet op de Accountants-Administratieconsulenten (Wet AA) geven het wettelijke kader voor de bevordering van een goede beroepsuitoefening door registeraccountants (RA's) en accountants-administratieconsulenten (AA's) (openbare accountants). Beide wetten hebben betrekking op wettelijke controles van jaarrekeningen en het verstrekken van accountantsverklaringen, de afgifte van specifieke door de wet voorgeschreven verklaringen, de beoordeling van financiële verantwoordingen en vrijwillige jaarrekeningcontroles alsmede andere accountantswerkzaamheden. Deze wetgeving vloeit voort uit de richtlijn uit 1984.

Onder de Wet RA en de Wet AA zijn publiekrechtelijke beroepsorganisaties in het leven geroepen: het Nederlands Instituut van Registeraccountants (NIVRA) en de Nederlandse Orde van Accountants-Administratieconsulenten (NOvAA). Zij houden registers aan waarin de RA's en AA's zijn

³⁷⁹ Verordening 2002/1606/EG, PbEG L 243.

³⁸⁰ Richtlijn 78/660/EEG, PbEG L 222 en richtlijn 83/349/EEG, PbEG L 193, zoals onder andere gewijzigd bij richtlijn 2001/65/EG, PbEG L 283 (zogenoemde IAS 39 richtlijn) en richtlijn 2003/51/EG, PbEG L 178 (ofwel Moderniseringsrichtlijn).

³⁸¹ Vermeldenswaard in dat verband is het harmonisatietraject ten aanzien van IFRS en de verslaggevingsregels in de Verenigde Staten (US GAAP) zoals neergelegd in de «Roadmap for use of IFRS by U.S. issuers».

³⁸² Richtlijn 2004/109/EG, PbEG L 390.

ingeschreven. De NIVRA en het NOvAA zijn verantwoordelijk voor de normstelling en stellen daartoe verordeningen en nadere voorschriften op.

Deze verordeningen en regels zijn ontleend aan de regels opgesteld door de «International Federation of Accountants» (IFAC), waarvan de belangrijkste zijn:

- «Code of Ethics for Professional Accountants»;
- «International Standards on Auditing» (ISA's);
- «International Standards on Quality Control 1» (ISQC 1).

De internationale context wordt verder in paragraaf 5.5 besproken.

Naast een regelgevende functie, zijn het NIVRA en de NOvAA ook belast met het toezicht op de naleving van de normen door de openbare accountants. Vóór de inwerkingtreding van de nieuwe regelgeving berustte de handhaving bij de raden van tucht op grond van de Wet RA en de Wet AA. Tegen beslissingen van de raden van tucht kon in beroep worden gegaan bij het College van Beroep voor het bedrijfsleven. De wetgever kon slechts repressief ingrijpen door verordeningen en andere beslissingen van het NIVRA en de NOvAA te vernietigen.

5.2.2 Wet- en regelgeving ná invoering Wta

Eén van de uitgangspunten van de Wta was om zoveel mogelijk gebruik te maken van de bestaande structuren en wet- en regelgeving, zoals in hoofdlijnen beschreven in de vorige paragraaf. Belangrijke uitzonderingen hierop zijn:

- (i) invoering van onafhankelijk extern toezicht door de AFM op accountantsorganisaties en accountants die wettelijke controles verrichten. Hierbij gaat het om RA's en AA's met certificeringsbevoegdheid (zogenoemde externe accountants) die bij de AFM zijn ingeschreven; en
- (ii) vervanging van interne tuchtrechtspraak van accountants via de raden van tucht door externe tuchtrechtspraak via de Accountantskamer (Rechtbank Zwolle–Lelystad). Dit is nader geregeld in de Wet tuchtrechtspraak accountants.³⁸³

Het NIVRA en de NOvAA continueren hun normstellende taak en hun toezichtstaak binnen het wettelijke normenkader van de Wta, met dien verstande dat het NIVRA niet langer toezicht uitoefent op het terrein dat wordt bestreken door de Wta. De AFM houdt bij de uitvoering van het toezicht rekening met de uitkomsten van onderzoeken namens de beroepsorganisaties en de beroepsorganisaties zullen bij de uitoefening van het toezicht voor zover nodig samenwerken met de AFM.

Het toezicht door de AFM is in beginsel preventief. De AFM kan ingrijpen ingeval van een schending van wettelijke voorschriften. De AFM kan bestuursrechtelijke maatregelen treffen tegen accountantsorganisaties. De maatregelen die de AFM kan treffen zijn vergelijkbaar met het instrumentarium van de AFM onder de Wft. Daarnaast kan de AFM bij een overtreding van de regels door een accountant een klacht indienen bij de Accountantskamer.

De wetgever kan thans ook preventief ingrijpen doordat zij de regels in het Besluit toezicht accountantsorganisaties (Bta) kan aanpassen en de Verordeningen van het NIVRA en de NOvAA aangaande onderwerpen van de Wta moet goedkeuren. Bovendien kan de wetgever de reikwijdte van

³⁸³ Stb. 2006, 380 en Stb. 2008, 244.

de Wta, die op dit moment beperkt is tot accountants en accountantsorganisaties die wettelijke controles verrichten, verruimen tot vrijwillige controles van jaarrekeningen.

5.3 Wet toezicht accountantsorganisaties

5.3.1 Reikwijdte

De reikwijdte van de Wta is op dit moment beperkt tot accountants en accountantsorganisaties die wettelijke controles verrichten. Het gaat daarbij om de controle van de jaarrekening van Nederlandse rechtspersonen op grond van artikel 2:393 Boek 2 BW en de controle van financiële verantwoordingen op grond van diverse andere Nederlandse wetten, waaronder bijvoorbeeld de staten die banken en verzekeraars op grond van de Wft periodiek aan DNB moeten verstrekken in het kader van het toezicht door DNB op deze ondernemingen. Accountantsorganisaties die dergelijke controles verrichten moeten over een vergunning van de AFM beschikken. De Wta heeft hiermee een ruimer bereik dan de Controle Richtlijn, die zich alleen op de wettelijke controles van jaarrekeningen richt.

Daarnaast bestrijkt de wet tevens accountantsorganisaties die jaarrekeningen controleren van ondernemingen met een zetel buiten de EU/EER, maar met een beursnotering³⁸⁴ in Nederland. Voor deze accountantsorganisaties, die worden aangeduid met de term «auditorganisaties van een derde land» geldt een registratieplicht: zonder registratie hebben de door hen afgegeven verklaringen geen rechtsgevolg in Nederland. Om te worden ingeschreven in het register van de AFM moeten de auditorganisaties van een derde land aan bepaalde regels voldoen die gelijkwaardig zijn aan de voorschriften in de Wta en Bta.

Registratie is niet vereist indien de betreffende organisatie reeds over een vergunning van de AFM beschikt. Er bestaat voorts een vrijstelling van de registratieplicht voor organisaties die entiteiten controleren waarvan alleen effecten met een nominale waarde van ten minste € 50 000 zijn genoteerd.³⁸⁵ Daarnaast geldt deze registratieverplichting niet voor derde landen waaraan de Europese Commissie een overgangperiode heeft toegekend en ten aanzien waarvan de Commissie een onderzoek instelt naar de gelijkwaardigheid van het stelsel van toezicht en handhaving.³⁸⁶ Nadat de Europese Commissie een besluit heeft genomen waarin zij deze gelijkwaardigheid aangaande een of meer derde landen bevestigt, kan bij amvb worden bepaald dat de registratieverplichting geheel of gedeeltelijk niet van toepassing is op auditorganisaties met een zetel in de betrokken landen (die daarmee een «aangewezen staat» worden). De voorwaarden voor aanwijzing staan in de Wta vermeld en houden verband met het beginsel van wederkerigheid en de aanwezigheid van een gelijkwaardig stelsel van toezicht en handhaving in de aan te wijzen staat.³⁸⁷

5.3.2 Doelstellingen

Zoals ook eerder al genoemd, richt de Wta – in navolging van de Controle Richtlijn – zich tot accountants en accountantsorganisaties die wettelijke controles verrichten. De beperking tot wettelijke controles van financiële vertegenwoordigingen houdt verband met het feit dat – aldus de wetgever – bij het verrichten van wettelijke controles sprake is van een specifiek publiek belang. Dit specifieke belang bestaat eruit dat:

– de uitkomst van de controle waarbij de accountant vaststelt of de

³⁸⁴ Het gaat om een notering van – kort gezegd – aandelen, obligaties of certificaten daarvan.

³⁸⁵ Artikel 12c onder a Wta.

³⁸⁶ Artikel 12b lid 2 Wta. De Europese Commissie heeft bij besluit van 29 juli 2008 (2008/627/EG) aan 34 landen buiten de EU/EER een overgangperiode toegekend tot 1 juli 2010, onder de voorwaarde dat de betrokken auditorganisaties en auditors bepaalde voorgescreven informatie aan de bevoegde autoriteiten in de betrokken lidstaten verstrekken. De lidstaten mogen hun onderzoeks- en sanctiebevoegdheden toepassen op deze organisaties tijdens de overgangperiode.

³⁸⁷ Artikel 12d lid 3 Wta.

- periodieke financiële verantwoording al dan niet een getrouw beeld geeft van de financiële positie en het resultaat van de onderneming een hoge mate van zekerheid beoogt te bieden; en
- het publiek op de juistheid van dergelijke accountantsverklaringen moet kunnen vertrouwen.³⁸⁸

Overigens gelden deze argumenten ook voor vrijwillige controles van financiële verantwoordingen, die inhoudelijk overeenkomen met een wettelijke controle. Zoals hiervoor al werd opgemerkt, kan de wetgever deze vrijwillige controles bij algemene maatregel van bestuur onder de toepassing van de wet brengen.

5.3.3 Structuur en hoofdlijnen

De regelgeving kent een gelaagde structuur en bevat een aantal hoofdnormen die nader worden uitgewerkt in algemene maatregelen van bestuur. Dergelijke algemene maatregelen van bestuur zijn in de Bta opgenomen. Deze maatregelen beperken zich grotendeels tot algemene voorschriften. Ten aanzien van bepaalde onderwerpen worden deze algemene voorschriften nader ingevuld door de verordeningen en nadere voorschriften van het NIVRA en de NOvAA.

De Wta grijpt primair aan bij accountantsorganisaties (en niet bij individuele accountants) die wettelijke controles verrichten. Accountantsorganisaties die wettelijke controles verrichten moeten ervoor zorgen dat de bij hun werkzame of aan hun verbonden externe accountants voldoen aan de regels die op hen van toepassing zijn ingevolge de Wta.

De Wta schrijft voor dat accountantsorganisaties die wettelijke controles verrichten over een vergunning van de AFM moeten beschikken.³⁸⁹ Bij de aanvraag van de vergunning moet worden aangegeven welke bij het NIVRA of de NOvAA ingeschreven externe accountants moeten worden ingeschreven in het register van de AFM. De externe accountants worden bij de AFM geregistreerd om een koppeling te bewerkstelligen met de vergunninghoudende accountantsorganisatie. Externe accountants mogelijk namelijk alleen wettelijke controles verrichten indien zij zijn verbonden aan of werkzaam zijn bij een accountantsorganisatie. De vergunning wordt verleend indien de aanvrager heeft aangetoond dat hijzelf en de bij hem werkzame of aan hem verbonden externe accountants voldoen aan bepaalde voorschriften.

Indien een accountantsorganisatie wettelijke controles verricht bij zogenoemde organisaties van openbaar belang (oob's), moet de accountantsorganisatie aan bepaalde extra eisen voldoen. De volgende ondernemingen kwalificeren als oob's:

- in Nederland gevestigde rechtspersonen naar Nederlands recht waarvan de effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt;
- in Nederland gevestigde (centrale) vergunninghoudende kredietinstellingen³⁹⁰;
- in Nederland gevestigde vergunninghoudende verzekeraars.

De wetgever kan andere categorieën van ondernemingen, instellingen of openbare lichamen aanwijzen om als oob te worden aangemerkt.

Naast de vergunningverlening oefent de AFM doorlopend toezicht uit op geregistreerde accountantsorganisaties. De AFM zal zich in dat kader –

³⁸⁸ *Kamerstukken II, 2003–2004, 29 658, nr. 3* (Herdruk), p. 1–3 en p. 9–10.

³⁸⁹ Artikel 5 Wta.

³⁹⁰ In dit hoofdstuk wordt verder gesproken over banken (zie ook Hoofdstuk 3.2).

aldus de wetgever – richten op de grootste risico's. De nadruk van het toezicht door de AFM zal liggen op accountantsorganisaties die oob's controleren. De AFM zal met name de opzet en werking van het stelsel van kwaliteitsbeheersing toetsen. Zij zal daarbij rekening houden met beoordelingen die zijn uitgevoerd namens de beroepsorganisaties. Ten aanzien van de andere accountantsorganisaties zal de AFM in de uitoefening van toezicht met name steunen op de onderzoeken die namens de beroepsorganisaties worden uitgevoerd.³⁹¹

In de volgende paragraaf wordt nader ingegaan op de aanvullende eisen die gelden voor accountantsorganisaties die de jaarrekeningen en periodieke staten van banken en verzekeraars controleren.

5.4 Controle van financiële verslaggeving van banken en verzekeraars

Aan accountantsorganisaties die de jaarrekeningen en periodieke staten van banken en verzekeraars controleren, worden onder de Wta extra eisen gesteld in het kader van de kwaliteitsbeheersing en onafhankelijkheid. Daarnaast bevat de Wft bepaalde meldingsverplichtingen voor de controlerend accountant van dergelijke ondernemingen. Deze onderwerpen komen hierna in deel I aan de orde. In Deel II wordt kort stil gestaan bij het toezicht van de AFM op de inrichting en publicatie van de financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen.

5.4.1 Kwaliteitsbeheersing

De accountantsorganisatie voert een beleid ten aanzien van het stelsel van kwaliteitsbeheersing. Dit stelsel bevat standaarden voor de inrichting van het controledossier, het uitvoeren van wettelijke controles en de begeleiding van, het toezicht op en de beoordeling van werkzaamheden door het controleteam met als doel om de naleving door de accountantsorganisatie van de normen te waarborgen.³⁹² Voor accountantsorganisaties die wettelijke controles voor banken en verzekeraars verrichten, gelden bovendien de volgende voorschriften.

Er moet een kwaliteitsbeoordeling plaatsvinden van wettelijke controles bij banken en verzekeraars. Deze kwaliteitsbeoordeling moet worden verricht door een kwaliteitsbeoordelaar. Daarbij moet het gaan om een RA of AA met certificeringsbevoegdheid die niet betrokken is (geweest) bij de uitvoering van de wettelijke controle die hij beoordeelt. Deze kwaliteitsbeoordelaar kan werkzaam zijn bij de betrokken accountantsorganisatie, maar dit hoeft niet. De kwaliteitsbeoordeling heeft ten doel te beoordelen of de externe accountant in redelijkheid tot het oordeel heeft kunnen komen zoals dat blijkt uit de accountantsverklaring. De uitkomst van de kwaliteitsbeoordeling moet worden besproken met de externe accountant. Voorts moet de accountantsorganisatie een procedure hebben voor het geval geen overeenstemming wordt bereikt over de uitkomst van de kwaliteitsbeoordeling. De accountantsverklaring mag pas worden afgegeven nadat de procedure rondom kwaliteitsbeoordeling is afgerond.³⁹³

Daarnaast moet de accountantsorganisatie toetsingscriteria opstellen aan de hand waarvan zij vaststelt voor welke andere wettelijke controles een kwaliteitsbeoordeling nodig is. Daarbij kan gedacht worden aan controles bij nieuwe cliënten, controles door relatief onervaren externe accountants en controles bij complexe ondernemingen.

³⁹¹ Zie Kamerstukken II, 2003–2004, 29 658, nr. 3, pagina 12 en 15 en Kamerstukken I, 2005–2006, 29 658, C, o.a. pagina 3, 6, 15 en 47. Zie voorts artikel 48 Wta met betrekking tot de periodiciteit van de beoordeling en artikel 3a Wet AA en artikel 22a Wet RA inzake de samenwerking met de AFM. Ten aanzien van het toezicht op accountantsorganisaties die geen oob's controleren, heeft de AFM een samenwerkingsconvenant gesloten met de vereniging voor Samenwerkende Registeraccountants en Accountantsadministratieconsulenten (SRA). Zie ook de aanbevelingen van de Europese Commissie van 6 mei 2008 (2008/362/EG) met richtsnoeren ten aanzien van het toezicht op de inrichting en het functioneren van het toezicht door de bevoegde toezichthouders in de lidstaten op de kwaliteitsborgingsstelsels van accountantsorganisaties die wettelijke controles bij oob's verrichten.

³⁹² Artikel 18 Wta en artikel 8, 9 en 22 Bta.

³⁹³ Artikel 18–21 Bta.

Voorts moet de accountantsorganisatie die wettelijke controles verricht bij banken en verzekeraars een persoon aanwijzen die binnen de accountantsorganisatie toeziet op de naleving van de regels omtrent het stelsel van kwaliteitsbeheersing («compliance officer»). Deze persoon moet verantwoording afleggen omtrent zijn werkzaamheden en de uitkomst daarvan meedelen aan de personen die het dagelijks beleid van de accountantsorganisatie bepalen.³⁹⁴

5.4.2 Onafhankelijkheid

De accountantsorganisatie moet voldoen aan de aan haar gestelde eisen inzake onafhankelijkheid. De organisatie moet dit zelf toetsen en jaarlijks aan de AFM bevestigen dat de regels inzake onafhankelijkheid door de organisatie en de aan haar verbonden accountants zijn nageleefd.³⁹⁵ Ten aanzien van de accountantsorganisaties die wettelijke controles verrichten voor banken en verzekeraars gelden op dit punt nog de volgende voorschriften.

Een accountantsorganisatie mag geen wettelijke controle bij een bank of verzekeraar verrichten, indien zij met betrekking tot deze onderneming:

- op enig tijdstip gedurende de daaraan voorafgaande twee jaar de financiële verantwoording waarop de wettelijke controle betrekking heeft, heeft samengesteld; of
- gedurende de periode waarop de financiële verantwoording betrekking heeft of ten tijde van het verrichten van de wettelijke controle een aanmerkelijk deel van de financiële administratie heeft verzorgd of ingericht, onderscheidenlijk verzorgt of inricht.³⁹⁶

Voorts mag een accountantsorganisatie geen wettelijke controle door een externe accountant laten uitvoeren bij een bank of verzekeraar indien deze accountant verantwoordelijk is geweest voor de wettelijke controles die gedurende zeven aaneengesloten boekjaren daarvoor zijn verricht. Om omzeiling van deze regel te voorkomen door de periode van zeven aaneengesloten boekjaren te doorbreken door een andere externe accountant aan te wijzen, is daarnaast bepaald dat een externe accountant die zijn werkzaamheden heeft beëindigd gedurende twee aaneengesloten boekjaren geen wettelijke controles voor de betreffende onderneming mag verrichten.³⁹⁷ In verband met deze «partner rotation» is in de wet voorts bepaald dat externe accountants de accountantsverklaring met hun eigen naam moeten ondertekenen.

Teneinde de transparantie van accountantsorganisaties die controles verrichten bij banken of verzekeraars te vergroten, verlangt de wet dat dergelijke accountantsorganisaties na afloop van elk boekjaar een verslag opstellen over hun structuur, bestuur, stelsel van kwaliteitsbeheersing en het werkelijk functioneren. Het verslag moet worden gepubliceerd op de website.³⁹⁸

Daarnaast rusten op deze accountantsorganisaties de volgende verplichtingen:

- (i) de accountantsorganisatie bevestigt jaarlijks haar onafhankelijkheid van de controlecliënt aan het auditcomité van de controlecliënt;
- (ii) de accountantsorganisatie meldt jaarlijks alle door haar aan de controlecliënt verleende diensten naast de uitvoering van wettelijke controles aan het auditcomité van de controlecliënt;
- (iii) de accountantsorganisatie overlegt jaarlijks met het auditcomité van de controlecliënt over de bedreigingen terzake van haar onafhanke-

³⁹⁴ Artikel 23 Bta.

³⁹⁵ Artikel 19 Wta en artikel 27–31 Bta.

³⁹⁶ Artikel 23 Wta.

³⁹⁷ Artikel 24 Wta.

³⁹⁸ Artikel 30 Bta.

lijkheid en de maatregelen die zijn genomen om deze bedreigingen in te perken.³⁹⁹

Tot slot mag de externe accountant die verantwoordelijk is geweest voor het uitvoeren van een wettelijke controle bij een bank of verzekeraar geen functie als dagelijks beleidsbepaler bij die onderneming aanvaarden, voordat twee jaren zijn verstreken sinds hij de werkzaamheden als externe accountant bij die controlecliënt heeft beëindigd.⁴⁰⁰

5.4.3 Meldingsverplichtingen

De controlerend accountant van banken, verzekeraars en andere door de Wft gereguleerde financiële ondernemingen is gehouden DNB zo spoedig mogelijk in kennis te stellen van elke omstandigheid waarvan hij bij de uitvoering van zijn onderzoek kennis heeft gekregen en die:

- (i) in strijd is met de verplichtingen uit hoofde van deel 3 van de Wft (Prudentieel Toezicht Financiële Ondernemingen);
- (ii) het voortbestaan van de financiële onderneming bedreigt; dan wel
- (iii) leidt tot weigering van afgeven van een verklaring omtrent de getrouwheid of tot het maken van voorbehouden.⁴⁰¹

Voorts moet de controlerend accountant van deze financiële ondernemingen bepaalde informatie aan DNB verstrekken, waaronder het accountantsverslag aan de bestuurders en raad van commissarissen, brieven van de directie en overige correspondentie tussen de accountant en de financiële onderneming die rechtstreeks betrekking heeft op de verklaring omtrent de getrouwheid van de jaarrekening of de staten van de financiële onderneming.⁴⁰²

5.4.4 Toezicht op de publicatie en inrichting van financiële verslaggeving

De AFM heeft twee toezichtstaken ten aanzien van de financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen.

De eerste taak van de AFM is opgenomen en vormgegeven in de Wtffv en betreft het toezicht op de inrichting van de financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen. De AFM onderzoekt of de uitgevende instelling de toepasselijke voorschriften voor inrichting van de financiële verslaggeving juist heeft toegepast. Het toezicht strekt zich uit tot de jaarlijkse financiële verslaggeving en de halfjaarlijkse financiële verslaggeving. Het betreft in dit kader geen bestuursrechtelijk toezicht (zoals nader vormgegeven in de Wft), maar veeleer civielrechtelijk ingericht toezicht.⁴⁰³

Het toezicht onder de Wtffv strekt zich uit tot entiteiten die effecten (zoals aandelen en obligaties) hebben uitgegeven die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt⁴⁰⁴ en waarvoor Nederland als lidstaat van herkomst (in de zin van artikel 5:25a onder c Wft)⁴⁰⁵ geldt.

Uitgezonderd van het toezicht door de AFM onder de Wtffv zijn⁴⁰⁶:

- (i) ondernemingen die uitsluitend (niet-converteerbare) genoteerde obligaties uitgeven met een nominale waarde van ten minste € 50 000;
- (ii) ondernemingen met een zetel in een derde land die op grond van een besluit van de Europese Commissie de verslaggevingsvoorschriften van het betreffende derde land mogen toepassen, mits dit derde land door de Minister van Financiën is aangewezen. De Minister kan een

³⁹⁹ Artikel 24a Wta. De verplichting tot instelling van een auditcomité door oob's vloeit voort uit artikel 41 van de Controle Richtlijn en is neergelegd in het Besluit van 26 juli 2008 (Stb. 2008, 323).

⁴⁰⁰ Artikel 29a Wta.

⁴⁰¹ Artikel 3:88 Wft.

⁴⁰² Artikel 136 Besluit prudentiële regels Wft. In artikel 136 wordt verwezen naar artikel 3:88, tweede lid, Wft; dit moet het vierde lid van artikel 3:88 Wft zijn.

⁴⁰³ *Kamerstukken II*, 30 336, nr. 3, p. 7.

⁴⁰⁴ Gelet op de reikwijdte van de Transparantierichtlijn en de oorsprong van dit begrip in de MiFID menen wij dat met het gebruik van het begrip «gereguleerde markt» bedoeld wordt op een dergelijke markt in de EU/EER.

⁴⁰⁵ Voor de inhoud van het begrip «land van herkomst» wordt verwezen naar de Begripenlijst achterin het rapport.

⁴⁰⁶ Artikel 1a Wtffv.

derde land slechts aanwijzen, indien het in die staat uitgeoefende toezicht op de naleving van de verslaggevingsvoorschriften voldoende waarborgen biedt.⁴⁰⁷

Voor wat betreft beursgenoteerde beleggingsinstellingen heeft de Wtfv – in navolging van de Transparantierichtlijn – uitsluitend betrekking op zogenoemde closed-end beleggingsinstellingen en niet op (semi-)open-end beleggingsinstellingen.⁴⁰⁸

Met de invoering van de Wtfv wordt beoogd:

- de kwaliteit van de financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen te verbeteren;
- de naleving van de toepasselijke verslaggevingsvoorschriften door beursgenoteerde ondernemingen te bevorderen.⁴⁰⁹

De tweede toezichtstaak van de AFM betreft het toezicht op het algemeen verkrijgbaarstellen (waaronder de publicatietermijnen) en de deponering van de financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen. Deze bepalingen zijn opgenomen in hoofdstuk 5.1A van de Wft. Dit toezicht is bestuursrechtelijk van aard.

Als gevolg van de implementatie van de Transparantierichtlijn zijn de publicatietermijnen voor beursgenoteerde ondernemingen verkort. Zo is de termijn voor de publicatie van de jaarlijkse financiële verslaggeving verkort van maximaal 13 maanden tot maximaal vier maanden. Halfjaarverslaggeving moet zo spoedig mogelijk, en uiterlijk binnen twee maanden, na afloop van het eerste halfjaar worden gepubliceerd. Op grond van de regels van Euronext Amsterdam gold voorheen voor ondernemingen met beursgenoteerde aandelen een termijn van vier maanden voor de publicatie van de halfjaarcijfers. Ondernemingen met alleen beursgenoteerde obligaties moeten sinds de implementatie van de Transparantierichtlijn ook hun halfjaarverslaggeving publiceren. Daarnaast zijn ondernemingen met beursgenoteerde aandelen door de Transparantierichtlijn gehouden om gedurende het eerste en het derde kwartaal kwartaalberichten te publiceren, waarin onder meer een toelichting wordt gegeven op belangrijke gebeurtenissen en transacties in de betreffende periode en de gevolgen voor de financiële positie voor de groep. Overigens behoeft alleen de jaarverslaggeving door een externe accountant te worden gecontroleerd.

Ondernemingen die uitsluitend (niet-converteerbare) obligaties uitgeven met een nominale waarde van ten minste € 50 000 zijn vrijgesteld van de publicatieverplichtingen ter zake van hun financiële verslaggeving onder de Wft.

5.4.5 Rapport AFM inzake algemene bevindingen kredietcrisisonderzoek

De AFM heeft in 2008 naar aanleiding van de kredietcrisis onderzoeken uitgevoerd bij de vier grootste accountantskantoren. Dit onderzoek was gericht op de wettelijke controles van de jaarrekeningen 2007 van 18 geselecteerde financiële ondernemingen die hoofdzakelijk actief zijn als bank, verzekeraar, beursgenoteerd beleggingsfonds, bedrijfspensioenfonds of financieringsmaatschappij. Een kort verslag van de bevindingen is op 3 december jl gepubliceerd.

Het onderzoek richtte zich op de waardering van financiële activa waarbij sprake is van minder actieve of niet actieve markten en de toelichting met

⁴⁰⁷ Een dergelijk besluit is genomen door de Europese Commissie ten aanzien van de verslaggevingsstandaarden van de Verenigde Staten en Japan met ingang van 1 januari 2009 en China, Canada, Korea en India met ingang van 1 januari 2012 (Beschikking van 12 december 2008 (2008/961/EG)). Er is nog geen amvb gepubliceerd.

⁴⁰⁸ Zie voor de betekenis van deze begrippen Hoofdstuk 3.6 en de Begrippenlijst aan het einde van dit rapport.

⁴⁰⁹ Zie Kamerstukken II, 2003–2004, 30 336, nr. 3, p. 1 en 2.

betrekking tot de gehanteerde waarderingsgrondslagen en onzekerheden in de waardering van deze activa. Daarnaast is het functioneren van de groepsaccountant bij controles van financiële groepen met ondernemingen in verschillende jurisdicties onder de loep genomen. Tot slot is de kwaliteit en volledigheid van het controledossier beoordeeld.

De AFM legt een aantal gebreken en overtredingen bloot en heeft naar aanleiding daarvan met de betrokken kantoren normoverdragende gesprekken gevoerd.

De AFM heeft ook in het afgelopen jaar onderzoeken bij deze vier accountantskantoren verricht in het kader van de jaarrekeningcontroles 2008. Dit onderzoek is breder van opzet en richt zich enerzijds op de aspecten die samenhangen met de kredietcrisis en anderzijds op de specifieke aspecten van kwaliteitsbewaking binnen de betrokken kantoren. De AFM verwacht over dit onderzoek in 2010 te rapporteren.

5.5 Internationale samenwerking

De Wta kent bepalingen ter bevordering van de samenwerking tussen de AFM en de toezichthoudende instanties in de lidstaten en in landen buiten de EU/EER. Daarnaast is een aantal comités actief op het gebied van accountantscontroles. De belangrijkste comités en hun werkzaamheden worden hierna kort besproken.

5.5.1 De Europese context⁴¹⁰

Op 14 december 2005 heeft de Europese Commissie een deskundigengroep in het leven geroepen, genaamd «European Group of Auditors' Oversight Bodies' (EAOB).⁴¹¹ De EAOB vervangt de «Committee on Auditing» opgericht in 1998. De EAOB heeft als primaire taak om de Europese Commissie te adviseren in verband met door haar te treffen uitvoeringsmaatregelen ter zake van de Controle Richtlijn. Dit betekent onder meer dat de EAOB de samenwerking tussen de externe toezichthouders in de verschillende lidstaten moet bevorderen. In de EAOB hebben vertegenwoordigers van de toezichthouders zitting.

5.5.2 De mondiale context⁴¹²

De eerste organisatie die in dit kader genoemd kan worden is de «International Forum of Independent Audit Regulators» (IFIAR), opgericht in 2006. De leden van deze organisatie zijn nationale toezichthouders ten aanzien van accountantsorganisaties in 32 landen. De vergaderingen worden tevens bijgewoond door de «Public Interest Oversight Board» (PIOB), IOSCO, BCBS, IAIS, FSB, Wereldbank en de Europese Commissie. De huidige voorzitter is Prof. Dr. Steven Maijor, bestuurder van de AFM. Deze organisatie beoogt onder meer de informatievoorziening tussen de verschillende toezichthouders te bevorderen.

De «standard setter» van de ISA's en andere standaarden ten behoeve van accountantscontroles is de «International Auditing and Assurance Standards Board» (IAASB). Zij functioneert onder verantwoordelijkheid van de IFAC. De IFAC is opgericht in 1977 en is een wereldwijde organisatie met 157 leden (voornamelijk professionele beroepsorganisaties voor accountants) uit 123 landen. (Het NIVRA is lid van de IFAC). De IAASB, voorheen genaamd «International Auditing Practices Committee», is opgericht in 1978. De PIOB houdt toezicht op de werkzaamheden van de

⁴¹⁰ Informatie is ontleend aan www.ec.europa.eu.

⁴¹¹ Besluit van de Commissie van 14 december 2005 (909/EG/PbEG).

⁴¹² Informatie is ontleend aan www.ifiar.org, www.ifac.org en www.ipiob.org.

IAASB. De PIOB is opgericht in 2005 en bestaat uit leden voorgedragen door de Wereldbank, de Europese Commissie, BCBS, IOSCO en IAIS.

5.5.3 Vergelijking controlestandaarden

In juli van dit jaar is in opdracht van de Europese Commissie een rapport gepubliceerd naar aanleiding van een onderzoek naar de verschillen tussen de ISA's en de standaarden van de «standard setter» in de Verenigde Staten, de «US Public Company Accounting Oversight Board» (PCAOB).⁴¹³ De PCAOB-standaarden gelden alleen voor wettelijke controles van beursgenoteerde ondernemingen. De PCAOB fungeert ook als toezichthouder ten aanzien van deze controle. Het onderzoek richtte zich op de inventarisatie van de belangrijkste technische verschillen tussen de ISA's en de PCAOB-standaarden alsmede een inschatting van de gevolgen van deze verschillen voor de controlepraktijk en de perceptie van de gebruikers van de jaarrekening.

De belangrijkste conclusies van dit onderzoek in het kader van het onderhavige rapport zijn:

- (i) de PCAOB-standaarden schrijven een controle door de accountant van de doeltreffendheid van interne controleprocedures van de controlecliënt voor;
- (ii) de ISA's bevatten voorschriften voor een risico-inschatting ten aanzien van de controlecliënt teneinde de risico's ter zake van materiële fouten in de jaarrekening te identificeren.⁴¹⁴

In dit verband citeren wij de volgende passage:

«Taken the views of experts and users together, they perceive that while high quality auditing standards certainly contribute to high quality financial reporting, they may be insufficient to achieve high quality auditing as a strong audit environment is perceived to be of equal or even higher importance than the standards alone. Strong audit environment comprises effective internal control, strict regulations to safeguard auditor independence, mechanisms to enforce compliance with auditing standards, and effective public oversight bodies performing inspections and investigations.»⁴¹⁵

De vier grootste accountantskantoren, die eveneens aan dit onderzoek hebben meegewerkt, verschillen van mening over de vraag of een audit conform de PCAOB-standaarden (inclusief een audit van de interne controleomgeving) het risico van verborgen materiële fouten in de jaarrekening reduceert. *«While two Big Four audit firms find that it does not result in a risk reduction, the other two Big Four audit firms find that it leads to a moderate reduction of risk.»*

5.6 Lacunes en tegenstrijdigheden

Naast hetgeen hiervoor over de vergelijking tussen de Europese controlestandaarden en de Amerikaanse controlestandaarden is opgemerkt, kan in de hiervoor besproken wetgeving een aantal lacunes respectievelijk tegenstrijdigheden worden vastgesteld. Deze worden hierna kort besproken.

5.6.1 Toepassing internationale accounting standards

Artikel 26 van de Controle Richtlijn bepaalt dat de lidstaten moeten

⁴¹³ EU Project N° Markt/2007/15/F LOT 2.

⁴¹⁴ De PCAOB is op dit moment doende vergelijkbare voorschriften voor haar standaarden te ontwerpen.

⁴¹⁵ Met «experts» worden specialisten op het gebied van kapitaalmarkten bedoeld, zoals institutionele investeerders, «investment banks», «private equity» ondernemingen, beurzen en analisten.

voorschrijven dat de accountantsorganisaties en de controlerend accountants hun wettelijke controles van de jaarrekeningen moeten uitvoeren met inachtneming van de «international auditing standards» die door de Europese Commissie zijn goedgekeurd.⁴¹⁶

Opmerkelijk is dat de Wta noch de Bta een dergelijk voorschrift bevatten. In de toelichting bij de Wta wordt hierover het volgende gezegd: «*Het NIVRA is lid van de IFAC en implementeert volledig de IFAC-regelgeving. De NOvAA is geen lid van de IFAC. De NOvAA heeft de onder a en b genoemde documenten wel geïmplementeerd in haar beroepsreglementering.*»⁴¹⁷ De verordeningen van beide beroepsorganisaties moeten worden goedgekeurd door de Minister van Financiën. Dit geeft de wetgever de mogelijkheid om in te grijpen indien de inhoud van de verordeningen niet overeenstemt met de ISA's. De vraag is echter of de Minister een dergelijke inhoudelijke toetsing verricht.

5.6.2 *Auditorganisaties uit een derde land*

De regels inzake het stelsel van kwaliteitsbeheersing en de aanvullende eisen die gelden voor accountantsorganisaties die oob's controleren (zie paragraaf 6.4), met uitzondering van de verplichting om jaarlijks een transparantieverslag te publiceren, worden in de Wta niet genoemd als normen die ook gelden voor auditorganisaties van een derde land. Alhoewel dit niet verplicht is op grond van de Controle Richtlijn (zie artikel 45), mag de wetgever de aanvullende voorschriften voor oob's op auditorganisaties van een derde land van toepassing verklaren. Uit de parlementaire stukken blijkt niet dat dit punt in overweging is genomen.⁴¹⁸

5.6.3 *Reikwijdte Wtfv*

In de huidige tekst van de Wtfv wordt het begrip «effectenuitgevende instelling» gekoppeld aan de gevallen waarin Nederland als lidstaat van herkomst geldt. Dit betekent dat ondernemingen met een zetel in Nederland, waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op een beurs buiten de EU/EER, buiten de reikwijdte van de Wtfv, en daarmee het toezicht van de AFM, vallen. Vóór de aanpassing van de Wtfv aan de implementatie van de Transparantierichtlijn⁴¹⁹ viel deze categorie wél onder de reikwijdte van de Wtfv. In de huidige omschrijving in artikel 1 sub b onder 1 Wtfv wordt nog wel naar deze categorie verwezen, maar door de aanknopng in de inleidende zin aan Nederland als lidstaat van herkomst valt deze categorie thans buiten de reikwijdte. Dit lijkt een omissie te zijn van de wetgever.⁴²⁰

5.6.4 *Wijzigingen Boek 2 BW*

Voor beursvennootschappen is geen uitstel voor de algemene verkrijgbaarstelling van hun financiële verslaggeving meer mogelijk. De mogelijkheid van een ministeriële ontheffing om gewichtige redenen is vervallen. Bovengenoemde aanpassingen zijn verwerkt in artikel 2:101 lid 1 en lid 7 BW ten aanzien van naamloze vennootschappen. De wetgever heeft echter verzuimd soortgelijke aanpassingen te maken in artikel 2:210 BW voor besloten vennootschappen die beursgenoteerde effecten (zoals obligaties) hebben uitstaan.

In artikel 2:101 lid 7 BW is bepaald dat geen ontheffing kan worden verleend van het «opmaken» van de jaarrekening van beursvennoot-

⁴¹⁶ De Europese Commissie heeft op dit moment nog geen standaarden goedgekeurd.

⁴¹⁷ Onder b in dit citaat wordt gerefereerd aan de ISA's. In dit verband wijzen we voorts op de «Statements of Membership Obligations» van de IFAC Board van 10 november 2006, waarin de verplichtingen van de leden van de IFAC zijn opgenomen.

⁴¹⁸ Zie overweging (5) Controle Richtlijn, waarin wordt gesteld dat lidstaten strengere voorschriften mogen hanteren tenzij in de richtlijn anders is bepaald. Dit is niet het geval ten aanzien van de registerinschrijving van en het toezicht op auditors en auditorganisaties van derde landen (artikel 45 Controle Richtlijn).

⁴¹⁹ Stb. 2006, 569.

⁴²⁰ Overigens acht de AFM zich nog steeds bevoegd om toezicht uit te oefenen op deze categorie ondernemingen.

schappen. Dit zou betekenen dat er nog wel een ontheffingsmogelijkheid is voor het overleggen en het vaststellen van de jaarrekening. Van het overleggen (lees: verkrijgbaarstellen) van de jaarrekening zou echter geen ontheffing mogen worden verleend aan beursvennootschappen, aangezien dit strijdig is met het uitgangspunt in de Transparantielrichtlijn.⁴²¹

⁴²¹ Vgl. overweging 18, laatste volzin, van richtlijn 2007/14/EG, PbEG L 069.

6. VENNOOTSCHAPPELIJKE WET- EN REGELGEVING

6.1. Inleiding

The High Level Group on Financial Supervision in the EU d.d. 25 februari 2009 noemt corporate governance «one of the most important failures of the present crisis».⁴²² Er zijn vele definities voor corporate governance. Volgens het corporate governance actieplan d.d. 21 mei 2003⁴²³ wordt onder dit begrip gewoonlijk verstaan «het systeem waarbij ondernemingen worden geleid en gecontroleerd». In dit plan wordt voorts verwezen naar de volgende definitie van corporate governance in de OESO beginselen van 1999:

*«[C]orporate governance [...] involves a set of relationships between a company's management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined.»*⁴²⁴

Aangenomen moet worden dat deze definitie uitgaat van het «one-tier systeem», waarbij de uitvoerende bestuurders («managing directors») en de niet-uitvoerende bestuurders («supervisory directors») in één orgaan (de «board») zitten.⁴²⁵ Dit betekent dat bij een «two-tier systeem», waar de uitvoerende bestuurders en de niet-uitvoerende bestuurders in twee afzonderlijke organen (het bestuur en de RvC) zitting hebben, ook de verhoudingen met de RvC onder deze definitie vallen. Opvallend is dat naast de aandeelhouders ook de overige stakeholders worden genoemd. Dit betekent dat corporate governance in de OESO beginselen niet alleen «erop gericht [is] de relatie tussen het bestuur en de aandeelhouders te doordenken».⁴²⁶

Voorts heeft deze definitie betrekking op de structuur waardoor de doelstellingen van de onderneming worden bepaald en de methoden worden vastgesteld om deze doelstellingen te bereiken en om toe te zien op de resultaten. Dit impliceert dat niet alleen gekeken wordt naar de verhoudingen tussen bestuur, RvC en de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (hierna: «AvA») maar ook naar beloningsstructuur binnen de onderneming en het interne risicomanagement alsmede de controle daarop.

Dit sluit voor wat betreft de verhouding tussen de «board» (in brede zin), senior management en aandeelhouders aan bij de publicatie van het Basel Committee on Banking Supervision «Enhancing corporate governance for banking organisations» d.d. 2006.⁴²⁷ Hierin wordt vermeld dat vanuit het perspectief van de bankensector corporate governance inhoudt:

«the manner in which the business and affairs of banks are governed by their boards of directors and senior management, which affects how they:

- *Set corporate objectives;*
- *Operate the bank's business on a day-to-day basis;*
- *Meet the obligation of accountability to their shareholders and take into account the interests of other recognised stakeholders;⁷*
- *Align corporate activities and behaviour with the expectation that banks will operate in a safe and sound manner, and in compliance with applicable laws and regulations; and*
- *Protect the interests of depositors.»*⁴²⁸

⁴²² Par. 110 van het rapport van The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Brussel 25 februari 2009. Ook het OECD-rapport, «The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis, Financial Market Trends 2009» gaat hier vanuit. B.R. Cheffins komt in zijn artikel «Did Corporate Governance «Fail» During 2008 Stock Market Meltdown? The case of S&P 500», <http://ssrn.com> mei 2009 echter tot een andere conclusie.

⁴²³ Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie – een actieplan, Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement, Brussel 21.5.2003, COM (2003) 284 definitief, p. 12.

⁴²⁴ OECD Principles of Corporate Governance, mei 1999, SC/CG(99)5, p. 2.

⁴²⁵ Het one-tier board systeem wordt ook wel «monistisch bestuursstelsel» genoemd terwijl het two-tier board systeem ook wel wordt aangeduid als het «dualistisch bestuursstelsel».

⁴²⁶ Zie voor deze opvatting L. Timmerman, Woord vooraf, in: P.C. van den Hoek, Corporate Governance voor juristen, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, RUG, deel 30 (1998).

⁴²⁷ Basel BIS 2006, p. 3.

⁴²⁸ Basel BIS 2006, p. 4.

Bij bovengenoemde visies op het begrip corporate governance binnen een internationale context worden de belangen van de overige stakeholders meegewogen. Door het Basel Committee on Banking Supervision wordt de nadruk gelegd op bescherming van de belangen van de depositohouders.⁴²⁹

In preambule 3 van de Code Frijns – de meest recente Nederlandse corporate governance code – wordt opgemerkt dat deze code principes en best practicebepalingen omvat

«die de verhoudingen reguleren tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de (algemene vergadering van) aandeelhouders. De verhouding tussen de vennootschap en haar werknemers(vertegenwoordigers) is elders geregeld. Dit neemt niet weg dat bij de naleving van de Code in het kader van de integrale weging van alle betrokken belangen ook belangen van werknemers dienen te worden meegewogen.»

De structuur voor de corporate governance van beursgenoteerde naamloze vennootschappen waartoe ook banken als ING en SNS behoren, en ABN Amro en Fortis behoorden, vindt zijn grondslag in de bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de AvA in Boek 2 BW. Daarnaast bevat de Nederlandse Corporate Governance Code (nu de Code Frijns en daarvoor de Code Tabaksblat) een aantal belangrijke aanvullende regels ten aanzien van Corporate Governance onder meer op het gebied van beloningsbeleid en risicomanagement. Met ingang van 1 januari 2010 komt daar voor banken de «Code Banken» bij.

De positie van aandeelhouders is gedurende de twaalf jaar die vooraf gingen aan de crisis in belangrijke mate versterkt ten koste van de positie van het bestuur en de raad van commissarissen. Deze versterking was in feite een reactie op de beperking van de rechten van aandeelhouders door middel van oligarchische regelingen. Oligarchie is afkomstig van het Griekse woord «oligo» (weinigen) en betekent macht in handen van weinigen. De macht die aan kapitaalverschaffers werd onttrokken werd daarbij in handen gelegd van een kleinere groep die slagvaardiger werd geacht, zoals een houder van een bijzonder aandeel waaraan extra zeggenschap is verbonden (prioriteitsaandeel), het bestuur van een stichting Administratiekantoor bij certificering van aandelen, of het bestuur van een rechtspersoon waaraan preferente aandelen werden uitgegeven.⁴³⁰ Deze oligarchische regelingen dienen vaak tevens als beschermingsconstructie. Dit zijn maatregelen om (het bestuur van) een kapitaalvennootschap (NV of BV) te beschermen tegen een ongewenste overname en onwelgevallige strategiewijzingen die door een meerderheid van de kapitaalverschaffers worden opgedrongen.

De versterking van de positie van aandeelhouder vond in eerste instantie plaats door middel van de Corporate Governance Code van de Commissie Peters die in 1997 is opgesteld. De Code Tabaksblat die op 30 december 2004 in werking trad, werd dankzij haar verankering in de wet en het grotere draagvlak door de samenstelling van de Commissie Tabaksblat veel beter nageleefd dan de eerste code (Commissie Peters) en heeft in een veel belangrijker mate bijgedragen aan de versterking van de rechten van aandeelhouders. Inmiddels werd er ook vanuit Europa druk uitgeoefend om de positie van aandeelhouders te versterken. Het startpunt is daarbij het rapport van de Europese High Level Group of Company Law Experts onder leiding van de Nederlandse hoogleraar J. Winter d.d. 4 november 2002. In dit rapport wordt gesteld dat aandeelhouders het

⁴²⁹ Volgens Mülbart sluit dit aan bij een nog veel ruimere definitie van corporate governance dan die van de OESO, waarbij dit begrip de besluitvormingsregels in een vennootschap, de verplichtingen van de bestuursleden en het hogere management, de interne structuur van de onderneming en de tussen de onderneming en zijn aandeelhouders en overige stakeholders omvat. Zie P.O.M. Mülbart, «Corporate governance of banks», ECGI Law Working Paper No. 130/2009, p. 3, te downloaden via <http://ssrn.com/abstract=144818>.

⁴³⁰ Zie voor een beknopte beschrijving van oligarchie en oligarchische regelingen: M.M. Mendel en W.J. Oostwouder, *Hoofdzaken NV en BV*, Deventer 2007, p. 50–54. Zie voor een uitgebreide bespreking van diverse beschermingsconstructies: Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11* 2009, nr. 631–642 en de daar genoemde literatuur.

beste in staat zijn om de governance van ondernemingen te beoordelen, omdat zij als «residual claimholders» het uiteindelijke economische risico lopen.

De voorstellen voor de richtlijnen op het gebied van het vennootschapsrecht die sindsdien zijn opgesteld (de Overnamerichtlijn en de Richtlijn Aandeelhoudersrechten) ademen ook deze gedachte. De Overnamerichtlijn is – na een forse correctie van de doorbraakregeling voor beschermingsconstructies op aandrang van het Europese parlement – vastgesteld en vervolgens in de Nederlandse wetgeving geïmplementeerd. Het wetsvoorstel tot implementatie van de Richtlijn Aandeelhoudersrechten is nu aanhangig bij het parlement.

In de Nota modernisering van het ondernemingsrecht⁴³¹ die op 8 september 2004 bij de Tweede Kamer is ingediend, schreef de toenmalige Minister van Justitie dat aandacht voor de structuur van Nederlandse rechtsvormen en het ondernemingsrecht in brede zin noodzakelijk is om Nederland te profileren als vestigings- en ondernemingsland. Daartoe moest op drie terreinen winst worden geboekt: (1) herstel van het machtsevenwicht in kapitaalvennootschappen, (2) verbetering van de integriteit van rechtspersonen en (3) een flexibelere inrichting van die rechtspersonen.

Sindsdien zijn diverse wetwijzigingen ingevoerd, onder meer via de Wet Wijzing Structuurregime in 2004 en een nieuw artikel 2:135 BW dat de vaststellingsbevoegdheid van het beloningsbeleid ten aanzien van bestuurders bij de NV dwingendrechtelijk aan de AvA toekent (categorie 1). In 2009 is het wetsvoorstel Verbetering van voorkomen en bestrijden misbruik rechtsvormen bij de Tweede Kamer ingediend (categorie 2). Op 8 december 2009 is het wetsvoorstel Bestuur en Toezicht door de Tweede Kamer aangenomen. Het wetsvoorstel FlexBV is op 15 december 2009 door de Tweede Kamer aangenomen (categorie 3). Daarnaast is de positie van aandeelhouders versterkt door diverse uitspraken in enquêteprocedures door de Ondernemingskamer en de Hoge Raad.

Inmiddels beweegt de slinger mede naar aanleiding van de kredietcrisis zich al weer de andere kant op en zijn diverse wetsvoorstellen ingediend om de toegenomen zeggenschap van aandeelhouders weer enigszins aan banden te leggen.⁴³²

In het hiernavolgende worden allereerst de belangrijkste taken en de bevoegdheden van de diverse organen (het bestuur, de RvC en de AvA) van een Naamloze Vennootschap (NV) en een Besloten Vennootschap (BV) en de individuele kapitaalverschaffers geschetst. Het accent zal daarbij gelegd worden op de wettelijke taken en bevoegdheden en de uitleg die daaraan in de literatuur en jurisprudentie wordt gegeven.⁴³³ In dit onderzoek beperken wij ons tot de corporate governance binnen de NV en de BV. Nederlandse banken hebben meestal de rechtsvorm van een NV.⁴³⁴ Veel bedrijven waaraan zij krediet verstrekken hebben de rechtsvorm van een BV of een NV. Vervolgens worden diverse beschermingsconstructies besproken die kunnen worden ingezet om ongewenste overnames van beursgenoteerde NV's en door activistische aandeelhouders opgedrongen strategiewijzigingen bij deze NV's te weren. Daarna wordt ingegaan op de versterking van aandeelhoudersrechten die het afgelopen decennium heeft plaatsgevonden. Daarbij worden de diverse wettelijke regelingen geschetst die daaraan hebben bijgedragen en wordt de belangrijkste jurisprudentie met betrekking tot de uitoefening van deze nieuwe rechten

⁴³¹ *Kamerstukken II 2003–2004*, 29 752, nr. 2, p. 1–2.

⁴³² Zie hierover B.F. Assink in: *Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse*, preadvies van de «Vereeniging Handelsrecht», Deventer 2009, p. 15–51.

⁴³³ Daarnaast worden in paragraaf 6.7 een aantal in de Corporate Governance Codes Tabaksblat en Frijs en in de Code Banken opgenomen regels besproken.

⁴³⁴ De belangrijkste uitzondering is de Rabobank die de coöperatieve vorm heeft. De leden van deze coöperatie zijn de lokale Rabobanken die op hun beurt ook weer de coöperatieve vorm hebben. De Rabobank lijkt relatief veel minder zwaar getroffen door de kredietcrisis dan de meeste Nederlandse banken die de NV vorm hebben en beursgenoteerd zijn.

besproken. De Wet wijziging structuurregime⁴³⁵ en de implementatie van de Overnamerichtlijn zullen in dit kader nader aan de orde komen.

Tevens worden het Implementatievoorstel Richtlijn Aandeelhoudersrechten, het wetsvoorstel Flex-BV en het wetsvoorstel Bestuur en toezicht – die opgesteld zijn voordat de crisis uitbrak – besproken en wordt bekeken of deze een positieve, een negatieve of geen prikkel zijn voor gedrag dat heeft bijgedragen aan de crisis. Vervolgens worden in paragraaf 6.5 de wetsvoorstellen die zijn ingediend om de negatieve gevolgen van de toegenomen invloed van activistische aandeelhouders te beteugelen behandeld. Allereerst wordt daarbij ingegaan op het wetsvoorstel Corporate Governance dat is opgesteld naar aanleiding van de adviezen van de Commissie Frijs aan de wetgever. Daarna wordt ingegaan op het wetsvoorstel betreffende het spreekrecht van de OR in de AvA, dat is bedoeld om de «checks en balances» binnen een vennootschap te versterken.

In paragraaf 6.6 wordt het huidige enquêterecht besproken en bezien welke rol dit heeft vervuld bij de versterking van de positie van aandeelhouders. Daarna wordt het consultatievoorstel betreffende de wijziging van het enquêterecht getoetst aan de hand van de vraag of hiermee de balans tussen aandeelhouders, het bestuur en de raad van commissarissen weer in evenwicht is gebracht en of hierbij voldoende rekening is gehouden met de belangen van de diverse bij de vennootschap betrokken stakeholders. In paragraaf 6.7 wordt stilgestaan bij de corporate governance bij beursgenoteerde bedrijven en banken voor zover die niet primair ziet op de machtsverhoudingen tussen aandeelhouders enerzijds en het bestuur en de RvC anderzijds. Daarbij wordt afzonderlijk aandacht besteed aan de regels met betrekking tot beloningsstructuren (paragraaf 6.7.4) en aan de uit de Codes voortvloeiende regels met betrekking tot het intern risicomanagement (paragraaf 6.7.5).

6.2 Taken, bevoegdheden en aansprakelijkheid van bestuur, RvC en de AvA

6.2.1 Het Bestuur

Taken, verplichtingen en bevoegdheden

Het besturen van de vennootschap is de belangrijkste taak en bevoegdheid van het bestuur⁴³⁶ en moet ruim worden opgevat. Hier valt namelijk niet alleen het geven van leiding aan de dagelijkse werkzaamheden onder, maar onder meer ook het bepalen (en vervolgens realiseren) van de strategie van de vennootschap. Daarnaast is het bestuur verplicht op een dusdanige wijze een administratie te voeren en te bewaren dat te allen tijde de rechten en verplichtingen van de vennootschap worden gekend.⁴³⁷ Ook moet het tijdig een jaarrekening over het afgelopen boekjaar opstellen en publiceren.⁴³⁸

Op het bestuur rust nog een aantal andere verplichtingen, zoals de verplichting om de vennootschap in te schrijven in het handelsregister en toe te zien op de nakoming van de stortingsplicht door aandeelhouders.⁴³⁹ Het bestuur moet ook een behoorlijk financieel beleid voeren, wat onder meer inhoudt dat zij er niet alleen op toeziet dat een uitkering aan de aandeelhouders wettelijk⁴⁴⁰ is toegestaan, maar ook of door het besluit daartoe de vennootschap niet in een discontinuïteitsituatie wordt gebracht.⁴⁴¹

⁴³⁵ Staatsblad 9 juli 2004, 370.

⁴³⁶ Blijkens art. 2:129/239 BW.

⁴³⁷ Zie art. 2:10 BW.

⁴³⁸ Zie art. 2:395 BW.

⁴³⁹ Zie art. 2:69/180 BW.

⁴⁴⁰ Zie voor de vereisten van een dividenduitkering art. 2:105/216 BW. Ook voor verkapte uitkeringen door middel van inkoop van eigen aandelen en financiële steunverlening bij de verkrijging van aandelen van de vennootschap bevat Boek 2 BW de nodige regels. Zie art. 2:98, 98c, 207 en 207c BW.

⁴⁴¹ Indien dit wel het geval is dan kan dit leiden tot het oordeel dat het bestuur aan de voorbereiding en uitvoering haar medewerking te verlenen haar taak kennelijk onbehoorlijk heeft vervuld. Zie de conclusie van de Advocaat Generaal bij HR 6 februari 2004, JOR 2004, 67 (Reinders/Didam).

⁴⁴² Zie voor een uitwerking hiervan bijvoorbeeld HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434 (ABN Amro) m.nt. Maeijer, r.o. 4.5.: «Ook hier geldt dat het bestuur bij de vervulling van zijn bij wet of statuten opgedragen taken het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming behoort voorop te stellen en de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking behoort te nemen.» Zie voorts voor (een beschrijving van) de resultantenopvatting Van Schilf-gaarde/Winter, 2009, nr. 4, p. 28.

⁴⁴³ Zie voor de afweging door de RvC die zich eveneens moet richten op het vennootschappelijk belang: HR 1 april 1949, NJ 1949, 465 (*Doetinchemse IJzergieterij*).

⁴⁴⁴ HR 21 januari 1955, NJ 1959, 43. Bij Forum-bank wilden twee aandeelhouders die over de meerderheid in de algemene vergadering beschikten, een belangrijk deel van hun aandelen in Forumbank verkopen. De betrokken aandeelhouders namen het standpunt in dat de bevoegdheid tot inkoop weliswaar bij het bestuur lag, maar de algemene vergadering bevoegd was het bestuur instructie te geven om de aandelen voor een bepaalde prijs te kopen «*omdat de bestuurders ondergeschikt zijn aan de naamloze vennootschap en de algemene vergadering de hoogste macht in de naamloze vennootschap bezit.*» De Hoge Raad verwierp deze stelling en overwoog «*dat ook de algemene vergadering de bij wet en statuten getrokken grenzen harer bevoegdheid niet mag overschrijden en dat het Hof [...] heeft vastgesteld dat de inkoop van eigen aandelen uitsluitend tot de bevoegdheid van de directie behoort.*».

⁴⁴⁵ Van Schilf-gaarde/Winter, Deventer 2009, p. 155.

⁴⁴⁶ HR 4 december 1992, NJ 1993, 271 (*Mast Holding BV*).

⁴⁴⁷ Mendel & Oostwouder, 2007, p. 109.

⁴⁴⁸ Zie art. 129/239 lid 4 BW.

⁴⁴⁹ Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van de regeling voor besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid (Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht). *Kamerstukken II* 2006–2007, 31 058, nr. 2.

⁴⁵⁰ Zie HR 4 december 1992, NJ 1993, 271.

⁴⁵¹ J.B. Wezeman, «De toezichhoudende rol van commissarissen en auditcommissies», *Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht* augustus 2009, p. 93.

⁴⁵² Zie Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11* 2009, nr. 438, waarin opgemerkt wordt dat in art. 2:101/210 BW ten behoeve van de aandeelhouders de verplichting voor het bestuur is neergelegd om een jaarrekening op te maken en een jaarverslag uit te brengen. «*De jaarrekening wordt ondertekend door bestuurders en, zo dezen er zijn, ook door commissarissen. De (al dan niet gedeeltelijk) gepubliceerde jaarrekening houdt dan als het ware weer een verantwoording tegenover derden in.*».

⁴⁵³ Zie art. 2:391 lid 5 BW jo. Besluit van 10 december 2009 tot wijziging van het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag, *Stb.* 2009, 545.

⁴⁵⁴ Mendel & Oostwouder 2007, p. 48 en 88.

Bij de vervulling van zijn taak richt het bestuur zich op het vennootschappelijk belang. Volgens de heersende opvatting in Nederland is dit de resultante van de verschillende deelbelangen van de bij de vennootschap betrokken belanghebbenden (de «stakeholdersopvatting»)⁴⁴² Het aandeelhoudersbelang moet net als de belangen van andere stakeholders (zoals werknemers) daarin worden meegewogen en behoort niet voor het vennootschappelijk belang te gaan.⁴⁴³ De kernvraag is dan ook of de AvA het recht heeft om zijn wil aan het bestuur op te leggen wanneer zij vindt dat haar (korte termijn) belangen onvoldoende zijn meegewogen.

Voorop staat dat het bestuur autonoom is in de uitoefening van haar taak. Dit uit het Forumbank-arrest⁴⁴⁴ voortvloeiende beginsel houdt in dat het bestuur binnen de grenzen van de aan haar door wet en de statuten opgedragen taak geen instructies van andere organen hoeft op te volgen.⁴⁴⁵ Daar staat tegenover dat de AvA (en bij een vennootschap met volledig structuurregime de RvC) het bestuur wel te allen tijde kan schorsen of ontslaan. In de jurisprudentie⁴⁴⁶ is bepaald dat het weigeren van door de AvA gewenst beleid een redelijke grond voor ontslag kan zijn. De consequentie hiervan is dat – ook al heeft de AvA niet de mogelijkheid om concrete instructies via inschakeling van de rechter rechtstreeks afdwingbaar te maken – zij wel een effectief indirect juridisch machtsmiddel heeft.⁴⁴⁷ De AvA heeft hierdoor dus wel de macht om instructies af te dwingen (instructiemacht).

Voorts kunnen de statuten bepalen dat het bestuur zich dient te gedragen naar de aanwijzingen van een orgaan van de vennootschap die betrekking hebben op de algemene lijnen van het te voeren beleid op nader in de statuten aangegeven terreinen.⁴⁴⁸

Tenslotte is in het wetsvoorstel Flex-BV⁴⁴⁹ een wijziging opgenomen die ertoe strekt om het mogelijk te maken in de statuten van een BV aan de AvA het recht toe te kennen om bindende (concrete) instructies aan het bestuur te geven. Het bestuur moet dan deze instructies opvolgen, tenzij deze in strijd zijn met het vennootschappelijk belang. Het verschil tussen de bestaande wetstekst en de voorgestelde wijziging is dat na invoering van deze wijziging in de statuten van een BV (niet van een NV!) aan de AvA het recht kan worden toegekend om concrete instructies aan het bestuur te geven.

Verantwoording en aansprakelijkheid

Het bestuur moet zich ten aanzien van de vervulling van zijn taak verantwoorden. Bij een meerhoofdig bestuur is iedere bestuurder verantwoordelijk voor het gezamenlijk gevoerde beleid.⁴⁵⁰ Dit wordt wel het beginsel van collectieve verantwoordelijkheid genoemd.⁴⁵¹ Het afleggen van verantwoording geschiedt in de eerste plaats aan de AvA door middel van de door het bestuur opgestelde jaarrekening en jaarverslag.⁴⁵² Bij beursvennootschappen is hier aan gekoppeld de verantwoording over de toepassing en naleving van de Corporate Governance Code.⁴⁵³ Totdat een wetswijziging op 1 december 2001 dit onmogelijk maakte, werd in de statuten van vennootschappen vaak bepaald dat vaststelling van de jaarrekening tevens strekte tot decharge (kwijting) van de bestuurders en commissarissen voor het door hen gedurende het betrokken boekjaar gevoerde beleid voorzover dat onder het decharge besluit viel. De betrokken bestuurders konden dan niet meer door de vennootschap aansprakelijk worden gesteld voor het aan de AvA bekendgemaakte beleid.⁴⁵⁴ Omdat zonder vaststelling van de jaarrekening aan de aandeelhouders geen dividend kon worden uitgekeerd was deze

statutaire bepaling een oneigenlijk drukmiddel jegens de aandeelhouders om voor het betrokken boekjaar decharge (kwijting) te verlenen. Daarom wordt nu in art. 2:101/210 lid 3 BW bepaald dat vaststelling van de jaarrekening niet strekt tot kwijting aan een bestuurder of commissaris. Het bestuur moet daarnaast de AvA alle door haar verlangde inlichtingen verschaffen, tenzij een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet.⁴⁵⁵ Het bestuur is ook verantwoording verschuldigd aan de RvC. Deze heeft immers de taak toezicht te houden op het bestuur.⁴⁵⁶ Voorts houdt de Wet op de ondernemingsraden (hierna: «WOR») een verantwoordingsplicht ten opzichte van de ondernemingsraad in.⁴⁵⁷ De zwaarte van de verantwoordingsplicht hangt niet alleen af van de kwesties waarover verantwoording moet worden afgelegd, maar ook van de sancties die degene aan wie verantwoording moet worden afgelegd kan nemen indien deze daarover niet tevreden is. Bij een gewone vennootschap en bij een structuurvennootschap met verzwakt structuurregime zal de verantwoording aan de AvA het zwaarst wegen, omdat slechts de AvA de bevoegdheid tot ontslag van bestuurders heeft. De RvC heeft bij deze vennootschappen wel – net als de AvA – de bevoegdheid om een of meer bestuurders te schorsen. De ondernemingsraad (hierna: «OR») kan indien niet aan de verantwoordingsplicht jegens haar wordt voldaan hooguit een in de WOR voorziene procedure bij de Ondernemingskamer of de kantonrechter starten, die echter niet tot het ontslag of de schorsing van bestuurders kan leiden. Wat dit betreft staan individuele kapitaalverschaffers – die alleen of gezamenlijk 10% of meer van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of rechthebbenden zijn op een bedrag aan aandelen of certificaten van ten minste € 225 000 – sterker. Zij kunnen de in Boek 2 BW geregelde enquêteprocedure starten.⁴⁵⁸

Aansprakelijkheid van bestuurders

Voor het door het bestuur gevoerde beleid is iedere bestuurder niet alleen verantwoordelijk maar ook – als aan de daartoe gestelde vereisten is voldaan – aansprakelijk. De aansprakelijkheid van bestuurders kan worden onderscheiden in interne en externe aansprakelijkheid. De interne aansprakelijkheid van een bestuurder van een BV of NV vloeit voort uit art. 2:9 BW. Elke bestuurder is gehouden om de hem opgedragen taak behoorlijk te vervullen. De tweede volzin van art. 2:9 BW gaat uit van het beginsel van collectieve aansprakelijkheid. Wel heeft de bestuurder de mogelijkheid om zich hieraan te onttrekken indien hij aan de gewraakte bestuurshandeling part noch deel heeft gehad en bovendien niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen om de gevolgen af te wenden. De Hoge Raad⁴⁵⁹ heeft geoordeeld dat voor aansprakelijkheid op grond van dit artikel is vereist dat aan de bestuurder een ernstig verwijt kan worden gemaakt. Voor deze beoordeling moet gekeken worden naar alle omstandigheden van het geval, zoals de aard van de door de rechtspersoon uitgeoefende activiteiten, de daarbij horende risico's en de taakverdeling binnen het bestuur. Op basis van het bovengenoemde criterium zou het bijvoorbeeld nog lastig zijn om een bestuurder van een bank die de risico's van subprime hypotheek niet goed heeft ingeschat met succes aansprakelijk te stellen voor de schade die zijn bank daardoor heeft geleden. Het staat immers niet vast dat de bestuurders, toen zij deze producten in de markt zetten of kochten, hadden moeten weten dat deze producten bijzonder risicovol zouden worden. Dit geldt in het bijzonder als aan deze producten een hoge credit rating was gegeven door een gerenommeerde Credit Rating Agency.

Of er sprake is van een ernstig verwijt moet beoordeeld worden aan de hand van alle omstandigheden van het geval. De omstandigheid dat een

⁴⁵⁵ Het recht op inlichtingen is blijkens de wetsgeschiedenis gebaseerd op de verantwoordingsplicht. Zie *Bundel NV en BV*, p. IXf-231 en art. IV-3. Zie ook Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11* 2009, nr. 327 en 438.

⁴⁵⁶ Art. 2:140/250 BW. Zie voorts art. 2:141 en 251 BW die voorschrijven dat het bestuur aan de RvC tijdig de voor de uitoefening van diens taak noodzakelijke gegevens verschaft. Zie hierover Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11* 2009, nr. 438.

⁴⁵⁷ In Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11* 2009, nr. 438 wordt opgemerkt dat deze verantwoordingsplicht rust op de bestuurder in de zin van art. 1 lid 1 WOR. Dit is degene die alleen dan wel tezamen met anderen in een onderneming de hoogste zeggenschap uitoefent bij de leiding van de arbeid.

⁴⁵⁸ Opgemerkt moet worden dat het recht om een enquêteprocedure te starten en onmiddellijke en definitieve voorzieningen te verzoeken blijkens art. 2:347 BW ook toekomt aan verenigingen van werknemers die in de onderneming werkzame personen onder haar leden telt en ten minste twee jaar volledige rechtsbevoegdheid bezit, mits zij krachten haar statuten ten doel heeft de belangen van haar leden als werknemers te behartigen en als zodanig in de bedrijfstak of onderneming werkzaam is. Dit recht wordt zelden gebruikt. J.W. Winter merkt in zijn notitie «Medezeggenschap in Nederland», d.d. 25 november 2007, Bijlage 8b bij het SER-rapport Evenwichtig ondernemingsbestuur op dat behalve de enquête in de Janssen Perszaak uit 1994 en de ABN AMRO zaak uit 2007 hem geen andere enquêtes bekend zijn waarin de vakbonden om een onderzoek hebben gevraagd. Inmiddels is daar overigens de enquête in de PCM zaak bijgekomen. J. Barneveld, «PCM & Private equity – Over de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen», WPNR 2009, nr. 6791 (noot 32) merkt op dat de vakbonden terughoudend gebruik maken van het recht om een enquête te verzoeken. Hij noemt daarbij naast de PCM-zaak (OK 10 januari 2008, JOR 2008, 39), de volgende beschikkingen: OK 17 maart 1994, NJ 1995, 408, OK 8 oktober 1998, NJ 1999, 349, 21 oktober 1999, JOR 1999, 228, OK 15 mei 2001, JOR 2001, 145, OK 18 mei 2005, JOR 2004, 195, en OK 10 maart 2006, ARO 2006, 60.

⁴⁵⁹ HR 10 januari 1997, JOR 1997, 29 (*Staleman-Van de Ven*), r.o. 3.3.1.

bestuurder gehandeld heeft in strijd met een statutaire bepaling die de vennootschap beoogt te beschermen geldt als een zwaarwegende omstandigheid die in beginsel de aansprakelijkheid van de bestuurder vestigt.⁴⁶⁰ In de literatuur⁴⁶¹ wordt verdedigd dat ditzelfde geldt als door de schadeveroorzakende gedraging een wettelijke norm is overtreden die strekt tot bescherming van de vennootschap.

De belangrijkste bron voor externe aansprakelijkheid is de in 1987 ingevoerde derde Misbruikwet.⁴⁶² Met deze wet werden de artikelen 2:138 (voor de NV) en 248 (voor de BV) BW ingevoerd. Deze artikelen bepalen dat bij faillissement van de vennootschap iedere bestuurder hoofdelijk aansprakelijk is jegens de boedel indien het bestuur zijn taak kennelijk onbehoorlijk heeft vervuld. Het gaat hier in feite om een collectieve aansprakelijkheid jegens de gezamenlijke schuldeisers. Bovengenoemde artikelen bevatten overigens een soortgelijke mogelijkheid voor individuele bestuurders om zich van aansprakelijkheid te bevrijden als art. 2:9 lid 2 BW. De vordering ex art. 2:138/248 BW wordt door de curator ingesteld. De bestuurders zijn hierbij niet aansprakelijk voor de schade die door hun kennelijk onbehoorlijk bestuur aan de vennootschap is toegebracht, maar voor het tekort dat ontstaat doordat de schulden niet uit de activa van de vennootschap kunnen worden voldaan. Daarvoor moet de curator het oorzakelijk verband tussen het kennelijk onbehoorlijk bestuur en het faillissement aantonen. Indien het bestuur niet tijdig of niet op de juiste wijze aan zijn administratie- of publicatieverplichting heeft voldaan, staat vast dat het zijn taak (ook voor het overige) kennelijk onbehoorlijk heeft vervuld en wordt vermoed dat onbehoorlijke taakvervulling een belangrijke oorzaak is geweest van het faillissement.⁴⁶³

In de artikelen 2:138 en 248 BW wordt met een bestuurder gelijkgesteld degene die «als ware hij bestuurder» het beleid van de vennootschap (mede) heeft bepaald. Quasi-bestuurders die achter de schermen aan de touwtjes hebben getrokken kunnen dus ook worden aangesproken. Bovendien is de meest algemene aansprakelijkheidsbepaling uit het burgerlijk recht – art. 6:162 BW (onrechtmatige daad) – ook op bestuurders van toepassing. Derden jegens wie een bestuurder in zijn hoedanigheid als bestuurder onrechtmatig heeft gehandeld en daardoor schade hebben geleden kunnen de betrokken bestuurder aansprakelijk stellen. Voor het slagen van een vordering uit onrechtmatige daad jegens een bestuurder wegens een «in hoedanigheid» gemaakte fout is overigens ook vereist dat aan de bestuurder een «voldoende ernstig» verwijt kan worden gemaakt.⁴⁶⁴

Bestuurders zijn voorts op grond van art. 2:139/249 BW tegenover derden in beginsel hoofdelijk aansprakelijk indien door de jaarrekening, door tussentijdse cijfers of door het jaarverslag een misleidende voorstelling van zaken wordt gegeven. Daarnaast zijn er in Boek 2 BW nog een aantal andere bepalingen op grond waarvan bestuurders in bijzondere omstandigheden extern (door schuldeisers) aansprakelijk kunnen worden gesteld. Een voorbeeld van eerstgenoemde aansprakelijkheid is te vinden in de artikelen 2:69 (voor de NV) en 180 (voor de BV) die bepalen dat bestuurders hoofdelijk aansprakelijk zijn voor rechtshandelingen van de vennootschap, die zijn verricht voordat is voldaan aan de plicht tot inschrijving van de vennootschap, de plicht tot storting van het minimumkapitaal en de plicht om op het bij oprichting geplaatste kapitaal een kwart te storten. De laatste twee plichten en de daarbij behorende aansprakelijkheid vervallen voor bestuurders van een BV indien het wetsvoorstel Flex-BV in de huidige vorm zou worden ingevoerd.

⁴⁶⁰ Zie HR 29 november 2002, JOR 2003, 2 (*Berghuizer Papierfabriek arrest*).

⁴⁶¹ Zie onder meer M.L. Lennarts, H.E. Boschma, «Blijft het tobben met tegenstrijdig belang?», *WPNR* 2008, p. 725–736.

⁴⁶² Zie voor een beknopte en heldere weergave hiervan: Van Schilfgaarde/Winter 2009, p. 172–177.

⁴⁶³ Art. 2:138/248 lid 2 BW.

⁴⁶⁴ Zie HR 18 februari 2000, NJ 2000, 295 m.nt. MA (*Oosterhof*) en Van Schilfgaarde/Winter 2009, p. 178–181.

6.2.2 De Raad van Commissarissen

Taken en bevoegdheden

De instelling van een Raad van Commissarissen (RvC) is bij kapitaalvennootschappen (een gewone NV of BV) niet verplicht. Dit is wel het geval bij structuurvennootschappen op grond van Boek 2 BW. Bij beursvennootschappen is veelal een RvC (of bij een «one-tier board»⁴⁶⁵; toezichthoudende bestuursleden) ingesteld. Indien dit niet het geval is kunnen belangrijke delen van de Corporate Governance Code niet worden toegepast. Voor banken (kredietinstellingen) die een NV of BV zijn is een uit minimaal drie leden bestaande RvC op grond van de Wet op het financieel toezicht verplicht.⁴⁶⁶

De belangrijkste taken van de RvC bij een gewone kapitaalvennootschap zijn (1) het houden van toezicht en (2) het geven van advies.⁴⁶⁷ Daarbij staat het vennootschappelijk belang centraal.⁴⁶⁸ De RvC is – tenzij de statuten anders bepalen – te allen tijde bevoegd een of meer bestuurders te schorsen.⁴⁶⁹

Voor bepaalde grote vennootschappen die aan de vereisten van de artikelen 2:154 jo. 153 (voor de NV) of 264 jo. 263 (voor de BV) BW voldoen geldt het volledig of verzwakt structuurregime.

Bij een structuurvennootschap met het volledig structuurregime heeft de RvC voorts de taak en de bevoegdheid om de bestuurders te benoemen en te ontslaan. De AvA is bij deze vennootschappen daartoe niet bevoegd en mist daardoor een belangrijk middel om het bestuur onder druk te zetten. Wel heeft de AvA sinds de wetwijziging in 2004 de mogelijkheid om de gehele RvC te ontslaan. Hierdoor beschikt de AvA van vennootschappen waar het volledige structuurregime van toepassing is over een «indirect drukmiddel». Bij alle structuurvennootschappen heeft de RvC de bevoegdheid om de in art. 2:164 en 274 BW genoemde besluiten van het bestuur goed of af te keuren – wat verder geen gevolgen heeft voor de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur.⁴⁷⁰ Belangrijke besluiten die ter goedkeuring aan de RvC moeten worden voorgelegd zijn onder meer besluiten tot het nemen of ingrijpend vergroten of verminderen van een deelneming ter waarde van ten minste een vierde van het bedrag van het geplaatste kapitaal met de reserves volgens de balans met toelichting van de vennootschap, door haar of een afhankelijke maatschappij in het kapitaal van een andere vennootschap.

Hoe belangrijk deze bevoegdheid is, blijkt uit de perikelen rond de voorgenomen verkoop van de aluminiumdivisie van Corus door de Britse moeder. Hiermee kon de RvC deze verkoop tijdelijk tegenhouden en waarborgen bedingen waardoor de koopprijs deels ten goede zou komen aan Corus Nederland en niet alleen zou worden aangewend ten bate van de verlieslatende activiteiten in Groot-Brittannië. De perikelen rond Corus vonden plaats voor de wetwijziging in 2004 waarbij de AvA de bevoegdheid kreeg om de RvC te ontslaan. Daardoor kon Corus Group plc dit machtsmiddel niet tegen de RvC gebruiken.

In de machtsrijd rond Stork, een structuurvennootschap waar het volledig structuurregime van toepassing was en derhalve het bestuur niet door de algemene vergadering ontslagen kon worden, lag dit anders. In 2007 beschikte de algemene vergadering al wel over de mogelijkheid de RvC te ontslaan. Toen het bestuur en de RvC niet met de door de activistische aandeelhouders Centaurus c.s. voorgestelde strategiewijziging wilde instemmen, zetten zij het ontslag van de RvC op de agenda. Alleen door

⁴⁶⁵ Omdat het two-tier systeem tot dusverre in Nederland bij verreweg de meeste beursvennootschappen is gehanteerd wordt daar in het hierna volgende vanuit gegaan.

⁴⁶⁶ Art. 3:19 Wft.

⁴⁶⁷ Art. 2:140 en 250 BW. De uitwerking van deze taken in de Corporate Governance codes wordt in de afzonderlijke paragrafen over de diverse codes besproken.

⁴⁶⁸ Zie art. 2:140/250 lid 2 BW. Op grond van art. 2:143/253 BW kunnen de statuten bepalen dat één of meer commissarissen, doch ten hoogste een derde van het gehele getal, zullen worden benoemd door anderen dan de algemene vergadering. Mendel & Oostwouder 2007, p. 69 merken hierbij op: «Ook door overheid of bank benoemde commissarissen mogen zich niet opstellen als behartigers van het overheids- respectievelijk het bankbelang. Ook zij behoren zich te richten naar het belang van de vennootschap waar zij commissarissen zijn (art. 140/250).».

⁴⁶⁹ Art. 2:147 en 257 BW.

⁴⁷⁰ Art. 2:164 lid 2 en 274 lid 2 BW.

het inzetten van een beschermingsconstructie kon dit verhinderd worden. Toen de Ondernemingskamer tot de conclusie kwam dat het inroepen van deze beschermingsconstructie de toets der kritiek niet kon doorstaan, beval ze Stork N.V. de bij de Stichting Stork uitstaande preferente aandelen, waarmee het ontslag van de commissarissen verhinderd had kunnen worden, in te trekken. Aan de andere kant achtte de Ondernemingskamer het ook niet wenselijk dat de AvA haar bevoegdheid om de RvC te ontslaan zou gebruiken om de door de hedgefondsen beoogde strategiewijziging door te zetten. Door middel van een «uiterst terughoudende» toetsing van de beoogde bevoegdheidsuitoefening door Centaurus c.s. aan de – ook door aandeelhouders in acht te nemen – redelijkheid en billijkheid kon de Ondernemingskamer met moeite een grond vinden voor een onmiddellijke voorziening om het ontslagbesluit tegen te houden.

Verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid

Ook bij de RvC gaat de wet er vanuit dat deze haar taak als collectief uitoefent.⁴⁷¹ Zij zijn gezamenlijk verantwoordelijk voor een collegiale taakvervulling. Wezeman⁴⁷² merkt op dat een taakverdeling tussen de commissarissen dit beginsel niet kan aantasten. De RvC moet verantwoording afleggen aan de AvA, wat geschiedt door middel van de door het bestuur opgestelde en door de bestuurders en de commissarissen ondertekende⁴⁷³ jaarrekening en het jaarverslag.⁴⁷⁴ Net als het bestuur heeft de RvC in beginsel een inlichtingenplicht ten opzichte van de AvA. Hoe zit het met de verantwoordingsplicht van de RvC tegenover de Ondernemingsraad? Van Solinge en Nieuwe Weme⁴⁷⁵ merken op dat hier slechts in beperkte mate van kan worden gesproken. Hoewel de WOR wel voorziet in contacten tussen RvC en OR, is de RvC niet de primaire gesprekspartner van de OR. Die rol is weggelegd voor de «bestuurder van de onderneming» (in de zin van de WOR). Formeel is deze bestuurder degene die in de onderneming rechtstreeks de hoogste zeggenschap uitoefent. In de praktijk wordt dit overleg meestal door de bestuurder van de vennootschap gevoerd.

Net als bestuurders kunnen commissarissen ter verantwoording worden geroepen in het kader van een enquêteprocedure.⁴⁷⁶ De individuele commissaris moet in de eerste plaats verantwoording afleggen tegen de overige leden van de RvC over de wijze waarop hij zijn taak vervuld heeft. De commissaris is ook tegenover de AvA verantwoording verschuldigd voor zijn aandeel in de gezamenlijke taakvervulling.⁴⁷⁷ Art. 2:9 BW dat de interne aansprakelijkheid van bestuurders regelt en de artikelen 2:138 en 248 die betrekking hebben op de externe aansprakelijkheid van bestuurders worden door de artikelen 2:149 en 259 BW van overeenkomstige toepassing verklaard op de taakvervulling door de RvC. Hierbij moet wel rekening gehouden worden met het feit dat bestuurders een andere taak hebben dan commissarissen. Het mogelijk te kort schieten van bestuurders ligt op het terrein van besturen. Het eventuele falen van commissarissen ligt (grotendeels)⁴⁷⁸ op het terrein van toezicht en advies.⁴⁷⁹ De RvC houdt toezicht op de nakoming door het bestuur van zijn verplichtingen. In het arrest Bodam Jachtservice⁴⁸⁰ geeft de Hoge Raad aan dat de RvC hierbij het bestuur moet adviseren en indien nodig moet ingrijpen door bijvoorbeeld een bestuurder te schorsen of zijn ontslag te bevorderen.⁴⁸¹

Tegenover derden kan een commissaris aansprakelijk zijn op grond van art. 6:162 BW (onrechtmatige daad). Dit is bijvoorbeeld het geval als een commissaris bewust onjuiste informatie geeft aan een derde over de gang

⁴⁷¹ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11* 2009, nr. 513.

⁴⁷² J.B. Wezeman a.w. 2009, p. 93. Hij merkt voorts op dat daarbij past dat «zelfs niet krachtens de statuten een bepaalde of in functie aangeduide commissaris de anderen binnen de RvC mag overstemmen. Zie art. 2:140 lid 4 BW.

⁴⁷³ Art. 2:101/210 lid 2 BW.

⁴⁷⁴ Zie Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11* 2009, nr. 438, waarin opgemerkt wordt dat in art. 2:101/210 BW ten behoeve van de aandeelhouders de verplichting voor het bestuur is neergelegd om een jaarrekening op te maken en een jaarverslag uit te brengen. «De jaarrekening wordt ondertekend door bestuurders en, zo dezen er zijn, ook door commissarissen. De (al dan niet gedeeltelijk) gepubliceerde jaarrekening houdt dan als het ware weer een verantwoording tegenover derden in.»

⁴⁷⁵ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11* 2009, nr. 511.

⁴⁷⁶ Zie onder meer HR 8 april 2005, NJ 2006, 443 (*Laurus*), HR 4 juni 1997, NJ 1997, 671 (*Text Lite*) en HR 10 januari 1990, NJ 1990, 466 (*Ogem*).

⁴⁷⁷ Zie Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11* 2009, nr. 514.

⁴⁷⁸ Soms moeten commissarissen op grond van de wet of de statuten een bestuurstaak (bijvoorbeeld vertegenwoordiging bij tegenstrijdig belang, zie art. 2:146/256) verrichten.

⁴⁷⁹ Mendel & Oostwouder 2007, p. 69–70.

⁴⁸⁰ HR 28 juni 1996, NJ 1997, 58 (m.nt. Ma, *Bodam Jachtservice*), r.o. 3.5.

⁴⁸¹ Zie ook Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11* 2009, nr. 514.

van zaken bij een vennootschap om hem te bewegen aandelen te kopen bij de vennootschap.⁴⁸² Commissarissen zijn voorts op grond van art. 2:150/254 BW tegenover derden in beginsel hoofdelijk aansprakelijk indien door de jaarrekening een misleidende voorstelling van zaken wordt gegeven.

6.2.3 De Algemene vergadering van Aandeelhouders

Taken en bevoegdheden

De Algemene vergadering van Aandeelhouders (AvA) is het orgaan dat de verschaffers van risicodragend vermogen (in de vorm van aandelen en met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten en aandelen) vertegenwoordigt. De AvA wordt ook wel aangeduid als het democratisch element van de vennootschap als kapitaalsorganisatie.⁴⁸³ Mendel⁴⁸⁴ merkt op dat hier nog wel wat op af valt te dingen. Immers, bij het uitoefenen van het stemrecht speelt het democratische principe een geringere rol. Bij een gelijke nominale waarde per aandeel staat het aantal stemrechten in evenredig verband tot het aantal aandelen dat iemand heeft. «Dit doet in de verte denken aan wat in onze parlementaire geschiedenis bekend staat als het census-kiesrecht.» Voorts wijst Mendel op het feit dat de rol van de AvA per (soort) vennootschap kan verschillen. Binnen de besloten verhoudingen van een BV zijn de aandeelhouders vaak veel meer betrokken en actiever dan bij een beursvennootschap. Bij een BV die deel uitmaakt van een concern is er vaak maar een aandeelhouder (de holding of de subholding) en wordt het belang van de vennootschap ingekleurd door het belang van het concern.⁴⁸⁵

Bij een beursvennootschap zijn dikwijls verschillende soorten aandeelhouders betrokken. Een groot deel van de aandeelhouders is niet erg deskundig op ondernemingsgebied en vooral of zelfs uitsluitend geïnteresseerd in de koers en het dividend. Dit levert een groot absentisme in de AvA op.⁴⁸⁶ Daarnaast zijn er zeer deskundige aandeelhouders, zoals pensioenfondsen of andere institutionele beleggers, die in beginsel geïnteresseerd zijn in de resultaten van de vennootschap op langere termijn. Ook zijn er deskundige aandeelhouders, zoals hedgefondsen, die juist geïnteresseerd zijn in het resultaat dat zij op korte termijn met hun participatie kunnen behalen.

Bij een vennootschap waarvoor het volledig structuurregime geldt, verschilt de rol van de AvA in zoverre dat daarbij de bevoegdheid om bestuursleden te benoemen, schorsen en ontslaan aan de RvC is toegekend. Deze belangrijke bevoegdheid komt bij een gewone vennootschap dwingendrechtelijk aan de AvA toe. Voorts moeten bij structuurvennootschappen (met volledig of verzwakt regime) aan de RvC een aantal belangrijke bestuursbesluiten ter goed- of afkeuring worden voorgelegd. Het bestuur en de RvC leggen aan de AvA verantwoording af over het gevoerde beleid en het toezicht daarop. Naast een controlerende taak heeft de AvA ook een belangrijke besluitvormende taak.

Boek 2 BW kent dwingendrechtelijk een aantal bevoegdheden aan de AvA toe, waarvan dus niet statutair kan worden afgeweken.⁴⁸⁷ Hieronder vallen onder meer⁴⁸⁸ de volgende bevoegdheden:

- (a) benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders; hierdoor heeft de AvA – in de woorden van Van der Grinten⁴⁸⁹ – de «ultimatieve» (uiteindelijke) macht. Ook bij vennootschappen met het volledig structuurregime – waarbij deze bevoegdheden zijn toebedeeld aan de RvC – rust de uiteindelijke macht bij de AvA. De AvA heeft immers

⁴⁸² HR 11 maart 1937, NJ 1937, 899.

⁴⁸³ E.J.J. van der Heijden, W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de naamloze en besloten vennootschap*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1992, nr. 200. Mendel & Oostwouder 2007, p. 45–46 verwijzen ook naar de discussie tussen regering en kamerleden voorafgaand aan de wet op de NV van 2 juli 1928, Stb. nr. 216 over de wenselijkheid van statutaire clausules die er toe strekken macht te ontnemen aan de AvA (oligarchische clausules).

⁴⁸⁴ Mendel & Oostwouder 2007, p. 45–46.

⁴⁸⁵ Zie hiervoor ook Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11* 2009, nr. 827 en de daar vermelde literatuur en jurisprudentie.

⁴⁸⁶ Volgens J.S.T. Tiemstra en J. de Keijzer, «Algemene Vergadering van Aandeelhouders: hoeksteen van corporate governance of niet-representatieve formaliteit?», *Ondernemingsrecht* 2008, nr. 5, p. 192–197, zou slechts tussen de 40% en de 45% van het geplaatste kapitaal bij algemene vergaderingen van Nederlandse beursvennootschappen aanwezig zijn.

⁴⁸⁷ Zie Mendel & Oostwouder 2007, p. 47–48.

⁴⁸⁸ Zie voor een aantal andere bevoegdheden die de wet dwingendrechtelijk aan de AvA toekent: Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11* 2009, nr. 320.

⁴⁸⁹ Van der Heijden & Van der Grinten 1992, nr. 200.

sinds 2004 de mogelijkheid om het vertrouwen in de gehele RvC op te zeggen.

- (b) benoeming, schorsing en ontslag van commissarissen. Hierbij moeten vier kanttekeningen worden gemaakt. In de eerste plaats is de AvA bij een structuurvennootschap niet bevoegd om individuele commissarissen te schorsen of te ontslaan.⁴⁹⁰ In de tweede plaats benoemt de AvA bij een structuurvennootschap weliswaar de commissarissen, maar dit geschiedt op grond van de voordracht van de RvC. De AvA kan bij gewone meerderheid de voordracht afwijzen, maar deze meerderheid moet dan wel ten minste een derde van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen. In de derde plaats is de instelling van een RvC bij een gewone vennootschap niet verplicht. In de vierde plaats opent de wet⁴⁹¹ de mogelijkheid dat de statuten bepalen dat maximaal een derde van het totaal van de commissarissen wordt benoemd en ontslagen door anderen dan de AvA.
- (c) het recht om tot statutenwijziging te besluiten. Het is wel mogelijk om het besluit van statutenwijziging aan bepaalde voorwaarden onderhevig te maken.
- (d) het recht om de jaarrekening vast te stellen.
- (e) het besluit tot vermindering van kapitaal door intrekking van aandelen of vermindering van het nominale bedrag van aandelen.
- (f) de besluiten tot ontbinding van de vennootschap, omzetting in een andere rechtsvorm, juridische fusie door de verdwijnende vennootschap en splitsing van de vennootschap.
- (g) het recht om alle verlangde inlichtingen te verkrijgen tenzij een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet.

De AvA is bevoegd om een machtiging tot inkoop eigen aandelen te geven. Bij een NV kan hier niet van worden afgeweken. Het bestuur beslist of zij uitvoering aan de inkoop kan en wil geven.⁴⁹² De druk op het bestuur om in te kopen en daarmee «aandeelhouderswaarde» te creëren kan echter door de AvA wel worden opgevoerd door een daartoe strekkende resolutie en de dreiging om het bestuur te ontslaan. Bij de NV heeft de AvA sinds 2004 dwingendrechtelijk de bevoegdheid het beleid op het terrein van de bezoldiging van het bestuur vast te stellen. Indien het recht om de bezoldiging voor de bestuurders vast te stellen door de statuten aan een ander orgaan is toebedeeld dan heeft de AvA nog wel dwingendrechtelijk de bevoegdheid om regelingen in de vorm van aandelen of rechten op aandelen goed te keuren. Voorts moeten aan de AvA van een NV sinds 2004 de besluiten van het bestuur omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming ter goedkeuring worden voorgelegd. Hieronder vallen in ieder geval overdracht van de onderneming aan een derde en het aangaan of verbreken van een duurzame samenwerking die van ingrijpende betekenis is voor de vennootschap. Het ontbreken van de goedkeuring tast overigens de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur niet aan en kan derhalve niet aan derden worden tegengeworpen. Voorts beschrijft de wet diverse bevoegdheden die, als de statuten niet anders bepalen, toekomen aan de AvA. De belangrijkste hiervan zijn:

1. vaststelling van de bezoldiging (salaris plus andere beloningselementen, zoals een bonus, voor de verrichte arbeid) van bestuurders;
2. de bevoegdheid tot emissie van aandelen. Bij de NV is de bevoegdheid om hiervan af te wijken (delegatie) beperkt.⁴⁹³

Tenslotte is wettelijk bepaald dat alle bevoegdheid die niet aan het bestuur of aan anderen is toegekend, aan de AvA toekomt.⁴⁹⁴ Voorts kent Boek 2 BW een aantal rechten die niet door een statutaire bepaling opzij

⁴⁹⁰ Een individuele commissaris kan bij een structuurvennootschap slechts door de Ondernemingskamer, op verzoek van de RvC of een vertegenwoordiger van de AvA of OR, ontslagen worden. Zie art. 2:161/ 271 lid 2 BW voor de ontslaggronden.

⁴⁹¹ Art. 2:142/253 jo. 144/254 BW.

⁴⁹² Zie voor de vereisten voor inkoop art. 2:98 en 207 BW. Het bestuur is bevoegd tot inkoop als aan deze vereisten is voldaan. Daarnaast zal het bestuur moeten beoordelen of de inkoop gezien de liquiditeits- en solvabiliteitspositie verantwoord is.

⁴⁹³ Art. 2:96 BW.

⁴⁹⁴ Artikelen 2:107 (voor de NV) en 207 BW (voor de BV).

gezet kunnen worden, toe aan individuele aandeelhouders. Deze rechten kunnen worden verdeeld in zeggenschapsrechten en financiële rechten.⁴⁹⁵

Iedere aandeelhouder heeft de volgende zeggenschapsrechten. Een aandeelhouder is bevoegd – in persoon of door middel van een schriftelijk gevolmachtigde – algemene vergaderingen bij te wonen, daarin het woord te voeren en te stemmen. De twee eerstgenoemde rechten komen ook toe aan een houder van certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven (hierna: certificaathouder). Sinds 2004 hebben dergelijke certificaathouders – mits de certificaten toegelaten zijn tot de handel op gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit – het recht op een stemvolmacht van het administratiekantoor dat rechtgebende is op de onderliggende aandelen. Slechts in specifiek in de wet⁴⁹⁶ aangeduide omstandigheden mag het administratiekantoor de volmacht beperken, uitsluiten of herroepen.

Daarnaast heeft iedere aandeelhouder nog een aantal andere rechten die met de zeggenschap verbonden zijn. Van Solinge en Nieuwe Weme⁴⁹⁷ noemen daarbij in de eerste plaats het recht van de individuele aandeelhouder om ter vergadering om inlichtingen te verzoeken.⁴⁹⁸ Voorts noemen zij het recht om kennis te nemen van verschillende voor hem relevante stukken, zoals de agenda en de vastgestelde notulen van de algemene vergadering. Uit de wet vloeit voort dat iedere aandeelhouder op zijn verzoek door de rechtbank kan worden gemachtigd om een voorgeschreven algemene vergadering bijeen te roepen indien het bestuur en de RvC hiermee in gebreke blijven.⁴⁹⁹ In het kader van de corporate governance is voorts van belang dat een aandeelhouder als belanghebbende een vordering tot vernietiging van een besluit kan instellen.⁵⁰⁰ Ook kan iedere belanghebbende – dus ook een individuele aandeelhouder – een jaarrekeningprocedure beginnen bij de Ondernemingskamer.⁵⁰¹

Tenslotte wordt ook een aantal rechten toegekend aan individuele aandeelhouders die alleen of tezamen met andere aandeelhouders een bepaald percentage van het geplaatste aandelenkapitaal houden.⁵⁰² Aandeelhouders, die alleen of tezamen ten minste 10% van het geplaatste kapitaal van een vennootschap houden of zoveel minder als statutair is bepaald, kunnen – mits aan bepaalde voorwaarden is voldaan⁵⁰³ – door de voorzieningenrechter worden gemachtigd een algemene vergadering bijeen te roepen.

Een bevoegdheid die bij conflicten tussen aandeelhouders en de vennootschap veel gebruikt wordt, is het recht van aandeelhouders en certificaathouders die alleen of samen ten minste 10% van het geplaatste kapitaal verschaffen, of een bedrag van € 225 000 (of zoveel minder als de statuten bepalen), om een verzoek bij de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam in te dienen om een onderzoek (een enquête) naar het beleid en de gang van zaken bij de vennootschap te starten.⁵⁰⁴ In de praktijk is vaak het aan de enquêteprocedure verbonden recht om de Ondernemingskamer te vragen onmiddellijke voorzieningen te treffen de belangrijkste drijfveer voor aandeelhouders om een dergelijke procedure te starten.⁵⁰⁵

Een belangrijke bevoegdheid die in 2004 in de wet is opgenomen betreft het agenderingsrecht. Aandeelhouders en certificaathouders hebben het recht onderwerpen op de agenda van de AvA te plaatsen indien aan de volgende vereisten is voldaan:

⁴⁹⁵ Asser-Maeijer 2-III, Deventer 2000, nr. 278.

⁴⁹⁶ Zie hiervoor art. 2:118a lid 2 en 3 BW.

⁴⁹⁷ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11* 2009, nr. 332. Zie voor de opvatting dat de individuele aandeelhouder dit recht toekomt ook H.M. Vletter-van Dort, diss. 2001, IVO nr. 37, p. 65, W.J. Slagter, *Compendium van het Ondernemingsrecht*, Deventer 2005, nr. 62; P. Sanders en W. Westbroek, *BV en NV*, bewerkt door F.K. Buijn en P.M. Storm, Serie Recht en Praktijk, deel 23, 2005, nr. 4.14. Anders Van Schilfgaarde/Winter 2009, p. 217 en A. Pitlo, *Het Nederlands Burgerlijk Recht, deel 2, Ondernemingsrecht*, bewerkt door M.J.G.C. Raaijmakers, 2006, nr. 5.89 die van mening zijn dat dit recht slechts aan de AvA als zodanig toekomt.

⁴⁹⁸ Dit sluit aan bij de opvatting van dit kabinet dat Boek 2 BW al voldoet aan de uit de Richtlijn Aandeelhoudersrechten voortvloeiende verplichting om individuele aandeelhouders van beursvennootschappen het recht te geven om tijdens en voorafgaande aan de algemene vergadering vragen te stellen over onderwerpen die op de agenda staan. Kamerstukken II 2008–2009, 31 746, nr. 3, p. 15.

⁴⁹⁹ In de tekst van art. 2:212/222 BW wordt alleen bij de in art. 2:108a BW aangegeven slechte vermogenstoestand van de NV verwezen naar de jaarvergadering en de vergadering die (alleen bij de NV) moet worden gehouden. Volgens Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11* 2009, nr. 337 geldt deze bevoegdheid echter voor elke volgens de wet en de statuten voorgeschreven AvA. Zie voor nog andere rechten tot kennisneming die aan de aandeelhouders toekomen: Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11* 2009, nr. 332.

⁵⁰⁰ Art. 2:15 BW.

⁵⁰¹ Art. 2:447–453 BW.

⁵⁰² Zie voor een overzicht Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11* 2009, nr. 333.

⁵⁰³ Zie hiervoor art. 2:110 en 111 BW voor de NV en art. 2:220 en 221 BW voor de BV.

⁵⁰⁴ Art. 2:346 jo. 345 BW.

⁵⁰⁵ Door middel van een voorlopige voorziening kan bijvoorbeeld een beschermingsconstructie tijdelijk buiten werking worden gesteld, bestuurders of commissarissen worden geschorst en tijdelijke bestuurders of commissarissen worden benoemd.

- (a) zij verschaffen (alleen of met andere verzoekers) ten minste 1% van het geplaatste aandelenkapitaal of een gedeelte van het aandelenkapitaal dat een beurswaarde heeft van € 50 miljoen (in de statuten mag een lagere drempel zijn opgenomen);
- (b) het schriftelijk verzoek tot agendering is binnen zestig dagen voor de vergadering ontvangen (in de statuten mag een kortere termijn zijn opgenomen);
- (c) het bestuur heeft zich niet beroepen op een «zwaarwichtig belang van de vennootschap» dat zich tegen dit verzoek verzet.

Op welk belang moeten aandeelhouders en de AvA zich richten? Aandeelhouders mogen zich richten op hun eigen belang.⁵⁰⁶ Op grond van art. 2:8 lid 1 BW moeten de vennootschap en degenen die krachtens de wet en de statuten bij zijn organisatie zijn betrokken, zich jegens elkaar redelijk en billijk gedragen. Blijkens het algemene art. 2:8 lid 2 BW is een tussen hen krachtens wet, gewoonte, statuten of besluit geldende regel niet van toepassing indien dit naar redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn. Aan dit strenge criterium zal niet gemakkelijk voldaan zijn. Aandeelhouders hebben namelijk een relatief grote marge om in hun eigen belang te handelen en te stemmen. Dit betekent echter niet dat een aandeelhouder andere belangen, bijvoorbeeld het vennootschappelijk belang, geheel mag verwaarlozen.⁵⁰⁷ Winter meent dat de AvA zich als orgaan wel op het vennootschappelijk belang moet richten, maar maakt daarbij de kanttekening dat de (in toenemende mate) bepalende rol van de AvA tot gevolg heeft dat het belang van de aandeelhouders meer gewicht krijgt. Dit is onvermijdelijk van invloed op de taakuitoefening door bestuur en RvC.⁵⁰⁸

Het is de vraag of het vennootschappelijk belang in deze visie niet goeddeels verschuift naar het belang van de aandeelhouder. In dat geval is het niet moeilijk de afweging door de AvA, het bestuur en de RvC op één lijn te krijgen. Het is dan echter niet waarschijnlijk dat de belangen van de overige stakeholders voldoende bij deze weging worden betrokken. Indien ieder van de aandeelhouders zich richt op zijn eigen belang en dienovereenkomstig handelt, is het onmogelijk dat bij het besluit (de uitkomst van de stemmen) rekening is gehouden met andere belangen dan die van de aandeelhouders. De vraag rijst dan ook of die aandeelhouders bij hun besluitvorming beïnvloed kunnen worden door bijvoorbeeld de OR en of in de praktijk het besluit van de AvA tot stand komt als «vrucht van onderling overleg»?⁵⁰⁹ Den Boogert⁵¹⁰ schetst het eigenaardige karakter van de AvA bij beursvennootschappen en het resulterende gebrekkige functioneren ervan. De AvA heeft namelijk enerzijds gewichtige en exclusieve bevoegdheden en geldt daardoor als een belangrijk beslissingsorgaan. Anderzijds is de AvA slechts een tijdelijk verschijnsel dat sporadisch voorkomt en dan slechts voor de duur van de vergadering. Ook over de kwaliteit van de beraadslaging bij de jaarlijkse AvA is hij weinig lovend. Door het gebrek aan structuur en de veelheid aan (ingewikkelde) onderwerpen die binnen enkele uren moet worden afgewerkt, is het «*een illusie om te verwachten dat een adequate gedachteswisseling gevolgd door een evenwichtige besluitvorming kan plaatsvinden.*» Het is dan ook niet vreemd dat veel aandeelhouders niet de moeite willen nemen om op de algemene vergadering te overleggen en als zij al hun stemrecht willen gebruiken dit geregeld vooraf via een notaris doen of zich tijdens de vergadering door een gevolmachtigde laten vertegenwoordigen. Zij laten zich dan vaak voorlichten door een proxy advisor zoals ISS⁵¹¹, die hen stemaanbevelingen doet voor alle afzonderlijke agendapunten. De aandeelhouders

⁵⁰⁶ Dit blijkt uit een aantal arresten met betrekking tot de geldigheid van stemovereenkomsten: HR 30 juni 1944, NJ 1944, 465, (*Wennex*), HR 13 november 1959, NJ 1960, 472, (*Distilleerderij Melchers*), HR 19 februari 1960, NJ 1960, 473 (*Aurora*).

⁵⁰⁷ Dit blijkt ook uit het vonnis van de Rechtbank Assen d.d. 17 december 1993, KG 1994, 90 (*Zeldenrust Beheer*). Hierin kreeg de meerderheidsaandeelhouder het verbod om vóór ontbinding van de vennootschap te stemmen. Zie Mendel & Oostwouder 2007, p. 34. Ook uit de Stork-beschikking, OK 17 januari 2007, JOR 2007, 42, blijkt dat de Ondernemingskamer bereid is het uitoefenen van bevoegdheden door aandeelhouders (zij het uiterst terughoudend) te toetsen aan de redelijkheid en billijkheid.

⁵⁰⁸ Van Schilfgaarde/Winter 2009, p. 28.

⁵⁰⁹ In het Wijsmuller-arrest (HR 15 juli 1968, NJ 1969, 101) stelde de Hoge Raad aan een besluit van een orgaan dat uit meerdere personen bestaat de eis «dat het besluit tot stand komt als vrucht van onderling overleg van alle leden van het orgaan die, na daartoe in de gelegenheid zijn gesteld, aan dat overleg wensen deel te nemen.»

⁵¹⁰ M.W. Den Boogert, «Hoe nu verder met de aandeelhoudersvergadering» in: *De nieuwe macht van de aandeelhouder*, deel 57 in de uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Deventer 2007, p. 139–153.

⁵¹¹ ISS staat voor «Institutional Shareholder Services».

maken dan uit hoe ze stemmen (voor, tegen of onthouding) en laten vervolgens een gevolmachtigde hun stemmen uitbrengen tijdens de vergadering. Een eventuele discussie tijdens de vergadering doet er voor deze stemmen niet meer toe; de gevolmachtigde heeft zich immers te houden aan zijn steminstructies.⁵¹²

Dit betekent dat in veel gevallen de besluitvorming in de algemene vergadering bij beursvennootschappen niet meer «als vrucht van onderling overleg» plaatsvindt en pogingen tot beïnvloeding van de AvA bij belangrijke besluiten door het toekennen van een spreekrecht aan de Ondernemingsraad niet zinvol zijn.

Aansprakelijkheid

Er zijn (nog) geen specifieke wettelijke bepalingen met betrekking tot de aansprakelijkheid van aandeelhouders jegens de vennootschap. Het wetsvoorstel Flex-BV bevat echter een bepaling op grond waarvan een aandeelhouder die een dividenduitkering van de vennootschap heeft ontvangen terwijl hij wist of redelijkerwijs behoorde te voorzien dat de vennootschap na de uitkering niet zou kunnen voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden jegens de BV, gehouden is tot vergoeding van het tekort voor ten hoogste het bedrag of de waarde van zijn uitkering vermeerderd met de wettelijke rente.

Een aandeelhouder kan onder omstandigheden door derden aansprakelijk worden gesteld voor onrechtmatig handelen. Zo is in het Nimox-arrest⁵¹³ beslist dat het stemmen voor een dividenduitkering die wettelijk geoorloofd is, onrechtmatig jegens crediteuren van de vennootschap kan zijn. Nimox had als enig aandeelhouder van Auditrade BV besloten om meer dan een miljoen gulden dividend aan zichzelf als aandeelhouder uit te keren. Dit betrof echter de totale reserve, waardoor het eigen vermogen van Auditrade nog slechts 100 000 gulden zou bedragen. De Hoge Raad overwoog dat Nimox ten tijde van het besluit de zekerheid had dat Auditrade als gevolg van dat besluit geen enkele reserve meer zou overhouden, tenzij het Transonic-project de door Nimox verwachte opzienbarende verbetering teweeg zou brengen. De Hoge Raad oordeelde vervolgens dat (1) het risico op het niet uitkomen van deze verwachting voor de rekening van Nimox kwam en haar aanspraak op dividend achter gesteld moest worden bij de overige crediteuren van Auditrade, (2) Nimox zich de belangen van de overige schuldeisers onvoldoende heeft aangetrokken en (3) het risico zich heeft verwezenlijkt en Auditrade hierdoor failliet is geraakt.⁵¹⁴

In concernverhoudingen geeft de holding door middel van instructies centrale leiding aan de overige concernmaatschappijen. Indien de holding zich intensief heeft bemoeid met een werkmaatschappij en weet of behoort te weten dat de werkmaatschappij in financiële problemen verkeert en nalaat zich de belangen van de crediteuren van de werkmaatschappij aan te trekken, is de holding in beginsel aansprakelijk jegens de crediteuren van de werkmaatschappij. Ditzelfde geldt indien de holding de verhaalsmogelijkheden – door selectieve betaling aan concernmaatschappijen of door het bezwaren van activa ten behoeve van zichzelf of een andere concernmaatschappij – bij de werkmaatschappij heeft vermindert.⁵¹⁵

Er is in Nederland nog geen jurisprudentie bekend met betrekking tot de mogelijke aansprakelijkheid van activistische aandeelhouders, zoals

⁵¹² M.W. Den Boogert, aw, p. 139–153.

⁵¹³ HR 8 november 1991, *NJ* 1992, 174.

⁵¹⁴ HR 8 november 1991, *NJ* 1992, 174, r.o.

3.1.3.

⁵¹⁵ Zie Van Schilfgaarde/Winter 2009, p. 182–184 en de daar genoemde jurisprudentie.

hedgefonds, vanwege een voor de crediteuren van de vennootschap nadelige beïnvloeding van de strategie van de vennootschap.

6.2.4 Verhouding tussen bestuur, RvC en AvA

In het ABN AMRO arrest gaat de Hoge Raad uit van de volgende door de Ondernemingskamer vastgestelde verdeling van bevoegdheden tussen de bovengenoemde organen:

1. het bepalen van de strategie van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming is in beginsel een aangelegenheid van het bestuur;
2. de RvC houdt daarop toezicht;
3. de AvA kan haar opvattingen daaromtrent tot uitdrukking brengen door uitoefening van haar in de wet en statuten toegekende rechten.

De Hoge Raad overweegt vervolgens dat dit laatste in het algemeen betekent dat het bestuur aan de AvA verantwoording heeft af te leggen van zijn beleid maar dat het, behoudens afwijkende wettelijke of statutaire regelingen, niet verplicht is de AvA vooraf in zijn besluitvorming te betrekken als het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is. Assink⁵¹⁶ signaleert een knelpunt met betrekking tot de bevoegdheid van de AvA om, nadat het bestuur en de RvC verantwoording hebben afgelegd over hun taakuitoefening omtrent de strategie van de onderneming, daaraan de ultieme sanctie van ontslag te verbinden met het doel een koerswijziging te bewerkstelligen. Hij merkt op dat daarbij twee complicerende factoren een rol spelen. *«Ten eerste dat het ondernemersprimaat in beginsel berust bij het bestuur [...] maar ontslag van bestuurders (en commissarissen) een fundamentele bevoegdheid van de algemene vergadering is. Ten tweede dat zowel het bestuur als de raad van commissarissen (indien aanwezig) het belang van de vennootschap voorop dient te stellen, maar aandeelhouders zich – zij het binnen de grenzen van art. 2:8 BW – juist primair mogen richten op hun eigen (rendements)belangen [...].»*

6.2.5 Lacunes

Als men wil vasthouden aan de gedachte dat belangrijke besluiten van de vennootschap ten aanzien van de strategie slechts tot stand mogen komen na een adequate weging van de belangen van alle stakeholders in de vennootschap, dan is ultieme besluitvorming door de AvA van een beursvennootschap niet het geëigende middel. Dit geldt ook voor het besluit tot ontslag van bestuurders of commissarissen indien dit gebruikt wordt om een strategiewijziging af te dwingen.

Het zou dan wenselijk zijn deze besluitvorming afhankelijk te maken van de goedkeuring of een voorstel van een orgaan dat zich moet richten op het vennootschappelijk belang. Met name de wettelijke regelingen omtrent het ontslagbesluit ten aanzien van bestuurders (die «te allen tijde» ontslagen kunnen worden) en ten aanzien van commissarissen bieden volgens de heersende opvatting in de literatuur⁵¹⁷ geen ruimte voor een statutaire bepaling met die strekking.

⁵¹⁶ B.F. Assink, Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse, preadvies van de Vereniging Handelsrecht 2009, p. 116–123.

⁵¹⁷ B.F. Assink a.w. p. 119 en de daar vermelde literatuur.

Deze besluiten kunnen statutair wel onderworpen worden aan een eis van versterkte meerderheid en een quorum. Voor het besluit tot ontslag van bestuurders mogen de eis van versterkte meerderheid en het quorum echter niet hoger zijn dan twee derde van de uitgebrachte stemmen vertegenwoordigende meer dan de helft van het geplaatste kapitaal (art.

2:134/244 lid 2 BW). Voor het opzeggen van het vertrouwen van de AvA in de voltallige RvC bij structuurvennootschappen mogen statutair geen hogere eisen worden gesteld dan uit de wet (art. 2:161a BW) voortvloeien. Dit betekent dat het besluit tot ontslag van de gehele RvC bij structuurvennootschappen in ieder geval genomen kan worden door een volstrekte meerderheid vertegenwoordigend ten minste een derde van het geplaatste kapitaal.

De ondernemingskamer en de gewone rechter kunnen (voorgenomen) besluiten van de AvA die kunnen strekken tot wijziging van de strategie, zoals het besluit tot ontslag van een of meer bestuurders en/of commissarissen, of het opzeggen van het vertrouwen in de gehele RvC, slechts «uiterst terughoudend» (aan de redelijkheid en billijkheid ex art. 2:8 BW) toetsen. De gedachte hierachter is dat men aan het besluitvormende orgaan een ruime mate van eigen verantwoordelijkheid moet laten. Winter⁵¹⁸ merkt daarover op: «waar het op neer komt is dat men dikwijls bij de toetsing aan de norm redelijkheid en billijkheid niet verder kan gaan dan dat men zich afvraagt of het betrokken orgaan in redelijkheid tot zijn beslissing kon komen». Dit biedt dus ook niet altijd een oplossing. Omdat de aandeelhouders hun eigen belang voorop mogen stellen is het de vraag of een dergelijke terughoudende toetsing op zijn plaats is wanneer het (voorgenomen) besluiten betreft die de strategie van de vennootschap kunnen wijzigen. Bij hantering van het stakeholdersmodel kan volgehouden worden dat bij dergelijke besluiten de belangen van alle stakeholders moeten worden afgewogen. In het Nederlandse vennootschapsrecht ontbreekt de bevoegdheid van de ondernemingskamer en/of de gewone rechter om een dergelijk (voorgenomen) besluit van de AvA volledig in plaats van slechts «uiterst terughoudend» aan het vennootschappelijk belang te toetsen.⁵¹⁹ Bij een volledige toetsing kan beter rekening gehouden worden met de belangen van alle stakeholders.

Voorts ontbreekt de vennootschap (daarbij vertegenwoordigd door het bestuur) de bevoegdheid om een enquêteverzoek in te dienen. Daardoor is het niet mogelijk om de Ondernemingskamer door middel van een onmiddellijke voorziening een voorgenomen besluit te laten blokkeren van aandeelhouders die op de AvA de meerderheid kunnen verkrijgen.⁵²⁰ In de praktijk fungeren beschermingsconstructies soms als middel om dergelijke besluiten te voorkomen.

6.3 Beschermingsconstructies

Een methode voor een vennootschap om zich te beschermen tegen vijandige overnames en activistische aandeelhouders die door middel van de ontslagbevoegdheid van de AvA een strategiewijziging willen doordrukken, is het gebruik van een beschermingsconstructie. Daarbij wordt de zeggenschap van kapitaalverschaffers (tijdelijk) beperkt. Voor de introductie daarvan is overigens initieel altijd de instemming van de AvA vereist. Een beschermingsconstructie kan met name nuttig zijn wanneer er een vijandige overname dreigt of wanneer een meerderheid van de kapitaalverschaffers een strategieverandering wenst die strijdig is met het belang van de vennootschap. De keerzijde van deze medaille is dat beschermingsconstructies ook gebruikt kunnen worden om een slecht functionerend bestuur in het zadel te houden.

Hierna worden diverse beschermingsconstructies besproken en wordt bekeken welke beschermingsconstructie(s) bescherming biedt (bieden)

⁵¹⁸ Van Schilfgaarde/Winter 2009, nr. 96, p. 274.

⁵¹⁹ Van Schilfgaarde/Winter 2009, p. 274 menen – in tegenstelling tot bepaalde andere schrijvers, zie onder meer Mendel & Oostwouder 2007, p. 81 – dat een besluit wat zijn inhoud betreft niet marginaal maar integraal aan de redelijkheid en billijkheid ex art. 2:8 BW moet worden getoetst. Zij merken echter daarbij op dat de norm een zodanige marge laat dat men niet snel – zeker wanneer het betrokken orgaan tegenstrijdige belangen heeft moeten afwegen – tot overschrijding daarvan moet besluiten. Ook de door hen voorgestane «integrale toetsing» biedt derhalve (te) weinig ruimte voor het meewegen van de belangen van de andere stakeholders. B.J. Assink a.w. p. 119–123 staat kennelijk bij een dreigend besluit van de AvA tot ontslag van bestuurders en commissarissen – mits aan bepaalde voorwaarden is voldaan – een minder terughoudende toetsing door de Ondernemingskamer voor.

⁵²⁰ Zie HR 1 februari 2002, JOR 2002, 29 (De Vries Robbé). Een praktische oplossing hiervoor is het toekennen van de enquêtebevoegdheid bij overeenkomst of de statuten aan de OR. Blijkens OK 5 oktober 2005, JOR 2005, 296 (Smit Transformatoren) verkrijgt de OR daardoor enquêtebevoegdheid. R. Abma, «Ontwikkelingen in en conclusies uit de jaarlijkse algemene vergaderingen 2009», Ondernemingsrecht 2009–12, p. 507, wijst er op dat de enquêtebevoegdheid in toenemende mate ook bij overeenkomst aan Beschermingsstichtingen gegeven wordt.

aan de vennootschap terwijl bovengenoemd nadeel zoveel mogelijk wordt voorkomen.

De bekendste beschermingsconstructies⁵²¹ zijn:

- (1) uitgifte van prioriteitsaandelen;
- (2) plaatsing van (een optie op) preferente aandelen bij een speciaal daartoe opgerichte stichting;
- (3) high-low voting stock;
- (4) de duo- of piramideconstructie;
- (5) certificering van aandelen.

In juni 2009 was bij 61,9% Nederlandse AEX-vennootschappen voorzien in de mogelijkheid om preferente beschermingsaandelen⁵²² uit te geven.

Prioriteitsaandelen

Uitgifte van prioriteitsaandelen. Een bevriende relatie of een daarvoor opgerichte stichting verkrijgt speciale aandelen, zogenaamde prioriteitsaandelen, waaraan bijzondere zeggenschapsrechten worden verbonden. Zo kan aan de vergadering van prioriteitsaandeelhouders het recht («de prioriteit») worden toegekend om een bindende voordracht te doen voor de benoeming van bestuurders en/of commissarissen. Ook de bevoegdheid om nieuwe aandelen uit te geven voor een periode van vijf jaar (in de praktijk is dit 1 of 2 jaar) kan worden gedelegeerd aan de prioriteit. Bevoegdheden die dwingendrechtelijk toekomen aan de AvA kunnen niet worden overgedragen aan de vergadering van prioriteitsaandeelhouders. Wel kan voor bepaalde besluiten worden bepaald dat hiervoor de voorafgaande goedkeuring van de prioriteit vereist is of dat deze slechts op voorstel van de prioriteit genomen kunnen worden.

In de praktijk worden prioriteitsaandelen niet vaak als enige beschermingsmaatregel gebruikt. Bindende voordrachtsrechten kunnen namelijk doorbroken worden en de aan de prioriteit toegekende rechten kunnen ook aan de RvC worden toegekend. Uitgifte van prioriteitsaandelen is dan niet nodig.

Beschermingspreferente aandelen

Uitgifte van beschermingspreferente aandelen. In plaats van prioriteitsaandelen kunnen – indien de statuten van de doelvennootschap daarin voorzien – preferente aandelen worden uitgegeven. Voor preferente aandelen geldt niet het voorkeursrecht dat aandeelhouders hebben bij uitgifte van gewone aandelen. De preferente aandelen kunnen worden uitgegeven tegen nominale waarde en niet tegen de veelal veel hogere uitgifteprijs die voor gewone aandelen moet worden gevraagd (nominale waarde plus agio) omdat aan de betrokken preferente aandelen slechts een beperkt winstrecht (gekoppeld aan de marktrente) wordt verbonden en zij niet meedelen in de reserves. Indien preferente aandelen op naam luiden hoeft van dit nominale bedrag slechts 25% te worden gestort. Aan een preferent aandeel is wel hetzelfde stemrecht verbonden als aan een gewoon aandeel met dezelfde nominale waarde. Dit betekent dat de preferente aandeelhouder voor een relatief gering bedrag veel stemrechten kan uitoefenen die als tegenwicht kunnen dienen tegen de aandelen die een overnemer heeft verworven of tegen de aandelen van de zittende aandeelhouders die een strategiewijziging willen doordrukken die strijdig is met het belang van de betrokken vennootschap.

Omdat het onnodig en inefficiënt is om deze aandelen uit te geven en uit te laten staan wanneer er geen dreiging voor de doelvennootschap

⁵²¹ Zie voor de vraag welke van deze constructies het meest geschikt zou zijn voor ABN AMRO, W. Oostwouder en H. Schenk, «De Governance van Banken», ESB juni 2009, p. 394–397. Zie voor een beschrijving van (de bekende en de minder bekende) beschermingsconstructies Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11* 2009, nrs. 637–638.

⁵²² Eumedion, *Evaluatie AvA-seizoen 2009*, p. 6, <www.eumedion.nl>.

bestaat, wordt aan een speciaal daartoe opgerichte stichting een optie toegekend om de preferente aandelen te nemen zodra de dreiging ontstaat. Voorts wordt er een bepaling in de statuten van de doelvennootschap opgenomen op grond waarvan de aandelen, zodra de dreiging is geweken, kunnen worden ingetrokken tegen terugbetaling van het daarop gestorte bedrag.

Deze beschermingsconstructie is in 2007 gebruikt door Stork om de hedgefondsen Centaurus en Paulson, die het concern wensten op te splitsen, buiten de deur te houden. Deze hedgefondsen verzochten het bestuur van Stork een buitengewone vergadering van aandeelhouders te houden waarbij als agendapunt zou moeten worden behandeld het opzeggen van het vertrouwen in de RvC. Als reactie hierop oefende de Stichting haar optie op de preferente aandelen uit zodat Centaurus en Paulson geen meerderheid konden verkrijgen in de komende AvA. De door de hedgefondsen ingeschakelde Ondernemingskamer bepaalde dat de preferente aandelen moesten worden ingetrokken, onder meer omdat de optie tot uitgifte in 1990 zou zijn gegeven ter voorkoming van een «malafide overval». Het recht van de AvA om het vertrouwen in de RvC op te zeggen kon volgens de Ondernemingskamer niet als zodanig gekwalificeerd worden. Voorts overwoog de Ondernemingskamer dat er niet aan kon worden voorbijgegaan dat beschermingsconstructies als de onderhavige in beginsel een beperkte strekking hebben. Zij geven bestuur en RvC de gelegenheid zich te vergewissen van de voornemens van een aandeelhouder die overwegende zeggenschap wenst te verkrijgen alsmede de mogelijkheid met hem overleg te plegen over zijn opvattingen omtrent het door hem wenselijk geachte beleid. Gelukkig voor Stork was daarmee de kous niet af. De Ondernemingskamer overwoog namelijk ook dat de strategie van het bestuur van Stork vruchten afwierp, zeer brede steun ondervond en als deugdelijk kon worden beschouwd. Volgens de Ondernemingskamer kon dat niet worden gezegd van de strategie die de hedgefondsen voorstonden. Daarom werd niet alleen de intrekking van de preferente aandelen bevolen, maar verbood de Ondernemingskamer ook de AvA om in de geplande vergadering of op enig ander tijdstip gedurende het geding te besluiten tot het ontslag door het opzeggen van het vertrouwen in de RvC.

Kunnen wij hier uit concluderen dat de uitgifte van preferente aandelen in de toekomst een deugdelijk middel is om beursgenoteerde vennootschappen tijdelijk te beschermen? Niet zonder meer. Allereerst moet de verlening van de optie (mede) gemotiveerd zijn door de wens een strategiewijziging tegen te houden die schadelijk kan zijn voor de vennootschap. Anders is het resultaat bij de Ondernemingskamer vooral afhankelijk van de motivering van de activistische aandeelhouders. Bovendien mag de bescherming slechts tijdelijk zijn.

Daarnaast moet de AvA met de introductie daarvan instemmen. Deze instemming kan relatief eenvoudig verkregen worden bij privatisering (KPN) of bij beursintroductie (TomTom). Later wordt dit bijzonder lastig en kan vaak alleen met steun van de grootaandeelhouder (USG People).

Inmiddels is er echter nog een veel grotere dreiging voor de effectiviteit van deze beschermingsconstructie opgedoken, omdat sinds kort in onze wetgeving een verplichting is opgenomen om een openbaar bod uit te brengen bij verkrijging van 30% of meer van de stemrechten in de AvA. Voor onafhankelijke stichtingen die preferente aandelen hebben verkregen in een beursvennootschap bestaat daarop alleen een uitzondering indien

deze aandelen zijn uitgegeven *nadat* op de doelvennootschap een openbaar bod is uitgebracht. Dit maakt deze beschermingsconstructie in Stork-achtige (waarbij Centaurus en Paulson – onder meer door de steun van een aandeelhouder met een omvangrijk pakket – konden rekenen op veel meer dan 30% van de stemrechten) situaties ineffectief.

High-low voting

Van high-low voting stock spreekt men wanneer aandelen worden uitgegeven met verschillende nominale waarden doch met gelijke financiële rechten.⁵²³ Normaal gesproken is de nominale waarde de basis voor de aan het aandeel verbonden financiële rechten. Deze rechten zijn het recht op dividend, reserves en het liquidatieoverschot. In de statuten kan echter worden bepaald dat bijvoorbeeld aan een aandeel A met een nominale waarde van € 10 dezelfde financiële rechten als aan een aandeel B met een nominale waarde van € 1 worden toegekend. Om nu te bereiken dat de vennootschap voor een aandeel B toch hetzelfde bedrag ontvangt als voor een aandeel A moet worden gestort, wordt tevens bepaald dat op een aandeel B naast een nominaal bedrag van € 1 een agio van € 9 moet worden gestort. Het stemrecht is gekoppeld aan de nominale waarde zodat op een aandeel A 10 stemrechten («high voting stock») kunnen worden uitgeoefend en op een aandeel B slechts 1 stemrecht («low voting stock»). De aandelen B worden vervolgens bij een beursgang publiekelijk geplaatst terwijl de aandelen A bij de oorspronkelijke aandeelhouders blijven. Zo kunnen deze aandeelhouders met een relatief gering economisch belang toch de zeggenschap blijven houden.

Duoconstructie

Bij de duoconstructie worden twee vennootschappen op de gereglementeerde markt (in Nederland Euronext) genoteerd. Het gaat dan om een holding en een subholding. Van de aandelen van de holding wordt minder dan de helft aan het publiek uitgegeven. De meerderheid van de aandelen blijft in handen van degenen die aandeelhouder waren voor de beursgang. De holding houdt weer iets meer dan 50% van de aandelen in de subholding. De overige aandelen van de subholding worden bij het publiek geplaatst. Zo kunnen degenen die aandeelhouder waren voor de beursgang bijna 75% van de waarde van hun aandelen verzilveren en toch de controle over de subholding en de daaraan verbonden groepsmaatschappijen behouden.

Ook ten aanzien van deze constructie bestaat kritiek. Heineken Holding N.V. houdt 50,005% van de aandelen in Heineken N.V. Beide vennootschappen zijn genoteerd. Een aan de familie Heineken verbonden Zwitserse vennootschap houdt weer 50,005% in Heineken Holding. Minderheidsaandeelhouders van Heineken Holding dienden een enquêteverzoek in tegen Heineken Holding, omdat deze onvoldoende ondernam tegen de onderwaardering van het Holdingaandeel. De Ondernemingskamer wees dit verzoek echter af.⁵²⁴

Certificering

Certificering van aandelen. Hierbij worden de aandelen niet bij de kapitaalverschaffers geplaatst, maar bij een speciaal daartoe opgerichte onafhankelijke stichting die aan de kapitaalverschaffers certificaten van aandelen uitgeeft. Op grond van een in 2004 ingevoerde wettelijke bepaling moet het bestuur van de stichting in vredetijd een volmacht verstrekken waarmee de houders van certificaten die met medewerking van een Nederlandse beursgenoteerde vennootschap zijn uitgegeven het stemrecht op de onderliggende aandelen kunnen uitoefenen. Alleen in

⁵²³ Zie over deze constructie H.M. Parson, «High/low voting stock bij beursvennootschappen», V&O 2000, p. 29–32.

⁵²⁴ OK 18 oktober 2001, NJ 2001, 641.

oorlogstijd mag het bestuur van de stichting de volmacht beperken, uitsluiten of een gegeven volmacht herroepen. Het vorige kabinet heeft gepoogd deze wettelijke bepaling te wijzigen, maar dit is door de Tweede Kamer verhinderd, met het oog op aandeelhoudersactivisme. Certificaathouders weten van tevoren al dat hun rechten in «oorlogstijd» beperkt kunnen worden. Bij banken is deze beperking des te meer gerechtvaardigd gezien hun publieke nutsfunctie. De Code Frijns (en voorheen de Code Tabaksblat) verbiedt echter het gebruik van certificering als beschermingsconstructie. Hiervan kunnen beursvennootschappen echter door middel van het «pas toe of leg uit» beginsel afwijken. Voorts kan worden opgemerkt dat certificering ook in «vredestijd» stabiliserend werkt. De Stichting Administratiekantoor kan op een AvA wel stemmen op de aandelen waarvoor zij geen volmacht heeft afgegeven. Zonder certificering kan bij een geringe opkomst van aandeelhouders op de AvA de houder van een relatief gering pakket aandelen de doorslag geven bij de stemming. Bij certificering is dit niet mogelijk omdat de Stichting Administratiekantoor dan beschikt over een pakket aan stemmen waarmee in het belang van de vennootschap kan worden gestemd.

Unilever en ING beschikken over deze constructie. Bij deze vennootschappen heeft certificering inmiddels een belangrijk deel van haar beschermingskarakter verloren. De betrokken administratiekantoren hebben zich conform Principe IV.2 en Best practice bepalingen IV.2.8 van de Code Tabaksblat en de Code Frijns al verbonden om de volmacht nooit te weigeren of in te trekken. Institutionele beleggers hebben echter in de laatste AvA van ING aangedrongen op afschaffing ervan. Abma merkt op dat ook bij andere vennootschappen die gewone aandelen hebben gecertificeerd de druk wordt opgevoerd om de certificering af te schaffen, dan wel te publiceren wanneer tot decertificering kan worden overgegaan.⁵²⁵ Eumedion, de vereniging van institutionele beleggers heeft in een reactie op het rapport van de commissie Maas onlangs kenbaar gemaakt tegen het gebruik van deze constructie bij banken te zijn.⁵²⁶

⁵²⁵ R. Abma, a.w., p. 506–507.

⁵²⁶ Eumedion, «Eumedion kritisch over onderdelen Rapport Commissie Maas», d.d. 18 mei 2009, <www.eumedion.nl>.

⁵²⁷ Zie voor deze beschrijving ook Oostwouder/Schenk.

⁵²⁸ Van Schilfgaarde/Winter 2009, p. 225.

⁵²⁹ Op grond van 5:71 Wft dient een stichting die met medewerking van een beursgenoteerde vennootschap certificaten van aandelen heeft uitgegeven onafhankelijk te zijn van de doelvennootschap om vrijgesteld te zijn van de verplichting om een openbaar bod uit te brengen indien het 30% of meer van de aandelen in deze vennootschap verkrijgt. Ook een rechtspersoon die ten doel heeft het behartigen van belangen van de doelvennootschap en de met haar verbonden ondernemingen die de aandelen na aankondiging van een openbaar bod voor de duur van maximaal twee jaar gaat houden, is bij verkrijging van 30% of meer van het geplaatste kapitaal slechts vrijgesteld van de verplichting een openbaar bod uit te brengen indien deze rechtspersoon onafhankelijk is van de doelvennootschap. Abma, a.w., p. 507 merkt op dat tengevolge van deze in de Overnamerichtlijn opgenomen bepalingen de stichtingen onafhankelijker zijn geworden.

Naast de hierboven omschreven constructies⁵²⁷ kan ook het instrument van beperking van het aantal uit te brengen stemmen worden gebruikt. De mogelijkheden tot beperking van het stemrecht wordt door artikel 2:118 lid 2 BW sterk aan banden gelegd. Het mogelijk gebruik van stromannen door aandeelhouders die over meer stemmen beschikken dan die zij mogen uitbrengen tast bovendien de effectiviteit van dit instrument aan. Het is dan ook niet verwonderlijk dat beurs-NV's slechts een enkele maal gebruik maken van beperking van stemrecht.⁵²⁸

Elke beschermingsconstructie waarbij het bestuur van de vennootschap de beslissende zeggenschap uitoefent draagt het risico in zich dat deze ten bate van een slecht functionerend bestuur wordt gebruikt. Bij beschermingsstichtingen waarvan het bestuur daadwerkelijk onafhankelijk is van het bestuur van de vennootschap waarin de stichting aandelen houdt, wordt dit risico tot een minimum beperkt. Het maakt daarbij niet uit of de betrokken stichting preferente aandelen, gewone aandelen (zoals bij certificering) of prioriteitsaandelen houdt.⁵²⁹

6.4 Versterking van aandeelhoudersrechten

6.4.1 Inleiding

Zoals hierboven al is opgemerkt moeten bestuurders en commissarissen

⁵³⁰ Voor commissarissen is dit vastgelegd in art. 2:140 lid 2 en 2:250 lid 2 BW. Voor bestuurders geldt dit naar algemeen wordt aangenomen ook. Dit wordt gecodificeerd in art. 2:129 lid 5 en 239 lid 5 van het wetsvoorstel Wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van regels over bestuur en toezicht in naamloze en besloten vennootschappen.

⁵³¹ HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434 m.nt. Maeijer, p. 4681 r.o. 4.5. Zie voorts voor (een beschrijving van) de resultantenopvatting Van Schilfgaarde/Winter 2009, p. 12. Zie ook de Memorie van Toelichting bij de Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht, p. 3.

⁵³² Uit bepaalde niet-wetenschappelijke publicaties over gebeurtenissen bij grote beursvennootschappen kan worden afgeleid dat de focus van de betrokken beursvennootschappen wel erg op het *korte termijn* aandeelhoudersbelang lag. L. Timmerman, «Grondslagen van geldend vennootschapsrecht», Ondernemingsrecht 2009–2, p. 6, wijst op de opkomst van een benadering waarin het aandeelhoudersbelang op lange termijn voorop staat. Zie voor deze benadering ook Preambule 7 van de Code Frijns. Zowel H.J. de Kluiver, «Vennootschappelijke replek op Timmerman's Grondslagen», Ondernemingsrecht 2009, 4, p. 19 als G.M.T.J. Raaijmakers, «De Financiële markt en het ondernemingsrecht», Ondernemingsrecht 2009, 10/11, p. 431 hebben hier kritiek op. De Kluiver twijfelt aan het onderscheidend karakter van het criterium «aandeelhouderswaarde op lange termijn» ten opzichte van een toetsing aan «het vennootschappelijk belang» waarin de belangen van diverse stakeholders zijn verenigd. Daarbij stelt hij de vraag of het eerstgenoemde criterium nu echt zoveel scherper is dan het laatstgenoemde criterium. Raaijmakers wijst er op dat de hernieuwde aandacht voor het stakeholdersmodel illustratief is «voor een stroming waarbij de onderneming wordt gezien als een spelpunt van belangen en als een maatschappelijk belangrijk instituut dat een invloed heeft op het levensgenot van burgers.» Hij wijst daarbij op N. Hertz, *The Silent Take-over*, Londen 2001 en R.B. Reich, *Supercapitalism*, New York o.a. op p. 2009 e.v. Volgens Raaijmakers raakt het daarmee ook aan de bredere discussie over maatschappelijk verantwoord ondernemen dat ook in de Code Frijns een belangrijke plaats (Principle II en Best Practice bepaling III.1.6.) heeft gekregen.

⁵³³ G.T.M.J. Raaijmakers, a.w. p. 431–432.

⁵³⁴ Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussel 4 november 2002.

⁵³⁵ High Level Group a.w. p. 47–48.

⁵³⁶ M.C. Jensen, *A theory of a firm*, Londen 2000, pag. 136 e.v.

⁵³⁷ Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie – Een actieplan, COM (2003), Brussel 21.5. 2003, COM (2003) 284 definitief, p. 8.

⁵³⁸ Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het openbaar overnamebod d.d. 21 april 2004, PbEG 2004, L142/12.

⁵³⁹ Art. 5 lid 1 en 2 Overnamerichtlijn.

⁵⁴⁰ Art. 5:70 Wft.

rissen⁵³⁰ zich richten op het vennootschappelijk belang. Volgens de heersende opvatting in Nederland is dit de resultante van de verschillende deelbelangen van de bij de vennootschap betrokken belanghebbenden (de «stakeholdersopvatting»)⁵³¹. In het laatste decennium heeft zich een verschuiving voorgedaan waarbij – binnen de stakeholdersopvatting – de nadruk steeds meer is komen te liggen op het belang van de aandeelhouders.⁵³²

Raaijmakers schetst een aantal schakelmomenten in deze ontwikkeling.⁵³³ Allereerst noemt hij de invoering van de euro in 1999, die tot gevolg had dat Nederlandse institutionele beleggers, zonder valutarisico te lopen, binnen de gehele eurozone konden gaan beleggen. Ditzelfde geldt voor institutionele beleggers uit andere landen binnen de eurozone. Een gevolg hiervan is dat op dit moment ongeveer 75% van de aandelen in Nederlandse beursvennootschappen wordt gehouden door buitenlandse beleggers. Vervolgens schetst hij hoe de boekhoudschandalen van begin deze eeuw hebben gezorgd voor een «klimaatverandering» in het ondernemingsrecht. Niet langer geldt de integriteit van bestuurders als uitgangspunt; deze moet *bewezen* worden. Het «vertrouwen was weg en dat moest terugverdiend worden.»

6.4.2 Versterking van aandeelhoudersrechten vanuit Europa

Bij dit klimaat sloot aan het rapport van de Europese High Level Group of Company Law Experts d.d. 4 november 2002.⁵³⁴ De High Level Group hanteerde daarin als uitgangspunt dat aandeelhouders het beste in staat zijn om de governance van ondernemingen te beoordelen, omdat zij als «residual claimholders» het uiteindelijke economische risico lopen.⁵³⁵ Dit uitgangspunt is gebaseerd op het gedachtegoed van Jensen.⁵³⁶ Ook de Europese Commissie gaat in haar Corporate Governance Action Plan hiervan uit.⁵³⁷ In dit plan worden onder het kopje «Versterking van aandeelhoudersrechten» drie actiepunten genoemd:

- (1) toegang tot informatie;
- (2) andere rechten van aandeelhouders;
- (3) aandeelhoudersdemocratie.

Het bovengenoemde plan bevatte ook een aankondiging voor een richtlijn waarin de lidstaten verplicht zouden worden een Corporate Governance Code aan te wijzen. Op 21 april 2004 kwam de Overnamerichtlijn tot stand.⁵³⁸ In de richtlijn is bepaald dat een natuurlijke persoon of rechtspersoon die de zeggenschap over een vennootschap verkrijgt, verplicht is een bod uit te brengen op alle resterende effecten. Die zeggenschap heeft hij verkregen doordat hij via *eigen* verwerving of verwerving door *in overleg met hem handelende personen* effecten van een vennootschap in zijn bezit heeft gekregen, welke rechtstreeks of middellijk een bepaald percentage van de stemrechten vertegenwoordigen. Deze zogeheten «biedplicht» is bedoeld voor de bescherming van de minderheidsaandeelhouders van de vennootschap, die hierdoor de mogelijkheid krijgen hun aandelen te verkopen. De biedplicht is dan ook niet van toepassing als een persoon de zeggenschap heeft verkregen via een vrijwillig bod, dat tot alle aandeelhouders was gericht en op al hun aandelen betrekking had.⁵³⁹

Het verplicht openbaar bod is in Nederland geregeld in de Wet op het financieel toezicht.⁵⁴⁰ Hier ziet de regel op een ieder die *alleen of tezamen met personen waarmee in overleg wordt gehandeld* overwegende zeggenschap in een NV verkrijgt. Dit laatste staat beter bekend als «acting in concert». De richtlijn bevat geen specifieke termijn waarbinnen het bod na verkrijging van de zeggenschap moet worden uitgebracht, mits het

maar zo spoedig mogelijk wordt gedaan. De Nederlandse wetgever heeft een termijn vastgesteld van 30 dagen, waarna onverwijld het bod moet worden uitgebracht.⁵⁴¹ In de richtlijn wordt het verder aan de individuele lidstaten overgelaten om te bepalen bij welk percentage van de stemrechten sprake is van «zeggenschap over de vennootschap».⁵⁴² In de Wft is bepaald dat er sprake is van «overwegende zeggenschap» wanneer de verkrijger tenminste 30% van de stemrechten in de AvA van een NV kan uitoefenen.⁵⁴³

Deze overnamerichtlijn is, behalve in de Wft, ook geïmplementeerd in de Nederlandse vennootschapswetgeving. Overeenkomstig de Overnamerichtlijn kent het Burgerlijk Wetboek een facultatieve doorbraakregeling.⁵⁴⁴ Indien een vennootschap deze wil toepassen moet in haar statuten zijn neergelegd dat de aandeelhouder die *ten gevolge van* een openbaar bod ten minste 75% van het kapitaal van de vennootschap vertegenwoordigt, na het einde van de periode voor aanvaarding van het bod een AvA kan oproepen waarin het besluit tot benoeming of ontslag van bestuur of RvC centraal staat. In deze AvA hebben bijzondere statutaire rechten van aandeelhouders ten aanzien van benoeming of ontslag van het bestuur of de RvC geen gelding. Ieder aandeel geeft slechts recht op één stem en statutaire beperkingen van het stemrecht vinden geen toepassing.

De doorbraakregeling geeft de bieder de mogelijkheid om in een bepaalde (de eerste) AvA een doorslaggevende stem uit te oefenen.⁵⁴⁵ De bieder is overigens niet verplicht deze AvA bijeen te roepen. Indien hij tevreden is met het huidige bestuur en de RvC dan laat hij het achterwege. Na deze eerste AvA krijgen prioriteitsaandeelhouders hun bijzondere rechten weer terug, met dien verstande dat zij de besluitvorming van de eerste AvA (en dus de veranderingen in het bestuur en de RvC) moet dulden. Het wetsvoorstel ter implementatie van de Overnamerichtlijn bevatte eerst een dwingende doorbraakregeling die ook zou gelden voor vennootschappen die geen doorbraakregeling in hun statuten wilden opnemen. De dwingende doorbraakregeling was echter erg omstreden, omdat het mogelijk afbreuk zou doen aan het level playing field met andere Europese landen. Nederland zou met een dergelijke regeling immers verder gaan met het aantasten van beschermingsconstructies dan andere landen. Uiteindelijk is de regel dan ook geschrapt door het kabinet.⁵⁴⁶

Het Burgerlijk Wetboek voorziet overigens, in overeenstemming met de facultatieve regeling in de richtlijn, in een reciprociteitregeling.⁵⁴⁷ Dit komt er kort gezegd op neer dat een onbeschermd vennootschap mag besluiten toch beschermingsconstructies in te zetten indien er een openbaar bod is aangekondigd door een vennootschap die zelf een beschermd karakter heeft. Net zoals de verplichte doorbraakregeling uiteindelijk geen plaats heeft gekregen in het Burgerlijk Wetboek is ook een andere bepaling voortijdig geschrapt. Het betrof een aanpassing van het artikel inzake stemvolmacht van certificaathouders.⁵⁴⁸ In de voorgestelde aanpassing verdween het onderscheid tussen «oorlogstijd» en «vredestijd»⁵⁴⁹ en werd het voor de volmachthouder mogelijk om altijd stemrechten te kunnen uitoefenen. Uiteindelijk is deze verandering niet doorgevoerd.

Een andere richtlijn waarmee de rechten van aandeelhouders worden versterkt betreft de richtlijn van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen (hierna: Richtlijn Aandeelhoudersrechten).⁵⁵⁰ Het wetsvoorstel tot implementatie van deze richtlijn is thans bij de Tweede Kamer

⁵⁴¹ Art. 5 Overnamerichtlijn en art. 5:70 lid 1 jo. 5:72 lid 2 Wft.

⁵⁴² Art. 5 lid 3 Overnamerichtlijn.

⁵⁴³ Art. 1:1 Wft.

⁵⁴⁴ Art. 2:359b lid 2 BW en art. 11 lid 4 Overnamerichtlijn.

⁵⁴⁵ *Kamerstukken II 2005–06*, 30 419, nr. 3, p. 41.

⁵⁴⁶ *Kamerstukken II 2005–06*, 30 419, nr. 8, p. 2.

⁵⁴⁷ Art. 2:259b lid 4 BW en art. 12 lid 3 Overnamerichtlijn.

⁵⁴⁸ Art. 2:118a BW.

⁵⁴⁹ *Kamerstukken II 2005–06*, 30 419, nr. 3, p. 37.

⁵⁵⁰ Richtlijn nr. 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen (Pb. EU L 184).

aanhangig.⁵⁵¹ De richtlijn beoogt de rechten van aandeelhouders in beursvennootschappen in de EU te harmoniseren en behelst minimumnormen waaraan beursgenoteerde vennootschappen moeten voldoen, opdat aandeelhoudersrechten daadwerkelijk kunnen worden uitgeoefend.⁵⁵² Hoewel de richtlijn geen expliciete regeling voor grensoverschrijdend stemmen behelst, wordt dit proces wel verbeterd door de harmoniserende werking van de richtlijn.

Doordat verscheidene onderwerpen uit de richtlijn al wettelijk zijn verankerd in ons recht, moet de meerwaarde van de richtlijn voor het Nederlandse vennootschapsrecht voor een belangrijk deel in dit harmoniserende, grensoverschrijdende kader worden gezien.⁵⁵³ De richtlijn bevat regels voor de uitoefening van bepaalde rechten die aan aandelen met stemrecht verbonden zijn en die verband houden met de AvA van beursgenoteerde vennootschappen. In de richtlijn zijn regels neergelegd die betrekking hebben op:

- de informatieverstrekking voorafgaande aan de AvA en oproeping tot de AvA;⁵⁵⁴
- het recht om punten op de agenda van de AvA te plaatsen en ontwerpresoluties in te dienen;⁵⁵⁵
- deelneming aan en stemmen op de AvA;⁵⁵⁶
- deelneming aan de AvA langs elektronische weg;⁵⁵⁷
- het recht voor aandeelhouders om vragen te stellen;⁵⁵⁸
- stemmen bij volmacht;⁵⁵⁹
- aanwijzing van volmachthouders en kennisgeving;⁵⁶⁰
- stemmen per brief;⁵⁶¹
- wegneming van bepaalde belemmeringen voor het daadwerkelijk uitoefenen van stemrechten;⁵⁶² en
- stemmingsresultaten.⁵⁶³

6.4.3 Lacunes in het wetsvoorstel implementatie richtlijn aandeelhoudersrechten

De implementatie van de richtlijn levert slechts op één punt problemen op. Dit betreft het voorschrift dat aandeelhouders, individueel of gezamenlijk, het recht hebben om punten op de agenda van de AvA te plaatsen – het zogeheten agenderingsrecht. In de richtlijn wordt geen concrete termijn voorafgaande aan de AvA voorgeschreven tot wanneer aandeelhouders hun agenderingsrecht kunnen uitoefenen. Er wordt slechts bepaald dat elke lidstaat één specifieke termijn dient vast te stellen. Dit botst met de wens van de Commissie Frijns om het bestuur bij onderwerpen die de strategie van de vennootschap kunnen wijzigen – zoals het ontslag van één of meer van de bestuurders of commissarissen – het recht te geven de termijn van zestig dagen voor de vergadering te verlengen tot maximaal 180 dagen. Nieuw is de uit de richtlijn afkomstige eis dat het agendapunt gemotiveerd moet worden of vergezeld moet gaan van een ontwerpbesluit. De weigeringsgrond «mits geen zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet» komt echter te vervallen.

De Minister neemt het advies van de Raad van State om deze weigeringsgrond te handhaven niet over.⁵⁶⁴ «Handhaving van deze weigeringsgrond in combinatie met het nieuwe motiveringsvereiste sluit niet aan bij de opzet van de richtlijn. Op grond van de huidige wettelijke regeling moet de vennootschap ook elk agendapunt inhoudelijk toetsen aan het zwaarwichtig belang van de vennootschap, terwijl de richtlijn zo'n toets niet toelaat. Op grond van de richtlijn bestaat slechts bij grote uitzon-

⁵⁵¹ Wetsvoorstel Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de Wet op het financieel toezicht ter uitvoering van richtlijn nr.

2007/36/EG van het Europese Parlement en de Raad van de Europese Unie van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen (Pb. EU L 184), *Kamerstukken II* 31 746, nr. 2.

⁵⁵² Préambule 4 Richtlijn aandeelhoudersrechten.

⁵⁵³ *Kamerstukken II* 2008–09, 31 746, nr. 3, p. 1.

⁵⁵⁴ Art. 5 Richtlijn aandeelhoudersrechten.

⁵⁵⁵ Art. 6 Richtlijn aandeelhoudersrechten.

⁵⁵⁶ Art. 7 Richtlijn aandeelhoudersrechten.

⁵⁵⁷ Art. 8 Richtlijn aandeelhoudersrechten.

⁵⁵⁸ Art. 9 Richtlijn aandeelhoudersrechten.

⁵⁵⁹ Art. 10 Richtlijn aandeelhoudersrechten.

⁵⁶⁰ Art. 11 Richtlijn aandeelhoudersrechten.

⁵⁶¹ Art. 12 Richtlijn aandeelhoudersrechten.

⁵⁶² Art. 13 Richtlijn aandeelhoudersrechten.

⁵⁶³ Art. 14 Richtlijn aandeelhoudersrechten.

⁵⁶⁴ *Kamerstukken II* 2008–2009, 31 746, nr. 3, p. 24.

dering een rechtvaardiging voor de weigering van een agendapunt. Zou zo'n geval zich voordoen, dan kan toetsing aan de norm van de redelijkheid en billijkheid (vgl. art. 2:8 BW) plaats vinden.»

Deze redenering sluit niet aan bij de preambule van de richtlijn. Hierin wordt overwogen dat aandeelhouders «in beginsel» de gelegenheid moeten krijgen om punten op de agenda te plaatsen en ontwerpresoluties over agendapunten in te dienen. Niet valt in te zien waarom op dit beginsel geen uitzondering mag worden gemaakt op basis van een zwaarwichtig belang van de vennootschap. Wel zal in dat geval op het bestuur de bewijslast rusten dat er sprake is van een zwaarwichtig belang. Ook is het niet logisch om in de motiveringsplicht van de aandeelhouder een aanwijzing te zien dat agendering niet mag worden geweigerd op grond van voornoemd zwaarwichtig belang. Een beroep op art. 2:8 BW is voor de vennootschap geen reëel alternatief hiervoor. Dit dwingt het bestuur van de betrokken vennootschap immers tot inschakeling van de rechter. Deze zal een desbetreffende vordering van de vennootschap niet snel toewijzen. Het opzij zetten van een ongeclausuleerd wettelijk recht kan op grond van art. 2:8 lid 2 BW immers alleen indien de uitoefening van dit recht naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is. Met dit criterium kan het bestuur een hedgefonds dat – met het oog op haar korte termijn belang – bepaalde punten op de agenda wil zetten, zoals splitsing van de vennootschap en ontslag van het bestuur van de vennootschap bij weigering om een splitsingsbesluit uit te voeren, niet tegenhouden.

6.4.4 *Lacunes bij de implementatie van de Overnamerichtlijn*

Zoals in het voorgaande is gebleken, geldt de verplichting om een openbaar bod uit te brengen ook als overwegende zeggenschap is verkregen samen met «personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld», oftewel «acting in concert». Deze bepaling leidt tot onzekerheid bij institutionele beleggers, waaronder pensioenfondsen. Institutionele beleggers werken namelijk in toenemende mate (incidenteel) samen bij de uitoefening van hun rechten in beursvennootschappen. Dit is een goede ontwikkeling; institutionele beleggers hebben immers over het algemeen een lange termijn perspectief en kunnen met hun inbreng goede corporate governance stimuleren bij de beursvennootschappen waarin zij beleggen.⁵⁶⁵ In «The Principles for Responsible Investment» van de Verenigde Naties – die betrekking hebben op het investeringsgedrag van institutionele beleggers en waarbij corporate governance hoog in het vaandel staat – wordt deze samenwerking gestimuleerd: «*We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles.*»⁵⁶⁶ Hoewel het belang van samenwerking tussen institutionele beleggers, dankzij hun specifieke eigenschappen, algemeen erkend wordt, kunnen zij door de acting in concert regel in een ongewenste positie terecht komen. Immers, door samenwerking om corporate governance – redenen zouden zij onder deze regeling kunnen vallen en dientengevolge een openbaar bod moeten uitbrengen op de aandelen van de doelvennootschap – terwijl zij daar helemaal niet op uit zijn. De centrale vraag voor deze marktpartijen is dan ook wanneer er sprake is van «acting in concert». Bovendien moet in ogenschouw worden genomen dat de biedplicht in het leven is geroepen om de belangen van minderheidsaandeelhouders te beschermen. Men kan zich dan ook afvragen in hoeverre minderheidsaandeelhouders bescherming zouden moeten genieten tegenover institutionele beleggers die juist de lange termijn belangen van de vennootschap voor ogen hebben.

⁵⁶⁵ Zie hiervoor P. Frentrop, a.w., p. 409, die concludeert dat het wenselijk lijkt om professionele beleggers te verplichten hun zeggenschap uit te oefenen, en dat dit ertoe kan bijdragen het voortbestaan veilig te stellen van de beursgenoteerde onderneming met gespreid kapitaal – en dus het huidige systeem van economische orde.

⁵⁶⁶ «Principles for Responsible Investment», www.unpri.org/principles/.

In de Wft worden onder «personen met wie in onderling overleg wordt gehandeld» verstaan «natuurlijke personen, rechtspersonen of vennootschappen met wie, onderscheidenlijk waarmee wordt samengewerkt op grond van een overeenkomst met als doel het verwerven van overwegende zeggenschap in een naamloze vennootschap of, indien de samenwerking geschiedt met de doelvennootschap, het dwarsbomen van het welslagen van een aangekondigd openbaar bod op die vennootschap».⁵⁶⁷ Het *doel* van de samenwerking moet derhalve gericht zijn op het verwerven van overwegende zeggenschap of op het (samen met de doelvennootschap) dwarsbomen van een openbaar bod van een derde, wil er sprake zijn van acting in concert.

In de Memorie van Toelichting bij de Wet overnamerichtlijn is gesteld dat de subjectieve intentie van betrokken partijen niet van doorslaggevend belang is bij het bepalen van het doel van de samenwerking. Deze moet naar objectieve maatstaven worden gezien. In de Memorie staat verder vermeld dat veelal gelet moet worden op de concrete omstandigheden van het geval. «*De enkele omstandigheid dat twee van elkaar onafhankelijke vennootschappen samen meer dan 30% houden van de stemrechten in een vennootschap in een vergadering van aandeelhouders hetzelfde stemgedrag vertonen, betekent nog niet dat zij als [in] «onderling overleg handelende personen» kunnen worden aangemerkt. Hier zijn bijkomende omstandigheden voor nodig. Dit wordt anders als de samenwerkende houders van aandelen en/of certificaten niet onafhankelijk van elkaar zijn.*»⁵⁶⁸ De wetgever geeft echter vervolgens niet concreet aan wat die bijkomende omstandigheden precies zijn.

Eumedion is van mening dat «de definitie van «acting in concert» niet dusdanig ruim dient te worden uitgelegd dat een effectieve dialoog tussen (een groep van) aandeelhouders en ondernemingsleiding wordt gefrustreerd door de dreiging van het moeten uitbrengen van een openbaar bod op alle aandelen door de betreffende (groep van) aandeelhouders.»⁵⁶⁹ In haar Position Paper over acting in concert heeft zij zich voorstander getoond van een weerlegbaar bewijsvermoeden dat opgaat voor institutionele beleggers met een lange termijn horizon (zoals pensioenfondsen, vermogensbeheerders en beleggingsfondsen). Zij handelen immers niet voor eigen rekening, maar voor rekening van hun deelnemers op grond van een fiduciaire verantwoordelijkheid jegens hen. Het is niet hun doel om overwegende zeggenschap te verwerven in de beursvennootschappen waarin zij beleggen. Daarom zou dan ook als uitgangspunt moeten gelden dat zij hier niet op uit zijn.⁵⁷⁰ Er bestaat geen dreiging dat hedgefondsen onder dit bewijsvermoeden zouden komen te vallen, aangezien zij een korte termijn beleggingshorizon hebben.

Bovendien stelt Eumedion dat de wetgever in de toelichting op de wet een niet-limitatieve opsomming moet geven van factoren die een rol spelen bij het beoordelen of er sprake is van acting in concert. Zij geeft daartoe zelf een eerste aanzet in haar position paper.⁵⁷¹ Bij de toepassing van de factoren gaat het om het objectiveren van de vraag «of gezamenlijk handelende partijen het doel hebben de zeggenschap te verwerven en daarmee een zodanige wijziging brengen in de zeggenschapverhoudingen binnen de vennootschap dat een exitmogelijkheid voor de minderheidsaandeelhouders gerechtvaardigd is.»⁵⁷² Het ging de Minister van Financiën te ver om een weerlegbaar bewijsvermoeden te introduceren en onderscheid te maken tussen beleggers met korte- en langetermijnbeleggingen. Dit zou volgens hem al snel in tegenspraak met de richtlijn komen.⁵⁷³ Het kabinet liet weten dat het «op voorhand aannemen van dit

⁵⁶⁷ Art. 1:1 Wft.

⁵⁶⁸ Kamerstukken II 2005–06, 30 419, nr. 3, p. 24.

⁵⁶⁹ Eumedion, «Commentaar op wetsvoorstel 30 419 (implementatie overnamerichtlijn), 17 november 2006, www.eumedion.nl.

⁵⁷⁰ Eumedion, «Position Paper Acting in Concert», p. 4, <www.eumedion.nl>.

⁵⁷¹ Eumedion, «Position Paper Acting in Concert», p. 4–5, <www.eumedion.nl>.

⁵⁷² Eumedion, «Position Paper Acting in Concert», p. 4, <www.eumedion.nl>.

⁵⁷³ Kamerstukken II 2006–07, 30 419, nr. 20, p. 15.

uitgangspunt, zonder rekening te (kunnen) houden met de concrete omstandigheden van het geval en derhalve met uitzonderingen, [...] zich niet goed [verhoudt] met de definitie van «handelen in onderling overleg». Evenmin acht het kabinet het wenselijk om de door Eumedion opgestelde opsomming van factoren die van belang zijn voor de vaststelling of in de praktijk sprake is van «handelen in onderling overleg», in zijn geheel als standaard te hanteren.»⁵⁷⁴

Tot op heden is er voor de institutionele beleggers dus geen concreet kader voor acting in concert wat voor hen onzekerheid meebrengt. De huidige Minister van Financiën verwacht echter, naar aanleiding van een consultatie van verscheidene marktpartijen, in de eerste helft van 2010 een conceptbesluit openbaar te kunnen maken waarin onder meer de regels omtrent het verplicht openbaar bod nader gespecificeerd worden. In dat besluit zal ook een regeling worden opgenomen van enkele gevallen van samenwerking tussen aandeelhouders die niet als «acting in concert» kwalificeerbaar zijn.⁵⁷⁵

Tevens verdient de rol van de AFM hier aandacht. De AFM verschijnt pas ten tonele bij (de goedkeuring) van het biedingsbericht en is dus niet bevoegd om te oordelen of er sprake is van acting in concert en of er dientengevolge een openbaar bod moet worden uitgebracht. Haar toezichtstaak is haar door de wetgever op dit punt uitdrukkelijk uit handen genomen⁵⁷⁶ en toebedeeld aan de Ondernemingskamer, die op verzoek van de doelvennootschap en/of aandeelhouders (of certificaathouders) van de doelvennootschap aan degene die overwegende zeggenschap heeft verkregen een bevel kan opleggen tot het uitbrengen van een openbaar bod.⁵⁷⁷

In de Memorie van Toelichting bij de Wet Overnamerichtlijn⁵⁷⁸ somt de Minister van Justitie een aantal redenen op die ten grondslag liggen aan de keuze voor de Ondernemingskamer als handhavende instantie. Ten eerste beschikt deze instantie over de juiste expertise op het gebied van openbare biedingen en besluit reeds in andere procedures die hierop betrekking hebben (bijvoorbeeld de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies). Ten tweede is het belangrijk dat degenen die het meest worden getroffen in hun belang (de doelvennootschap en de minderheidsaandeelhouders) op eigen initiatief in rechte kunnen optreden en niet afhankelijk zijn van de AFM. Ten derde is een bijkomend voordeel dat handhaving door de Ondernemingskamer met zich brengt dat er direct civielrechtelijke maatregelen kunnen worden genomen (bijvoorbeeld schorsing van het stemrecht), in tegenstelling tot de AFM die louter bestuurlijk handhaaft. Het kabinet verwachtte dat het toekennen van een rol aan de AFM de «free-rider» problematiek in de hand zou werken.

Er zijn echter redenen te bedenken waarom juist de AFM goed geschikt zou zijn als toezichthouder op de verplicht bod regeling.⁵⁷⁹ Institutionele beleggers zouden met de AFM informeel overleg kunnen voeren om erachter te komen of de AFM van mening is dat zij onder de acting in concert regeling vallen en dientengevolge een openbaar bod zouden moeten uitbrengen. Deze mogelijkheid hebben de institutionele beleggers thans niet. Nu zijn alleen (aandeelhouders/certificaathouders van) doelvennootschappen bevoegd de Ondernemingskamer te benaderen met een verzoek, op grond waarvan de Ondernemingskamer indien «overwegende zeggenschap» wordt bewezen vervolgens een bevel tot het uitbrengen van een openbaar bod kan uitvaardigen. Bovendien heeft de AFM indien zij aanwijzingen heeft dat een aandeelhouder beschikt over

⁵⁷⁴ Kamerstukken I 2006–07, 30 419, C, p. 2.

⁵⁷⁵ Brief van de Minister van Financiën aan de Tweede Kamer betreft Marktmeester, d.d. 2 september 2009.

⁵⁷⁶ Art. 5:70 lid 2 Wft verklaart art. 1:72 en 1:74 Wft niet van toepassing op Afdeling 5.5.1 (Regels omtrent verplichte biedingen).

⁵⁷⁷ Art. 5:73 lid 1 Wft.

⁵⁷⁸ Kamerstukken II 2005–06, 30 419, nr. 3, p. 6.

⁵⁷⁹ Zie hiervoor onder meer: M.P. Nieuwe Weme, Van Solinge, Ten Have, Hijmans van den Bergh (red.), *Handboek Openbaar Bod*, Deventer: Kluwer 2008, p. 81–82, die van mening zijn dat de betreffende bevoegdheid van de Ondernemingskamer zou moeten worden overgeheveld naar de AFM.

«overwegende zeggenschap» bepaalde bevoegdheden die zij zou kunnen inzetten bij een onderzoek naar de naleving van de biedplicht, zoals de bevoegdheid tot het vorderen van inlichtingen.⁵⁸⁰ Ook kan zij samenwerken en gegevens uitwisselen met toezichthoudende autoriteiten in andere lidstaten.⁵⁸¹ Een rechterlijke instantie als de Ondernemingskamer heeft deze mogelijkheden niet.

De AFM heeft onlangs op haar website een aanpassing gepubliceerd van haar «Voorlichtingsbrochure Aandeelhouders», waarin zij ten aanzien van «acting in concert» een leidraad heeft gegeven.⁵⁸² De AFM vindt het belangrijk dat aandeelhouders weten wat wel en wat niet door de beugel kan in onderling overleg, want «overleg tussen aandeelhouders kan bijdragen aan het inzicht in de corporate governance van een uitgevende instelling.»⁵⁸³ In de leidraad geeft de AFM aan wat zij verstaat onder «acting in concert» en geeft daartoe een niet-limitatieve reeks van feiten en omstandigheden die het vermoeden wekken dat er sprake is van samenwerking ten aanzien van een strategisch onderwerp. Hoewel dit document schijnbaar veel onzekerheid omtrent acting in concert wegneemt bij institutionele beleggers, biedt het een valse vorm van zekerheid. Immers, de Ondernemingskamer is vooralsnog de handhavende autoriteit. Zij is verder niet gebonden aan de richtsnoeren die de AFM uitvaardigt. Deze hernieuwde leidraad biedt daarom geen zekerheid voor institutionele beleggers.

6.4.5 Versterking van aandeelhoudersrechten in Nederland

Het door Raaijmakers geschetste veranderde klimaat had niet alleen invloed op de regelgeving die uit Europa afkomstig was maar vond ook zijn weerslag in de Nederlandse jurisprudentie en regelgeving die geïnitieerd werd vanuit Nederland en het gedrag van bestuurders en commissarissen van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen.

Een belangrijk schakelmoment in de jurisprudentie was het RNA-arrest d.d. 18 april 2003 met betrekking tot de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies bij vijandige overnames.⁵⁸⁴ Hierbij nam de Hoge Raad als uitgangspunt «dat het gedurende een onbepaalde tijd handhaven van een beschermingsmaatregel in het algemeen niet gerechtvaardigd zal zijn.» Raaijmakers⁵⁸⁵ merkt op dat de Hoge Raad hiermee verder gaat dan het Amerikaanse recht (althans het recht van de staat Delaware), waar het aandeelhoudersmodel wordt gepropageerd. Daar hanteert men namelijk het uitgangspunt dat een vennootschap «can just say no» tegen een vijandige bieder, tenzij het bestuur van de onderneming zelf heeft besloten zijn zelfstandigheid op te geven.

⁵⁸⁰ Art. 1:74 Wft.

⁵⁸¹ Art. 4 lid 4 Overnamerichtlijn.

⁵⁸² Zie www.afm.nl/marktpartijen/upl_documents/acting_in_concert_publicatietekst.pdf. Zie ook: R. Meijer, «AFM: Meer toegestaan in contact bedrijf, beleggers», *De Telegraaf*, 20 november 2009, p. 23 en M. Wolzak, G. den Brinker, «AFM gaat langetermijnbeleggers steunen», *Het Financieele Dagblad*, 20 november 2009, p. 17.

⁵⁸³ Vervangende tekst voor de huidige paragraaf 3.5.8 «Overeenkomst duurzaam gemeenschappelijk stembedeild» van de Wft Voorlichtingsbrochure voor Aandeelhouders.

⁵⁸⁴ HR 18 april 2003, NJ 2003, 286 (RNA).

⁵⁸⁵ G.M.T.J. Raaijmakers a.w. p. 432.

Een belangrijk keerpunt was ook het van kracht worden van de Code Tabaksblat. Deze Code was niet zoals zijn voorganger (de Code Peters) afhankelijk van vrijwillige naleving maar werd voorzien van een wettelijke verankering. Hierdoor werden beursvennootschappen verplicht om in hun jaarslag te vermelden of zij de best practices uit de Code toegepast hebben en, zo niet, om uit te leggen waarom dit niet gebeurd is. Voorts werd daarbij een van de belangrijkste beschermingsconstructies – de certificering – aan banden gelegd. Principe IV.2 verbiedt het gebruik van certificering als beschermingsconstructie. Als uitvloeisel van dit verbod bepaalt Best practice bepaling IV.2.8 dat het administratiekantoor aan certificaathouders die daarom vragen zonder enige beperkingen en onder alle omstandigheden stemvolmachten verstrekt. Dit principe en deze Best

practice bepaling die niet met de Wet in overstemming zijn (zie de volgende alinea) komen ook in de Code Frijns terug.

In juli 2004 werd de Wet Wijziging Structuurregime aangenomen. In deze wet werden de rechten van aandeelhouders op diverse punten aanzienlijk versterkt. De AvA verkreeg het recht om bij vennootschappen met het volledig structuurregime de RvC te ontslaan. Niet alleen bij gewone vennootschappen maar ook structuurvennootschappen worden sindsdien commissarissen door de AvA benoemd. Bij naamloze vennootschappen verkreeg de AvA een wettelijk goedkeuringsrecht ten aanzien van bestuursbesluiten omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of onderneming. Voorts werd aan aandeelhouders die 1% van het geplaatste kapitaal van een NV verschaften of – indien deze aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt (zoals Euronext) of een multilaterale handelsfaciliteit – beschikken over aandelen die een bedrag van € 50 miljoen vertegenwoordigen, het recht om onderwerpen op de agenda te zetten toegekend. Tenslotte verkregen houders van beursgenoteerde⁵⁸⁶ certificaten die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven het recht op een volmacht van het administratiekantoor die de onderliggende aandelen houdt. Deze volmacht behoeft slechts onder specifieke omstandigheden – in de literatuur ook wel «oorlogstijd» genoemd – zoals een vijandig openbaar bod niet verstrekt te worden. Bij een aantal beursvennootschappen die certificaten van aandelen hebben uitgegeven hebben de administratiekantoren zich echter verplicht geen gebruik te maken van dit recht.⁵⁸⁷ Bij deze versterking van de rechten van kapitaalverschaffers wilde het kabinet het niet laten. In de Nota modernisering van het ondernemingsrecht d.d. 7 september 2004 wordt vermeld dat gestreefd wordt naar een concurrerend ondernemingsrecht.⁵⁸⁸

Om deze doelstelling te kunnen bereiken moet volgens de Nota op drie terreinen binnen kapitaalvennootschappen en rechtspersonen winst worden geboekt, te weten: herstel van het machtsevenwicht, verbetering van hun integriteit/betrouwbaarheid en flexibilisering van hun inrichting. Bij het streven naar herstel van machtsevenwicht (ten behoeve van de aandeelhouders) werd aangesloten door de implementatiewet Richtlijn Aandeelhoudersrechten en de Implementatiewet Overnamerichtlijn waarin aanvankelijk een verplichte doorbraakregeling voor beschermingsconstructies was opgenomen conform de Code Tabaksblat en de Code Frijns. Twee wetsvoorstellen die uit de wens tot flexibilisering zijn voortgekomen zijn het wetsvoorstel Flex-BV en het wetsvoorstel Bestuur en Toezicht.

Ook de besturen van beursvennootschappen hebben de positie van de aandeelhouder versterkt door nadruk te leggen op en in te stemmen met bonusregelingen waardoor bestuurders en medewerkers geprikkeld werden om meer (korte termijn) aandeelhouderswaarde te creëren.⁵⁸⁹ De indruk bestaat dat commissarissen hier vaak (te) gemakkelijk in mee gingen. Illustratief hiervoor zijn de volgende opmerkingen van Trude Maas⁵⁹⁰ die destijds commissaris bij ABN AMRO was:

«Sommige dingen hebben we als vanzelfsprekend aangenomen. Zo is er gekozen om aandeelhouderswaarde als criterium voor succes te nemen. Over die verreikende beslissing is heel weinig doorgesproken. We leefden allemaal in de sfeer die ook de achtergrond vormde voor de code-Tabaksblat: de aandeelhouder was in Nederland te lang te klein gehouden. Wat betreft beloningen wilden we indertijd allemaal wel geloven in die

⁵⁸⁶ Met beurs wordt hier bedoeld op gereglementeerde markt of multilaterale handelsfaciliteit.

⁵⁸⁷ Volgens Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11* 2009, nr. 676 is dit bij alle AEX-fondsen met gecertificeerde aandelen het geval. «Er zijn nog wel enkele small- en midcapfondsen die zich het recht voorbehouden in de door de wet genoemde omstandigheden een stemvolmacht te weigeren».

⁵⁸⁸ Kamerstukken II 2003–2004, 29 752, nr. 2, p. 1–2.

⁵⁸⁹ Zie G.M.T. Raaijmakers, a.w. p. 432. E. Lokin, L. Timmerman en M. Kroeze, «The credit crisis and Dutch company law», Ondernemingsrecht 2009–14, p. 573 zien kennelijk geen verband tussen de focus op aandeelhouderswaarde, de bonusregelingen voor bestuurders en managers bij financiële instellingen en de kredietcrisis. Zij hanteren daarbij als argument dat ABN AMRO al een grote portefeuille aan slechte leningen had voordat activistische aandeelhouders in actie kwamen. Hier tegen kan worden geworpen dat de drang om de aandeelhouders tevreden te houden kennelijk al langere tijd bestond en bestuurders en managers door bonussen gestimuleerd werden om korte termijn winsten te maken. Pas toen dat kennelijk niet lukte greep een activistische aandeelhouder (TCI) zijn kans om bij het bestuur van ABN AMRO aan te dringen op splitsing van de bank. Lokin, Timmerman en Kroeze menen voorts dat een focus op aandeelhouderswaarde door het bestuur niet zo slecht is zolang het bestuur maar in staat is daarvan in bepaalde omstandigheden af te wijken. Volgens hen gaat ons vennootschapsrecht hiervan uit. Zij noemen als voorbeeld hiervan de aansprakelijkheid van bestuurders tegenover een crediteur die ontstaat wanneer bestuurders opzettelijk de belangen van de betrokken crediteur heeft verwaarloosd. Opgemerkt kan worden dat een dergelijke correctie achteraf op basis van een disproportionele verwaarlozing van de belangen van een crediteur niet in de plaats mag komen van een weging vooraf van de belangen van alle stakeholders. J. Barneveld a.w. p. 233 en p. 238 wijst er overigens aan de hand van de PCM-zaak op dat ook indien alle schuldeisers worden voldaan en de belangen van (minderheids)aandeelhouders niet zijn geschaad het belang van de vennootschap in het geding kan zijn.

⁵⁹⁰ Goed bestuur lezing op 15 januari 2009 tijdens de Nationale Commissarissendag te Scheveningen, aangehaald door J. Schoenmakers, «Wij zijn ten prooi gevallen aan blinde vlekken», Goed Bestuur 2009, p. 10.

alignment theorie: zorg dat de bestuurders dezelfde belangen hebben als de aandeelhouders. Een vorm van groupthink natuurlijk, vinden we nu.»

Raaijmakers merkt op dat ook het afbreken van beschermingsconstructies bij beursvennootschappen heeft geleid tot versterking van de rechten van aandeelhouders.⁵⁹¹ Volgens Abma⁵⁹² beschikken de meeste Nederlandse beursvennootschappen echter nog steeds over beschermingsconstructies, bijvoorbeeld de mogelijkheid om preferente beschermings aandelen te plaatsen bij een beschermingsstichting. Vennootschappen die geen gebruik maken van dergelijke constructies hebben vaak «stabiele» of «bevriende» grootaandeelhouders, zoals SNS Reaal.

Hierbij moet wel aangetekend worden dat juist het gebruik van beschermingspreferente aandelen door de Ondernemingskamer kritisch is beoordeeld.⁵⁹³ Bij Nederlandse beursvennootschappen bestaat echter wel in toenemende behoefte aan bescherming door deze constructie. Volgens Abma⁵⁹⁴ blijkt uit de jaarverslagen over het boekjaar 2008 dat de bevoegdheden van een aantal beschermingsstichtingen zijn uitgebreid. Zij hebben bijvoorbeeld ruimere bevoegdheid gekregen om hun callopties uit te oefenen of zij kunnen bij de Ondernemingskamer onjuist beleid door (de) aandeelhouders(-vergadering) aan de orde stellen.

Tenslotte kan ook het feit dat ontevreden (minderheids-)aandeelhouders de uitoefening van hun rechten door middel van de enquêteprocedure bij de Ondernemingskamer op een betrekkelijk eenvoudige wijze en grotendeels op kosten van de vennootschap zeker kunnen stellen en beschermingsmaatregelen van de vennootschap kunnen (laten) aanpakken, ertoe geleid hebben dat besturen van (beurs)vennootschappen geneigd zijn om het aandeelhoudersbelang op de voorgrond te stellen. Onvrede over het functioneren van het enquêterecht heeft geleid tot het consultatievoorstel Wijziging van het enquêterecht. De onzekerheid of de belangen van de Ondernemingsraad wel goed worden meegewogen bij beslissingen van de AvA hebben geleid tot het Wetsvoorstel betreffende het spreekrecht voor de ondernemingsraad in de AvA.

6.4.6 Minimumkapitaal en vermogensbescherming; Wetsvoorstel Flex-BV

Het huidige systeem in Boek 2 BW

Een BV of een NV moet om behoorlijk te kunnen functioneren beschikken over een bepaalde hoeveelheid «eigen vermogen». De eerste aanzet hiertoe verkrijgt zij doordat bij de oprichting een of meer personen aandelen nemen in haar kapitaal en voldoen aan de daaraan verbonden stortingsplicht.⁵⁹⁵ Bij de oprichting van een BV en een NV moet een minimumkapitaal van respectievelijk € 18 000 en € 45 000 worden gestort. Dit minimumkapitaal dient als waarborg voor de crediteuren van de vennootschap. Anders dan bij een personenvennootschap kunnen de crediteuren van een NV of BV zich in beginsel namelijk niet verhalen op de natuurlijke personen die participeren in de vennootschap.

Nadat de vennootschap is opgericht kan het bij de aandeelhouders geplaatste kapitaal worden vergroot door extra aandelen uit te geven. Zodra aandeelhouders voldoen aan de stortingsplicht verbonden aan de door hen genomen aandelen, wordt ook het eigen vermogen van de vennootschap vergroot. Ditzelfde geldt indien ten laste van de gemaakte winst reserves worden gevormd. Indien deze reserves worden gevormd op basis van een wettelijke verplichting dan spreekt men van wettelijke reserves. Ook de statuten kunnen verplichten tot het vormen van reserves.

⁵⁹¹ Zie G.M.T.J. Raaijmakers a.w. p. 432.

⁵⁹² R. Abma, «Ontwikkelingen in en conclusies uit de jaarlijkse algemene vergaderingen 2009», Ondernemingsrecht 2009–12, p. 506–507.

⁵⁹³ Zie OK 17 januari 2007, JOR 2007, 42 (Stork) en OK 5 augustus 2009, (ASMI), JOR 2009, 254 m.nt. Hermans.

⁵⁹⁴ T.a.p.

⁵⁹⁵ Van Schilfgaarde/Winter 2009, p. 71.

Deze worden aangeduid als statutaire reserves. Het gestorte kapitaal vormt samen met het opgevraagde kapitaal (het kapitaal dat op korte termijn moet worden gestort), de wettelijke reserves en de statutaire reserves het «gebonden vermogen» van de vennootschap.⁵⁹⁶ Daarnaast kan de vereffenaar van een vennootschap en bij faillissement de curator alle nog niet gedane stortingen opeisen ook al zouden deze bedragen volgens de statuten nog niet verschuldigd zijn. Dit betekent dat niet alleen het gebonden vermogen een waarborg vormt voor de crediteuren, maar ook het gedeelte van het geplaatst kapitaal dat nog niet gestort of opgevraagd is.

Om te bevorderen dat het geplaatste kapitaal van NV's en BV's daadwerkelijk gestort wordt en het gebonden vermogen niet door uitkeringen aan aandeelhouders aangetast wordt, bevat ons recht regels die hierna – hoewel deze thans ook de strekking hebben de andere bestanddelen van het gebonden vermogen te beschermen – als «regels van kapitaalbescherming» zullen worden aangeduid.

Deze regels kunnen worden onderverdeeld in regels die bevorderen dat:

1. de storting reëel is. Dat wil zeggen dat (a) het gestorte kapitaal ook voldoende economische waarde heeft en (b) daadwerkelijk ter beschikking van de vennootschap is gesteld.⁵⁹⁷
2. het gebonden vermogen niet door winstuitkering aan de aandeelhouders wordt aangetast;
3. het gebonden vermogen niet door (verkapte) inkoop van eigen aandelen wordt aangetast;
4. bij kapitaalvermindering rekening wordt gehouden met de belangen van crediteuren.

Ad 1). Aan de akte van oprichting van een BV en een NV dient – indien op de aandelen in geld wordt gestort – een bankverklaring te worden gehecht. Van deze bankverklaring bestaan twee varianten. De a-verklaring houdt in dat de te storten bedragen terstond na de oprichting ter beschikking zullen staan van de vennootschap. De b-verklaring houdt rekening met het gegeven dat voor oprichting vaak al namens de BV of NV in oprichting (i.o.) rechtshandelingen worden aangegaan en kosten worden gemaakt. In deze b-verklaring moet staan dat de te storten bedragen op hetzelfde tijdstip, ten vroegste vijf maanden voor de oprichting op een afzonderlijke rekening stonden welke na de oprichting ter beschikking van de vennootschap zal staan. Indien op de aandelen in natura (alle andere goederen dan geld) wordt gestort dan moet door de oprichters hiervan een beschrijving worden opgemaakt en aan de akte van oprichting een accountantsverklaring worden gehecht. Hierin verklaart de accountant dat de waarde van de inbreng in natura ten minste gelijk is als het in geld uitgedrukte bedrag van de stortingsplicht. De wet bevat ook regels⁵⁹⁸ die bestuurders er toe moeten aanzetten om bij oprichting te zorgen dat voldoende kapitaal gestort wordt. Zo zijn de bestuurders aansprakelijk voor rechtshandelingen van de vennootschap die verricht zijn voordat het gestorte deel van het kapitaal ten minste het minimum kapitaal bedraagt.

Ad 2). Voor BV's en NV's is bepaald⁵⁹⁹ dat de vennootschap aan aandeelhouders en andere winstgerechtigden «*slechts uitkeringen mag doen zover het eigen vermogen groter is dan het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal vermeerderd met de reserves die krachtens de wet en de statuten moeten worden aangehouden.*» Dit wordt de «uitgebreide balanstest» genoemd. Slechts onverdeelde winsten en «vrije reserves» mogen worden uitgekeerd. Zonder deze regel zou er niets overblijven van

⁵⁹⁶ Van Schilfgaarde/Winter 2009, p. 76.

⁵⁹⁷ Mendel & Oostwouder 2007, p. 22.

⁵⁹⁸ Art. 2:69 en 180 BW.

⁵⁹⁹ Art. 2:105 en 216 BW.

de waarborgfunctie van het gebonden vermogen voor de schuldeisers. Het gestorte kapitaal en de verplichte reserves zouden dan geheel uitgekeerd kunnen worden aan de aandeelhouders.

Ad 3). De waarborgfunctie voor crediteuren loopt niet alleen gevaar bij ongeremde winstuitkering, maar ook bij ongeremde inkoop van eigen aandelen.⁶⁰⁰ «*Als dit laatste zou worden toegestaan, dan zou, net als bij ongeremde winstuitkering, aan aandeelhouders vermogen worden uitgekeerd dat bestemd is crediteuren tot waarborg te strekken.*» Daarom bevat de wet⁶⁰¹ regels die inkoop van eigen aandelen aan banden leggen. Zo mag het eigen vermogen, verminderd met de verkrijgingsprijs, niet kleiner zijn dan het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal, vermeerderd met de reserves die krachtens de wet of de statuten moeten worden aangehouden. Hierbij wordt in wezen dezelfde uitgebreide balanstest gehanteerd als bij dividenduitkeringen. Voorts mag de nominale waarde van de ingekochte aandelen niet meer zijn dan de helft van het geplaatste kapitaal. Bij niet beursgenoteerde NV's geldt inmiddels de regel dat zij al haar eigen aandelen mag verkrijgen op één na.⁶⁰² Het gegeven dat door de inkoop het gebonden vermogen niet mag worden aangetast zal de mogelijkheid tot inkoop nog wel in belangrijke mate blijven beperken. Alleen volgestorte aandelen mogen worden gekocht. Voor de inkoop is een machtiging van de AvA nodig. De verkrijging moet door de statuten zijn toegelaten.

Financiële steun van de vennootschap aan een derde met het oog op de verkrijging van haar aandelen door derden is op enkele specifieke uitzonderingen na verboden.⁶⁰³ Indien de vennootschap een (naar later blijkt oninbare) lening verstrekt aan degene die haar aandelen verkrijgt en/of ten behoeve van een dergelijke financiering haar activa bezwaart, kan dit indien dit ten laste gaat van haar gebonden vermogen en de waarborg voor crediteuren in ernstige mate aantasten.

Ad 4). Na kapitaalvermindering wordt de omvang van het geplaatste kapitaal – en daarmee de waarborg voor de crediteuren – minder. Kapitaalvermindering kan op twee wijzen geschieden: 1) door intrekking van aandelen en 2) door vermindering van het nominale bedrag van aandelen. Kapitaalvermindering kan met of zonder terugbetaling van het op de aandelen gestorte bedrag geschieden. Het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal mag niet kleiner worden dan het minimumkapitaal dat voor de betrokken vennootschap (NV of BV) geldt. De besluiten tot kapitaalvermindering moeten gedeponereerd worden bij het Handelsregister. Deze deponering moet aangekondigd worden in een landelijk verspreid dagblad. Binnen twee maanden na deze aankondiging kan iedere schuldeiser in verzet komen met vermelding van de waarborg die hij verlangt voor de voldoening van zijn vordering. De vennootschap hoeft een dergelijke waarborg niet te geven als de schuldeiser al voldoende waarborgen heeft of de vermogenstoestand van de vennootschap voldoende zekerheid biedt dat de vordering zal worden voldaan.

Voor de NV bevat de wet sinds 2006 de bepaling dat de rechter het verzoek afwijst indien de verzoeker niet aannemelijk maakt dat als gevolg van de kapitaalvermindering twijfel omtrent de voldoening gewettigd is en dat de vennootschap onvoldoende waarborgen heeft gegeven voor de voldoening van zijn vordering. Als de vennootschap haar kapitaal wegens geleden verliezen vermindert tot een bedrag dat niet lager is dan haar eigen vermogen, hoeft zij geen waarborgen te geven.

⁶⁰⁰ Mendel & Oostwouder 2007, p. 24.

⁶⁰¹ Art. 2:98 en 207 BW.

⁶⁰² Bij een beursgenoteerde NV mag de vennootschap op grond van art. 2:98 lid 2 BW niet meer dan 50% van haar geplaatste kapitaal aan eigen aandelen houden.

⁶⁰³ Art. 2:98c en 207c BW.

In 2008⁶⁰⁴ is een aantal kapitaalbeschermingsregels voor de NV aangepast naar aanleiding van een wijziging van de Tweede Richtlijn⁶⁰⁵. De belangrijkste wijzigingen zijn: a) de NV mag voortaan net als de BV – zij het onder stringente voorwaarden waaronder instandhouding van het gebonden vermogen – leningen verstrekken met het oog op het nemen of verkrijgen van aandelen in haar kapitaal of certificaten daarvan; b) de bepalingen die de inkoop van eigen aandelen door de NV aan banden leggen zijn versoepeld. Voor de wetswijziging mocht slechts 10% van het geplaatste kapitaal worden ingekocht. Het systeem van kapitaalbescherming en alle belangrijke bepalingen daarvan zijn echter bij de NV gehandhaafd.

Versoepeling van de kapitaalbescherming bij de BV

Indien een private equity maatschappij of een andere overnemende partij een bedrijf wil overnemen dan is de verleiding erg groot om de overname te financieren met veel vreemd vermogen dat ten laste komt van de vennootschap waarvan de aandelen worden gekocht (of een dochtermaatschappij daarvan). Het verbod op het verlenen van leningen die ten koste gaan van het gebonden vermogen van de vennootschap (of een dochtermaatschappij daarvan) of op andere vormen van financiële steun staat hier in beginsel aan in de weg. Winter⁶⁰⁶ noemt de bepalingen⁶⁰⁷ die financiële steun van een vennootschap (de BV en NV) met het oog op de verkrijging van haar aandelen aan banden leggen *«in het complex van kapitaalbeschermingsbepalingen een van de lastigste en meest verfoeide.»*

Volgens de meeste auteurs⁶⁰⁸ leidt overtreding van de betrokken bepalingen tot nietigheid van de strijdige rechtshandelingen. Dit kan met name funest zijn voor de totstandkoming van een beoogde overname die mede met behulp van zekerheden op de activa van de over te nemen vennootschap moet worden gefinancierd indien de bank moet vrezen dat zij deze aan haar verstrekte zekerheden niet kan uitwinnen. Het is dan ook niet verbazingwekkend dat vele schrijvers die (ook) in de praktijk werkzaam zijn⁶⁰⁹ een «restrictieve» interpretatie van de in art. 2:98c (voor de NV) en 2:207c (voor de BV) opgenomen verbodsbepalingen bepleit hebben. Voor een goed begrip van het hierna te bespreken arrest moet worden opgemerkt dat op grond van art. 2:207c lid 2 BW een lening die door een BV met het oog op het nemen van aandelen in haar kapitaal of certificaten daarvan verstrekt mag worden tot ten hoogste het bedrag van haar vrije reserves en voor zover haar statuten dit toestaan.

Het Muller/Rabobank-arrest

In dit arrest⁶¹⁰ oordeelde de Hoge Raad dat het verbod ex art. 2:207c lid 1 BW voor de vennootschap om zekerheid te stellen met het oog op het nemen of verkrijgen door anderen van aandelen in haar kapitaal of van certificaten daarvan niet ziet op de «doorleenconstructie». Met deze constructie kan worden bereikt dat de overnamefinanciering die de overnemer is aangegaan (geheel of gedeeltelijk) wordt afgelost en wordt vervangen door een lening op het niveau van de verworven werkmaatschappijen die gedekt wordt door zekerheden op de activa van deze werkmaatschappijen (de «debt push down»). Hierbij wordt door de vennootschap weliswaar een lening aan een derde verstrekt, opdat deze aandelen in de vennootschap zou kunnen verkrijgen, maar de vennootschap verstrekt slechts zekerheid voor haar eigen leenschuld bij de bank.

Is hiermee het risico dat de zekerheden van de bank nietig of vernietigbaar zijn bij een doorleenconstructie opgelost? Dit is niet het geval. De

⁶⁰⁴ Zie voor de implementatiewet, Stb 2008, 195.

⁶⁰⁵ Richtlijn 2006/68/EG, PbEG 2006, L264/32.

⁶⁰⁶ Van Schilfgaarde/Winter 2009, p. 99–102.

⁶⁰⁷ Art. 2:98c en 207c BW.

⁶⁰⁸ Zie voor een overzicht hiervan: Van Schilfgaarde/Winter 2009, p. 101. Van Schilfgaarde is overigens van mening dat de sanctie vernietigbaarheid is. Dit maakt voor de financierende bank weinig uit. Zowel nietigheid als een succesvol beroep op vernietigbaarheid van de zekerheid leidt er toe dat zij de zekerheid niet kan uitwinnen.

⁶⁰⁹ Zie voor een overzicht van deze auteurs: W.J. Oostwouder, Management Buy-Out, diss. IVO nr. 27, Deventer 1996, p. 248 noot 44. Oostwouder a.w. p. 272 komt overigens op grond van een onderzoek naar de geschiedenis van art. 23 Tweede Richtlijn dat ten grondslag ligt aan deze artikelen en na toetsing van de argumenten van deze auteurs tot de conclusie dat een restrictieve interpretatie geen recht doet aan de strekking van het in art. 2:207c (en in 98c) neergelegde verbod.

⁶¹⁰ HR 7 mei 2004, NJ 2004, 360 m.nt. Ma.

bewoordingen van het arrest laten nog (enige) ruimte voor de opvatting dat de zekerheden niet rechtsgeldig zijn indien bij het doorlenen door de vennootschap niet voldoende vrije reserves aanwezig zijn.⁶¹¹ Dat zou ook stroken met de strekking van art. 2:207c lid 2 BW – bescherming van het gebonden vermogen – dat een waarborg vormt voor alle crediteuren. Dit betekent dat banken bij een te grote financiering met vreemd vermogen van de overname van de vennootschap ten laste van de activa van de betrokken vennootschap ten aanzien van de door hen verkregen zekerheden toch nog wel enig risico lopen. Dit zou de banken moeten aanzetten om op de rem te gaan staan bij overnames die met een te grote «leverage» worden gefinancierd. De indruk bestaat dat dit in de periode die vooraf ging aan de kredietcrisis niet altijd is gebeurd.

Een te hoge leverage begint nu bij veel bedrijven problemen op te leveren. Er treedt een vraaguitval op bij klanten. Dit heeft tot gevolg dat het bedrijf onvoldoende omzet en kasmiddelen genereert om rente en aflossing te voldoen. Dat leidt er weer toe dat het bedrijf de convenanten (waarin ratio's ten aanzien van de mogelijkheid om de rente te betalen zijn opgenomen) schendt. Dit geeft de bank het recht om de bedongen zekerheden uit te winnen. Dat dit tot nu toe relatief weinig is gebeurd heeft hoogstwaarschijnlijk te maken met het gegeven dat in de huidige markt de executiewaarde van de activa niet voldoende is om de bankschuld te betalen.

Indien het wetsvoorstel «Wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van de regeling voor besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid» (hierna: «Wetsvoorstel Flex-BV») wordt ingevoerd, dan vervalt artikel 2:207c BW en het daarin opgenomen verbod op financiële steunverlening geheel. In dat geval lopen de banken niet meer de kans dat de door de werkmaatschappijen verstrekte zekerheden op grond van dit verbod niet rechtsgeldig zullen zijn. Dit geeft (veel) meer ruimte voor het leveraged financieren van overnames.⁶¹² Als art. 2:207c BW is afgeschaft kan de werkmaatschappij ook rechtstreeks zekerheid verschaffen voor de overnamefinanciering. Omdat de voorgestelde afschaffing van het steunverbod voor BV's niet los gezien kan worden van de beoogde vervanging van het kapitaalbeschermingsregime bij BV's door een aansprakelijkheidsregime, wordt dit onderdeel van het wetsvoorstel hierna besproken.

Het Wetsvoorstel Flex-BV

Het Wetsvoorstel Flex-BV is op 31 mei 2007 bij de Tweede Kamer ingediend. Het is de bedoeling dat hiermee de regels voor de BV flexibeler en eenvoudiger worden gemaakt. Veel bepalingen voor BV's die gebaseerd zijn op het NV-recht worden als «*star en onnodig belastend ervaren*».⁶¹³ De aanleiding om de BV-bepalingen aan te passen zijn Europese ontwikkelingen die de nationale wetgever dwingen om een rechtsvorm aan te bieden die de internationale concurrentie aankan. De Minister merkt op dat in veel Europese landen al een flexibele besloten vennootschapsvorm is ingevoerd of bestaande wetgeving is herzien. De hoofdlijnen van dit wetsvoorstel zijn: meer inrichtingsvrijheid en een ander systeem van crediteurenbescherming.

Dat laatste onderdeel is voor dit rapport van belang. De belangrijkste elementen hiervan zijn:

1. afschaffing van het minimumkapitaal voor de BV;
2. versoepeling van regels voor het bijeenbrengen van kapitaal; en
3. verandering van regels voor uitkeringen aan aandeelhouders.

⁶¹¹ Zie hiervoor S.M. Bartman in zijn noot onder dit arrest in *JOR* 2004, 161. Andere schrijvers menen dat dit hier geen reden voor twijfel meer is. Zie hiervoor onder meer Asser/Maeyer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11*, 2009, nr. 177 en M. van Olffen, «Steunfinanciering», in: *Financiering van de onderneming*, Deventer 2006, p. 86–87, W.J.M van Veen, «Eindelijk (meer) duidelijkheid over de reikwijdte van artikel 2:207c lid 2 BW», *Bb* 2004, p. 127–128, R.E. Hartog, «Financieringsstructuren in het licht van artikel 2:207c BW», *V&O* 2004, p. 98 e.v. en B.B. Visser, «Leveraged buy-outs: financiering met vreemd vermogen, Op naar een leven zonder Financial assistance?», *Ondernemingsrecht* 2005, nr. 203, p. 593 e.v.

⁶¹² Wel moet nog rekening gehouden worden met reeds bestaande normen op het gebied van doeloverschrijding, redelijkheid en billijkheid, onbehoorlijk bestuur en onrechtmatige daad.

⁶¹³ Memorie van Toelichting, Kamerstukken II 2006–2007, 31 058, nr. 3, p. 1.

Ad 1. Het bij oprichting te storten minimumkapitaal bij de BV wordt afgeschaft. Ook de regels die moeten waarborgen dat bij oprichting voldoende kapitaal wordt gestort worden afgeschaft. Aanleiding hiertoe is volgens de Minister de kritiek dat het minimumkapitaal geen adequate bescherming voor crediteuren biedt. Een bedrag van € 18 000 zou bij veel ondernemingen in geen verhouding staan tot de omvang van de bedrijfsactiviteiten. «Bovendien bieden de wettelijke regels inzake het minimumkapitaal geen garantie dat er daadwerkelijk vermogen beschikbaar is voor schuldeisers.»⁶¹⁴ Daarnaast zouden Europese ontwikkelingen noodzaken tot het laten vallen van het minimumkapitaal. In het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en Spanje kunnen al vennootschappen zonder minimumkapitaal worden opgericht. Ten tijde van de indiening van het wetsvoorstel was men in Duitsland van plan om het minimumkapitaal voor de GmbH te verlagen van € 25 000 naar € 10 000. Inmiddels is er al weer een ontwikkeling in tegengestelde richting waarneembaar. In Duitsland is men teruggekomen van het voornemen om het minimumkapitaal bij de GmbH te verlagen⁶¹⁵ en bij de behandeling van het ontwerp van de SPE (Societas Privata Europaea, oftewel Europese vennootschap) heeft het Europees Parlement aangedrongen op het voorschrijven van een minimumkapitaal van € 8 000 indien de statuten van de SPE het tekenen van een solvantieverklaring door het bestuur niet als voorwaarde stellen voor het doen van een uitkering aan een of meer aandeelhouders. Dit zou ook in Nederland aanleiding moeten zijn om de argumenten voor afschaffing van het minimumkapitaal tegen het licht te houden. Zo bestaat niet de indruk dat het gebruik van met de BV concurrerende rechtsvormen uit andere Lidstaten een grote vlucht heeft genomen. Dit hangt wellicht ook samen met het betrouwbare imago voor crediteuren dat een BV nu nog heeft. Dit imago wordt bevorderd door het gegeven dat beginnende ondernemers die zich van de BV-vorm willen bedienen eerst € 18 000 moeten storten. Voorts is € 18 000 voor veel startende ondernemingen een goede basis om bedrijfsactiviteiten te starten. Zodra de onderneming groeit worden vaak ook extra aandelen uitgegeven, statutaire en wettelijke reserves gevormd en blijft het gebonden vermogen bij een normale gang van zaken corresponderen met de omvang van de bedrijfsactiviteiten. Mochten er daarna onverhoopt verliezen optreden dan heeft de BV een goede buffer waarmee de eerste klappen kunnen worden opgevangen.

Ad 2. De verplichting om een bankverklaring aan de akte van oprichting te hechten indien de storting in geld geschiedt, vervalt. In de Memorie van Toelichting wordt opgemerkt dat deze verklaring in de praktijk slechts een beperkte waarde zou hebben. Vermoedelijk is dit gebaseerd op twee arresten⁶¹⁶ waarin de Hoge Raad oordeelde dat ondanks het feit dat een bankverklaring aan de akte van oprichting was gehecht er toch niet gestort was. In beide arresten kwam de Hoge Raad tot de conclusie dat er alsnog gestort moest worden. Dat het systeem van bankverklaringen bij oprichting niet altijd waterdicht is, betekent niet dat dergelijke verklaringen om die reden zinloos zijn. Het vereiste om een bankverklaring aan te hechten kan er in veel gevallen wel aan bijdragen dat er daadwerkelijk gestort wordt.

Ook de controle bij inbreng in natura door middel van een accountantsverklaring wordt afgeschaft. Zo maakt men de verleiding voor de aandeelhouder/bestuurder van een BV wel erg groot om op een goedkope wijze tegenover crediteuren de indruk te wekken dat er een omvangrijk startkapitaal aanwezig is. Voorts wordt ook de verplichting om ten minste een kwart van het nominale bedrag te storten afgeschaft. Overeenge-

⁶¹⁴ Memorie van Toelichting, Kamerstukken II 2006–2007, 31 058, nr. 3, p. 26.

⁶¹⁵ In plaats daarvan wordt naast de GmbH een nieuwe rechtsvorm – ook wel een mini-GmbH genoemd – gecreëerd met een oplopend kapitaal van 1 tot 25 000 euro. Zie M.A. Verbrugh, De herziening van het GmbH-recht in een concurrerende omgeving. Het wetsvoorstel MoMiG, ondernemingsrecht 2008, p. 405.

⁶¹⁶ HR 24 maart 2000, NJ 2000, 354 m.nt. Ma (Wachtkamer Televisie) en HR 11 juli 2003, NJ 2003, 630 m.nt. Ma (Bas-C BV).

komen kan worden dat het gehele nominale bedrag niet bij het nemen van het aandeel maar na verloop van een bepaalde tijd wordt gestort.

Tenslotte wordt ook de Nachgründungsregeling afgeschaft. Deze regeling strekt er toe om te voorkomen dat een aandeelhouder of oprichter een goed dat hem een jaar voor de oprichting of nadien toebehoorde, verkoopt aan de BV tegen een te hoge prijs. Hiermee zou deze namelijk kunnen bereiken dat (een deel van) het gestorte bedrag weer naar hem terugvloeit.

Ad 3. In het wetsvoorstel wordt in art. 2:216 BW de uitgebreide balanstest vervangen door een eenvoudige balanstest en een uitkeringstest. Op grond van de eenvoudige balanstest is de AvA alleen bevoegd tot vaststelling van uitkeringen indien het eigen vermogen groter is dan de reserves die krachtens wet of de statuten moeten worden aangehouden. Dit betekent dat het hele gestorte kapitaal mag worden uitgekeerd en dit dus geen waarborg meer is voor de schuldeisers. Het is de bedoeling dat schuldeisers worden beschermd door de uitkeringstest en eventuele aansprakelijkheid van degenen die de uitkering ontvingen (aandeelhouders) en de bestuurders.

Het oorspronkelijke voorstel ging er van uit dat een besluit tot uitkering aan de aandeelhouders alleen kan worden uitgevoerd indien het bestuur daarmee heeft ingestemd. Het bestuur moet deze instemming weigeren indien het weet of redelijkerwijs behoort te voorzien dat de vennootschap na de uitkering niet zal kunnen voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden. In de eerste nota van wijziging⁶¹⁷ werd de eventuele aansprakelijkheid van bestuurders en degenen die de uitkering ontvingen op grond van de bovengenoemde uitkeringsbepaling beperkt tot het tekort dat door de uitkering is ontstaan met als maximum het bedrag van de uitkering. Voorts is het instemmingsrecht van de bestuurders gewijzigd in een goedkeuringsrecht.

Bij de tweede nota van wijziging⁶¹⁸ werd de goedkeuringsbevoegdheid van het bestuur en de eventuele aansprakelijkheid van de bestuurders uit het voorgestelde art. 2:216 BW geschrapt. Dit geschiedde op aandrang van het bedrijfsleven waar gesteld werd dat de voorgestelde regeling op het punt van aansprakelijkheid verder zou gaan dan de huidige regeling. Met de goedkeuringsbevoegdheid zouden de taken van het bestuur worden uitgebreid en de bestuurders de kans lopen ook voor deze taak aansprakelijk te zijn. Voorts zou met de goedkeuringsbevoegdheid van het bestuur de beslissingsvrijheid van de AvA worden doorkruist.

Lennarts en Boschma⁶¹⁹ hebben terecht aangevoerd dat de wetgever zelf al heeft aangegeven dat met de voorgestelde goedkeuringsbevoegdheid een reeds naar huidig recht op de bestuurders rustende zorgplicht wordt gecodificeerd. Ook de voorgestelde aansprakelijkheid sluit aan bij bestaande jurisprudentie. Zij wijzen er vervolgens op dat uit het Nimox-arrest volgt dat de AvA moet afzien van het nemen van een dividendbesluit indien er ernstig rekening mee moet worden gehouden dat de vennootschap na de uitkering haar verplichtingen jegens haar schuldeisers niet meer kan nakomen. Ook naar huidig recht kan op goede gronden verdedigd worden dat indien de AvA desalniettemin het dividendbesluit neemt, het bestuur de uitvoering van het uitkeringsbesluit moet weigeren.⁶²⁰ Inmiddels is er een amendement ingediend om de goedkeuringsbevoegdheid van het bestuur bij uitkeringsbesluiten en de bijbehorende aansprakelijkheid van bestuurders weer in het wetsvoorstel

⁶¹⁷ *Kamerstukken II 2008–2009*, 31 058, nr. 7, p. 7.

⁶¹⁸ *Kamerstukken II 2008–2009*, 31 058, nr. 8, p. 3.

⁶¹⁹ M.L. Lennarts en H.E. Boschma, «Tweede nota van wijziging Flex-BV: een merkwaardige tournure van de wetgever», WPNR 21 maart 2009/6791, p. 228.

⁶²⁰ Zij wijzen daarbij op HR 6 februari 2004, *JOR* 2004, 67 (Reinders) en de jurisprudentie op het gebied van selectieve betaling o.a. HR 30 mei 1997, NJ 1997, 663 m.nt. Ma.

op te nemen. De vraag blijft overigens of de crediteurenbescherming op orde is nu dit amendement is aangenomen.⁶²¹

Uit het hierboven weergegeven betoog van Lennarts en Boschma kan worden afgeleid dat de uitkeringstest door het bestuur, de goedkeuringsbevoegdheid van het bestuur en de bijbehorende aansprakelijkheid van bestuurders alsmede de aansprakelijkheid van aandeelhouders die wisten of behoorden te weten dat de vennootschap na uitkering haar schuldeisers niet meer zou kunnen voldoen eigenlijk al in het huidige recht besloten ligt.⁶²² In het voorstel wordt echter de kapitaalbescherming afgeschaft en de uitgebreide balanstest vervangen door een eenvoudige balanstest. Daarmee vervalt de waarborg voor de schuldeisers voor het overgrote deel. Volgens de Memorie van Toelichting is één van de uitgangspunten van dit wetsvoorstel «een evenwichtige bescherming van crediteuren». Het wetsvoorstel verstoort het evenwicht door de kapitaalbescherming af te schaffen en daar niets voor in de plaats te stellen. Voorts wijst Barneveld⁶²³ er op dat de PCM-zaak aantoonde dat het vennootschappelijk belang ook in het geding kan zijn indien er geen sprake is van benadeelde schuldeisers of minderheidsaandeelhouders. Hij betoogt dat het wetsvoorstel Flex-BV na de eerste nota van wijziging – waarin benadrukt werd dat bestuurders geen discretionaire bevoegdheid hebben ten aanzien van de goedkeuring van uitkeringen – hier (ten onrechte) geen rekening mee houdt.

Ditzelfde manco treffen wij aan bij de voorgestelde aanpassing van de inkoopbepalingen. Ook daar wordt de kapitaalbescherming afgeschaft en komt daar – behoudens de uitkeringstest – die op grond van de huidige jurisprudentie al bestaat – niets voor terug. De bepalingen die bij kapitaalvermindering de crediteur moeten beschermen worden geheel afgeschaft. Bij de afschaffing van het financiële steunverbod bij de BV wordt zelfs niet gepretendeerd dat daar extra bescherming voor terugkomt. De suggestie van de expertgroep die het wetsvoorstel heeft voorbereid om de regeling in art. 2:207c te handhaven en daarbij te bepalen dat de uitkeringstest en daaraan gekoppelde aansprakelijkheid van bestuurders van overeenkomstige toepassing is op financiële steunverlening wordt in de Memorie van Toelichting⁶²⁴ zonder deugdelijke motivering terzijde geschoven. «*Het wetsvoorstel kiest met het vervallen van de bepaling voor een oplossing die voor de sanctionering terugvalt op de algemene regels voor bestuurshandelen, zoals de regels voor behoorlijke taakvervulling (artikel 9) en de regeling voor tegenstrijdig belang (artikel 256).*»

De Minister gaat er kennelijk vanuit dat art. 2:207c BW een overbodige bepaling is omdat met andere bestaande regels hetzelfde kan worden bereikt. In de literatuur wordt hier wel anders over gedacht.⁶²⁵ Voorts moet opgemerkt worden dat het wetsvoorstel Bestuur en Toezicht⁶²⁶ inmiddels⁶²⁷ door de Tweede Kamer van de Staten Generaal is aangenomen. Hierin is een nieuwe tegenstrijdig belangregeling opgenomen die in tegenstelling tot de huidige regeling geen «externe werking» zal hebben. Indien dit wetsvoorstel wordt ingevoerd, betekent dit dat schadelijke transacties waarmee financiële steun wordt verleend in de toekomst niet meer op grond van de tegenstrijdig belangregeling kunnen worden teruggedraaid. De gevolgen hiervan zijn niet (consequent) bij de behandeling van het Wetsvoorstel Flex-BV meegenomen.

⁶²¹ Op 15 december jl. zijn het bedoelde amendement en het wetsvoorstel Flex-BV door de Tweede Kamer van de Staten-Generaal aangenomen.

⁶²² Er is nog wel een verschil tussen de aansprakelijkheid uit het voorgestelde art. 2:216 BW met de uit de jurisprudentie voortvloeiende aansprakelijkheid. In het eerstgenoemde geval zijn de bestuurders en aandeelhouders *jegens de vennootschap* aansprakelijk voor het tekort (*tot ten hoogste het bedrag van de uitkering*) terwijl in het tweede geval de bestuurders *jegens de vennootschap* en aandeelhouders *jegens schuldeisers* aansprakelijk zijn voor de *gehele schade* die door de uitkering veroorzaakt is. Indien de aansprakelijkheid in het voorgestelde art. 2:216 BW een codificatie is van de genoemde jurisprudentie dan komt deze daarvoor in de plaats en zal in de meeste gevallen de facto de mogelijke aansprakelijkheid van bestuurders en aandeelhouders verminderen omdat deze niet meer (voor een (veel) hoger bedrag dan de uitkering) door schuldeisers aansprakelijk kunnen worden gesteld. Indien de aansprakelijkheid uit het voorgestelde art. 2:216 BW geen codificatie is van de bestaande jurisprudentie, dan wordt niet duidelijk welke extra aansprakelijkheid hiermee wordt gecreëerd ten opzichte van de bestaande situatie.

⁶²³ J. Barneveld, «PCM & private equity – Over de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen», WPNR 2009, nr. 6791, p. 230–238.

⁶²⁴ *Kamerstukken II 2006–2007*, 31 058, nr. 3, p. 65–66.

⁶²⁵ Zie voor de opvatting dat art. 2:207c BW geen overbodige bepaling is: W.J. Oostwouder, *Management Buy-out*, diss. 1996, IVO deel 27, p. 298–299. Hij is van mening dat de bestaande regelingen onvoldoende mogelijkheden bieden om voor crediteuren schadelijke rechtshandelingen die gekwalificeerd kunnen worden als financiële steun te voorkomen en terug te draaien. Van Schilfgaarde/Winter 2009, p. 102, zien – zonder dat zij de argumenten van de eerstgenoemde schrijver weerleggen – echter het nut van art. 2:207c BW niet in.

⁶²⁶ *Kamerstukken II 2008–2009*, 31 763, nr. 2.

⁶²⁷ Dit is op 8 december 2009 geschied.

6.4.7 Lacunes

Huidige regeling

Volgens de heersende opvatting kunnen na het Muller/Rabobank arrest de door de bank verkregen zekerheden bij een doorleenconstructie niet op grond van art. 2:207c BW worden aangetast. Dit zou zelfs niet het geval zijn indien bij de doorlening door de vennootschap dit artikel wordt overtreden. Hierdoor is een gat ontstaan in de kapitaalbeschermingsregeling⁶²⁸.

Wetsvoorstel Flex-BV

Bij de afschaffing van het minimumkapitaal wordt de noodzaak dat potentiële crediteuren vertrouwen blijven hebben in deze rechtsvorm uit het oog verloren. In een tijd dat de gewone crediteuren van een BV (werknemers en leveranciers) juist meer vertrouwen zouden moeten kunnen hebben in de solvabiliteit van een BV worden de bankverklaring bij oprichting van een BV indien op de aandelen in geld gestort wordt en de accountantsverklaring bij inbreng in natura (voor of na oprichting) afgeschaft.⁶²⁹ Ook de regeling die moet voorkomen dat aandeelhouders hun inbreng terughalen door verkoop van een goed tegen een te hoge prijs aan de BV, wordt afgeschaft. Hiervoor komen geen nieuwe beschermingsbepalingen terug. Dit zet de poort open voor fraude bij BV's.⁶³⁰ Bij de indiening van het wetsvoorstel is gewezen op Europese ontwikkelingen die zouden noodzaken tot afschaffing van het minimumkapitaal. De crisis die voor een belangrijk gedeelte gebaseerd is op een vertrouwensbreuk bij crediteuren (de obligatiehouders van SPV's die de subprime hypotheek hebben overgenomen) en Europese ontwikkelingen die inmiddels tegenovergesteld zijn aan de ontwikkelingen bij het indienen van het wetsvoorstel (handhaving van het minimumkapitaal van 25 000 euro bij de GmbH, de resolutie van het Europees parlement bij de ontwerp SPE-verordening om – indien de statuten van de SPE het tekenen van een solventieverklaring door het bestuur niet als voorwaarde stellen voor het doen van een aandeelhoudersuitkering – bij de Europese besloten vennootschap een minimumkapitaal van € 8000 in te voeren) hebben niet geleid tot heroverweging. Gedurende de behandeling van het wetsvoorstel is duidelijk geworden dat de afschaffing van de kapitaalbescherming in tegenstelling tot de door de Minister gewekte verwachting niet gecompenseerd wordt door extra aansprakelijkheid van bestuurders en aandeelhouders. De uitkeringsregeling maakt het mogelijk om het gehele gestorte kapitaal uit te keren zonder dat de schuldeisers hiervan op de hoogte worden gesteld. De jaarrekening van de vennootschap verliest daarmee voor een zeer belangrijk deel aan betekenis voor het inzicht van de schuldeisers in de vermogenspositie van de vennootschap. In het wetsvoorstel wordt hier ten onrechte geen rekening mee gehouden.

Wetsvoorstel Bestuur en Toezicht

Het wetsvoorstel Bestuur en Toezicht introduceert een wettelijke regeling ten aanzien van het monistisch bestuurssysteem voor NV's en BV's. In tegenstelling tot het dualistisch bestuurssysteem is er bij dit systeem niet sprake van een bestuur en een aparte raad van commissarissen (een «two-tier board») maar van één bestuursorgaan (een «one-tier board»). In dit orgaan zitten zowel uitvoerende («executives») als niet uitvoerende bestuurders («non-executives»). De uitvoerende bestuurders zijn verantwoordelijk voor het dagelijks bestuur en niet-uitvoerende bestuurders stellen slechts de hoofdlijnen van het beleid vast en houden toezicht op de dagelijkse bestuurders. Ten behoeve van de introductie van dit systeem wordt art. 2:9 BW dat betrekking heeft op de collectieve

⁶²⁸ Indien bij fiscale wetgeving door de jurisprudentie een gat ontstaat, wordt dit meestal gerepareerd door een spoedwet. In het wetsvoorstel Flex-BV wordt er echter voor gekozen het verbod op financiële steunverlening door de BV geheel af te schaffen.

⁶²⁹ W.J. Slagter, Twee amendementen op de voorstellen tot flexibilisering van de BV, NJB 2009, afl. 9, p. 549, bekritiseert («in deze tijd van recessie») onder andere het afschaffen van het minimumkapitaal en de afschaffing van de inbrengcontrole via een bankverklaring of een verklaring van een deskundige.

⁶³⁰ E. Lokin, L. Timmerman en M. Kroeze, «The credit crisis and Dutch Company law», Ondernemingsrecht 2009–14, constateren (p. 571) dat grootscheeps misbruik van de vennootschapsvorm (onder meer door het opzetten van een vennootschap voordat voldoende kapitaal was geplaatst en gestort en doordat inbreng in natura werd overgevoerd) in de tweede helft van de 18e eeuw leidde tot strenge vennootschapswetgeving. Merkwaardig leidt deze constatering bij hen niet tot de conclusie dat de afschaffing van het minimumkapitaal en de afschaffing van de inbrengcontrole bij de BV nog maar eens kritisch moet worden overdacht (p. 572).

verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid van bestuurders in die zin gepreciseerd dat bij of krachtens de statuten een taakverdeling kan worden gemaakt. De collectieve verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid blijven echter bestaan.

Het voordeel van een monistisch systeem is dat de niet-uitvoerende bestuurders dicht bij het vuur zitten en daardoor beter worden geïnformeerd. Het nadeel van dit systeem is dat deze bestuurders minder onafhankelijk zijn van uitvoerende bestuurders. Bij Fortis werd het one-tier systeem in feite al gebruikt en heeft daar – net als bij vele banken in de Verenigde Staten waar dit systeem ook wordt gehanteerd – niet kunnen voorkomen dat deze bank in de problemen kwam. Voorts wordt in dit wetsvoorstel de externe werking van de tegenstrijdig belang regeling voor bestuurders geschrapt. In tegenstelling tot de huidige regeling kan daardoor een transactie niet meer met een beroep op het feit dat een bestuurder een met de vennootschap tegenstrijdig belang heeft (bijvoorbeeld bij een goedkope lening aan hem) worden teruggedraaid. Wel wordt bepaald dat een bestuurder zich bij een tegenstrijdig belang uit de besluitvorming moet terugtrekken. De sanctie voor het geval dat hij zich daar niet aan houdt zal dan niet meer nietigheid van de transactie zijn maar aansprakelijkheid.⁶³¹

6.5 Regelgeving ter versterking van de «checks and balances» binnen vennootschappen

6.5.1 Inleiding

In 2006 begon er kritiek te ontstaan op de te eenzijdige focus op het korte termijn aandeelhoudersbelang in Nederland. Een schakelmoment hierbij is de publieke verontwaardiging naar aanleiding van het optreden van investeringsmaatschappijen die binnen korte tijd ten koste van de betrokken onderneming veel winst op hun participatie behaalden. Toenmalig Minister van Economische zaken Joop Wijn uitte zijn zorgen over het optreden van investeringsmaatschappijen zoals het Amerikaanse KKR en het Britse Apax. «*Ze kopen even een bedrijf op, dat ze vervolgens als een zwerm sprinkhanen kaalvreten.*»⁶³² Daarbij kwam in 2007 de commotie rond het optreden van hedgefondsen bij ABN AMRO en Stork. Vervolgens brak de kredietcrisis uit en werden de schijnwerpers gericht op de bonussen die bij banken werden uitgekeerd. De tijd was rijp voor regelgeving waarmee men hoopte het tij te keren. Inmiddels zijn diverse wetsvoorstellen met die strekking ingediend en concept-wetsvoorstellen ter consultatie voorgelegd.

Ook de nieuwe Corporate Governance Code (de Code Frijns) die in december 2008 werd gepubliceerd ademt een andere benadering. De daarin opgenomen regels beogen de hoogte van bestuurdersbeloningen te beperken en zelfs het achteraf corrigeren van bestuurdersbeloningen te stimuleren. Aandeelhouders zouden op grond van de redelijkheid en billijkheid ten aanzien van punten die de strategie van de vennootschap kunnen beïnvloeden maximaal 180 dagen in plaats van de wettelijke termijn van 60 dagen moeten wachten voordat zij een onderwerp op de agenda kunnen zetten. Tenslotte staken ook de banken de hand in eigen boezem. Dit heeft geleid tot de Code Banken waarin bijzondere aandacht wordt gegeven aan beheerst beloningsbeleid en risicobeheersing. Deze regelgeving wordt hieronder tegen het licht gehouden.

⁶³¹ Zie voor een beknopte en heldere beschrijving van dit wetsvoorstel Asser-Maeijer-Van Solinge & Nieuwe Weme, a.w. p. 45–46.

⁶³² Zie hiervoor het artikel «Investeerdere zijn net sprinkhanen» in de Volkskrant d.d. 21 augustus 2006.

6.5.2 Wetsvoorstel Corporate Governance

Naar aanleiding van het advies van de monitoring commissie corporate governance (Commissie Frijns) d.d. 30 mei 2007⁶³³ is het wetsvoorstel Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek⁶³⁴ (hierna: wetsvoorstel corporate governance) opgesteld.⁶³⁵

De belangrijkste voorgestelde wetswijzigingen zijn:

- (1) verlaging van de eerste drempel voor zeggenschapsmeldingen bij beursgenoteerde vennootschappen van 5% naar 3% van het geplaatste kapitaal;
- (2) (a) de uitgevende instelling vermeldt haar strategie op haar website; (b) een ieder die meldt dat hij een zeggenschapsdrempel passeert, moet tegelijkertijd melden of hij bezwaar heeft tegen de strategie van de vennootschap; (c) indien de meldingsplichtige zijn standpunt over de strategie wijzigt dan meldt hij dit onverwijld aan de Autoriteit Financiële Markten (AFM).
- (3) het wordt de uitgevende instelling mogelijk gemaakt om zijn investeerders te identificeren op naam, adres en e-mailadres alsmede met hen te communiceren. Indien de vennootschap zelf geen gebruik wil maken van de mogelijkheid tot identificatie, dan moet zij deze toch identificeren indien een investeerder op het moment van diens verzoek daartoe ten minste 10% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt. Indien de vennootschap haar investeerders identificeert dan moet zij op verzoek van een investeerder die alleen of gezamenlijk met andere investeerders 1% van het geplaatste kapitaal van de uitgevende instelling vertegenwoordigt hem de mogelijkheid geven informatie naar de andere investeerders te laten verzenden. De kosten van identificatie en verzending van gegevens zijn voor rekening van de vennootschap.
- (4) verhoging van de agenderingsdrempel van 1% naar 3% van het geplaatste kapitaal en afschaffing van de alternatieve agenderingsdrempel van € 50 miljoen beurswaarde.

De onder 1 tot en met 3 genoemde wijzigingen gelden alleen voor beurs-NV's terwijl de onder 4 genoemde wijziging voor alle NV's geldt. Een aantal aanbevelingen van de Commissie Frijns aan de wetgever is niet overgenomen in het wetsvoorstel. Dit betreft in de eerste plaats de aanbeveling om structuurvennootschappen de vrijheid te geven om in de statuten nadere eisen te stellen aan de besluitvorming bij het ontslag van commissarissen. Bestuurders en commissarissen van gewone vennootschappen kunnen – indien de statuten geen afwijkende regeling bevatten – met volstreekte meerderheid van stemmen worden ontslagen. Zoals hierboven reeds is opgemerkt kunnen bij de statuten kunnen echter hogere eisen worden gesteld zoals een versterkte meerderheid en een quorum. Ten aanzien van bestuurders begrenst de wet deze vrijheid met de bepaling dat deze versterkte meerderheid en quorum niet hoger mogen zijn dan twee derden van de uitgebrachte stemmen die meer dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen. Voor het ontslag van commissarissen bestaat een dergelijke beperking niet.⁶³⁶ Bij het ontslag van de voltallige RvC door de AvA van een vennootschap waarop het volledig structurregime van toepassing is, bestaat echter niet de vrijheid om aan het besluit daartoe hogere eisen te stellen dan in de wet zijn opgenomen.⁶³⁷

⁶³³ Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders over het toepassingsbereik van de Code, 30 mei 2007, te downloaden via

www.commissiecorporategovernance.nl.

⁶³⁴ *Kamerstukken II 2008–2009*, 32 014, nrs. 1–6.

⁶³⁵ Zie over dit wetsvoorstel R.G.J. Nowak, «Het wetsvoorstel corporate governance (wetsvoorstel Cie-Frijns)», *Aktualiteiten, Ondernemingsrecht 2009–13*, p. 546–548.

⁶³⁶ Wel wordt in de literatuur voor zowel het ontslag van bestuurders als commissarissen aangenomen dat een statutaire bepaling waarin voor een dergelijk besluit de goedkeuring of het voorstel wordt geëist van een ander vennootschapsorgaan of een derde niet geldig geacht. Zie Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 433 en 510.

⁶³⁷ Art. 2:161a BW bepaalt dat de AvA bij volstreekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen vertegenwoordigend ten minste een derde van het geplaatste kapitaal, het vertrouwen in de RvC kan opzeggen.

Indien de statuten van Stork een geldige bepaling zouden hebben gehad waardoor voor een dergelijk ontslagbesluit een tweederde meerderheid vertegenwoordigende ten minste de helft van het geplaatste kapitaal vereist was geweest, dan was de uitgifte van preferente aandelen niet nodig geweest.⁶³⁸ Dan was de kans zeer groot geweest dat de Ondernemingskamer niet had ingegrepen en Stork haar winstgevende divisie Food Systems niet had hoeven te verkopen. Het niet opnemen van een wijzigingsvoorstel tot verhoging van de vereiste meerderheid om de (voltallige) RvC te ontslaan is een gemiste kans.

Voorts heeft de Commissie Frijns in een bijlage bij haar Code⁶³⁹ de aanbeveling gedaan om een responstijd voor het bestuur van maximaal 180 dagen wettelijk vast te leggen wanneer het wordt geconfronteerd met wensen van een of meer aandeelhouders die de strategie van de vennootschap kunnen wijzigen. De Minister⁶⁴⁰ wijst opname van een termijn van maximaal 180 dagen naast de reguliere termijn van 60 dagen af omdat de Richtlijn Aandeelhoudersrechten voorschrijft dat er één termijn moet gelden die bepaalt tot wanneer aandeelhouders het agenderingsrecht kunnen uitoefenen. «*De richtlijn laat geen ruimte voor een onderscheid tussen onderwerpen met een al dan niet strategisch karakter.*» De richtlijn is inderdaad op dit punt – anders dan ten aanzien van de vraag of agendering geweigerd kan worden op grond van een zwaarwichtig belang van de vennootschap – bijzonder stellig. Dit neemt echter niet wet dat aan de totstandkoming van het besluit wel nadere wettelijke eisen zouden kunnen worden gesteld. Men denke hier bijvoorbeeld aan toetsing van besluiten van de AvA met een strategisch karakter door de RvC aan het vennootschappelijk belang door middel van een wettelijk goedkeuringsrecht.

Ad 1). Anders dan de Commissie Frijns wil de Minister de eerste meldingsdrempel niet verlagen naar 1% maar naar 3% van het geplaatste kapitaal. Daarnaast blijft de meldingsdrempel van 5% in stand. Nader onderzoek zou hebben uitgewezen dat een meldingsplicht bij 1% een aanzienlijke verzwaaring van administratieve lasten oplevert die niet opweegt tegen het transparantievoordeel. Dit neemt niet weg dat hierdoor – zoals in de Tweede Kamer ook is opgemerkt – de kans reëel is dat bepaalde activistische aandeelhouders zoals hedgefondsen hier niet onder vallen.⁶⁴¹

Ad 2). Het kabinet gaat met een meldingsplicht bij verkrijging van 3% verder dan de Commissie Frijns die een meldingsplicht bij 5% bepleitte. De betrokken aandeelhouder hoeft alleen te melden of hij wel of geen bezwaar heeft tegen de (op de website van de vennootschap) gepubliceerde strategie. Indien de aandeelhouder van mening verandert moet hij dit onverwijld melden aan de AFM. Als hij zich niet houdt aan zijn meldingsverplichtingen dan kan de AFM hem een boete opleggen. Volgens de Memorie van Toelichting kan op deze wijze (meer) duidelijkheid ontstaan of een aandeelhouder de aandelen slechts voor beleggingsdoeleinden houdt of dat hij invloed wenst uit te oefenen in de vennootschap waarin hij aandeelhouder is. Het kabinet meent dat het bestuur van de vennootschap door deze regeling bekend wordt met de zienswijze van haar aandeelhouders, en het – indien gewenst – in contact kan treden met deze aandeelhouders.

De melding is zo vaag dat het de vraag is of de vennootschap iets met de weinig zeggende ja/nee meldingen opschiet. Ook kan deze meldingsplicht strategisch gedrag uitlokken. Bij een melding dat hij tegen de strategie is, houdt de betrokken aandeelhouder zijn handen vrij. Overigens mogen de

⁶³⁸ Uit OK 17 januari 2007, *JOR* 2007, 42, p. 359 kan worden afgeleid dat de belagers van de RvC niet over de helft van het geplaatste kapitaal beschikten.

⁶³⁹ Code Frijns 2008, p. 51 te downloaden via www.commissiecorporategovernance.nl.

⁶⁴⁰ Brief van de Minister van Financiën, Kamerstukken II 2008–2009, 31 083, nr. 29, p. 12.

⁶⁴¹ Verslag d.d. 19 oktober 2009, Kamerstukken II 2008–2009, 32 014, nr. 6.

aandeelhouders volgens de voorgestelde regeling straffeloos op elk moment van mening veranderen, zolang zij dit maar onverwijld aan de AFM melden. Zo kan het gebeuren dat het bestuur op basis van de meldingen er van overtuigd is dat een hedgefonds nauwelijks steun heeft voor de op verzoek van hem geagendeerde strategiewijziging en ontslag van het bestuur. Als het bestuur vlak voor de AvA ontdekt dat zijn vermeende medestanders van mening zijn veranderd zal er geen tijd meer over zijn voor een gang naar de Ondernemingskamer. Wil deze regeling werken dan zal verandering van standpunt gedurende een bepaalde termijn voor de AvA niet meer mogelijk moeten zijn en zal het niet conform de melding stemmen of het zich onthouden van stemming van zware sancties moeten worden voorzien. Het is de vraag of dit reëel is.

Ad 3). Volgens de voorgestelde regeling kan een uitgevende instelling in een periode van 60 dagen voorafgaande aan de AvA een verzoek doen aan Euroclear, aangesloten instellingen, instellingen in het buitenland en bewaarders van beleggingsinstellingen tot identificatie van haar investeerders op een door haar aangegeven peildatum. Onder het begrip «investeerder» valt degene die voor eigen rekening een tegoed, luidend in effecten met een aandelenkarakter aanhoudt bij een aangesloten instelling, intermediair of instelling in het buitenland of een beheerder van een beleggingsinstelling. Het is de bedoeling van deze regeling om degene die de laatste schakel van de bewaarketen is als investeerder te identificeren. Volgens de Memorie van Toelichting zal de investeerder degene zijn die kan bepalen hoe de aan de aandelen of certificaten van aandelen verbonden stemrechten worden uitgeoefend. Volgens de Minister is dat veelal de economisch gerechtigde. Deze kan tevens de juridisch rechthebbende van de aandelen zijn, maar dat hoeft niet. Daarom is het afschaffen van aandelen aan toonder – zoals in de Tweede Kamer is gesuggereerd⁶⁴² – geen sluitend alternatief voor deze regeling. Opgemerkt kan worden dat als een tussenliggende schakel zich in het buitenland bevindt de economisch gerechtigde vaak niet de stemgerechtigde is.⁶⁴³ Overigens is de voorgestelde regeling ook niet sluitend omdat de vennootschap afhankelijk is van de medewerking van alle tussenliggende schakels in de keten. Het kabinet acht het voor het creëren van goede onderlinge verhoudingen waardevol als het bestuur de mogelijkheid heeft om kennis te nemen van de identiteit van haar aandeelhouders, ongeacht of deze een belang van onder of boven de drie procent houden. Dit stelt de vennootschap ook in staat met de gehele geïdentificeerde groep van aandeelhouders te communiceren. Dit kan bijzonder nuttig zijn. De keerzijde van de medaille is dat, indien de investeerders geïdentificeerd zijn, een andere investeerder die 1% van het geplaatste kapitaal houdt ook – en wel op kosten van de vennootschap – met de andere investeerders kan communiceren. Dit kan zelfs indien hij zich keert tegen de strategie van de vennootschap met het doel om op korte termijn voordeel te behalen. De vennootschap kan dit alleen weigeren indien de te verzenden informatie (a) kennelijk onjuist, onduidelijk of misleidend is; (b) gericht is op het verspreiden van reclame-uitingen; (c) geen verband houdt met het beleid of de bedrijfsvoering van de uitgevende instelling; of (d) van zodanige aard is dat verzending in redelijkheid niet van de uitgevende instelling kan worden verlangd.

Ad 4). Verhoging van de agenderingsdrempel van 1% tot 3% en afschaffing van de alternatieve agenderingsdrempel van € 50 miljoen beurswaarde creëert een extra hindernis voor kleine activistische aandeelhouders die met het oog op korte termijn winst een strategiewijziging op

⁶⁴² Verslag d.d. 19 oktober 2009, Kamerstukken II 2008–2009, 32 014, nr. 6.

⁶⁴³ Zie hiervoor A. van der Krans, *De virtuele aandeelhoudersvergadering* diss. 2009, IVO nr. 64 p. 84–88.

de agenda willen zetten. Voor grotere hedgefondsen zal deze drempel – zeker als zij samenwerken – echter niet onoverkomelijk zijn.

6.5.3 *Lacunae*

Een verlaging van de meldingsplicht van 5% naar 3% is niet voldoende om zicht te krijgen op alle aandeelhouders die willen aandringen op een strategiewijziging die gericht is op het korte termijn aandeelhoudersbelang. Bij het ontslag van de voltallige RvC door de AvA van een vennootschap waarop het volledig structuurregime van toepassing is, bestaat niet de vrijheid om aan het besluit daartoe hogere eisen te stellen dan thans in de wet zijn opgenomen. In het wetsvoorstel Corporate Governance is hier ook niet in voorzien. Voorts ontbreekt hier de mogelijkheid om dit besluit volledig (en niet «uiterst terughoudend») te laten toetsen aan het vennootschappelijk belang. De verplichte melding van het standpunt van een aandeelhouder die minimaal 3% van het geplaatste kapitaal houdt is te vaag. Het standpunt kan zonder sanctie vlak voor de AvA worden gewijzigd. Identificatie van aandeelhouders kan door een kleine activistische aandeelhouder (1%) gebruikt worden om op kosten van de vennootschap met de overige aandeelhouders te communiceren. Verhoging van de 1% grens voor het agenderingsrecht naar 3% is in lijn met de verlaagde grens voor de meldingsplicht. Het is de vraag of verhoging van de drempel voor het agenderingsrecht naar 3% van het geplaatste kapitaal voldoende is. Op grond van de richtlijn aandeelhoudersrechten is een verhoging naar 5% mogelijk.

6.5.4 *Wetsvoorstel betreffende het spreekrecht voor de ondernemingsraad in de AvA*

Bij een onderneming waar tenminste 50 werknemers werkzaam zijn is de instelling van een OR verplicht.⁶⁴⁴ De wetgever acht de instelling van een OR belangrijk voor het goed functioneren van een onderneming in al haar doelstellingen. De OR speelt namelijk een belangrijke rol in het overleg tussen ondernemer en werknemers en in de vertegenwoordiging van de werknemers. De OR heeft al diverse rechten op grond van de Wet op de ondernemingsraden (hierna: WOR) waarmee hij in bepaalde mate invloed kan uitoefenen op het door de ondernemer gevoerde beleid.⁶⁴⁵

Op 27 februari 2009 werd bij de Tweede Kamer een wetsvoorstel tot wijziging van boek 2 BW ingediend. Het betreft de invoering van een spreekrecht voor de OR van naamloze vennootschappen – al dan niet beursgenoteerd – ten aanzien van belangrijke bestuursbesluiten en besluiten tot benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen, alsmede ten aanzien van het bezoldigingsbeleid.⁶⁴⁶ Dit spreekrecht houdt in dat de OR zijn standpunt, wat betreft de onderwerpen waar dit wetsvoorstel betrekking op heeft, aan de AvA kenbaar kan maken op een zodanig tijdstip dat de aandeelhouders dit kunnen meewegen bij hun definitieve besluitvorming.⁶⁴⁷ Het wetsvoorstel is een uitwerking van hetgeen eerder bij coalitieakkoord is overeengekomen omtrent een adviesrecht voor de OR met betrekking tot het bezoldigingsbeleid van topbestuurders. Ook is het een uitvloeisel van het SER-advies «Evenwichtig Ondernemingsbestuur».⁶⁴⁸ Het kabinet deelt het standpunt van de SER «dat een spreekrecht van de ondernemingsraad in de AvA ertoe kan bijdragen dat de belangen van werknemers door de AvA voldoende worden meegenomen in haar besluitvorming en daarmee kan bijdragen aan een versterking van de positie van werknemers.»⁶⁴⁹ Bovendien meent het kabinet dat een spreekrecht ten aanzien van het

⁶⁴⁴ Art. 2 WOR.

⁶⁴⁵ Respectievelijk art. 23, 25 en 27 WOR.

⁶⁴⁶ Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de invoering van een recht voor de ondernemingsraad van naamloze vennootschappen om een standpunt kenbaar te maken ten aanzien van belangrijke bestuursbesluiten en besluiten tot benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen alsmede ten aanzien van het bezoldigingsbeleid, Kamerstukken II 2008–09, 31 877, nr. 2.

⁶⁴⁷ Kamerstukken II 2008–09, 31 877, nr. 3, p. 3.

⁶⁴⁸ Kamerstukken II 2008–09, 31 877, nr. 3, p. 1. Zie voor het SER-advies «Evenwichtig Ondernemingsbestuur», advies nr. 2008/01, 15 februari 2008: www.ser.nl.

⁶⁴⁹ Kamerstukken II 2008–09, 31 877, nr. 3, p. 6.

bezoldigingsbeleid zal zorgen voor een groter draagvlak voor het te voeren beleid bij de werknemers en de «opiniërende rol» van de OR de kwaliteit van belangrijke bestuursbesluiten en besluiten ten aanzien van de benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen ten goede zal komen.⁶⁵⁰

Spreekrecht OR ten aanzien van belangrijke bestuursbesluiten

In het wetsvoorstel is er voor gekozen de bepaling over het goedkeuringsrecht van de AvA ten aanzien van bepaalde belangrijke bestuursbesluiten aan te vullen met een spreekrecht voor de OR.⁶⁵¹ In de huidige regeling heeft de AvA een goedkeuringsrecht ten aanzien van bestuursbesluiten die betrekking hebben op een belangrijke verandering van het karakter of de identiteit van de vennootschap. In het wetsvoorstel is bepaald dat het verzoek om goedkeuring niet eerder aan de AvA mag worden aangeboden, dan nadat de OR tijdig voor de oproeping van de AvA de gelegenheid heeft gehad om een standpunt te bepalen over het besluit. Dit standpunt wordt vervolgens, gelijktijdig met het verzoek om goedkeuring, aangeboden aan de AvA. De voorzitter van de OR (of een door hem aangewezen OR-lid) mag het standpunt in de AvA toelichten.

In het wetsvoorstel wordt uitdrukkelijk gesteld dat het ontbreken van het standpunt van de OR de besluitvorming van de AvA over het verzoek om goedkeuring niet aantast.⁶⁵² De OR heeft reeds een adviesrecht ten aanzien van bepaalde belangrijke besluiten van de vennootschap.⁶⁵³ De ondernemer is dan verplicht het te nemen besluit schriftelijk aan de OR voor te leggen, opdat die er zijn advies over kan uitbrengen. De ondernemer moet dit wel tijdig doen, zodat het advies nog van wezenlijke invloed kan zijn op het te nemen besluit.⁶⁵⁴ Indien de ondernemer het advies van de OR (deels) niet opvolgt, moet hij dit aan de OR met redenen omkleed meedelen. Vervolgens is hij verplicht 30 dagen te wachten, alvorens hij het besluit ten uitvoer brengt.⁶⁵⁵ In deze periode heeft de OR de gelegenheid om tegen het genomen besluit beroep in te stellen bij de Ondernemingskamer.⁶⁵⁶ De OR kan ook beroep instellen wanneer er naderhand feiten of omstandigheden bekend worden, waardoor het advies – indien deze feiten en omstandigheden eerder bekend waren geweest – mogelijk anders had kunnen luiden. Bovendien is de OR ontvankelijk in zijn beroep, wanneer de ondernemer geheel verzuimd heeft advies te vragen bij een «adviesplichtig» besluit.⁶⁵⁷

Het bovenstaande doet wellicht het beeld ontstaan dat de OR een krachtig middel in handen heeft om de ondernemer ertoe te bewegen zijn advies op te volgen. De wetgever laat echter veel ruimte over aan de beleidsvrijheid van de ondernemer, door deze slechts aan een marginale toetsing door de Ondernemingskamer te onderwerpen. De Ondernemingskamer acht het beroep namelijk pas gegrond, indien de ondernemer bij afweging van de betrokken belangen niet in redelijkheid tot zijn besluit had kunnen komen. Bij de toetsing kijkt de Ondernemingskamer vooral of de ondernemer zich aan de procedurele voorschriften heeft gehouden.⁶⁵⁸ Indien de Ondernemingskamer op basis hiervan tot het oordeel komt dat het besluit kennelijk onredelijk is, kan de ondernemer dit «probleem» vervolgens oplossen door (opnieuw) advies te vragen aan de OR – maar nu met inachtneming van alle procedurele voorschriften.

Het kabinet benadrukt – overeenkomstig het SER-advies – in de memorie van toelichting bij het wetsvoorstel, dat onder het voorgestelde spreekrecht van de OR niet een adviesrecht in de zin van de WOR, zoals hierboven beschreven, moet worden begrepen. Het is louter een recht

⁶⁵⁰ Kamerstukken II 2008–09, 31 877, nr. 3, p. 4.

⁶⁵¹ Art. 2:107a lid 1 en 2 BW (huidig) en art. I, onderdeel A, art. 2:107a lid 3 en 4 BW (wetsvoorstel).

⁶⁵² Art. I, onderdeel A, art. 2:107a lid 3 en 4 BW (wetsvoorstel).

⁶⁵³ Zie art. 25 WOR.

⁶⁵⁴ Art. 25 lid 1 en 2 WOR.

⁶⁵⁵ Art. 25 lid 5 en 6 WOR.

⁶⁵⁶ Art. 26 WOR.

⁶⁵⁷ Hof Amsterdam (OK) 1 mei 1980, NJ 1981, 271 (*Lingeziekenhuis*).

⁶⁵⁸ Zie Van Schilfaarde/Winter 2009, p. 268–269.

voor de OR om zijn zienswijze kenbaar te maken op een dusdanig tijdstip dat het meegewogen kan worden bij de besluitvorming in de AvA.⁶⁵⁹ Er bestaan derhalve geen beroepsmogelijkheden voor de OR indien zijn spreekrecht niet is gerespecteerd. Bovendien tast het de besluitvorming van de AvA over het verzoek om goedkeuring niet aan.

Spreekrecht OR ten aanzien van benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen

Na de oprichting van een niet-structuurvennootschap is de AvA bevoegd tot het benoemen, schorsen en ontslaan van bestuurders⁶⁶⁰ en commissarissen.⁶⁶¹ Het wetsvoorstel voegt hieraan toe dat een dergelijk voorstel tot benoeming, schorsing of ontslag pas aan de AvA wordt aangeboden, nadat de OR tijdig voor de datum van oproeping gelegenheid heeft gehad om hierover zijn standpunt te bepalen. Wederom is in het wetsvoorstel bepaald dat dit standpunt gelijktijdig met het voorstel tot benoeming, schorsing of ontslag aan de AvA wordt aangeboden en de voorzitter van de OR de mogelijkheid heeft om het standpunt in de AvA toe te lichten. Ook nu tast het ontbreken van het standpunt de besluitvorming van de AvA over het voorstel niet aan.⁶⁶²

De OR heeft reeds op grond van de WOR een adviesrecht ten aanzien van een voorgenomen besluit tot benoeming of ontslag van een bestuurder.⁶⁶³ Het advies moet tijdig worden gevraagd, opdat het nog van wezenlijke invloed kan zijn op het te nemen besluit.⁶⁶⁴ Bovendien moeten de ondernemer en de OR ten minste eenmaal overleg plegen in een overlegvergadering. Indien de ondernemer vervolgens voorbij gaat aan het advies van de OR, kan de OR niet hiertegen beroep instellen bij de Ondernemingskamer, zoals onder voorwaarden wel mogelijk is bij belangrijke bestuursbesluiten. De enige mogelijkheid die de OR heeft wanneer hem helemaal niet om advies is gevraagd, is om het besluit aanhangig te maken bij de kantonrechter. Hij kan de kantonrechter verzoeken te bepalen dat de ondernemer gevolg dient te geven aan hetgeen bij wet is bepaald. Dit verzoek is echter niet ontvankelijk als de OR niet vooraf schriftelijk om de bemiddeling van de bedrijfscommissie heeft gevraagd.⁶⁶⁵

Het begrip «bestuurder» in de zin van de WOR kan overigens afwijken van «bestuurder» in de zin van het Burgerlijk Wetboek. In de WOR is een bestuurder de persoon die «in een onderneming rechtstreeks de hoogste zeggenschap uitoefent bij de leiding van de arbeid».⁶⁶⁶ Als de bestuurder van de vennootschap voldoet aan de definitie van de WOR, dan heeft de OR een adviesrecht bij benoeming en ontslag.

In de memorie van toelichting wijst het kabinet er op dat het voorgestelde artikel in het bovengenoemde wetsvoorstel dan ook met zich brengt «dat de ondernemingsraad inspraak krijgt op een zo hoog mogelijk niveau binnen de organisatie van de onderneming.»⁶⁶⁷ Het adviesrecht dat de OR heeft op grond van de WOR heeft volgens het kabinet in de regel geen betrekking op de vennootschapsrechtelijke bestuurder waar het Burgerlijk Wetboek over spreekt. De vennootschapsrechtelijke bestuurder bevindt zich namelijk op het hoogste niveau van de onderneming. Voor een bestuurder in de zin van de WOR hoeft dit bepaald niet het geval te zijn.

Het voorgestelde spreekrecht van de OR in een structuurvennootschap beperkt zich tot de benoeming van commissarissen. In de huidige regeling is bepaald dat de RvC commissarissen ter benoeming aan de AvA voordraagt. Tegelijkertijd maakt de RvC de voordracht aan de OR bekend.⁶⁶⁸ In het wetsvoorstel wordt de voordracht pas aan de AvA

⁶⁵⁹ Kamerstukken II 2008–09, 31 877, nr. 3, p. 3.

⁶⁶⁰ Art. 2:132 lid 1 en 134 lid 1 BW.

⁶⁶¹ Art. 2:142 lid 1 en 144 lid 1 BW.

⁶⁶² Art. I, onderdeel B, art. 2:134a lid 1 BW en onderdeel D, art. 2:144a lid 1 BW (wetsvoorstel).

⁶⁶³ Art. 30 WOR.

⁶⁶⁴ Art. 30 lid 3 jo. art. 25 lid 4 WOR.

⁶⁶⁵ Art. 36 lid 2 en 3 WOR. Niet alleen de OR, maar ook de ondernemer zelf en iedere belanghebbende kunnen een beroep doen op deze algemene geschillenregeling.

⁶⁶⁶ Art. 1 lid 1 sub e WOR.

⁶⁶⁷ Kamerstukken II 2008–09, 31 877, nr. 3, p. 8.

⁶⁶⁸ Art. 2:158 lid 4 BW.

aangeboden, nadat de OR tijdig voor de datum van oproeping in de gelegenheid is geweest om een standpunt hieromtrent te bepalen.⁶⁶⁹ Verder kan de voorzitter van de OR het standpunt mondeling toelichten in de AvA. Het ontbreken van een standpunt tast de besluitvorming van de AvA omtrent de benoeming van de commissarissen niet aan.

Spreekrecht OR ten aanzien van het bezoldigingsbeleid

De AvA stelt het beleid vast op het terrein van bezoldiging van het bestuur.⁶⁷⁰ In de huidige wetsbepaling is geregeld dat het beloningsbeleid gelijktijdig met de aanbieding aan de AvA aan de OR ter kennisneming wordt aangeboden.⁶⁷¹ In het wetsvoorstel wordt hierin een wijziging voorgesteld.⁶⁷² Het voorstel tot vaststelling van het bezoldigingsbeleid wordt pas aan de AvA aangeboden, nadat de OR tijdig voor de datum van oproeping hierover zijn standpunt heeft kunnen bepalen. Dit standpunt wordt tegelijkertijd met het voorstel tot vaststelling aan de AvA aangeboden. Ook hier wordt bepaald dat het ontbreken van een standpunt de besluitvorming van de AvA niet aantast.

6.5.5 Conclusies

In het voorgaande zijn bepaalde elementen herhaaldelijk de revue gepasseerd. Zo moet de OR tijdig voor de datum van oproeping van de AvA in de gelegenheid worden gesteld zijn standpunt te bepalen. Het kabinet vond het onnodig formalistisch een vaste termijn hiervoor in het wetsvoorstel op te nemen. Het gaat ervan uit dat de vennootschap deze termijn zelf het beste kan bepalen. Een termijn van een maand voorafgaande aan de oproeping zal in het algemeen tijdig zijn.⁶⁷³ Dit standpunt wordt vervolgens gelijktijdig met het verzoek of voorstel waar het betrekking op heeft aan de AvA aangeboden. In de AvA kan de voorzitter van de OR zijn standpunt mondeling toelichten. De AvA hoeft zich echter weinig van het standpunt aan te trekken: «De met het wetsvoorstel voorgestelde bepalingen bevatten geen verplichting voor de vennootschap of de aandeelhouder om het standpunt van de ondernemingsraad over te nemen.»⁶⁷⁴

Het kabinet heeft er bewust voor gekozen een dergelijke verplichting achterwege te laten, evenals zij er bewust voor heeft gekozen geen motiveringsplicht aan de aandeelhouders op te leggen. Een aantal redenen ligt aan deze keuzes ten grondslag. Zo kunnen aandeelhouders voorafgaand aan de AvA hun stemrecht uit handen geven aan een gevolmachtigde. In die volmacht kunnen zij slechts aangeven hoe door de volmachtouder gestemd moet worden. Hun motieven blijven echter onbekend en kunnen dus ook sterk verschillen. Het zou derhalve onhaalbaar zijn om de aandeelhouder een motiveringsplicht op te leggen. Bovendien zijn aandeelhouders niet verplicht om zich bij het stemmen te richten naar het vennootschappelijk belang en de daaraan verbonden onderneming.⁶⁷⁵ Zij hoeven zich dus niet aangesproken te voelen door het standpunt van de OR en kunnen hier ongestoord aan voorbij gaan. Ook tast het geheel ontbreken van een standpunt over een verzoek of voorstel de besluitvorming van de AvA daaromtrent niet aan. De OR kan, in het geval hij niet voorafgaand aan de AvA zijn standpunt heeft doen toekomen aan de aandeelhouders, nog wel tijdens de AvA zijn standpunt toelichten. De vraag is echter of dit nog van invloed kan zijn op de besluitvorming. Veel aandeelhouders bepalen hun stem immers voorafgaand aan de AvA en brengen hun stem vervolgens via volmacht uit.⁶⁷⁶

⁶⁶⁹ Art. I, onderdeel E, art. 2:158 lid 4 BW (wetsvoorstel).

⁶⁷⁰ Art. 2:135 lid 1 BW.

⁶⁷¹ Art. 2:135 lid 2 BW. De tekst van het bezoldigingsbeleid wordt normaliter opgesteld door de RvC of een grootaandeelhouder.

⁶⁷² Art. I, onderdeel C, art. 2:135 lid 2 BW (wetsvoorstel).

⁶⁷³ *Kamerstukken II 2008–09*, 31 877, nr. 3, p. 10.

⁶⁷⁴ *Kamerstukken II 2008–09*, 31 877, nr. 3, p. 4.

⁶⁷⁵ *Kamerstukken II 2008–09*, 31 877, nr. 3, p. 4.

⁶⁷⁶ *Kamerstukken II 2008–09*, 31 877, nr. 3, p. 3 en 11.

Gelet op het gegeven dat de AvA eenvoudig aan het standpunt van de OR voorbij kan gaan (zonder dit te hoeven motiveren) en het eventueel ontbreken van een standpunt van de OR geen verschil maakt, kan men zich afvragen of de bepalingen van het wetsvoorstel wel toereikend zijn om het doel ervan – namelijk een versterking van de positie van de werknemers in de besluitvorming – te bereiken.

6.6 Het enquêterecht

6.6.1 Noodzaak wijziging enquêterecht

Het enquêterecht vervult een belangrijke rol bij het oplossen van geschillen binnen ondernemingen.⁶⁷⁷ Het recht van enquête biedt aan bepaalde personen de mogelijkheid om aan de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam (hierna: Ondernemingskamer») het verzoek te doen «tot het instellen van een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van een rechtspersoon».⁶⁷⁸ De volgende personen hebben het recht om een dergelijk verzoek te doen:⁶⁷⁹

- a. een of meer houders van aandelen of certificaten van aandelen, die alleen of gezamenlijk tenminste een tiende gedeelte van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of rechthebbenden zijn voor een nominaal bedrag van € 225 000 of zoveel minder als de statuten bepalen;
- b. degenen aan wie bij de statuten of bij overeenkomst met de rechtspersoon deze bevoegdheid is toegekend;
- c. een vakbond die in de onderneming van de NV of BV leden heeft en ten minste twee jaar volledige rechtsbevoegdheid heeft alsmede krachtens haar statuten ten doel heeft de belangen van haar werknemers te behartigen en als zodanig in de bedrijfstak werkzaam is;
- d. de advocaat-generaal bij het gerechtshof te Amsterdam om redenen van openbaar belang.

De ondernemingsraad (als haar dit recht niet bij de statuten of bij overeenkomst is toegekend⁶⁸⁰) en de NV of BV⁶⁸¹ kunnen niet een verzoek tot enquête indienen. De Ondernemingskamer wijst het verzoek toe als er gesproken kan worden van «gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen.»⁶⁸² Vervolgens worden de onderzoekers benoemd. Deze deponeren na hun onderzoek het verslag met de uitkomst bij de griffie van de Ondernemingskamer. Indien uit het rapport van wanbeleid blijkt (dit beoordeelt de Ondernemingskamer!) dan kan de Ondernemingskamer onder andere op verzoek van de oorspronkelijke verzoekers één of meer «definitieve» voorzieningen treffen. Deze voorzieningen zijn limitatief opgesomd in art. 2:356 BW. Dit artikel behelst onder meer de schorsing of vernietiging van besluiten van bestuurders, commissarissen, de Algemene Vergadering van Aandeelhouders of een ander orgaan van de rechtspersoon, schorsing of ontslag van bestuurders en commissarissen, tijdelijke aanstelling van bestuurders en commissarissen en tijdelijke afwijking van de statuten.

Veel belangrijker dan de «definitieve» voorzieningen zijn de zogenoemde «onmiddellijke»⁶⁸³ voorzieningen die de Ondernemingskamer in elke stand van het geding kan treffen indien dit in verband met de toestand van de rechtspersoon of het belang van het onderzoek is vereist. De Ondernemingskamer heeft een grote vrijheid bij het bepalen van de aard van deze voorzieningen. Anders dan bij de definitieve voorzieningen worden de onmiddellijke voorzieningen niet limitatief in de wet opgesomd. Onmiddellijke voorzieningen kunnen in iedere stand van het

⁶⁷⁷ Zie hiervoor de toelichting bij de consultatieversie van het wetsontwerp, www.justitie.nl.

⁶⁷⁸ Zie art. 2:345 BW.

⁶⁷⁹ Zie art. 2:345, 346 en 347 BW.

⁶⁸⁰ Zie voor een geval waarbij dit wel was gebeurd en de OR enquêtegerechtigd was: OK 1 maart 2005, *JOR* 2005, 87 (Stichting Kinderopvang Nederland).

⁶⁸¹ Zie HR 1 februari 2002, *NJ* 2002, 225 (De Vries-Robbé).

⁶⁸² Zie art. 2:350 lid 1 BW.

⁶⁸³ Zie art. 2:349a BW.

geding worden getroffen en dus zelfs voordat de Ondernemingskamer beslist heeft op het verzoek om een onderzoek in te stellen.

In de praktijk wordt in ongeveer 23% (bij niet-beursvennootschappen) en 42% (bij beursvennootschappen) van de gevallen na het treffen van een of meer onmiddellijke voorzieningen door de Ondernemingskamer geen beslissing meer genomen over het verzoek om een onderzoek in te stellen.⁶⁸⁴ In de DSM-zaak⁶⁸⁵ overwoog de Hoge Raad dat in een enquêteprocedure in beginsel eerst moet worden beoordeeld of er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen. *«De wetgever heeft echter niet uitgesloten dat de ondernemingskamer van deze bevoegdheid gebruik maakt voordat zij op het verzoek tot het instellen van een onderzoek heeft beslist, en dus vooruitlopend op een definitief oordeel daarover.»* Vervolgens besliste de Hoge Raad dat de Ondernemingskamer bij het treffen van onmiddellijke voorzieningen een billijke afweging moet maken van de belangen van de betrokken partijen en hiervan voordat een onderzoek is gelast slechts gebruik kan maken indien daartoe in verband met de rechtspersoon of in het belang van het onderzoek voldoende zwaarwegende redenen bestaan.

Beursvennootschappen die belaagd werden door hedgefondsen zoals Stork en ABN AMRO zijn getroffen door voorlopige voorzieningen. Bij ABN AMRO geschiedde dat voordat een onderzoek was gelast. Als we nu achteraf bekijken hoe het met Stork en ABN AMRO is afgelopen dan levert dat een voor deze bedrijven negatief beeld op. Stork heeft onder druk haar Food processing divisie moeten verkopen en ABN AMRO is overgenomen door het consortium RBS-Santander-Fortis en vervolgens opgesplitst. Het overblijvende gedeelte wordt nu met veel overheidssteun overeind gehouden. Houdt dit verband met de getroffen voorzieningen? De benoeming door de Ondernemingskamer van drie supercommissarissen bij Stork met een doorslaggevende stem ten aanzien van de strategie, heeft de slagkracht van het bestuur van Stork aanzienlijk verkleind. Bij ABN AMRO is de beschikking van de OK waarbij de onmiddellijke voorziening om de uitvoering van de verkoop van LaSalle op te schorten werd opgelegd weliswaar gecasseerd, maar intussen waren er vier maanden verstreken. Deze periode was genoeg voor het bankenconsortium om de overnamefinanciering op te tuigen waar Fortis later aan is bezweken.

De uitspraken waarbij de Ondernemingskamer deze voorzieningen heeft gelast zijn uiterst kritisch besproken in het als Bijlage 8.d bij het SER-advies Evenwichtig Ondernemingsbestuur gevoegde onderzoeksrapport. Assink⁶⁸⁶ geeft aan dat de SER de bevindingen van dat onderzoeksrapport als volgt heeft samengevat: *«(i) dat Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen – na de sterke vermindering van juridische vormen van bescherming – kwetsbaarder zijn te achten dan vennootschappen in andere landen, zoals het VK en de VS, (ii) dat daarbij uiteenlopende factoren een rol spelen (zoals het sterk gespreide en geïnternationaliseerde aandelenbezit en de geringe betekenis van structurele economische beschermingsconstructies) en (iii) dat het enquêterecht aan aandeelhouders een zeer laagdrempelig instrument biedt om ingrepen in de strategie, het beleid en de organisatie van beursvennootschappen te bewerkstelligen ook zonder dat vast is komen te staan dat sprake is van onrechtmatig handelen van bestuur of commissarissen.»*

⁶⁸⁴ Kamerstukken II 2008–09, 29 752, nr. 8, p. 5.

⁶⁸⁵ HR 14 december 2007 (DSM), JOR 2008, 11, m.nt. A. Doorman.

⁶⁸⁶ Assink a.w. p. 38–39.

6.6.2 Het consultatievoorstel en de effecten van de daarin opgenomen wijzigingen

Op 9 oktober 2009 is een wetsvoorstel tot wijziging van het enquêterecht ter consultatie voorgelegd.⁶⁸⁷ De belangrijkste elementen van het wetsvoorstel tot wijziging van het enquêterecht in het kader van dit onderzoek zijn:

1. wijziging van de criteria voor aandeelhouders en certificaathouder ten aanzien van het recht tot het indienen van een enquêteverzoek. Bij vennootschappen met een geplaatst kapitaal van maximaal € 22,5 miljoen wordt de bestaande regeling gehandhaafd. De drempel om een enquêteverzoek te mogen indienen blijft 10% van het geplaatste kapitaal of nominaal € 225 000. Bij vennootschappen met groter geplaatst kapitaal wordt het percentage van 10% verlaagd naar 1%. In plaats van het nominale bedrag van € 225 000 komt er bij beursgenoteerde aandelen of certificaten een alternatieve drempel van € 20 miljoen, bij niet-beursgenoteerde aandelen of certificaten geldt er geen alternatief voor de genoemde 1%. Voorts krijgen in tegenstelling tot de huidige regeling alleen houders van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten het enquêterecht;
2. toekenning van het recht om een enquêteverzoek in te dienen aan de rechtspersoon zelf;
3. codificatie van het vereiste dat voor de toekenning van een onmiddellijke voorziening een afweging van de belangen van de rechtspersoon en zijn stakeholders moet plaatsvinden;
4. de bepaling dat indien een onmiddellijke voorziening wordt toegekend terwijl er nog geen onderzoek is gelast, de Ondernemingskamer binnen een redelijke termijn op het enquêteverzoek beslist.

In het kader van het onderzoek naar het financieel stelsel is met name het antwoord op de volgende – niet in de Toelichting expliciet gestelde – vraag van belang: geven het wetsvoorstel en de Toelichting daarop beursvennootschappen additionele middelen om zich te wapenen tegen activistische aandeelhouders die zich richten op het korte termijn aandeelhoudersbelang? Vanuit deze vraagstelling zullen het wetsvoorstel en de Toelichting daarop in het hiernavolgende tegen het licht worden gehouden.

Ad 1.

De verhoging van de alternatieve drempel van € 225 000 bij vennootschappen met een geplaatst kapitaal van meer dan € 22,5 miljoen zal naar verwachting een positief effect hebben op de mogelijkheid van de besturen van deze vennootschappen om zich te (blijven) richten op het vennootschappelijk belang. Een activistische aandeelhouder zal immers een groter belang moeten nemen of zich moeten verzekeren van de steun van andere aandeelhouders voordat hij met «tactical litigation»⁶⁸⁸ door middel van een enquêteprocedure het bestuur van de betrokken beursvennootschap onder druk kan zetten. Aan de andere kant wordt bij vennootschappen met een nominale waarde de grens van 10% van het geplaatste kapitaal verlaagd naar 1%. De SER heeft in haar rapport⁶⁸⁹ gesteld dat de verhoging van het belang dat vereist is voor het recht om onderwerpen op de agenda van de AvA te plaatsen van 1% naar 3% zou moeten doorwerken in de toegang tot de enquêteprocedure. De Minister volgt echter het argument van de vertegenwoordigers van aandeelhoudersorganisaties dat hierbij niet zou moeten worden aangesloten, omdat het enquêterecht ook bedoeld is voor de bescherming van minderheidsaandeelhouders.⁶⁹⁰ De Minister wijst er op dat aandeelhouders recht

⁶⁸⁷ Wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van het recht van enquête, www.justitie.nl.

⁶⁸⁸ Zie voor deze term p. 4 van de Toelichting bij het consultatiewetsvoorstel.

⁶⁸⁹ SER, «Evenwichtig Ondernemingsbestuur», Advies, 08/01, p. 58–59, www.ser.nl.

⁶⁹⁰ SER, «Evenwichtig Ondernemingsbestuur», Advies, 08/01, p. 60.

hebben op agendering indien aan bepaalde voorwaarden is voldaan. *«In tegenstelling tot een beroep op het enquêterecht vindt er geen rechterlijke toetsing van het verzoek plaats. Dat laatste rechtvaardigt een hogere grens voor een beroep op het agenderingsrecht.»*⁶⁹¹ Hieraan kan worden toegevoegd dat het ook mogelijk is dat een aandeelhouder met een belang van 1% tot 3% een enquête wenst te verzoeken met het oog op het lange termijn aandeelhoudersbelang indien agendering door een andere aandeelhouder leidt of dreigt te leiden tot een besluit van de AvA dat gericht is op het korte termijn aandeelhoudersbelang. Overigens moet opgemerkt worden dat optrekking van de drempel slechts marginaal zal werken. Het zal in de praktijk voor hedgefondsen niet erg moeilijk zijn om 1% van het geplaatste kapitaal van een beursgenoteerde vennootschap of aandelen met waarde van minimaal € 20 miljoen te verwerven. Deze verhoging van de drempel zal overigens wel tot gevolg hebben dat aandeelhoudersverenigingen als de Vereniging voor Effectenbezitters (VEB) in veel gevallen geen enquête meer kunnen verzoeken. Zij kunnen zich echter nog steeds als belanghebbende voegen in een aanhangige procedure.

Ad 2.

In het De Vries Robbé-arrest⁶⁹² heeft de Hoge Raad bepaald dat een rechtspersoon ten aanzien van zichzelf geen enquêteverzoek kan doen. De Minister merkt op dat voor die tijd de vennootschap met enige regelmaat als verzoeker optrad en uit empirisch onderzoek blijkt dat er tot 1 februari 2002 bij de rechtspersoon een behoefte aanwezig was om zelf een enquêteverzoek in te kunnen dienen.⁶⁹³ Ook de gedragingen van de AvA kunnen aanleiding geven tot het oordeel dat er sprake is van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen of dat er sprake is van wanbeleid. Omdat ook het bestuur van de rechtspersoon belang heeft om dit bij de Ondernemingskamer te kunnen aankaarten, wil de Minister het enquêterecht ook aan de rechtspersoon toekennen. Hij noemt als voorbeelden waarbij dit nuttig zou zijn een patstelling in de AvA of een patstelling tussen het bestuur en de AvA. Te denken valt aan situaties waarin het bestuur geen instemming krijgt van de AvA voor beleid dat op korte termijn uitgevoerd moet worden of de AvA instructies geeft die het bestuur niet wil opvolgen omdat deze het belang van de vennootschap schaadt *«bijvoorbeeld omdat het ontslag van vele werknemers dreigt.»*⁶⁹⁴

De Minister merkt op dat *«in de regel het optreden van een individuele aandeelhouder die gedrag vertoont dat door het bestuur en de raad van commissarissen wordt afgekeurd, geen aanleiding kan geven voor een enquête. Gedrag van een individuele aandeelhouder kan immers niet bij voorbaat worden toegerekend aan de algemene vergadering; een individuele aandeelhouder kan veelal niet het gedrag van de algemene vergadering bepalen.»*⁶⁹⁵ Daar voegt hij aan toe dat indien een aandeelhouder het gedrag van de AvA zou kunnen bepalen dit anders zou kunnen komen te liggen. Het is de vraag of hiermee niet de mogelijkheid voor de vennootschap om door middel van een voorziening schadelijk gedrag van een aandeelhouder tegen te gaan teveel aan banden wordt gelegd. Schorsing van de agenderingsbevoegdheid van een aandeelhouder die keer op keer bepaalde controversiële en publiciteitsgevoelige punten op de agenda zet en een verbod tot stemuitoefening door een (groot)aandeelhouder zijn toewijsbaar indien door de vennootschap aannemelijk kan worden gemaakt dat de aandeelhouder daarvoor een meerderheid krijgt.

In het gedeelte van de Toelichting dat handelt over toetsing door de Ondernemingskamer merkt de Minister op dat het van belang is dat de

⁶⁹¹ Toelichting bij het consultatiewetsvoorstel p. 29.

⁶⁹² HR 1 februari 2002, NJ 2002, 225.

⁶⁹³ Kamerstukken II 2008–09, 29 752, nr. 8, p. 4.

⁶⁹⁴ Toelichting bij het consultatiewetsvoorstel, p. 15.

⁶⁹⁵ Toelichting bij het consultatiewetsvoorstel, p. 15.

rechter onderscheid maakt tussen gevallen waarin het bestuur al dan niet een tegenstrijdig belang heeft. «Bijvoorbeeld in het geval dat het bestuur een beschermingsconstructie inroept, is er aanleiding om het desbetreffende bestuursbesluit verdergaand te toetsen dan wanneer een persoonlijk belang ontbreekt.»⁶⁹⁶

Hoewel de «business judgment rule» niet in ons recht wordt ingevoerd wil de Minister kennelijk wel in navolging van Amerikaanse jurisprudentie aannemen dat bij het inroepen van een beschermingsconstructie het bestuur een persoonlijk tegenstrijdig belang heeft.⁶⁹⁷ Als dit zo is dan is aannemelijk dat het bestuur van een vennootschap ook een persoonlijk tegenstrijdig belang heeft wanneer zij een enquêteverzoek indient om zich te beschermen tegen een door een activistische aandeelhouder geagendeerd AvA-besluit dat kan leiden tot wijziging van de strategie zoals het besluit tot ontslag van een of meer bestuurders of commissarissen. Volgens het huidige recht zou dit er waarschijnlijk toe leiden⁶⁹⁸ dat het bestuur op grond van art. 2:146 BW – behoudens andersluidende statutaire bepaling of expliciete aanwijzing van de AvA – niet bevoegd is om het enquêteverzoek in te dienen. Indien het wetsvoorstel Bestuur en Toezicht ingevoerd zou zijn, is het daartoe weliswaar wel bevoegd maar moet het zich – tenzij de statuten anders bepalen – uit de besluitvorming daaromtrent terugtrekken. De bevoegdheid verschuift dan weliswaar naar de RvC maar ook ten aanzien van de commissarissen zou betoogd kunnen worden dat zij een persoonlijk belang hebben bij het indienen van het enquêteverzoek. Volgens het wetsvoorstel komt in het geval dat zowel de bestuursleden als de commissarissen een tegenstrijdig belang hebben, aan de AvA de bevoegdheid toe om te besluiten over het indienen van het enquêteverzoek. Het is niet waarschijnlijk dat de AvA met een dergelijk verzoek zal willen ageren tegen haar eigen (voorgenomen) besluit. De consequentie hiervan is dat het bestuur in de situatie waarin gebruik van de enquêtebevoegdheid het meeste nodig is zich hiervan niet kan bedienen. Willems (tot 31 juli 2009 voorzitter van de Ondernemingskamer) heeft overigens naar aanleiding van de problematiek omtrent onenigheid in het bestuur over de wenselijkheid van het indienen van een enquêteverzoek op het Ondernemingsrechtcongres dat op 14 en 15 november jl. in Nijmegen gehouden werd, gepleit voor een aparte besluitvormingsregeling voor het indienen van enquêteverzoeken. Dit zou ook een oplossing kunnen bieden voor de hierboven gesignaleerde problematiek.⁶⁹⁹

Ad 3 en 4.

Blijkens de Toelichting⁷⁰⁰ wil de Minister de jurisprudentie⁷⁰¹ codificeren waarbij is bepaald dat voor het treffen van een onmiddellijke voorziening de belangen van de bij de enquêteprocedure betrokken partijen behoorlijk moeten worden afgewogen. Op grond van de voorgestelde wetstekst moet echter een afweging van de belangen van de rechtspersoon en degenen die krachtens de wet en de statuten bij zijn organisatie zijn betrokken worden gemaakt. Op het eerste gezicht lijkt dit een grotere groep te zijn dan waarop de uit de jurisprudentie voortvloeiende norm ziet. Onder de krachtens de wet en de statuten bij de organisatie van de vennootschap betrokkenen vallen immers ook de aandeelhouders die niet betrokken zijn bij de enquêteprocedure. De werknemers en de crediteuren vallen echter niet rechtstreeks onder de voorgestelde wettelijke norm. Wel vallen zij hier indirect onder. Bij het vennootschappelijk belang moeten immers de belangen van alle stakeholders (dus ook de belangen van de overige aandeelhouders) mee gewogen worden. Dit was overigens ook al het geval bij de in de jurisprudentie gehanteerde norm. Wel valt buiten de nieuwe norm de Ondernemingsraad⁷⁰² (aan wie het enquêterecht in een

⁶⁹⁶ Toelichting bij het consultatiewetsvoorstel, p. 21.

⁶⁹⁷ Opgemerkt kan worden dat dit niet speelt indien een van de doelvennootschap onafhankelijk bestuur van een rechtspersoon zelfstandig een calloptie uitoefent ten aanzien van beschermingsprefs of wanneer een van de doelvennootschap onafhankelijk bestuur van een Stichting Administratiekantoor zelfstandig besluit geen volmacht te verstrekken aan houders van met medewerking van een vennootschap uitgegeven certificaten. In deze gevallen roept het bestuur van de vennootschap immers niet de beschermingsconstructie in.

⁶⁹⁸ Volgens HR 29 juni 2007, NJ 2007, 420 (Bruil) strekt de huidige tegenstrijdig belang regeling er toe om de bestuurder de bevoegdheid de vennootschap te vertegenwoordigen te ontzeggen «als hij door de aanwezigheid van een persoonlijk belang of door zijn betrokkenheid bij een ander met dat van de rechtspersoon niet parallel lopend belang niet in staat moet worden geacht het belang van de vennootschap en de daaraan verbinden onderneming te bewaken op een wijze die van een integer en onbevooroordeeld bestuurder mag worden verwacht.»

⁶⁹⁹ Overigens kan deze problematiek ook worden opgelost door een van de wettelijke tegenstrijdig belangregeling afwijkende statutaire bepaling op te nemen. Het is echter de vraag of de AvA hiermee instemt.

⁷⁰⁰ Toelichting bij het consultatiewetsvoorstel, p. 32.

⁷⁰¹ HR 14 december 2007 (DSM), JOR 2008, 11, m.nt. A. Doorman.

⁷⁰² In Van Schilfgaarde/Winter 2009, p. 26 wordt hierover onder meer het volgende opgemerkt; «de OR is in de conceptie van de wetgever een orgaan van de onderneming, welke daarbij als een van de vennootschap afzonderlijke organisatie wordt gedacht.»

overeenkomst of in de statuten is toegekend), de tot het indienen van een enquêteverzoek bevoegde vakvereniging en de Advocaat-generaal die om redenen van openbaar belang een enquêteverzoek heeft ingediend. De Minister zou duidelijk moeten maken of dit een bewuste keuze is en, als dit het geval is, waarom bij een door een van die partijen ingediend verzoek deze belangen voortaan niet meer meegewogen moeten worden.

Tenslotte wordt in art. 2:349a ontwerp BW bepaald dat in het geval een onmiddellijke voorziening wordt getroffen terwijl er nog geen onderzoek is gelast de Ondernemingskamer daarna «binnen een redelijke termijn» beslist op het verzoek om een onderzoek in te stellen. Hiermee wil de Minister voorkomen dat de rechtspersoon of degene die door een onmiddellijke voorziening is geraakt, bijvoorbeeld een geschorste bestuurder, lange tijd in onzekerheid blijft over de voortzetting van de procedure. Dit zou in de praktijk mee moeten brengen dat onmiddellijke voorzieningen korter zullen werken dan thans het geval is. Het begrip «redelijke termijn» zou echter wel eens rekbaarder kunnen blijken dan de wetgever voor ogen staat. Ook neemt dit het principiële punt van de noodzaak tot voldoende ruimte voor de oordeelsvorming door de Ondernemingskamer bij de thans (te) summiere/snelle behandeling van het verzoek tot het treffen van een onmiddellijke voorzieningen niet weg.

6.6.3 *Lacunae*

Het toekennen van de enquêtebevoegdheid aan de vennootschap is een stap in de goede richting. Geconcludeerd kan echter worden dat bepaalde elementen uit (de toelichting van) dit consultatievoorstel de mogelijkheden om de vennootschap te beschermen tegen aandeelhouders die gericht zijn op het korte termijn aandeelhoudersbelang eerder verkleinen dan vergroten. Het recht voor de vennootschap om een enquête te verzoeken zal in veel gevallen niet geëffectueerd kunnen worden omdat de wetgever bij een overnamedreiging of een dreiging voor de continuïteit van de vennootschap uitgaat van een persoonlijk tegenstrijdig belang van de bestuurders. Voorts biedt het voorstel geen mogelijkheden om een voorziening te treffen tegen een activistische aandeelhouder waarvan niet aannemelijk gemaakt kan worden dat deze een meerderheid in de AvA achter zich heeft staan. Indien dit al aannemelijk kan worden gemaakt dan moet er «uiterst terughoudend» worden getoetst. Hierbij ontstaat het gevaar dat de belangen van de overige stakeholders bij besluiten van de AvA die kunnen leiden tot een strategiewijziging niet voldoende worden meegewogen.

Voorts wordt in dit voorstel de vereiste belangenafweging bij het treffen van onmiddellijke voorzieningen verengd zonder dat de noodzaak daartoe wordt toegelicht. Niet duidelijk wordt waarom de Minister er niet voor gekozen heeft om een onmiddellijke voorziening pas toe te staan nadat een onderzoek is gelast omdat er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen.

Tenslotte houdt het consultatievoorstel (te) weinig rekening met de consequenties van de verhoging van de drempel voor de VEB en buitenlandse verenigingen tot behartiging van belangen van aandeelhouders. Aan de principiële vraag of organisaties die de belangen van aandeelhouders behartigen het enquêterecht zouden moeten hebben is wel voldoende aandacht besteed.

6.7. Corporate Governance Codes, beloningsbeleid en risicomanagement

6.7.1 Inleiding

De Nederlandse corporate governance Codes voorzien in beginselen en best practice bepalingen, die in hoofdzaak gericht zijn op het bestuur en/of de leden van de RvC en de AvA van een beursgenoteerde vennootschap. Sinds 1997 heeft Nederland drie verschillende corporate governance Codes gekend. In december 2003 heeft de Code Tabaksblat de uit 1997 daterende Code Peters vervangen. In december 2008 is de Code Frijns aan het publiek gepresenteerd als de opvolger van de Code Tabaksblat op vennootschappen met statutaire zetel in Nederland, waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel van een geregementeerde markt of een daarmee vergelijkbaar systeem.

Voorts is de Code ook van toepassing op (balanswaarde > € 500 miljoen) met statutaire zetel in Nederland, waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit of een daarmee vergelijkbaar systeem (zoals Alternext).⁷⁰³ In het jaarverslag moet verantwoording worden afgelegd ten aanzien van de naleving van de Code.

Via artikel 2:391 lid 5 BW is de Code wettelijk verankerd. In artikel 2:391 lid 5 BW is bepaald dat door middel van een algemene maatregel van bestuur (AMvB), nadere regels met betrekking tot de inhoud van het jaarverslag kunnen worden vastgesteld. In het bijzonder wordt daarbij bedoeld op de naleving van een gedragscode en op de inhoud van een verklaring inzake corporate governance. Indien een Code bij AMvB is aangewezen, moet het jaarverslag verwijzen naar de regels van die Code. Inmiddels heeft de Code Frijns de Code Tabaksblat vervangen voor de boekjaren die beginnen op of na 1 januari 2009.⁷⁰⁴

Het bestuur van een beursgenoteerde vennootschap heeft de wettelijke verplichting om ieder jaar verantwoording af te leggen over de hoofdlijnen van de Corporate Governance structuur in een apart hoofdstuk van het jaarverslag.⁷⁰⁵ In dit hoofdstuk moet de vennootschap uitdrukkelijk aangeven of en in hoeverre het de best practice bepalingen van de Code toepast en als deze niet worden toegepast, waarom, en in hoeverre zij hiervan afwijkt. Dit is het zogenoemde «apply or explain» beginsel. De AMvB vereist dat in het jaarverslag gemotiveerd opgave wordt gedaan van de gevallen waarin de vennootschap de Code niet heeft nageleefd of niet voornemens is deze in het lopende en daaropvolgende boekjaar na te leven.⁷⁰⁶

Het is dus mogelijk om af te wijken van de corporate governance Code door uit te leggen waarom van een bepaalde bepaling wordt afgeweken. Volledig vrij is een onderneming echter niet om van de Code af te wijken. Onder omstandigheden kunnen de bepalingen uit de Code de open normen van bijvoorbeeld de redelijkheid en billijkheid invullen.⁷⁰⁷ Een zwak punt binnen de Nederlandse Corporate Governance blijft – ook al is de regelgeving hieromtrent in de Code Frijns wel verbeterd – het functioneren van de RvC. Dit werd met name duidelijk bij de perikelen die leidden tot de overname bij ABN AMRO.

Schoenmakers⁷⁰⁸ destilleert uit de Goed Bestuur Jaarlezing van Trude Maas bij de Nationale Commissarissendag op 15 januari 2009 de volgende «Lessons learnt»:

– waarschuwingssignalen zijn door de commissarissen niet onderkend:

⁷⁰³ Zie hiervoor Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme, 2-111 2009 nr. 30; p. 39.

⁷⁰⁴ Besluit van 10 december 2009 tot wijziging van het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag, *Stb.* 2009, 545.

⁷⁰⁵ Waar de Code Tabaksblat gold voor elke beursgenoteerde vennootschap met statutaire zetel in Nederland, is de Code Frijns alleen van toepassing op grote beursgenoteerde vennootschappen (> € 500 miljoen balanswaarde) met statutaire zetel in Nederland.

⁷⁰⁶ Zie over het rechtskarakter van de Code: S.W.A.M. Visé, «Het rechtskarakter van de Code Tabaksblat», in: F.B. Falkena, M.e. Koppenol-LaForce en A.T. Ottow (red.), *Markten onder Toezicht*, Deventer: Kluwer, 2004, p. 279–287.

⁷⁰⁷ Zie S.J.H.M. Berendsen & S.C.M. van Thiel, «De Nederlandse Corporate Governance Code. Van leidraad naar norm?», *Tijdschrift voor de Ondernemingspraktijk*, nummer 8, december 2007, p. 335–339 en Visé 2004, p. 286–287. Zie ook S.M. Bartman, «De Code-Tabaksblat; een juridisch lichtgewicht», *Ondernemingsrecht* 2004–4, p. 124 en Hoge Raad 13 juli 2007, *JOR* 2007/178.

⁷⁰⁸ J. Schoenmakers, a.w. p. 10.

- de diversiteit in de RvC is onvoldoende gebruikt om diversiteit van visies te genereren;
- in de RvC-vergaderingen was weinig aandacht voor de dagelijkse operaties van de bank;
- de RvC heeft meer de rol van ambassadeur gespeeld dan de rol van controleur;
- de keuze voor aandeelhouderswaarde is nooit ter discussie gesteld;
- de RvC heeft indicatoren van de bedrijfscultuur binnen de bank onvoldoende herkend;
- de RvC heeft zich niet beziggehouden met de beloningscultuur in de lagen onder de RvC;
- er is te weinig informatie gebruikt buiten de vergaderstukken van de RvC;
- bij besprekingen met ING en het bankentrio heeft de RvC geen gebruik gemaakt van haar netwerk;
- de RvC heeft toegelaten dat het bestuur bij de RvC vooral bevestiging van de koers zocht;
- de RvC heeft (aanvankelijk) niet apart gesproken over voorstellen en had daardoor geen eigen agenda.

Een belangrijk deel van deze «lessons» betreft gedrag van commissarissen en laat zich lastig in codes of wetgeving vatten. Een aantal onderwerpen, zoals voldoende diversiteit in de RvC, is pas sinds de invoering van de Code Frijns geregeld. Daarmee is de vertaalslag naar diversiteit van opvattingen overigens nog niet gemaakt.⁷⁰⁹ Andere kwesties waren al wel geregeld in de Code Tabaksblat zoals de plicht van de voorzitter van de RvC om toe te zien op het goed functioneren van (de commissies van) de RvC en zijn commissies en de zorg voor een adequate informatievoorziening.⁷¹⁰ De plicht van commissarissen om zich bij de vervulling van hun taak te richten op het belang van de vennootschap (en dus niet alleen op het aandeelhoudersbelang) is zelf uitdrukkelijk in de wet geregeld.⁷¹¹

6.7.2 De Code Frijns

De Code Frijns is gebaseerd op de Code Tabaksblat. Voorts zijn in de Code Frijns de bevindingen van de Monitoring Commissie Corporate Governance Frijns verdisconteerd. Verder is ingespeeld op de veranderde economische wereld sinds de kredietcrisis. In dit hoofdstuk wordt de Code Frijns niet integraal besproken, maar worden – op een enkele uitzondering na – slechts de belangrijke verschillen tussen de Code Tabaksblat en de Code Frijns behandeld.

Evenals de Code Tabaksblat is de Code Frijns in vijf hoofdstukken opgedeeld, te weten: (i) naleving en handhaving van de Code, (ii) het bestuur, (iii) de raad van commissarissen, (iv) de (algemene vergadering van) aandeelhouders, en (v) de audit van de financiële verslaggeving en de positie van de interne audit functie en van de externe accountant.

(i) Naleving en handhaving van de Code

In de Code Frijns is, ten opzichte van de Code Tabaksblat, toegevoegd dat een eventuele afwijking van de Code deugdelijk gemotiveerd moet worden.⁷¹² Verder dienen de aandeelhouders een dialoog met de vennootschap aan te gaan indien zij de uitleg over een eventuele afwijking van de best practice bepalingen niet aanvaarden. Daarbij wordt opgemerkt dat het uitgangspunt bij de dialoog dient te zijn dat corporate governance maatwerk is en afwijking van de Code dientengevolge

⁷⁰⁹ Voorts moet geconstateerd worden dat in de Code Tabaksblat, de Code Frijns en de Code Banken geen quota's zijn opgenomen waaraan de diversiteit binnen de RvC's van beursvennootschappen moet voldoen.

⁷¹⁰ Principe en Best practice bepaling III.4.

⁷¹¹ Art. 2: 140 lid 2 BW.

⁷¹² Artikel I Code Frijns.

gerechtvaardigd kan zijn.⁷¹³ In de Code Tabaksblat gold deze bepaling alleen voor institutionele beleggers.

(ii) Het bestuur

Het hoofdstuk over het bestuur is in beide Codes achtereenvolgens onderverdeeld in drie subhoofdstukken: de taak en de werkwijze van het bestuur, de bezoldiging en de tegenstrijdige belangen. Het laatstgenoemde subhoofdstuk zal hier verder niet aan bod komen, omdat deze geen inhoudelijke verandering heeft ondergaan.

Taak en werkwijze.

De Code Frijns behelst een uitbreiding van de taak van het bestuur, die inhoudt dat het bestuur verantwoordelijk is voor de strategie van de vennootschap met het bijbehorende risicoprofiel en de voor de onderneming relevante maatschappelijke aspecten van ondernemen.⁷¹⁴ De bepalingen over de rapportage van de interne risicobeheersings- en controlesystemen in het jaarverslag zijn verder aangescherpt, waarbij vooral de nadruk wordt gelegd op de tekortkomingen van deze systemen en het naar buiten communiceren van de opzet en de werking van de systemen. Ook dient het jaarverslag een beschrijving van de risico's te bevatten.⁷¹⁵

Verder zijn aan het subhoofdstuk vier nieuwe bepalingen toegevoegd, te weten:

- 1) Een bepaling over de interne risicobeheersings- en controlesystemen;
- 2) Een bepaling over de oproeping van een responstijd door het bestuur. Het bestuur kan deze oproepen op het moment dat een aandeelhouder het voornemen heeft de agendering te verzoeken van een onderwerp dat kan leiden tot een strategiewijziging van de vennootschap.⁷¹⁶ De responstijd (de tijd tussen het voorstel en de betreffende AvA) bedraagt volgens Code Frijns maximaal 180 dagen en dient door het bestuur gebruikt te worden om het agenderingsvoorstel nader te bespreken, constructief te overleggen (met in ieder geval de betrokken aandeelhouder) en alternatieven te bespreken;⁷¹⁷
- 3) Een bepaling over het overnamebod. Indien een overnamebod wordt voorbereid op de (certificaten van) aandelen in de vennootschap, zorgt het bestuur ervoor dat de RvC tijdig en nauw betrokken wordt bij het overnameproces;⁷¹⁸
- 4) Een bepaling over het overnamebod. Indien het bestuur van een doelvennootschap het verzoek van een derde concurrerende bieder ontvangt om inzage te krijgen in de gegevens van de vennootschap, dient het bestuur dit verzoek onverwijld te bespreken met de RvC.⁷¹⁹

Bezoldiging

Ook de Code Frijns behandelt de hoogte, samenstelling, vaststelling en openbaarmaking van de bezoldiging. De Code Frijns bevat wat dit betreft strengere bepalingen dan de Code Tabaksblat. Een uitgebreide bespreking van de verschillen is opgenomen in de bijlagen.

(iii) De Raad van Commissarissen

Het hoofdstuk over de RvC in Code Frijns is onderverdeeld in dezelfde subhoofdstukken als in Code Tabaksblat. Allereerst worden de taak en de werkwijze van de RvC behandeld, vervolgens de onafhankelijkheid, deskundigheid en samenstelling van de RvC, de voorzitter van de RvC en de secretaris van de vennootschap, de samenstelling van de drie kerncommissies van de RvC, de tegenstrijdige belangen, de bezoldiging en tot slot de «one-tier» bestuursstructuur. De bepalingen omtrent de

⁷¹³ Artikel I Code Frijns.

⁷¹⁴ Artikel II.1 Code Frijns. Zie ook artikel II.1.2 Code Frijns.

⁷¹⁵ Artikel II.1.4 Code Frijns.

⁷¹⁶ Artikel IV.4.4 Code Frijns.

⁷¹⁷ Voor nadere voorwaarden aan de responstijd zie artikel II.1.9 Code Frijns.

⁷¹⁸ Artikel II.1.10 Code Frijns.

⁷¹⁹ Artikel II.1.11 Code Frijns.

onafhankelijkheid en de one-tier bestuursstructuur zijn niet gewijzigd en worden hieronder dan ook niet besproken.

Taak en werkwijze

De toezichtstaak van de RvC is enigszins verbreed. De Raad dient op grond van de Code Frijns ook toezicht te houden op de verhouding van het bestuur met de aandeelhouders en op de voor de onderneming relevante maatschappelijke aspecten van ondernemen.⁷²⁰ Bij de vervulling van zijn taak dient de RvC de belangen van de bij de vennootschap betrokkenen af te wegen. Aan deze bepaling is in de Code Frijns toegevoegd dat de RvC daarbij ook de voor de onderneming relevante maatschappelijke aspecten van ondernemen betreft.⁷²¹

Aan de bepaling dat de RvC eenmaal per jaar zijn functioneren dient te bespreken, is toegevoegd dat ook het functioneren van de afzonderlijke commissies wordt besproken. Daarnaast dient het verslag van de RvC explicieter de wijze waarop de evaluatie van de RvC en de individuele commissarissen geschiedt te vermelden. Met het opnemen van een evaluatie van de afzonderlijke commissies dient ook de wijze waarop deze beoordeling geschiedt in het verslag op te worden genomen.⁷²²

Deskundigheid en samenstelling

Nieuw in de Code Frijns is dat de RvC naar een gemengde samenstelling dient te streven, onder meer met betrekking tot geslacht en leeftijd.⁷²³ Aan de eisen voor de profielschets van de RvC is toegevoegd dat deze in dient te gaan op de voor de vennootschap relevante aspecten van diversiteit. Ook moet worden aangegeven welke concrete doelstellingen de RvC hanteert ten aanzien van diversiteit. Mocht de huidige situatie afwijken van de nagestreefde situatie, dan legt de RvC hier verantwoording over af in zijn verslag en geeft daarbij aan hoe en op welke termijn zij verwacht dit streven te zullen realiseren.⁷²⁴

De voorzitter van de raad van commissarissen en de secretaris van de vennootschap

Onder de Code Tabaksblat is aan de voorzitter van de RvC een erg veelzijdige rol toebedeeld. Hij bepaalt de agenda van de vergadering van de RvC en leidt deze. Hij ziet tevens toe op het goed functioneren van de RvC en haar commissies, draagt zorg voor adequate informatievoorziening aan de commissarissen en het door hun te volgen introductie- en opleidings- of trainingsprogramma, zorgt ervoor dat voldoende tijd bestaat voor de besluitvorming, fungeert namens de commissarissen als het voornaamste aanspreekpunt voor het bestuur en initieert de evaluatie van het functioneren van de RvC en het bestuur. In de Code Frijns is dit echter anders. De voorzitter draagt nog «slechts» zorg voor het goed functioneren van de RvC en zijn commissies en is namens de RvC het voornaamste aanspreekpunt voor het bestuur en de aandeelhouders over het functioneren van bestuurders en commissarissen.⁷²⁵ Voorts is een bepaling met betrekking tot de vicevoorzitter toegevoegd. Bij gelegenheid dient de vicevoorzitter de voorzitter te vervangen. De vicevoorzitter fungeert als aanspreekpunt voor commissarissen en het bestuur met betrekking tot het functioneren van de voorzitter van de RvC.⁷²⁶

⁷²⁰ Artikel III.1.6 Code Frijns.

⁷²¹ Artikel III.1 Code Frijns.

⁷²² Artikel III.1.7 Code Frijns.

⁷²³ Artikel III.3 Code Frijns.

⁷²⁴ Artikel III.3.1 Code Frijns.

⁷²⁵ Artikel III.4 Code Frijns.

⁷²⁶ Artikel III.4.4 Code Frijns.

Samenstelling van de drie kerncommissies van de raad van commissarissen

Deze bepalingen zijn inhoudelijk nagenoeg gelijk gebleven. Alleen aan het subhoofdstuk over de remuneratiecommissie is een bepaling toegevoegd, die inhoudt dat indien de commissie ten behoeve van haar taken gebruik

maakt van de diensten van een remuneratieadviseur, deze zich ervan vergewist dat de adviseur geen advies verstrekt aan de bestuurders van de vennootschap.⁷²⁷

Tegenstrijdige belangen

Aan het subhoofdstuk over de tegenstrijdige belangen van de RvC is toegevoegd dat de vennootschap regels opstelt ten aanzien van het bezit van en transacties in effecten door bestuurders en commissarissen anders dan die uitgegeven door de «eigen» vennootschap.⁷²⁸ Deze bepaling komt in de Code Tabaksblat in geringere vorm voor en is ondergebracht in het subhoofdstuk over bezoldiging.⁷²⁹

Bezoldiging

Ten aanzien van de bezoldiging van de RvC is één bepaling geschrapt. Het betreft de bepaling die betrekking heeft op het melden van het bezit van aandelen in andere beursgenoteerde vennootschappen.⁷³⁰ Deze melding is onder de Code Frijns derhalve niet meer nodig.

(iv) De aandeelhouders

Achtereenvolgens zullen hieronder de subhoofdstukken van hoofdstuk iv van de Codes worden besproken, te weten: de bevoegdheden van de (algemene vergadering van) aandeelhouders, de certificering van aandelen, de informatieverschaffing/logistiek van de AvA en tot slot de verantwoordelijkheid van aandeelhouders.

Bevoegdheden van de (algemene vergadering van) aandeelhouders

Nieuw in de Code Frijns is dat de verantwoording over de naleving van de Code als onderdeel van de verantwoording over het jaarverslag wordt afgelegd.⁷³¹ Ook is een nieuwe bepaling toegevoegd die inhoudt dat de voorzitter van de AvA verantwoordelijk is voor een goede vergaderorde, opdat een zinvolle discussie in de vergadering gefaciliteerd kan worden.⁷³²

Certificering van aandelen

Hoewel het subhoofdstuk over de certificering van aandelen inhoudelijk niet is veranderd, is wel een opmerkelijke tekstuele verandering doorgevoerd. In de Code Tabaksblat wordt certificering van aandelen omschreven als «een middel om te voorkomen dat door absentieisme ter Algemene Vergadering van Aandeelhouders een (toevallige) minderheid van de aandeelhouders de besluitvorming naar haar hand zet.» De term «minderheid» is in de Code Frijns vervangen door «meerderheid».⁷³³

Merkwaardig genoeg is de – met art. 2:118a BW strijdige – best practice bepaling dat het administratiekantoor zonder enige beperkingen en onder alle omstandigheden stemvolmachten aan certificaathouders die daarom vragen verleent, gehandhaafd. De Code blijft zich daarmee richten tegen het gebruik van certificering als beschermingsconstructie. Principe IV.2 van de Code verbiedt zelfs het gebruik van certificering als beschermingsmaatregel.

Informatieverschaffing/logistiek algemene vergadering

Aan de bepaling dat het bestuur en de RvC alle relevante informatie aan de AvA moeten verstrekken, voegt de Code Frijns toe dat het verstrekken van deze informatie tijdig dient te geschieden.⁷³⁴ De bepaling dat de vennootschap alle informatie op haar website dient te plaatsen is veranderd. De vennootschap hoeft niet meer alle informatie die zij krachtens de wet dient te publiceren op de website te plaatsen, maar

⁷²⁷ Artikel III.5.13 Code Frijns.

⁷²⁸ Artikel III.6.5 Code Frijns.

⁷²⁹ Artikel III.7.3 Code Tabaksblat.

⁷³⁰ Artikel III.3.1 Code Frijns.

⁷³¹ Artikel IV.1.6 Code Frijns.

⁷³² Artikel IV.1.8 Code Frijns.

⁷³³ Artikel IV.2 Code Frijns.

⁷³⁴ Artikel IV.3 Code Frijns.

alleen de informatie die relevant is voor de aandeelhouders. Deze informatie hoeft niet meer gescheiden van de commerciële informatie te worden gepubliceerd.⁷³⁵

Tevens zijn aan het subhoofdstuk vier nieuwe bepalingen toegevoegd. Ten eerste dient op de agenda voor de AvA te worden vermeld welke punten ter bespreking en welke punten ter stemming zijn.⁷³⁶ Ten tweede dienen materiële wijzigingen in de statuten van de vennootschap en voorstellen tot benoeming van bestuurders en commissarissen afzonderlijk aan de AvA te worden voorgelegd.⁷³⁷ Ten derde biedt de vennootschap aandeelhouders en andere stemgerechtigden de mogelijkheid om voorafgaand aan de AvA stemvolmachten respectievelijk steminstructies aan een onafhankelijke derde te verstrekken.⁷³⁸ Tot slot formuleert de vennootschap op hoofdlijnen beleid over bilaterale contacten met aandeelhouders en publiceert dit beleid op haar website.⁷³⁹

Verantwoordelijkheid van aandeelhouders

Waar in de Code Tabaksblat alleen over de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers gesproken wordt, is in dit subhoofdstuk ook de verantwoordelijkheid van de aandeelhouder niet-zijnde een institutionele belegger geïntroduceerd. Dit is het duidelijkste verschil tussen beide Codes wat betreft hun bepalingen omtrent aandeelhouders.

Ten aanzien van de verantwoordelijkheid van de institutionele belegger zijn de bepalingen gelijk gebleven. Alleen de bepaling dat institutionele beleggers een dialoog met de vennootschap moeten aangaan indien de institutionele beleggers het niet eens zijn met de uitleg van de vennootschap over de afwijking van de best practice bepalingen wordt niet uit de Code Tabaksblat overgenomen. De bepaling dat corporate governance maatwerk is en afwijking van de Code daardoor zeer wel gerechtvaardigd kan zijn is ook niet overgenomen.⁷⁴⁰ Deze bepalingen zijn echter wel verplaatst naar het eerste hoofdstuk van de Code en zijn daarmee van toepassing op alle aandeelhouders.⁷⁴¹

Het subhoofdstuk over de verantwoordelijkheid van aandeelhouders is nieuw. Aandeelhouders dienen zich volgens de Code Frijns naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid te gedragen ten opzichte van de vennootschap, haar organen en hun mede-aandeelhouders. Daaronder valt ook dat aandeelhouders bereid moeten zijn om een dialoog met de vennootschap en de medeaandeelhouders aan te gaan.

Het agenderingsrecht mag slechts door de aandeelhouders uitgeoefend worden nadat de aandeelhouder overleg heeft gevoerd met het bestuur. Het bestuur kan, zoals in het voorgaande reeds uitgebreid is besproken, onder bepaalde voorwaarden een responstijd inroepen van maximaal 180 dagen.⁷⁴² Mocht de aandeelhouder het voornemen hebben om een rechterlijke machtiging te verkrijgen voor het bijeenroepen van een AvA,⁷⁴³ dan gelden dezelfde voorwaarden. De betreffende aandeelhouder dient de responstijd te respecteren.⁷⁴⁴ Indien de aandeelhouder een onderwerp op de agenda heeft laten plaatsen, licht de aandeelhouder dit ter vergadering toe en beantwoordt – indien nodig – mogelijke vragen.⁷⁴⁵

De aandeelhouder dient naar eigen inzicht te stemmen. Indien een aandeelhouder gebruik maakt van stemadviezen, dan wordt van de aandeelhouder verwacht dat hij zich een eigen oordeel over het stembeleid en de verstrekte stemadviezen van de adviseur heeft gevormd.⁷⁴⁶

⁷³⁵ Artikel IV.3.6 Code Frijns.

⁷³⁶ Artikel IV.3.7 Code Frijns.

⁷³⁷ Artikel IV.3.9 Code Frijns.

⁷³⁸ Artikel IV.3.12 Code Frijns.

⁷³⁹ Artikel IV.3.13 Code Frijns.

⁷⁴⁰ Artikel IV.4 Code Tabaksblat.

⁷⁴¹ Zie hiervoor artikel I Code Frijns.

⁷⁴² Zie ook artikel II.1.9 Code Frijns.

⁷⁴³ In de zin van artikel 2:110 BW.

⁷⁴⁴ Artikel IV.4.4 Code Tabaksblat.

⁷⁴⁵ Artikel IV.4.6 Code Tabaksblat.

⁷⁴⁶ Artikel IV.4.5 Code Tabaksblat.

De audit van de financiële verslaggeving en de positie van de interne audit functie en van de externe accountant

Tot slot heeft ook het laatste hoofdstuk van de Code Frijns eenzelfde onderverdeling als de Code Tabaksblad. Allereerst wordt de financiële verslaggeving besproken, vervolgens de rol, benoeming en beoordeling van het functioneren van de externe accountant, de interne auditfunctie en tot slot de relatie en communicatie van de externe accountant met de organen van de vennootschap. Inhoudelijk zijn alleen de bepalingen over de interne auditfunctie gewijzigd. In plaats van «interne accountant» wordt de term «interne auditor» gebruikt. Toegevoegd is dat de interne auditor toegang heeft tot de externe accountant en de voorzitter van de auditcommissie.⁷⁴⁷ Tevens is de bepaling toegevoegd dat, ingeval er geen interne audit functie bestaat, de auditcommissie⁷⁴⁸ jaarlijks evalueert of er behoefte is aan een interne auditor. Aan de hand van deze evaluatie komt de RvC – op voorstel van de auditcommissie – met een aanbeveling aan het bestuur. Deze aanbeveling wordt opgenomen in het verslag van de RvC.⁷⁴⁹

6.7.3 Code Banken

Als reactie op het op 7 april gepubliceerde rapport «Naar herstel van vertrouwen» van de Adviescommissie Toekomst Banken heeft de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) de Code Banken opgesteld.⁷⁵⁰ Het is de bedoeling van de NVB dat de Code Banken vanaf 1 januari 2010 van toepassing wordt op alle banken die beschikken over een bankvergunning verleend op grond van de Wet op het financieel toezicht. Voor beursgenoteerde Nederlandse banken geldt daarnaast de Code Frijns. De Code Banken richt zich met name op de rol van het bestuur, de RvC en op de functie van risicomanagement, audit binnen de bank en beloningsbeleid. Elke bank zou in zijn jaarverslag moeten aangeven op welke wijze zij de principes van de Code in het desbetreffende jaar heeft toegepast en zet, voor zover zij dit niet gedaan heeft, gemotiveerd uiteen waarom dit niet is geschied («pas toe of leg uit»). In de preambule wordt het stakeholdersmodel omarmd met een bijzondere nadruk op de zorg voor de klant.

6.7.4 Beloningsbeleid

Ten tijde van het ontstaan van de kredietcrisis waren er regels die de beloningen van bestuurders en soms ook van werknemers bij financiële instellingen reguleerden.⁷⁵¹ Daarbij kan onderscheid worden gemaakt naar dwingende en niet-dwingende regels, naar nationale en internationale regels. Nederland kent een aantal dwingende regels dat grotendeels alleen geldt voor bestuurders.⁷⁵² De Nederlandse dwingende regels kunnen over het algemeen worden gekenmerkt als summier en niet geldend voor alle rechtsvormen. Voor de uitgebreidere en de meer specifieke regels in de Corporate Governance Code geldt dat daarvan mag worden afgeweken. Op internationaal niveau bestaan geen dwingende regels.

Na het ontstaan van de kredietcrisis heeft een aantal instellingen regels en aanbevelingen aangenomen die inspelen op de door de instellingen ten tijde van de kredietcrisis geconstateerde leemtes in de regelgeving. Het grootste deel van deze nieuwe regels is (nog) niet-bindend voor individuele ondernemingen. In deze regels heeft veelal een verschuiving plaatsgevonden waarbij getracht wordt om beloningen niet alleen aan de (korte termijn) aandeelhoudersbelangen te koppelen, maar aan de

⁷⁴⁷ Artikel V.3.2 Code Frijns.

⁷⁴⁸ Sinds de inwerkingtreding van het Besluit van 26 juli 2008 tot uitvoering van artikel 41 van Richtlijn nr. 2006/43/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 17 mei 2006 betreffende de wettelijke controle van jaarrekeningen en geconsolideerde jaarrekeningen moeten organisaties van openbaar belang een auditcommissie hebben. In beginsel moet de auditcommissie zijn samengesteld uit leden van de RvC of uit leden die belast zijn met het uitvoerend bestuur. Indien dit niet het geval is moet een ander orgaan worden aangewezen en aan een aantal specifieke in art. 2 lid 2 van het Besluit genoemde voorwaarden worden voldaan. Een van de voorwaarden is dat in het jaarverslag opgave wordt gedaan van het aangewezen orgaan en de samenstelling daarvan. Onder organisaties van openbaar belang wordt verstaan: Nederlandse beursvennootschappen, Nederlandse kredietinstellingen en verzekeraars.

⁷⁴⁹ Artikel V.3.3 Code Frijns.

⁷⁵⁰ Zie over de Code Banken S.B. Buijn, «De Code Banken in vogelvlucht», V&O 2009 nr. 12, p. 257–260 en de daargenoemde literatuur.

⁷⁵¹ Deze regels bestaan nog steeds.

⁷⁵² De regels voortvloeiende uit de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen en gedeeltelijk uit de Wet op de ondernemingsraden gelden ook voor de beloningen van (gewone) werknemers. Mocht worden aangenomen dat de Wet op het financieel toezicht reeds normen bevat om de beloningen aan te pakken, dan gelden deze volgens de Minister van Financiën voor zowel bestuurders als voor (gewone) werknemers (Ks II 2008–2009, 31 371 nr. 215, p. 4).

belangen van alle stakeholders. Deze regels hebben tot doel te voorkomen dat excessieve risico's worden genomen. Verder wordt meer aandacht besteed aan het voorkomen van asymmetrie tussen beloningen en risico's, de lange termijn strategie en dienen (variabele) beloningen te worden gekoppeld aan prestaties (van de hele onderneming). Voorts zien wij dat het accent meer wordt gelegd op het belang van de interne controlerende functies en (het verband met) de beloningen van alle werknemers. Tenslotte wordt in een aantal regelingen een belangrijkere rol toegekend aan de RvC en specifiek aan de remuneratiecommissie en dient de openbaarmaking van de individuele beloningen en het beloningsbeleid beter te geschieden.

Dat diverse instellingen nieuwe regels hebben uitgevaardigd betekent overigens niet dat er vóór de kredietcrisis geen regels waren die de geconstateerde leemtes invulden. Op internationaal niveau zijn er bijvoorbeeld sinds 1999 niet-bindende aanbevelingen voor banken van het Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) waarin een aantal van de problemen die nu aangepakt worden reeds gereguleerd waren. In het rapport uit 1999 stond bijvoorbeeld dat de beloningen moesten worden gekoppeld aan de ethische waarden van de bank, haar doeleinden, strategie en «*control environment*». Bovendien werd in dit rapport aangegeven dat indien variabele beloningen niet gekoppeld werden aan de strategie van de bank, dit ervoor zou kunnen zorgen dat wel managers zou aanmoedigen om zaken te doen op basis van volume en/of korte termijn winstgevendheid zonder daarbij de korte of lange termijn risico's in acht te nemen. Verder stond in de regels uit 1999 dat de «*board of directors*» niet alleen de beloningen van bestuurders moest goedkeuren, maar ook van ander belangrijk personeel. Het is belangrijk dat ook de werknemers in het belang van de bank handelen. Tot slot wordt in het rapport uit 1999 het risico genoemd dat door bepaalde beloningsprikkelers excessieve risico's zouden worden genomen. In haar corporate governance regels uit 2006 heeft de BCBS voortgeborduurd op de strekking van deze regels.

Het is onbekend in hoeverre banken deze corporate governance regels hebben nageleefd. Uit een onderzoek van maart 2009⁷⁵³ blijkt wel dat veel financiële instellingen de aanzienlijk mindere strenge beloningsregels die deel uitmaken van de IIF Principes⁷⁵⁴ (welke op initiatief van kredietinstellingen, waaronder de ING, zijn opgesteld) niet hebben nageleefd.

Een positieve ontwikkeling is de totstandkoming van de bovengenoemde Code Banken die de (variabele) beloning van bestuurders van banken aan banden legt. Wel moet worden opgemerkt dat de regel dat de variabele beloning per jaar maximaal 100% van het vaste inkomen mag bedragen alleen geldt voor leden van de raad van bestuur en bijvoorbeeld niet voor handelaren. Gevaar schuilt voorts in het feit dat ook ten aanzien van variabele beloningen het «pas toe of leg uit» beginsel geldt. Of de banken de verleiding kunnen weerstaan om hiervan veelvuldig gebruik te maken als het weer crescendo gaat zal de tijd moeten leren.

Er is weinig dwingende regelgeving met betrekking tot beloningen op nationaal en internationaal niveau. Dit is opmerkelijk aangezien uit de cijfers van de monitoring commissie corporate governance code⁷⁵⁵ en uit cijfers van het IIF⁷⁵⁶ kan worden geconcludeerd dat de naleving van zelfregulering op het gebied van beloningen te wensen overlaat. Daarmee lijkt de vraag gerechtvaardigd of het waarschijnlijk is dat de nieuwe, niet-dwingende regels wel zullen worden nageleefd. Concreet kan, gelet

⁷⁵³ Institute of International Finance, «Compensation in financial services, Industry progress and the Agenda for Change», maart 2009.

⁷⁵⁴ Het is echter onbekend in hoeverre Nederlandse financiële instellingen de IIF Principes naleven waardoor niet met zekerheid kan worden gesteld dat er sprake is van slechte naleving door Nederlandse financiële instellingen.

⁷⁵⁵ De regels in de Corporate Governance code hebben ondanks de wettelijke verankering geen dwingende werking, omdat de mogelijkheid door de wetgever is opengelaten om van de bepalingen af te wijken, mits de afwijking wordt uitgelegd («Pas toe of leg uit» beginsel). Omdat de naleving van de Corporate Governance Code in eerste instantie door uitleg aan de AvA wordt gewaarborgd, kan de code in dit verband worden gezien als een vorm van zelfregulering.

⁷⁵⁶ Het is opmerkelijk dat de naleving van de IIF Principes onder het gewenste niveau is. De IIF Principes dateren namelijk uit 2008, een jaar waarin de beloningen bij financiële instellingen voor veel ophef zorgden. Indien de naleving van deze principes te wensen overlaat in tijden waarin de beloningen bij financiële instellingen leiden tot grote maatschappelijke onrust, is het moeilijk optimistisch te zijn over de (mate van) naleving van de principes wanneer de publieke aandacht voor dit onderwerp afneemt.

op de slechte naleving van de IIF Principes, betwijfeld worden of de Code Banken nageleefd zal worden. Tevens kan, gelet op de bevindingen van de monitoring commissie corporate governance code, betwijfeld worden of de Code Frijns of de Code Banken beter nageleefd zullen worden dan de Code Tabaksblad. Daarmee lijkt het erop dat de beloningsproblematiek niet kan worden opgelost zolang er geen bindend kader wordt gecreëerd op grond waarvan toezichthouders kunnen ingrijpen. Uit het op 18 september 2009 door de DNB gepubliceerde onderzoek bij 27 Nederlandse ondernemingen blijkt dat de risico's die zijn verbonden aan het beloningsbeleid en aan de toekenning van (variabele) beloningen nog niet voldoende worden beheerst. De betrokken ondernemingen hadden echter in self assessments aangegeven voor het grootste deel reeds te voldoen aan de op 7 mei 2009 door de DNB en de AFM opgestelde Principes. Weliswaar betreft het onderzoek van de DNB de beloningen over 2007 en 2008, maar toch geeft het aan dat enige extra controle en handhaving door de externe toezichthouder wenselijk is.

In de verschillende stukken wordt het belang van een globale aanpak benadrukt: beloningen worden als een instrument gezien om talent aan te kunnen trekken en ondernemingen moeten hun talent uit een mondiale vijver vissen. Gezien de (invloed op de) markt waarop grote financiële ondernemingen zich begeven is het dan ook aannemelijk dat beloningen een mondiale problematiek betreffen.

Op internationaal niveau zijn de implementatiestandaarden van de Financial Stability Board (hierna: «FSB implementatiestandaarden») aan te merken als de belangrijkste beloningsregels en de meest erkende internationale standaarden op het gebied van beloningen. De G20 hebben deze implementatiestandaarden zelfs expliciet onderschreven.⁷⁵⁷ Ook de beloningsprincipes van de Financial Stability Forum (hierna: «FSF Principes»)⁷⁵⁸ – de Principes waarop de implementatiestandaarden gebaseerd zijn – worden breed gedragen. De Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling («OESO») heeft in haar beoordeling van haar corporate governance bepalingen in 2009 financiële instellingen het advies gegeven om deze Principes te volgen. Een visie van het kabinet op de vraag of deze regels voor Nederlandse financiële ondernemingen zouden moeten gelden en, zo ja, welke stappen Nederland heeft ondernomen of nog moet ondernemen om deze regels in de Nederlandse wetgeving te implementeren, ontbreekt vooralsnog.

De Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB vormen een (beperkte) Nederlandse invulling van de FSF Principes. Gezien het feit dat in de FSB implementatiestandaarden een belangrijke rol wordt toebedeeld aan de toezichthouders, ligt het in de lijn der verwachtingen dat de AFM en DNB regels een belangrijke rol zouden kunnen gaan spelen in de Nederlandse implementatie van de FSF Principes en de FSB implementatiestandaarden. Indien de plannen doorgaan om de AFM en DNB Principes wettelijk te verankeren in de Wet op het financieel toezicht, zal aandacht moeten worden besteed aan de vraag hoe en door welke toezichthouder deze principes zullen worden gehandhaafd.⁷⁵⁹

Op Europees niveau wordt in een van de nieuwe Europese Aanbevelingen⁷⁶⁰ invulling gegeven aan de FSF Principes. Ook de bepalingen uit deze Aanbeveling dateren van voor de FSB implementatiestandaarden waardoor deze nog niet zijn meegenomen. In het verleden is gebleken dat de Europese Aanbevelingen op het gebied van het beloningsbeleid niet voldoende zijn geïmplementeerd. Hoewel de Europese Commissie een

⁷⁵⁷ Onduidelijk is of de G20 ook de beloningsprincipes van de Financiële Stability Forum – de voorganger van de Financial Stability Board – van april 2009 hebben onderschreven.

⁷⁵⁸ De Financial Stability Forum is de voorganger van de Financial Stability Board.

⁷⁵⁹ Onduidelijk blijft hoe DNB het beloningsbeleid bij financiële instellingen thans aan de Principes kan toetsen.

⁷⁶⁰ Aanbeveling van de commissie over het beloningsbeleid in de financiële sector (C(2009) 3159).

aantal extra maatregelen heeft getroffen om de lidstaten tot terugkoppeling van de genomen implementatieacties te verleiden, blijft de Aanbeveling niet-bindend en is de vraag gerechtvaardigd of de Aanbeveling breed geïmplementeerd zal worden.

Tot slot is er, naast het initiatief van de FSF en diens opvolger de FSB om mondiaal gelijke beloningsregels te creëren, in diverse documenten die (suggesties voor) regels voor het bankwezen bevatten, voorgesteld⁷⁶¹ dat toezichthouders via pijler II van Basel II (ook een mondiaal instrument) de mogelijkheid zouden moeten krijgen om in te grijpen. Dit ingrijpen zou gestalte krijgen doordat toezichthouders de bevoegdheid krijgen om extra kapitaal te vereisen indien een bank niet voldoet aan een deugdelijk beloningsbeleid. Vooralsnog lijkt het in Nederland echter nog niet mogelijk voor toezichthouders om op deze grondslag in te grijpen.

Concluderend kan gesteld worden dat de DNB en AFM Principes (nog) geen volwaardige vertaling zijn van de FSF Principes dan wel de FSB implementatiestandaarden. De AFM en DNB Principes zijn in mei 2009 opgesteld terwijl de FSB implementatiestandaarden van september 2009 dateren. De FSB implementatiestandaarden zijn dus nog niet in de AFM en DNB Principes verwerkt. Hoewel de meeste regels uit de FSF Principes terug te vinden zijn in de AFM en DNB Principes, is het verstandig om de regels nogmaals naast elkaar te leggen om zo een aantal onduidelikheden weg te nemen. Uit de AFM en DNB Principes wordt bijvoorbeeld niet duidelijk of de «*claw back*» bepalingen worden geacht een geschikt instrument te zijn om de beloningen aan de tijdshorizon van risico's te koppelen, terwijl dit instrument wel expliciet in de FSF Principes wordt genoemd. Niet duidelijk is welke rol de DNB en AFM Principes gaan vervullen naast de Code Banken.

6.7.5 Risicomanagement

Inleiding

Wie onderneemt, neemt risico's. Maar hoeveel risico's kan en mag een bestuurder van een onderneming nemen? Een bestuurder van een onderneming die geen controle over de vennootschap – en dus over de risico's – heeft, bestuurt namelijk niet.⁷⁶² Het beheersen van risico's is dan ook een belangrijk onderdeel van het functioneren van een onderneming. Bij risicobeheersing gaat het onder andere om verzekeren, preventie en veiligstellen van de marktpositie zodat de mogelijkheid van schade of verlies bij een onderneming zich tot een zo laag mogelijk niveau beperkt tegen een zo laag mogelijk kostenniveau.⁷⁶³

In de Code Tabaksblad wordt de term «interne risicobeheersings- en controlesystemen» gebruikt om het onderwerp van risicomanagement te duiden.⁷⁶⁴ Deze term wordt ook in de Code Frijns gebruikt. In dit hoofdstuk zullen de termen «interne risicobeheersings- en controlesystemen» en risicomanagement door elkaar worden gebruikt.

Uit de aard van het risicomanagement volgt dat zelfs het beste systeem van «interne risicobeheersings- en controlesystemen» niet kan voorkomen dat bepaalde risico's zich verwezenlijken, noch kan garanderen dat er adequaat op een verwezenlijkt risico wordt gereageerd. Ook biedt het systeem geen garantie dat bepaalde doelstellingen worden gehaald of dat de juiste beslissingen worden genomen.⁷⁶⁵

⁷⁶¹ Zool in de FSB implementatiestandaarden, in het rapport van de High-Level Group on financial supervision in the EU en in mindere mate in de High-Level principles for remuneration van het Committee of European Banking Supervisors.

⁷⁶² B.J. Schoordijk, «Risk management als hoeksteen van corporate governance», in: *Tussen Themis en Mercurius*, Deventer 2005, p. 309.

⁷⁶³ W.J. Slagter en B. Wessels, *Risicobeheersing*, Preadviezen van de Nederlandse Vereniging van Ondernemingsrechtadviseurs, Deventer: Law & Practice Publishers 1995, p. 46.

⁷⁶⁴ B.J. Schoordijk, a.w., p. 311. Overigens gaat de term interne risicobeheersings- en controlesystemen ervan uit dat er enerzijds een intern risicobeheersingssysteem en anderzijds een intern controlesysteem is. De vraag is of het twee losse systemen zijn of dat de systemen elkaar behelzen. Zie B. Bier, *Het risico van de risicobeheersing- en interne controlesystemen: de «in control» verklaring van de Code Tabaksblad, Ondernemingsrecht 2005*, 188.

⁷⁶⁵ B.J. Schoordijk, «Risk management als hoeksteen van corporate governance», in: *Tussen Themis en Mercurius*, Deventer: Kluwer 2005, p. 324, 325 en 327 en B.C.J.M. van Beurden, «De onderneming is «in control»», *TvOB 2004*, nr. 4, p. 160.

Code Tabaksblat

De vennootschap dient een op de vennootschap toegesneden interne risicobeheersings- en controlesysteem te hebben.⁷⁶⁶ Als instrumenten van risicomangement, moet de vennootschap in ieder geval gebruik maken van: (i) risicoanalyses van de operationele en financiële doelstellingen van de vennootschap, (ii) een gedragscode die in ieder geval op de website van de vennootschap wordt geplaatst, (iii) handleidingen voor de inrichting van de financiële verslaggeving en de voor de opstelling daarvan te volgen procedures, en (iv) een systeem van monitoring en rapportering.⁷⁶⁷

Het bestuur dient de interne risicobeheersings- en controlesystemen met de RvC en de auditcommissie te bespreken.⁷⁶⁸ Ook de externe accountant wordt bij het risicomangement betrokken, zij het in diens verslaggeving aan het bestuur en de RvC.⁷⁶⁹ Over de rol van de interne accountant blijft de Code Tabaksblat enigszins vaag. Het enige wat hierover wordt gesteld is dat de interne accountant een belangrijke rol *kan* spelen in het beoordelen en het toetsen van interne risicobeheersings- en controlesystemen.⁷⁷⁰ Hieronder worden de bepalingen die betrekking hebben op de verschillende betrokken partijen uiteengezet.

Het bestuur dient te verklaren dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen adequaat en effectief zijn.⁷⁷¹ Dit is de zogenoemde «in control» verklaring.⁷⁷² Overigens, anders dan nog weleens wordt gesuggereerd, hoeft de «in control» verklaring geen separate verklaring van het bestuur te zijn.⁷⁷³ Volgens de monitoring commissie corporate governance beperkt de «in control» verklaring zich tot de financiële verslaggevingrisico's.⁷⁷⁴ Het bestuur moet een duidelijke onderbouwing geven van haar verklaring. Verder dient het bestuur over de werking van het systeem in het jaarverslag te rapporteren. Daarbij dient het bestuur aan te geven welke significante wijzigingen aan het systeem zijn aangebracht en welke eventuele belangrijke verbeteringen zijn gepland. Ook dient het bestuur aan te geven dat de hiervoor genoemde wijzigingen en geplande verbeteringen met de RvC en de auditcommissie zijn besproken.⁷⁷⁵ In de verklaring van en toelichting op enkele begrippen die in de Code zijn gebruikt, staat dat het in de rede ligt «*dat het bestuur in de verklaring over de interne risicobeheersings- en controlesystemen aangeeft welk raamwerk of normenkader (zoals bijvoorbeeld het COSO raamwerk voor interne beheersing) hij heeft gehanteerd bij de evaluatie van het interne risicobeheersings- en controlesysteem.*»⁷⁷⁶

De RvC dient onder andere toezicht te houden op de opzet en de werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen.⁷⁷⁷ Verder moet de RvC minimaal een keer per jaar (i) de strategie en de risico's verbonden aan de onderneming en (ii) de uitkomsten van de beoordeling door het bestuur van de opzet en de werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen bespreken. Ook eventuele significante wijzigingen in de opzet en de werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen dienen te worden besproken. In het verslag van de RvC moet worden vermeld dat deze besprekingen zijn gehouden.⁷⁷⁸

De taak van de auditcommissie omvat onder andere het houden van toezicht op het bestuur ten aanzien van de werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen. Hieronder wordt in ieder geval begrepen het toezicht op de naleving van de relevante wet- en regelgeving en het toezicht op de werking van gedragscodes.⁷⁷⁹ De auditcom-

⁷⁶⁶ Omdat in de Code Tabaksblat staat dat het systeem toegesneden dient te zijn op de vennootschap, is er ruimte overgelaten voor kleine vennootschappen om met minder omvangrijke procedures te volstaan. Zie de aan de Code gehechte verklaring van en toelichting op enkele begrippen die in de Code zijn gebruikt.

⁷⁶⁷ Artikel II.1.3 Code Tabaksblat en II.1.3 Code Frijns.

⁷⁶⁸ Artikel II.1 Code Tabaksblat en II.1 Code Frijns.

⁷⁶⁹ Artikel V.4.3 sub c Code Tabaksblat en artikel V.4.3. sub c Code Frijns.

⁷⁷⁰ Artikel V.3 Code Tabaksblat.

⁷⁷¹ Artikel I.1.4 Code Tabaksblat.

⁷⁷² Zie hierover onder andere B. Bier, «Het risico van de risicobeheersing- en interne controlesystemen: de «in control»-verklaring van de Code Tabaksblat», *Ondernemingsrecht* 2005, 188, p. 539–545.

⁷⁷³ B.J. Schoordijk, «Risk management als hoeksteen van corporate governance», in: *Tussen Themis en Mercurius*, Deventer 2005, p. 322 en E. de Jong, «Interne controle: the next banana skin?», *Ondernemingsrecht* 2005, 163, p. 463.

⁷⁷⁴ Monitoring commissie corporate governance code (2005), «Rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code», p. 52.

⁷⁷⁵ Artikel I.1.4 Code Tabaksblat.

⁷⁷⁶ II.1.4 van de verklaring van en toelichting op enkele begrippen die in de Code Tabaksblat zijn gebruikt.

⁷⁷⁷ Artikel III.1.6 Code Tabaksblat en artikel III.1.6 Code Frijns.

⁷⁷⁸ Artikel III.1.8 Code Tabaksblat artikel III.1.8 Code Frijns.

⁷⁷⁹ Artikel III.5.4 sub a Code Tabaksblat en artikel III.5.4 sub a Code Frijns.

missie richt zich dus alleen op de werking en niet op de opzet van de interne risicobeheersings- en controlesystemen.

In de Code Tabaksblat wordt ook een plaats voor het risicomanagement in de verslaglegging van de externe accountant gereserveerd. In het verslag met betrekking tot de controle van de jaarrekening, staat datgene wat de accountant onder de aandacht van het bestuur en de RvC wil brengen.⁷⁸⁰ Daardoor heeft de accountant ten aanzien van de interne risicobeheersings- en controlesystemen een signalerende functie en geen controlefunctie.⁷⁸¹ In de Code worden diverse onderwerpen genoemd die in het verslag aan de orde kunnen komen. Zo kan met betrekking tot de werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen – waaronder begrepen de betrouwbaarheid en continuïteit van de geautomatiseerde gegevensverwerking – en de kwaliteit van de interne informatievoorziening, een aantal opmerkingen door de externe accountant worden gemaakt. Bij de opmerkingen kan worden gedacht aan constatering over bedreigingen en risico's voor de vennootschap en hoe daarover gerapporteerd moet worden. Ook kunnen verbeterpunten, geconstateerde leemten en kwaliteitsbeoordelingen in het verslag worden opgenomen. Tot slot kan ook over de naleving van onder meer de statuten, instructies, regelgeving, leningsconvenanten en vereisten van externe toezichthouders worden gerapporteerd.⁷⁸²

⁷⁸⁰ Het gaat hierbij om het verslag zoals bedoeld in artikel 2:393 lid 4 BW. Met dit verslag wordt de zogenoemde «*management letter*» bedoeld. Zie monitoring commissie corporate governance code (2006), «Rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code», p. 68.

⁷⁸¹ Monitoring commissie corporate governance code (2006), Rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code, p. 68.

⁷⁸² Artikel V.4.3 sub c Code Tabaksblat en artikel V.4.3 sub c Code Frijs.

⁷⁸³ Zie weliswaar niet voor de financiële sector, maar wel voor de woningcorporatiesector: Hans Verbraeken, Deel woningcorporaties blind voor risico, financieel dagblad, 22 september 2009. Uit het artikel blijkt dat tussen een derde en de helft van de commissarissen geen inzicht heeft op de manier waarop de corporaties hun risico's beheersen.

⁷⁸⁴ Zie in dit kader bijvoorbeeld het voorstel van J. van Manen om een beroepsvereniging analoog aan de Orde van Advocaten op te stellen. Zie daarvoor het artikel «Pleidooi voor beroepsgroep commissarissen» gedateerd 27 februari 2009. Het artikel is te vinden op <www.pwc.nl>. Verder kan ook worden gekeken naar het discussiestuk «Gedragscode voor commissarissen en toezichhouders» van A. de Bos en M. Lückerath-Rovers van 9 oktober 2009. Dit consultatiedocument voor een eventuele gedragscode voor commissarissen heeft onder andere als doel om de verwachtingen met betrekking tot de inhoud van de taak van de commissarissen in te vullen.

⁷⁸⁵ Zie hiervoor de artt. 2:140 lid 2 en 2:250 lid 2 BW. ABN Amro commissaris Trude Maas is van mening dat ABN Amro zich in ieder geval teveel door het aandeelhoudersbelang heeft laten leiden. Zie J. Schoenmakers, «We zijn ten prooi gevallen aan blinde vlekken», Goed Bestuur 1, 2009, p. 10.

⁷⁸⁶ In de Code Frijs is wel aangegeven dat de beloningsstructuur een operationeel risico kan opleveren. Zie II.1.4 van de verklaring van en toelichting op enkele begrippen die in de Code Frijs zijn gebruikt.

Lacunae

De RvC en zijn auditcommissie hebben een sleutelrol in de bespreking van het risicomanagement. Toch zijn de bepalingen in de Code Tabaksblat op dit gebied erg «soft». Weliswaar dient de RvC toezicht te houden op het risicomanagement, maar de invulling van dat toezicht houdt eigenlijk alleen maar bespreking met het bestuur in. De besprekingen hoeven niet te worden gehouden voordat het bestuur tot een beslissing omtrent het risicomanagement is gekomen, noch hoeft de RvC het risicomanagement goed te keuren. Het bestuur kan in theorie de besprekingen met de RvC volledig negeren. De auditcommissie heeft op dit gebied alleen maar de taak om de werking van het risicomanagement te toetsen. Ook al zouden de verschillende regelingen voldoende handvatten bieden voor de RvC om zich met het risicomanagement te bemoeien, dan blijft het de vraag of de RvC überhaupt actief aan de slag gaat met het risicomanagement. Er bestaan aanwijzingen⁷⁸³ dat de RvC's zich niet voldoende bewust zijn of waren van het risicomanagement van de onderneming waarop zij toezicht houden, terwijl zij op grond van de Code Tabaksblat hiertoe wel verplicht zijn. Een probleem daarbij is dat er geen controle bestaat op het interne functioneren van de RvC of van de individuele leden. Er bestaat bijvoorbeeld geen tuchtrecht voor slecht functionerende commissarissen. De corporate governance regels formuleren geen oplossing voor dit probleem. Waarschijnlijk wordt dit probleem niet opgelost zolang het functioneren van de (raad van) commissarissen niet extern getoetst kan worden.⁷⁸⁴

Daarnaast blijft de vraag of de RvC's zich teveel door het aandeelhoudersbelang hebben laten leiden bij het beoordelen van het risicomanagement, terwijl zij zich op grond van de wet bij de vervulling van hun taak naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming dienen te richten.⁷⁸⁵ Als voorbeeld geldt het toezicht op de beloningsstructuur. Zie paragraaf 6.7.4.. Bij dit voorbeeld kan de kanttekening worden gemaakt dat in de Code Tabaksblat nog niet expliciet is aangegeven dat beloningen onder het risicomanagement vallen.⁷⁸⁶

De openbaarmakingsverplichtingen ten aanzien van de besprekingen over het risicomanagement zijn verder te verwaarlozen. In het jaarverslag hoeft – met uitzondering van de «in control» verklaring – alleen te worden vermeld dat er besprekingen zijn geweest tussen het bestuur en de RvC en niet wat er precies is besproken. Volgens Mertens en Blij voldeed nog geen enkele onderneming over het boekjaar 2007 aan het vereiste om alle⁷⁸⁷ risicomanagement aspecten in het jaarverslag op te nemen.⁷⁸⁸ Hoewel geconstateerd wordt dat de interne auditor⁷⁸⁹ een belangrijke rol kan spelen in het beoordelen en het toetsen van interne risicobeheersings- en controlesystemen, wordt in de Code geen rol voor de interne auditor weggelegd met betrekking tot het risicomanagement.⁷⁹⁰ Dit lijkt een ernstige tekortkoming, aangezien (de controle van) het risicomanagement tot de kern van de taken van de interne auditor behoort.

⁷⁸⁷ Bij de beoordeling van de risicomanagement aspecten hebben Mertens en Blij ook aandacht besteed aan de speerpuntenbrief van Eumedion d.d. 8 november 2007. Mertens en Blij hebben dus meer vereisten getoetst dan volgens de Nederlandse corporate governance standaarden zou moeten. Daar dit hoofdstuk alleen het risicomanagement vanuit het corporate governance perspectief behandelt, dient deze bevinding van Mertens en Blij in deze context te worden geplaatst.

⁷⁸⁸ G.M.H. Mertens en I.H.C. Blij, «Inzicht in onzekerheid, Onderzoek naar de risicoparagrafen in de jaarverslagen 2007 van beursfondsen», onderzoek in opdracht van het Koninklijk NIVRA en Eumedion, juni 2008.

⁷⁸⁹ In de Code Tabaksblat wordt nog de term «interne accountant» gebruikt. In de Code Frijns is de term «interne accountant» vervangen voor de term «interne auditor».

⁷⁹⁰ Artikel V.3 Code Tabaksblat.

⁷⁹¹ B. Bier, «Het risico van de risicobeheersing- en interne controlesystemen: de «in control» verklaring van de Code Tabaksblat», *Ondernemingsrecht* 2005, 188, p. 545 beantwoordt deze vraag ontkennend.

⁷⁹² Zie onder andere B. Bier, Het risico van de risicobeheersing- en interne controlesystemen: de «in control» verklaring van de Code Tabaksblat, *Ondernemingsrecht* 2005, 188, p. 543–544, en E. de Jong, *Interne controle: the next banana skin?* *Ondernemingsrecht* 2005, 163, p. 463.

⁷⁹³ B.J. Schoordijk, «Risk management als hoeksteen van corporate governance», in: *Tussen Themis en Mercurius*, Deventer 2005, p. 324.

⁷⁹⁴ Op basis van artikel 2:139 BW.

⁷⁹⁵ Op basis van artikel 2:150 BW. Volgens Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2 II* 2009, nr. 526, kan een commissaris zich echter eerder disculperen dan een bestuurder. Zo mag de commissaris vertrouwen op de controlerende werkzaamheden van de accountant. Ook J.B. Huizink, *Groene serie rechtspersonen*, (losbl.) Deventer, aant. 3 bij artikel 150, is van mening dat commissarissen zich eerder kunnen verdisculperen, maar is tevens van mening dat commissarissen niet (steeds) volledig op het oordeel van de accountant kunnen vertrouwen.

⁷⁹⁶ B. Bier, «Het risico van de risicobeheersing- en interne controlesystemen: de «in control» verklaring van de Code Tabaksblat», *Ondernemingsrecht* 2005, 188, p. 544.

Ook de AvA wordt (bijna) niet betrokken bij het risicomanagement van de vennootschap. Alleen via de verplichting van de RvC en het bestuur om verslag te doen over een aantal punten, wordt de AvA betrokken bij het risicomanagement. In het jaarverslag hoeft echter enkel (i) aandacht te worden besteed aan de werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen en (ii) te worden geconstateerd dat de RvC een aantal onderwerpen heeft besproken. Alleen de «in control» bepaling kan nog enkele zekerheid aan aandeelhouders geven. Het blijft echter de vraag of de «in control» verklaring de verwachtingen kan waarmaken die het bij het publiek wekt.⁷⁹¹

Nog los van de vraag of de «in control» verklaring van toegevoegde waarde is,⁷⁹² bestaan een aantal lacunes met betrekking tot de «in control» verklaring zoals geformuleerd in de Code Tabaksblat. Het eerste voorbeeld betreft de innerlijke tegenstrijdigheid van de betrokken best practice bepaling. De bepaling is zo opgesteld dat er een zeer absolute verplichting voor het bestuur bestaat ten aanzien van de effectiviteit en de adequaatheid van het risicomanagement. Tegelijkertijd wordt in dezelfde bepaling gesteld dat het bestuur in de verklaring moet aangeven welke belangrijke verbeteringen gepland zijn met betrekking tot de systemen. Maar, bij een adequaat en effectief risicomanagement is er eigenlijk geen ruimte voor verbeteringen.⁷⁹³

Een groter probleem ontstaat door dezelfde formulering van de «in control» bepaling: de interne risicobeheersings- en controlesystemen dienen namelijk adequaat en effectief te zijn. Het probleem met het in de tegenwoordige tijd stellen van deze verplichting is dat het niet mogelijk dan wel onverantwoord is om te verklaren dat de systemen adequaat en effectief zijn, aangezien de systemen continu in beweging zijn en aangepast worden. Wat als nu achteraf blijkt dat de systemen toch niet adequaat en effectief waren? Een derde zou de bestuurders⁷⁹⁴ en commissarissen⁷⁹⁵ (hoofdelijk) aansprakelijk kunnen stellen voor het geven van een misleidende voorstelling in het jaarverslag. Ook zou in bepaalde situaties geen «in control» verklaring kunnen worden gegeven, terwijl de onderneming wel de gewenste houding heeft. Dit is bijvoorbeeld het geval indien een onderneming een acquisitie heeft gedaan. De onderneming dient de nieuwe onderneming dan te integreren in de groep. Dit betekent bijna per definitie dat het risicomanagement systeem niet adequaat en effectief is. Hoewel de vennootschap druk bezig kan zijn met het op orde brengen van het risicomanagement van de nieuwe onderneming, kan het bestuur in een dergelijke situatie eigenlijk geen «in control» verklaring geven.⁷⁹⁶

Code Frijns

De risicomanagement bepalingen uit de Code Tabaksblat zijn grotendeels overgenomen in de Code Frijns. Er zijn een aantal kleine en een aantal grotere veranderingen doorgevoerd en er is een nieuwe best practice bepaling toegevoegd. Alleen de verschillen tussen de twee Codes worden in dit hoofdstuk behandeld.

Waar in de Code Tabaksblat stond dat de RvC minimaal een keer per jaar de strategie en de risico's verbonden aan de onderneming moest bespreken, is dit in de Code Frijns gepreciseerd dat alleen de voornaamste risico's hoeven te worden besproken.⁷⁹⁷ Verder is de enigszins overbodige bepaling geschrapt dat de interne accountant een belangrijke rol in de beoordeling en toetsing van interne risicobeheersings- en controlesystemen kan spelen.⁷⁹⁸

Verder is nieuw dat het bestuur ook een beschrijving van de voornaamste risico's⁷⁹⁹ gerelateerd aan de *strategie* in het jaarverslag dient op te nemen. Daarnaast is de verplichting van het bestuur aangescherpt om in het jaarverslag verslag te doen van de interne risicobeheersings- en controlesystemen. Naast de verplichting uit de Code Tabaksblat om verslag over de werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen te doen, dient het bestuur op grond van de Code Frijns ook over de opzet van de systemen te rapporteren. Tot slot is ook toegevoegd dat het bestuur in het jaarverslag eventueel geconstateerde tekortkomingen in het risicomanagement moet beschrijven.⁸⁰⁰

In een nieuwe best practice bepaling is de «in control» bepaling aangepast.⁸⁰¹ In de bepaling staat dat het bestuur in het jaarverslag moet verklaren dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen een redelijke mate van zekerheid geven dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden van materieel belang bevat en dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen naar behoren hebben gefunctioneerd. Het bestuur dient dit op een duidelijke manier te onderbouwen.⁸⁰²

In vergelijking met de Code Tabaksblat zijn vooral de bepalingen aangepast die betrekking hebben op het bestuur. Ten aanzien van de externe accountant en de auditcommissie is niets veranderd. De taak van de RvC is vernauwd want het bestuur hoeft alleen nog maar de *voornaamste* risico's met de RvC te bespreken. Over de rol van de interne auditor met betrekking tot het risicomanagement wordt in de Code Frijns niets meer vermeld. De regels zijn wel aangescherpt met betrekking tot de taak van het bestuur. Het bestuur dient vooral meer gegevens in het jaarverslag te plaatsen. Tot slot is de «in control» bepaling versoepeld.⁸⁰³

Code Banken

De Code Banken bevat een aantal belangrijke nieuwe regels ten aanzien van risicomanagement. In deze Code wordt bepaald dat het bestuur en daarbinnen primair de voorzitter van het bestuur verantwoordelijk zijn voor het vaststellen, uitvoeren, monitoren en waar nodig bijstellen van het risicobeleid van de bank. Er wordt een bestuurder aangewezen die de taak krijgt opgedragen om besluitvorming binnen het bestuur op het punt van risicobeheer voor te bereiden. Dit bestuurslid draagt geen commerciële verantwoordelijkheden. Het risicobeheer moet zo zijn ingericht door het bestuur dat hij tijdig op de hoogte is van materiële risico's die de bank loopt opdat deze risico's beheerst kunnen worden.

⁷⁹⁷ Artikel III.1.8 Code Tabaksblat.

⁷⁹⁸ Zie artikel V.3 Code Tabaksblat en V.3 Code Frijns.

⁷⁹⁹ De Commissie Frijns bepaalt dat het dus niet om een uitputtende beschrijving van alle risico's gaat, maar om een beschrijving van de belangrijkste risico's, te weten: strategische en operationele risico's, financiële risico's, wet- en regelgevingrisico's en financiële verslaggevingrisico's. De beloningsstructuur van bestuurders en werknemers kan een operationeel risico opleveren. Van belang is verder dat de vennootschap in de beschrijving aandacht besteedt aan haar risicoprofiel: hoe verhoudt de risk appetite zich ten opzichte van de gevoeligheid van de vennootschap voor verwezenlijking van de risico's? Zie II.1.4 van de verklaring van en toelichting op enkele begrippen die in de Code Frijns zijn gebruikt.

⁸⁰⁰ Artikel II.1.4 Code Tabaksblat.

⁸⁰¹ Overweging 26 van de verantwoording van het werk van de commissie.

⁸⁰² Artikel II.1.5 Code Frijns. Overigens worden vennootschappen geacht te voldoen aan deze «in control» bepaling indien zij op juiste wijze toepassing geven aan Section 404 van de Sarbanes-Oxley Act (Amerika). Zie II.1.5 van de verklaring van en toelichting op enkele begrippen die in de Code Frijns zijn gebruikt.

⁸⁰³ C.W. de Monchy en M.H. Legein (red.), *Corporate Governance in Nederland*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2009, p. 81.

De regels ten aanzien van het toezicht door de RvC op het door het bestuur gevoerde risicobeleid worden aangescherpt. Zo moet het bestuur de risicobereidheid tenminste jaarlijks ter goedkeuring aan de RvC voorleggen. Tussentijdse materiële wijzigingen worden eveneens aan de RvC voorgelegd. Voorts wordt als vereiste gesteld dat iedere bank een Product Goedkeuringsproces heeft. Dit houdt in dat producten niet op de markt worden gebracht of gedistribueerd zonder een zorgvuldige afweging van de risico's door de risicomangementfunctie binnen de bank en een zorgvuldige toetsing van andere relevante aspecten, waaronder de zorgplicht jegens de klant.

Conclusie

Behalve de aanscherping van de openbaarmakingsverplichtingen van de bestuurder, zijn de bepalingen in de Code Frijns met betrekking tot het risicomangement versoepeld.⁸⁰⁴ De Code Banken bevat een aanscherping van de regels ten aanzien van het risicomangement. Een punt van zorg bij de Code Banken blijft – gezien het «pas toe of leg uit» beginsel – de controle op de naleving van de regels.

⁸⁰⁴ Het kabinet is een andere mening toegedaan en vindt dat er met de Code Frijns een zwaardere nadruk op risicobeheersing is komen te liggen. *Kamerstukken II 2008–2009*, 31 083, nr. 29, p. 8.

7. SAMENVATTING EN DUIDING HOOFDPUNTEN

7.1 Inleiding

In het voorgaande is een grote hoeveelheid wetten en regelingen de revue gepasseerd. Het doel hiervan was inzicht te verkrijgen in de recente ontwikkelingen in de wet- en regelgeving voor zover die mogelijk relevant zijn voor een nadere bestudering van oorzaken, versterking of transmissie van de huidige crisis. Tevens was het de bedoeling een schets te geven van het algemene wet- en regelgevingskader waarbinnen ook toezichtsystemen tot stand zijn gekomen en waarbinnen toezichthouders functio-neerden. Vele wetten en regels zijn immers afgeleiden van algemenere kaders. Tevens dienen financiële ondernemingen zich te houden aan bepaalde wetten en regels van algemene strekking. Omdat Nederland een klein eilandje is in de grote financiële zee kon niet worden volstaan met een inventarisatie van Nederlandse wet- en regelgeving terzake.⁸⁰⁵

In dit hoofdstuk putten wij bij wijze van samenvatting en accentuering allereerst uit de conclusies zoals die ter plekke in de voorafgaande hoofdstukken zijn getrokken. Daarnaast doen wij een poging de ontwikkelingen te duiden in het licht van de recente crisis. Hierbij moeten drie opmerkingen vooraf worden gemaakt. In de eerste plaats ligt de bron van de huidige crisis niet in Nederland. Voor een beter begrip van de oorzaken is daarom een blik buiten de landsgrenzen onvermijdelijk. Wel kan worden geanalyseerd in hoeverre Nederlandse wet- en regelgeving ons land meer of minder gevoelig heeft gemaakt voor besmetting. In de tweede plaats moet worden volstaan met de duiding van hoofdlijnen. De nationale wet- en regelgeving terzake is een *mère à boire*. Alleen door hoofd- van bijzaken te scheiden is het mogelijk door de bomen een bos te zien.

De derde opmerking is misschien wel de belangrijkste. De financieel-economische werkelijkheid is zo complex dat alleen met behulp van een theoretisch filter zin van onzin kan worden gescheiden. Dat geldt niet alleen voor beleidsmakers maar ook voor beleidsonderzoekers. Ons startpunt is dat veel beleid tot stand is gekomen op basis van de vaak impliciete hantering van twee cruciale veronderstellingen: (1) economische agenten gedragen zich grosso modo als een homo economicus; en (2) markten tenderen naar efficiëntie. Beide leerstukken zijn de fundamentele pijlers van de neoklassieke theorie die in de economische wetenschappen sinds jaar en dag de toon zetten, in het bijzonder in de op dit terrein steeds relevanter geachte micro-economie. De eerste veronderstelling impliceert dat veel economische theorie is gebouwd op modellen van menselijk keuzegedrag waarin de homo economicus zijn verwachte nut onder randvoorwaarden rationeel maximaliseert met gebruikmaking van alle relevante en beschikbare informatie. De tweede veronderstelling is weerspiegeld in de beroemde onzichtbare hand van Adam Smith. Op markten zorgen prijssignalen ervoor dat alle individueel beschikbare informatie wordt geaggregeerd zodat in deze prijssignalen alle relevante informatie is verwerkt.

Onze duiding is gebaseerd op een omkering van beide uitgangspunten. Op grond van institutionele en gedragswetenschappelijke evidentie gaan wij ervan uit dat (1) economische agenten veel meer overeenkomsten vertonen met een homo psychologicus en (2) markten niet zonder meer tenderen in de richting van efficiëntie. De genoemde twee stromingen – waarvan de eerste teruggaat op theorievorming uit het begin van de vorige eeuw voordat hij opnieuw naar voren kwam in de jaren tachtig,

⁸⁰⁵ In Deel II wordt aansluitend op dit rapport dieper ingegaan op de specifieke positie van het toezicht.

terwijl de tweede vanaf het einde van de jaren zestig in opkomst is – postuleren dat het gedrag van actoren in belangrijke mate wordt ingegeven door gewoonten en gebruiken, vuistregels, en psychologische prerogatieven (zie De Jonge 2009; Hodgson 2007). Een veelheid aan experimenteel onderzoek laat zien dat deze postulaten herkenbaar zijn in de empirische werkelijkheid, en dat deze bevindingen verregaande consequenties hebben voor het effect en het ontwerp van beleid (Thaler en Sunstein 2008).

Beide afwijkingen van de dominante economisch leer – homo psychologicus⁸⁰⁶ en imperfecte markten – impliceren dat wij expliciet rekening houden met menselijke en marktimperfecties. De homo sapiens is geen perfecte beslismachine, noch is de markt een perfecte informatieverwerker. Sterker nog: menselijk gedrag wordt gekenmerkt door systematische afwijkingen van perfecte rationaliteit, en binnen markten zijn krachten werkzaam die er systematisch voor zorgen dat andere dan efficiëntieregels in acht worden genomen. Ons hoofdargument is dat juist het inzicht dat veel beleid expliciet of impliciet is geënt op veronderstellingen die geen rekening houden met deze werkelijkheden, het mogelijk maakt de oorzaken en effecten van de financiële crisis te duiden. Dat wil zeggen: ons argument is dat ten gevolge daarvan het doel van wet- en regelgeving vaak haaks staat op de feitelijke effecten ervan.

Teneinde vast te kunnen stellen of wetten en/of regelingen een rol hebben gespeeld in het ontstaan en de transmissie van de financiële crisis, kunnen in principe twee wegen bewandeld worden. In de eerste plaats kan aan de hand van de door ons gehanteerde doel-prikkellogica per wet of regel nagegaan worden wat het effect zou hebben kunnen zijn geweest op het handelen van economische actoren. Dat is een moeizame en tijdrovende aanpak waarvan de meeropbrengsten gering zijn omdat de enorme hoeveelheid wetten en regels het specifieke effect per wet of regel nauwelijks traceerbaar maakt. Uiteindelijk moet dan toch geaggregeerd worden om te bezien of een stelsel van wetten en/of regels bepaalde stelselmatige gevolgen kan hebben gehad. Een alternatieve methode traceert de achtergronden of de principes, en de ontwikkelingen daarin, van wet- en regelgeving, onder handhaving van het doel-prikkelmodel. Deze aanpak is ten principale oppervlakkiger, maar, gegeven de omstandigheden, efficiënter en zinvoller. In dit hoofdstuk wordt een dergelijke aanpak neergelegd. Wij menen dat het nuttig is om dit te doen aan de hand van een wat uitgebreidere bespreking van (slechts) enkele thema's respectievelijk vraagstukken in de paragrafen 7.3 tot en met 7.6. De door ons gemaakte selectie is op zich, zoals iedere selectie, in principe vatbaar voor discussie. Dit neemt niet weg, dat zij onzes inziens zeer verdedigbaar is, niet in de laatste plaats omdat zij gebaseerd is op de inmiddels talrijke studies van de gebeurtenissen.⁸⁰⁷ Onze aanpak schept in ieder geval de mogelijkheid een zekere selectie te maken van die wetten en regels die het meest relevant lijken voor (latere) bestudering van de concrete oorzaken van de financiële crisis.

⁸⁰⁶ Strikt genomen gaat het om de homo psychologicus die ook een homo sociologicus is omdat niet alleen cognitieve beperkingen perfecte rationaliteit uitsluiten, maar ook vaak sociale invloeden een dominante rol spelen.

⁸⁰⁷ Een beknopt overzicht wordt eveneens gegeven in *De financiële en bankcrisis*, Verslag door de Bijzondere Commissie Belast met het Onderzoek naar de Financiële en Bankcrisis, Doc 52 1643 (2008/2009), Belgische Kamer van Volksvertegenwoordigers en Senaat, Brussel, 2009. Reinhart en Rogoff (2009) tonen aan dat alle financiële crises in de kern dezelfde aanloop, oorzaken en gevolgen kennen.

Als vertrekpunt hanteren wij een algemene duiding van de aard van de crisis. Qua aard is de financiële crisis in eerste instantie een kredietcrisis. Dat wil zeggen dat de crisis te maken heeft met problemen rond de verstrekking van krediet aan consumenten en andere partijen, waaronder bedrijven. Deze kredietverlening bleek later niet voldoende geborgd, aanvankelijk vooral in de Verenigde Staten, enerzijds doordat – vanuit een microperspectief – kredietverkrijgers over onvoldoende middelen beschikten en anderzijds doordat – vanuit een macroperspectief – de reële

economie geen gelijke tred had gehouden met de groei van de financiële economie. Door allerlei koppelingen en versleutelingen, uitvoeriger behandeld in de bijlagen, vertaalden betalings- en aflossingsproblemen zich in scheve balansverhoudingen bij kredietverstrekkers. Ten gevolge daarvan ontstond een situatie waarin onvoldoende reële activa bestonden om de schulden te dekken. Herijking van deze balansverhoudingen leidde tot verstrakking van verdere kredietverlening en vervolgens, ook in ons land, tot aantasting van het vertrouwen binnen de kredietverleningssector zelf. Het interbancaire leenverkeer kwam daardoor (groten)deels tot stilstand. Uit deze korte duiding van de financiële crisis komt naar voren dat diverse partijen met een zeker enthousiasme hebben deelgenomen aan ontwikkelingen die gezamenlijk een financiële luchtbel creëerden.⁸⁰⁸ Op het vlak van wet- en regelgeving wordt daarmee de centrale vraag: hebben (ontwikkelingen in de) wet- en regelgeving dit gedrag van deze partijen mogelijk gemaakt, gefaciliteerd of misschien zelfs aangewakkerd?; en zo ja, was dat een expliciet doel of is sprake van onbedoelde effecten vanwege onverwachte doel-prikkelrelaties?

Voordat we overgaan tot bespreking van deze vraag, willen wij graag nog twee punten onder de aandacht brengen. In de eerste plaats geldt dat individuele wetten en regelingen niet alleen van belang kunnen zijn doordat zij bepaalde (al dan niet bedoelde) individuele effecten hebben, doch ook doordat zij *als verzameling* (al dan niet bedoelde) signalen afgeven die als zodanig niet uit de betreffende wetten en regelingen kunnen worden herkend. Als de verzameling wetten en regelingen maar groot genoeg is, kan dit ook gelden voor wetten en regelingen die niet erg belangrijk lijken te zijn indien ze geïsoleerd worden beschouwd. Gezamenlijk kunnen zij een klimaat creëren waarin actoren geprikkeld worden tot het doen of juist nalaten van bepaalde handelingen, of waarin partijen aan het bestaan van bepaalde wetten en regels wellicht een excuus of legitimatie voor hun gedrag kunnen ontleen.

In de tweede plaats zij herhaald dat de crisis niet in Nederland is ontstaan, maar in de Verenigde Staten en Groot-Brittannië. Dit roept de vraag op of het *überhaupt* zinvol is om ons af te vragen of wet- en regelgeving op het niveau van de Nederlandse samenleving dan wel op dat van de Europese Unie een rol heeft gespeeld in de financiële crisis zoals die ons land heeft getroffen. Wij menen dat het internationale belang van de Nederlandse economie en het Nederlandse bedrijfsleven niet moet worden onderschat – uiteindelijk zijn de problemen in de Verenigde Staten in eerste instantie ook in één of twee staten begonnen. De toenemende verknoping van het Nederlandse bedrijfsleven met de Amerikaanse economie en vice versa, vooral als gevolg van sterk gegroeide directe investeringen (vooral in de vorm van fusies en overnames: zie Schenk en Theeuwes 2002) kan ertoe leiden – en heeft volgens sommigen ook ertoe geleid – dat lokale problemen op de vastgoedmarkt in bijvoorbeeld Bonsall in Californië uiteindelijk aan de oppervlakte komen in de balans van een financiële instelling in Amsterdam.

Bovendien zijn sommige Nederlandse financiële instellingen zo gegroeid, dat zij inmiddels ook zelf mede vormgeven aan de ontwikkelingen in de Verenigde Staten, en meer in het algemeen: in de internationale economie. Daarnaast is het niet ondenkbaar dat specifieke nationale omstandigheden (en dus wet- en regelgeving) tot een specifiek Nederlandse crisis zouden kunnen leiden – de ontwikkelingen in Zweden in de jaren negentig laten dat zien. Tenslotte gaat het niet alleen om de oorzaak van de crisis, maar ook over de transmissie ervan. Het ene land blijkt harder te zijn

⁸⁰⁸ Alhoewel vele partijen hun deel in de veroorzaking van de problemen hebben (gehad), zijn in een decente markteconomie niet alle partijen even verantwoordelijk: aanbieders dragen doorgaans meer verantwoordelijkheid dan vragers.

getroffen door de huidige financiële crisis dan het andere. Nationale wet- en regelgeving kan hierin een rol spelen: enerzijds als een buffer die invloeden van buitenaf (deels) tegenhoudt en anderzijds als sluis waarlangs dergelijke invloeden meer of minder makkelijk binnen stromen.

7.2 Samenvatting

Hoofdstuk 2 bevat een algemeen overzicht van de regelgeving met betrekking tot spelers op financiële markten alsmede een inleiding tot ontwikkelingen op het terrein van de vennootschapsregelgeving. De laatste zijn uiteraard vooral relevant omdat vele financiële instellingen onder deze algemene wetgeving vallen. Een belangrijke herziening in het Nederlandse financiële rechtsstelsel is de invoering van de Wet op het financieel toezicht (Wft) geweest op 1 januari 2007. Met de invoering van deze wet werd beoogd de wetgeving doelgericht, inzichtelijk en marktgericht te maken. In dat kader werd het bijvoorbeeld niet langer nodig geacht dat een beleggingsinstelling met een zetel in Nederland die deelnemingsrechten aanbiedt buiten Nederland in het bezit is van een vergunning. De bespreking in hoofdstuk 3 heeft laten zien, dat de wetgever meende dat ontwikkelingen in de Nederlandse effectenregelgeving Nederland niet meer aantrekkelijk maakten als toevluchtsoord voor beleggingsinstellingen die zo de effectenregelgeving in andere landen probeerden te ontduiken, in weerwil van het feit dat er geen geharmoniseerde Europese regelgeving ten aanzien van niet-icbe's bestaat (icbe's zijn instellingen voor collectieve belegging in effecten). Niet-icbe's zijn in beginsel vergunningplichtig. Echter gegeven de vrijstellingen op de vergunningplicht valt een groot gedeelte van dit type beleggingsinstellingen en de daaraan verbonden beheerders en bewaarders momenteel buiten het toezicht. Hierbij wordt in het bijzonder gebruik gemaakt van de zogenoemde «€ 50 000-vrijstelling».

Vooraf hedgefondsen hebben met een zodanige vrijheid in de financiële markten kunnen opereren dat hiervan mogelijk een zekere signaalwerking is uitgegaan. Door gebruik te maken van technieken als short selling waren deze ondernemingen in staat zodanig lucratieve posities in te nemen dat andere (financiële) ondernemingen zich in toenemende mate aan hen gingen spiegelen. Dit kan hebben bijgedragen aan het ontstaan van een klimaat waarin ervan werd uitgegaan dat de binnen de sector geldende normen en standaarden hetzij maatgevend werden, hetzij redenen waren voor ondernemingen om zich, soms tegen hoge kosten, te wapenen tegen hun optreden.

Ook ten aanzien van andere actoren als banken, verzekeraars en pensioenfondsen werd de wettelijke bewegingsvrijheid vergroot. Wij bespreken de positie van de eerste twee meer in detail in Deel II terwijl verderop in dit hoofdstuk uitvoeriger wordt stilgestaan bij de positie van pensioenfondsen. Hier merken wij nog op dat de bespreking in hoofdstuk 3 laat zien dat de beleggingsvrijheid voor pensioenfondsen slechts begrensd wordt door de prudent person-regel. Deze regel maant pensioenfondsen onder meer de belangen van hun deelnemers voorop te stellen, om veiligheid, kwaliteit, liquiditeit en rendement van de portefeuille als geheel te waarborgen en rekening te houden met de aard en duur van de pensioenverplichtingen. Er zijn echter geen concrete, dwingende regels, die de prudent person-regel verder gestalte geven.

Gerelateerd aan de lacune die door de prudent person-regel wordt gevormd, is de vrijheid die pensioenfondsen hebben om te beleggen in

ongereguleerde fondsen. Ze moeten weliswaar hun vermogen hoofdzakelijk op gereglementeerde markten beleggen, maar beleggingen op ongereglementeerde markten zijn toegestaan – tot een «prudent» niveau.

Het is echter niet zeker of het beleggingsgedrag van pensioenfondsen in ongereguleerde vermogenscategorieën binnen de grenzen van prudentie valt. In hoofdstuk 3 is onder meer vastgesteld dat er geen wettelijke regeling bestaat die partijen verplicht om de hier vereiste transparantie contractueel vast te leggen. Ook zijn er geen regels die pensioenfondsen verplichten om over te gaan tot onafhankelijke bewaring van hun activa wanneer zij beleggen in ongereguleerde fondsen. Wel zijn de mogelijkheden tot short selling gedurende korte tijd aan banden gelegd – inmiddels geldt slechts een meldingsplicht inzake short posities – maar het betreft hier de inleners van aandelen (hedgefondsen) en niet de uitleners van aandelen, waaronder de pensioenfondsen. De in hoofdstuk 3 besproken prudentiële voorkeursregeling (die feitelijk neerkomt op risicoreductie) zou echter wel een stimulans kunnen zijn om vast te houden aan een langetermijnbeleid.

Op het terrein van het vennootschapsrecht is in de hoofdstukken 2 en 6 gememoreerd dat de Europese Commissie begin deze eeuw haar instemming heeft betuigd met de bevindingen van een door haar ingestelde adviesgroep onder leiding van prof. J. Winter. Deze meende dat de primaire doelstelling van het vennootschapsrecht behoort te zijn het faciliteren van efficiënt en concurrerend ondernemen in de gehele Europese Unie. Daartoe moesten vooral belemmeringen voor grensoverschrijdende activiteiten, waaronder fusie en zetelverplaatsing, worden opgeheven. Bovendien moest er meer gebruik worden gemaakt van flexibeler rechtsinstrumenten dan de richtlijn, zoals secundaire regelgeving door de Commissie, standaarden voor «best practice» en modelwetgeving. Openbaarmaking van informatie achtte men een goed alternatief voor gedetailleerde regelgeving.

Tevens werd, zoals uitgebreid is besproken in hoofdstuk 6, door diverse regelingen het aandeelhoudersbelang centraler geplaatst dan in Europa en Nederland tot in de jaren negentig van de vorige eeuw het geval was. Dit is niet alleen ten koste gegaan van de belangen van andere stakeholders (zoals werknemers en crediteuren) bij respectievelijk beursgenoteerde vennootschappen en banken doch ook van de mogelijkheden voor bestuurders om zich te weer te stellen tegen bepaalde voorstellen respectievelijk besluiten van aandeelhouders respectievelijk de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Ook de Code Tabaksblat heeft hieraan bijgedragen. Daarin wordt het gebruik van een certificering als beschermingsconstructie verboden. In de Code Frijns is dit verbod niet geschrapt. De bestaande wetgeving bevat onvoldoende regels ten aanzien van de transparantie bij de verkrijging van aandelen door hedgefondsen in beursgenoteerde vennootschappen met het oog op beïnvloeding van de strategie. Wetsvoorstel 32 014 dat op 18 juli 2009 is ingediend naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code voorziet wel in mogelijkheden om aandeelhouders te identificeren en bevat de verplichting voor aandeelhouders met een belang van 3% of meer van het geplaatste kapitaal van de beursgenoteerde onderneming om zich voor of tegen de strategie van de vennootschap uit te spreken. Betwijfeld kan echter worden of dit een sluitende regeling oplevert.

Een logisch gevolg van een en ander is, dat ondernemingen gedurende de periode die voorafging aan de crisis in toenemende mate gezien werden als instrumenten voor de vermeerdering van financiële belangen. In hoofdstuk 6 is geconstateerd dat de focus op het aandeelhoudersbelang is versterkt zowel bij vennootschappen die het monistische bestuursmodel hanteren als bij vennootschappen met het dualistische model. Voorts is geconcludeerd, dat de recent voorgestelde afschaffing van de kapitaalbescherming voor bv's kan strekken tot bevoordeling van de positie van aandeelhouders vis-à-vis crediteuren en werknemers. De afschaffing van deze bescherming wordt niet gecompenseerd door extra aansprakelijkheid van bestuurders en aandeelhouders. De uitkeringsregeling maakt het mogelijk om het gehele gestorte kapitaal uit te keren zonder dat de schuldeisers hiervan tijdig op de hoogte worden gesteld.

Gedurende de laatste jaren is regelmatig geconstateerd, dat er slechts beperkte mogelijkheden bestaan voor beursvennootschappen om zich te voorzien van steun van aandeelhouders die zich juist richten op de lange termijn. In hoofdstuk 4 is geconstateerd dat dit ondernemingen mogelijk aanzet tot gedrag dat slechts het korte-termijnbelang regardeert. In dit verband is het bemoedigend dat het kabinet werkt aan een wettelijke regeling ter facilitering van lange termijn aandeelhouderschap. Met name loyaliteitsdividend en loyaliteitsstemrecht zouden hier een nuttige rol kunnen vervullen.

Er zijn geen wettelijke regels die «empty voting» tegengaan, waardoor aandeelhouders met een negatief economisch belang de doorslag kunnen geven bij besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders. Ook zijn er geen regels betreffende «hidden ownership», waarmee controle kan worden verkregen en meldingsplichten, evenals de verplichting tot het uitbrengen van een bod, kunnen worden ontgaan. Wel ligt momenteel een wetsvoorstel ter consultatie voor dat houders van bepaalde financiële instrumenten, zoals «contracts for difference» en «total return equity swaps», verplicht hun belang (vanaf 3%) te melden.

Ondernemingsbesturen verliezen na inwerkingtreding van het wetsvoorstel tot implementatie van het de Europese Richtlijn aandeelhoudersrechten de mogelijkheid om agenderingsvoorstellen te weigeren indien een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet. Daarnaast blijven zij echter over beperkte tijd beschikken om zich te verweren tegen agenderingsvoorstellen die de strategie betreffen. Verlenging van de wettelijke termijn voor het indienen van agenderingsvoorstellen van de huidige 60 dagen, zoals voorgesteld in de Code Frijns, staat volgens de minister van Financiën op gespannen voet met de Richtlijn aandeelhoudersrechten.

De in de Code Frijns geschetste mogelijkheid voor ondernemingsbesturen om bij agenderingsvoorstellen die de strategie betreffen met een beroep op de redelijkheid en billijkheid af te wijken van de wettelijke agenderingstermijn, biedt in de praktijk bovendien geen oplossing. Op grond van art. 8 lid 2 BW is een wettelijke regel (zoals de zestig dagen termijn) namelijk alleen dan niet van toepassing indien dit in de gegeven omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is. Dit levert voor ondernemingsbesturen een diabolische bewijslast op.

Uit de in dit rapport behandelde ontwikkelingen blijkt dat er tijdens de hier bestreken periode een groot vertrouwen is ontstaan in de effecten van minder respectievelijk zwakkere regelgeving. Daarnaast heeft men in

toenemende mate vertrouwd op de disciplinerende werking van de uitoefening van (door Europese en Nederlandse regelgeving en de jurisprudentie) versterkte aandeelhoudersrechten. Daarbij werd onvoldoende beseft dat deze rechten met het oog op het belang van de aandeelhouders worden uitgeoefend en dat het (korte termijn) aandeelhoudersbelang niet altijd strookt met het vennootschappelijk belang. Pas naar aanleiding van de recente crisis is dit vertrouwen verminderd, maar betwijfeld kan worden of de in voorbereiding zijnde maatregelen afdoende zullen zijn om een nieuwe crisis te kunnen voorkomen of pareren.

7.3 «Rule-based» vs. «principle-based» wet- en regelgeving

Uit de verschillende hoofdstukken in dit rapport komt tenminste één belangrijke conclusie naar voren: de ontwikkelingen in wet- en regelgeving zijn gedurende de afgelopen ongeveer twintig jaar substantieel geweest. Wanneer deze ontwikkelingen vanuit een breed perspectief worden beschouwd, lijkt de belangrijkste verandering te zijn geweest: de overgang van een benadering waarin limitatieve regels centraal staan naar een benadering waarin vooral kaders en principes worden gespecificeerd – in jargon: een ontwikkeling van «rule-based» naar «principle-based» wet- en regelgeving. Wetten en regels worden algemener en meer naar doelstelling geformuleerd, waarbij de actoren op wie de betreffende wetten en/of regels van toepassing zijn tot op zekere hoogte zelf kunnen bepalen hoe moet worden gehandeld teneinde te voldoen aan de beginselen die zijn gespecificeerd. Dit creëert meer flexibiliteit en eigen beslissingsruimte voor de actoren. De hierachter liggende filosofie lijkt te zijn dat rationele agenten op efficiënte markten niet teveel via wet- en regelgeving moeten worden ingesnoerd omdat anders de hierboven genoemde onzichtbare hand zijn heilzame werk niet kan doen. In navolging van de dominante logica die het marktdenken tot een paradigma verhief is de gedachte dat dergelijke agenten op dergelijke markten de welvaart als collectief zullen bevorderen via efficiënte arbitrage en effectieve innovatie. Vanuit de sector zelf werd en wordt deze dwingende logica ook veel gehanteerd om te wijzen op de schaduwzijden van regulering. Het voorbeeld van derivaten is illustratief. De sector en toezichthouder deelden tot voor kort de mening dat de bijna-vrije loop van dergelijke financiële innovaties de maatschappij ten goede kwam door het faciliteren van superieure risicospreiding.

De belangrijkste doelen die in algemene zin met de financiële wet- en regelgeving worden nagestreefd, zijn:

- (i) bevordering van de stabiliteit van de financiële markt;
- (ii) bevordering van het vertrouwen in de financiële markt; en
- (iii) bescherming van niet-deskundige partijen op de financiële markt.

Deze doelen zijn, zoals elders in dit rapport uiteengezet, herkenbaar in een groot scala van wetten en regels, waarvan wij hier slechts veranderingen noemen die samenhangen met de invoering van de Wet op het financieel toezicht (Wft) op 1 januari 2007, en met de wijzigingen in dezelfde wet in verband met de invoering van de Overnamerichtlijn en de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (MiFID), enige maanden later.

De belangrijkste vraag die in dit verband gesteld kan worden is of «principle-based» wet- en regelgeving ten principale in staat is deze doelen zeker te stellen. Dergelijke wet- en regelgeving is gebaseerd op

een a priori vertrouwen in de gedisciplineerdheid van individuele actoren – hetzij op basis van eigen belang, hetzij op basis van afdwingbaarheid daarvan door concurrentiële en/of pseudoconcurrentiële druk.⁸⁰⁹ Vertrouwen op de prikkel van het eigenbelang veronderstelt dat actoren weten wat hun eigenbelang is, en weten op welke wijze zij dat het beste kunnen dienen. Deze veronderstellingen behoren tot de fundamentele beginselen van de neoklassieke economische theorie, maar zij zijn de afgelopen decennia herhaaldelijk ter discussie gesteld door nieuwere economische en gedragswetenschappelijke stromingen als de institutionele en de gedragseconomie. Ofschoon vele bevindingen van de genoemde modernere stromingen moeten worden gekwalificeerd als idiosyncratisch, dat wil zeggen typerend voor specifieke gevallen en daarmee soms moeilijk te veralgemeniseren, wordt in toenemende mate gewezen op het belang van zogenaamd rationeel imitatiedrag en minimax-spijtgedrag (zie Schenk 2008). Wij gebruiken daarom deze twee moderne inzichten om onze argumenten verder te illustreren.

Bij het eerste fenomeen staat centraal dat de ontoereikende kennis waarover actoren doorgaans beschikken, prikkelt tot het varen op het kompas van eerdere beslissers. Het zelfde geldt wanneer beslissingsprocessen niet zozeer gehinderd worden door een gebrek aan kennis, maar door de inherente beperkingen van deze processen. Zelfbeslissers kunnen soms niet overweg met de enorme hoeveelheid informatie die ter beschikking is gekomen omdat hun verwerkingscapaciteit én -vermogen imperfect zijn. Door imitatie van het gedrag van eerdere beslissers kan daarom gemakkelijk een aaneenschakeling van «foute» beslissingen optreden die uiteindelijk tot een catastrofe leidt. Het klassieke voorbeeld is het piramidespel, waarmee de beurs vaak wordt vergeleken. Zolang het estafettesokje kan worden doorgegeven aan een volgende loper in de race, is aankoop van duurder wordende producten rationeel. Echter: zodra het stokje op de grond valt, stort het kaartenhuis met veel geraas in elkaar. Een beurskrach vertoont vrijwel altijd deze karakteristieken: het gaat heel goed tot het fout gaat, en dan is heel Leiden in last (Koedijk en Van Witteloostuijn 1997).

Bij het tweede fenomeen wordt geduid op het feit dat actoren zich niet zozeer laten leiden door het zicht op gewin (in extreme vorm geduid als winstmaximalisatie) als wel door het minimaliseren van spijt. Gewoonlijk ervaren actoren minder spijt wanneer zij samen met anderen (zogenaamde «peers») hebben gefaald dan wanneer anderen (achteraf) succesvol blijken te zijn geweest met de keuze voor, zeg, alternatief a terwijl zij zelf aan een ander alternatief (zeg, b) de voorkeur gaven dat achteraf niet succesvol blijkt te zijn. In het ene geval kan kritiek immers gepareerd worden door te wijzen op het feit dat op bredere schaal suboptimaal gedrag werd ten toon gespreid. De toorn die de omgeving op de beslissers wil of laat neerdalen, kan dan gedeeld worden met anderen. In het alternatieve geval ontstaat een concurrentiële achterstand zodat de beslisser verweten kan worden dat hij niet zo adequaat als de anderen heeft gehandeld. Indien de uitkomst van bepaalde handelingen ex ante onzeker is, zullen actoren ter minimalisering van spijt doorgaans de vroege beslissers imiteren. In de literatuur wordt dit gedrag wel gekwalificeerd als «strategisch rationeel», ter onderscheiding van het begrip «economisch rationeel». De praktijk binnen veel financiële instellingen om de individuele bonus te enten op de prestaties van anderen – in jargon: *benchmarking* – werkt spijtminimalisatie en dus kuddedrag op financiële markten in de hand.

⁸⁰⁹ Met pseudoconcurrentiële druk wordt bedoeld op een vorm van gereguleerde concurrentie zoals in de elektriciteitsvoorziening en in het bankwezen.

De zojuist gereleveerde theorieën sluiten niet uit dat actoren adequaat handelen. De sterke kant van deze nieuwe theorieën is gelegen in het feit dat zij – in tegenstelling tot de neoklassieke theorieën waarop veel wet- en regelgeving is gebaseerd – laten zien dat actoren in grote getale eenvoudig de verkeerde kant uit kunnen gaan zonder dat sprake is van een aberratie of van moedwillig inadequaat gedrag, namelijk wanneer een eerste beslisser op een wijze handelt die achteraf gekwalificeerd moet worden als inadequaat. In het geval van «principle-based» wet- en regelgeving wordt aan actoren de gelegenheid geboden collectief «in de fout te gaan», ook wanneer dat feitelijk niet strookt met hun eigenbelang of met het aan hen toegedichte eigenbelang. Tegelijkertijd moet worden erkend dat dit de nodige flexibiliteit in een dynamische omgeving met zich meebrengt, die verder gaat dan wat bij «rule-based» regelgeving kan worden gerealiseerd. De kunst is de juiste balans te vinden tussen deze twee soorten regelgeving – een balans die momenteel in het financiële recht ontbreekt.

Het is in dit verband ook opvallend dat de wet- en regelgeving zich beperkt tot de bescherming van niet-professionele partijen. Van professionele partijen wordt verondersteld dat zij in staat zijn te taxeren in hoeverre hun eigenbelang met bepaalde acties als dan niet geschaad wordt. Sinds het begin van de kredietcrisis is echter juist door professionele partijen regelmatig onderstreept dat hun kennis van financiële instrumenten ontoereikend was. Zoals wordt geïllustreerd in het verslag van Cohan (2009) van de ondergang van de prominente Amerikaanse zakenbank Bear Stearns, heeft de financiële top vaak geen of weinig begrip van de gecompliceerde derivaten die ogenschijnlijk zorg dragen voor eeuwige en veilige winststromen. Inderdaad: naar aanleiding van de kredietcrisis hebben de nodige bestuurders van financiële instellingen publiekelijk erkend dat zij niet of onvoldoende op de hoogte waren van de finesses van de door hun instelling aangeschafte respectievelijk aangeboden producten en diensten. Soms bleken zij evenmin op de hoogte van de producten/dienstenportefeuilles die via een overname aan de oorspronkelijke product-marktcombinaties waren toegevoegd. In de literatuur is dit fenomeen reeds in de jaren zestig geduid in de gedragstheorie van organisaties (Cyert en March 1963). Zeker in complexere en grotere organisaties verliest de bedrijfstop uiteindelijk de controle over essentiële bedrijfsprocessen (Van der Mandele en Van Witteloostuijn 2007 en 2008).

Bovendien kan men zich afvragen in hoeverre partijen zich aangesproken voelen door risico's die hun lokale belang overstijgen indien wet- en regelgeving hen daar niet toe verplicht. De principiële vraag is, met andere woorden, of «principle-based» wet- en regelgeving *überhaupt* systeemrisico's zou kunnen minimaliseren. In dit verband lijkt het zinvol te wijzen op de mechanismen van een «bank run». Spaarders weten dat zij door het acuut opvragen van hun tegoeden de kans op overleving van de bank sterk aantasten. Tegelijkertijd beperken zij de kans dat andere spaarders hun tegoeden nog met succes kunnen opvragen. Toch vragen zij hun tegoeden op. «Principle-based» wet- en regelgeving is niet in staat dergelijk kuddegedrag te voorkomen, noch om een fatale *stampede* in te dammen nadat de kudde in beweging is gekomen. In wet- en regelgeving op basis van moderne gedragstheorieën zal veel sterker op deze mogelijkheid ingespeeld moeten worden, aangezien deze theorieën aannemelijk maken dat dergelijk gedrag schering en inslag is. Een voorbeeld zou restrictieve en dwingende regelgeving omtrent bonus*benchmarking* kunnen zijn.

De veranderingen in de wet- en regelgeving gedurende de laatste decennia gaan in veel gevallen impliciet, maar blijkens de elders in dit rapport gereleveerde toelichtingen soms ook expliciet, er vanuit dat deze systeemrisico's van collectief «irrationeel» gedrag in een vrije markteconomie niet groot zijn. Toezichthouders worden geacht in geval van een dreiging van mogelijk gevaar tijdig op te kunnen treden. Dit is evenwel slechts mogelijk indien de toezichthouder over (voldoende) bevoegdheden tot optreden beschikt. Juist in ons onderzoek is gebleken dat op diverse terreinen sprake is van niet-gereguleerde producten en diensten, waardoor de toezichthouder buiten spel stond. Dat betekent niet alleen dat volgens moderne gedragstheorieën de kans op collectieve afwijkingen van rationaliteit systematisch is onderschat, door wetgever en toezichthouder, maar ook dat in voorkomende gevallen van dreigende ontsporing de toezichthouder niet over een adequaat interventie-instrumentarium beschikt.

In deze context moet overigens ook het gedrag van de toezichthouders zelf mogelijk door de lens van de homo psychologicus worden bekeken. Falende toezichthouding kan symbool staan voor een fenomeen dat economen «regulatory capture» noemen. Stigler (1971), die in 1982 de Nobelprijs voor de economie heeft gewonnen, was één van de grondleggers van deze theorie. In plaats van een hoeder van het algemeen belang glijdt de toezichthouder langzaam weg in de rol van beschermer van het deelbelang van de te controleren sector. Deze subtiele gedaantewisseling onttrekt zich in het algemeen aan de blik van politiek en publiek. Aan «regulatory capture» liggen allerlei processen ten grondslag. Asymmetrische informatie speelt de toezichthouder parten. Veel van wat in de sector gebeurt, blijft voor de toezichthouder verborgen. De toezichthouder wordt op een achterstand gezet omdat dure expertise alleen voor private ondernemingen betaalbaar is. De lobbymachine bewerkt de overheid en de politiek om de sector toe te staan veel via zelfregulering te regelen. Ook wordt soms druk uitgeoefend om een lastige toezichthouder te vervangen door een vriendelijkere opvolger.

Zonder hier te willen impliceren dat moedwillige vormen van «regulatory capture» gelden voor het toezicht op banken, in Nederland of elders, moge duidelijk zijn dat ook de wijzigingen in de verschillende toezichtregels meer manoeuvreerruimte hebben gecreëerd voor de onder toezicht staande instellingen. Met het «1996 amendement» op Bazel I werd het akkoord uitgebreid naar marktrisico. Onder bepaalde voorwaarden werd banken toegestaan een eigen model te hanteren voor het berekenen van dit risico. In Bazel II werd het ook voor kredietrisico mogelijk om onder voorwaarden een eigen model te hanteren. Banken kregen zo ook de mogelijkheid verwachte kredietverliezen zelf te berekenen. Ofschoon zowel de modellen als de PD-percentages moeten worden goedgekeurd door de toezichthouder, vond met deze veranderingen een verschuiving plaats van «rule-based» naar «principle-based» toezicht. Om de zelfdiscipline te verhogen wordt in Bazel II van banken meer transparantie geëist opdat ook de schuldeisers van de bank (depositohouders, obligatiehouders) en de aandeelhouders beter in staat zijn om te taxeren of een bank voldoende solvabel is. Hiermee wordt beoogd dat banken ook kunnen worden gecontroleerd door derden, maar het is – gelet op onze opmerkingen hierboven – onzeker of het realistisch is te verwachten dat deze «toezichthouding door derden» voldoende van de grond kan komen.

7.4 Markt voor bestuurstitels en corporate governance

Zoals eerder in dit rapport is gereleveerd, werd met ontwikkelingen op het terrein van wet- en regelgeving ten aanzien van spelers in het financiële stelsel beoogd de wetgeving niet alleen inzichtelijker doch ook marktgericht te maken. Op het terrein van het ondernemingsrecht vonden soortgelijke ontwikkelingen plaats. Ook hier zien we omarming van dezelfde doel-prikkel veronderstellingen als hierboven besproken, in het bijzonder met betrekking tot de Overnamerichtlijn die in 2004 in de EU van kracht werd, en waaraan de Wft in 2007 werd aangepast, evenals de nog in te voeren Richtlijn aandeelhoudersrechten. In deze en andere gevallen wordt erop vertrouwd dat door welbegrepen eigenbelang gedreven marktpartijen in onderlinge interactie ervoor zullen zorgen dat groot-schalige ontsporingen uitblijven. Ook hier wordt – vaak impliciet – uitgegaan van de homo economicus die op efficiënte markten voor effectieve controle zorgt.

Beide richtlijnen zijn het resultaat van een ontwikkeling die bezegeld wordt in het Lissabon Akkoord. Daarin spreken de Europese regeringen de ambitie uit om Europa te ontwikkelen tot de belangrijkste speler op de internationale financiële markten. In dit proces wordt de in het rapport besproken «High Level Group of Company Law Experts», onder voorzitterschap van de Amsterdamse hoogleraar Jaap Winter, de belangrijkste adviseur van de Europese Commissie. Deze groep van experts voorzag een dwingendrechtelijke doorbreking van beschermingsconstructies – dat wil zeggen: van constructies die ondernemingen in de loop der jaren hadden vormgegeven met het doel zich tegen ongewenste overnames te kunnen verdedigen. In aanvulling op hetgeen hierboven over deze adviesgroep reeds is opgemerkt is het zinvol om Winter c.s. hier nog eens te citeren: «openbaarmaking van informatie kan vaak een goed alternatief zijn voor gedetailleerde regelgeving; openbaarmaking stelt de belanghebbende partijen in staat hun respectievelijke rollen te vervullen en kan bijdragen aan handhaving van normen door partijen zelf». In dit citaat klinkt de krachtige echo van het neoklassiek economische duo van rationele agenten en efficiënte markten.

Door toedoen van het Europese Parlement is het dwingendrechtelijk karakter van de betrokken bepalingen uiteindelijk niet overgenomen in de Overnamerichtlijn. Dit neemt echter niet weg dat duidelijk werd hoe zowel deskundigen als de Europese Commissie dachten over *corporate governance* en overnamemarkten: markten, met inbegrip van financiële markten, zijn inherent efficiënt, en ondernemingen zijn in de kern eigendom van aandeelhouders die binnen het juiste juridische kader hun eigen boontjes kunnen doppen. Indien onderneming A een bod wenst uit te brengen op bedrijf B, dan moet aangenomen worden dat A dit primair wenst te doen uit een oogpunt van bevordering van de efficiëntie.⁸¹⁰ Indien de eigenaren van B bereid zijn om een dergelijk bod te accepteren, moet daarnaast worden aangenomen dat de efficiëntie van de economische huishouding daarmee gediend is.⁸¹¹ Deze gedachtereeks is door economen geformaliseerd in de «theorie van de markt voor bestuurstitels», of in het Engels: «Theory of the Market for Corporate Control». De oorspronkelijke gedachten zijn voor het eerst geformuleerd door Marris (1964).

Deze gedachten hebben autoriteiten van de EU en Nederland in 2007 veelvuldig naar voren gebracht tijdens de pogingen van ABN Amro om het Italiaanse Banca Antonveneta over te nemen. Zoals bekend, heeft de

⁸¹⁰ Het kan mogelijk geen kwaad om in herinnering te roepen dat het economische efficiëntiebegrip ruim moet worden geïnterpreteerd. Het gaat om meer dan lagere kosten, bijvoorbeeld ook over innovativiteit.

⁸¹¹ In deze gedachtegang bestaat slechts één uitzondering, namelijk wanneer een bod wordt uitgebracht met het doel een onderneming te creëren die zal kunnen beschikken over meer marktmacht dan voorheen. Om erop toe te zien dat dit geen onwenselijke vormen aanneemt, is op het niveau van de EU in 1989 het Fusietoezicht geïntroduceerd (met later, in 1997, een soortgelijk toezicht op het Nederlandse niveau, ondergebracht bij de NMa).

Italiaanse centrale bank alles in het werk gesteld om deze pogingen te verijdelen, maar zij had daarbij onvoldoende ondersteuning van de financiële wet- en regelgeving. Onvoldoende uitgezocht is in hoeverre de uiteindelijk succesvolle poging valt onder de betiteling «winner's curse», of de vloek van de winnaar – met andere woorden: of de overname de Nederlandse bank later parten heeft gespeeld. Immers: de logica van de vloek van de winnaar is gebaseerd op het gedragseconomische argument dat juist optimisten hoog zullen bieden. Hoe groter het optimisme en hoe hoger het bod, hoe groter echter ook de kans dat later zal blijken dat een kat in de zak is gekocht. De vloek van de winnaar impliceert dat de markt uiteindelijk helemaal niet efficiënt is omdat de homo psychologicus die als winnaar uit de biedingenstrijd komt te veel zal blijken te hebben betaald, met waardevernietiging als gevolg (Koedijk en Van Witteloostuijn 1997). De «winner's curse»-logica is een ander modern gedragswetenschappelijk inzicht dat duidelijk maakt dat het doel van wet- en regelgeving (efficiëntie) vaak buiten bereik blijft omdat economische agenten zich – individueel of als collectief – keer op keer bezondigen aan gedrag dat vreemd zou moeten zijn aan de door de wetgever expliciet of impliciet veronderstelde homo economicus uit de dominante neoklassieke theorie van de economie, met alle onbedoelde effecten vandien.

Ook overheden wijken overigens vaak af van de norm van perfecte rationaliteit (zie bijvoorbeeld Van Witteloostuijn en De Jong (2009) over de eigen «niet-rationele» dynamiek van wetgeving). De Overnamerichtlijn heeft ook tot doel binnen Europa één geharmoniseerde overnamemarkt te realiseren. De feitelijkheid is echter anders. Binnen de Franse economie opereren vele commerciële ondernemingen die deels, soms grotendeels, in eigendom van de overheid zijn. In Duitsland bestaan vele kruisdeelnemingen en hebben banken een belangrijk aandeel in niet-financiële ondernemingen. Via indirecte weg blokkeren overheden vaak de overname van nationale kroonjuwelen. Van een pan-Europees «level playing field» kon daarom ook na invoering van de Overnamerichtlijn geen sprake zijn, ook al zou daarin dwingendrechtelijk de doorbreking van beschermingsconstructies geregeld zijn.

Een belangrijke implicatie van deze en gerelateerde ontwikkelingen in de wet- en regelgeving betreft het signaal dat ervan uitging op marktpartijen, zowel buiten als binnen de financiële sector. Bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen werden in toenemende mate gewezen op de wenselijkheid het ondernemingsbeleid af te stemmen op de belangen van hun aandeelhouders. Op zijn beurt opende deze koerswijziging in toenemende mate de deuren voor aandeelhoudersactivisme. Daarmee werd tevens in toenemende mate de mogelijkheid gecreëerd voor speculatief optreden van, met name, hedgefondsen (zie hoofdstuk 4). Raaijmakers (2009) noemt als mogelijk voorbeeld van een situatie waarbij «empty voting» de doorslag heeft gegeven, de aandeelhoudersvergadering van Fortis waarbij gestemd moest worden over de goedkeuring voor het controversiële openbaar bod dat het consortium RBS/Fortis/Santander uit wilde brengen op ABN Amro.⁸¹² Aldus ontwikkelde de markt zich deels contrair aan hetgeen de wetgever had bedoeld.

⁸¹² Volgens Vletter-van Dort (2007: 165) hebben Nederlandse pensioenfondsen wel op grote schaal uitgeleende aandelen Fortis teruggehaald in de aanloop naar de algemene vergadering: «Dit deden zij om te voorkomen dat speculanten via het aan de aandelen verbonden stemrecht over het bod van Fortis (dat wil zeggen, het bod van het consortium bestaande uit Fortis, Royal Bank of Scotland en Banco Santander) zouden kunnen oordelen.».

Op zowel hedgefondsen als *private equity*-fondsen is in de meeste landen weinig regelgeving van toepassing. Dit komt doordat de regelgeving voor beleggingsfondsen zich in eerste instantie richt op de bescherming van particuliere beleggers. Hedgefondsen vallen in Nederland onder hetzelfde regime als beleggingsfondsen. Bij een minimuminleg van 50 000 euro of bij aanbidding aan minder dan 100 personen geldt een vrijstelling van dit

regime. Dit betekent dat er vrijwel geen toezicht is op (de beheerders van) deze hedgefondsen. Over de vraag of dergelijke fondsen de efficiëntie van de economie verhogen, bestaat alles behalve consensus. Vooral vanwege de botsing van de korte-termijnhorizon van dergelijke fondsen met de lange-termijnoriëntatie van hun bedrijfsbezittingen mag niet worden uitgesloten dat het verwerven van snelle winsten ten koste gaat van de continuïteit van de betreffende ondernemingen (Van Witteloostuijn 2007a).

Behalve deze microbekkernissen spelen ook macrozorgen. De systeemrisico's van hun activiteiten zijn tijdens de kredietcrisis immers manifest geworden. Hedgefondsen kunnen profiteren van schuldenniveaus (in jargon: «leverage» of hefboomwerking) waarvan in de context van een gereguleerd regime geen sprake van zou kunnen zijn geweest. Hedgefondsen zijn misschien niet de hoofdschuldigen van het ontstaan van de crisis, maar zij zijn daardoor wel mede verantwoordelijk geweest voor de stijging van de prijzen van activa en voor de snelle groei van de markten voor gestructureerd krediet doordat zij actoren expliciet aanspoorden te investeren in risicovolle producten. De abrupte afbouw van grote hefboomfinancieringsposities, die plaatsvond toen de kredietvoorwaarden werden aangescherpt en beleggers wilden uitstappen, heeft een procyclisch effect gehad. Deze plotselinge beweging is mogelijk schadelijk geweest voor de liquiditeit van de markt. De hedgefondsen hebben voorts mogelijk bijgedragen aan de daling van de koersen in 2008 door «short-selling» en het massaal verkopen van aandelen, vanwege de noodzaak om leningen af te lossen en hun participanten terug te betalen. Inmiddels wordt op verschillende niveaus gewerkt aan het corrigeren van de wet- en regelgeving die speculatief aandeelhoudersactivisme direct heeft mogelijk gemaakt respectievelijk indirect heeft gestimuleerd. De Richtlijn aandeelhoudersrechten gooit echter roet in het eten voor wat betreft de wens van de Commissie Frijns om ten aanzien van het agenderingsrecht in de wet vast te leggen dat het bestuur een reactie-termijn krijgt van (maximaal) 180 dagen. Voorts wordt in het wetsvoorstel tot implementatie van deze Richtlijn – tegen het advies van de Raad van State in – ervoor gekozen om de thans bestaande mogelijkheid om agenderingsvoorstellen te weigeren indien een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich hiertegen verzet, te schrappen.

Het hierboven reeds genoemde Wetsvoorstel 32 014 voorziet in mogelijkheden om aandeelhouders te identificeren en bevat de verplichting voor aandeelhouders met een belang van 3% of meer van het geplaatste kapitaal van een beursgenoteerde vennootschap om zich voor of tegen de strategie van de vennootschap uit te spreken. Betwijfeld kan echter worden of dit een sluitende regeling oplevert.

Ook na invoering van deze wetgeving blijven onvoldoende mogelijkheden over voor beursvennootschappen om zich te voorzien van steun van aandeelhouders die zich richten op de lange termijn. Loyaliteitsdividend en loyaliteitsstemrecht zouden praktijken die ook vanwege hun signaalwerking tot onrust op de financiële markten kunnen leiden, mede aan banden kunnen leggen.⁸¹³ Daarmee zou het beleid echter terugkeren van de ontwikkelingen die gedurende de afgelopen ongeveer twintig jaar het beeld hebben bepaald. Wellicht dat het kabinet daarom aanvankelijk terughoudend reageerde op voorstellen om het loyaliteitsdividend en loyaliteitsstemrecht wettelijk te faciliteren.

⁸¹³ De Jongh (2009) die constateert dat loyaliteitsstemrecht al dan niet gecombineerd met loyaliteitsdividend bij vennootschappen met een verspreid stemrecht kan bijdragen aan stabiele verhoudingen en verbeterd toezicht op het bestuur. Ook concludeert hij dat, hoewel loyaliteitsstemrecht nu reeds technisch mogelijk is, wetgeving de statutaire inrichting kan vereenvoudigen met het oogmerk een zetje in de rug te geven aan de aarzelende praktijk.

De Code Tabaksblad, ingevoerd in 2004, ademde nog vooral het hierboven beschreven doel ons systeem meer te richten op de belangen van aandeelhouders. Zij was vooral gericht op de verantwoording aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders en versterking van de controle op het bestuur. In deze Code is zelfs een verbod opgenomen op het gebruik van certificering als beschermingsconstructie. Deze code is in 2009 vervangen door een herziene versie – de Code Frijns. Daarin wordt ook aandacht besteed aan het beteugelen van activistische aandeelhouders. Tegelijkertijd stuit het voorstel om bestuurders meer gelegenheid te geven zich te verweren tegen agenderingsvoorstellen die de strategie betreffen echter op de krappere Europese Richtlijn aandeelhoudersrechten, zodat vooralsnog moet worden afgewacht of deze hervorming voet aan de grond zal krijgen. Het in de Code Tabaksblad opgenomen certificeringsverbod wordt bovendien gehandhaafd.

De ontwikkeling van deze codes, die ook op grote schaal elders in de wereld plaats vond (Haxhi en Van Ees 2009), is op zich een goed voorbeeld van de opkomst van niet-dwingende regels. Aangezien codes door partijen zelf opgesteld worden (zie ook de door de NVB opgestelde code voor banken), of de verantwoording wordt afgelegd aan een orgaan van de doelgroep (zoals de Algemene Vergadering van Aandeelhouders) in de vorm van de toepassing van het «apply or explain»-beginsel, impliceren zij zelfregulering of een daaraan verwante vorm van regulering. Tegelijkertijd hebben ze doorgaans een wettelijke verankering, zodat deze regelgeving een hybride karakter aanneemt. Hun juridische status is echter onbestemd (Van Gestel 2008). Aan de ene kant is bij Algemene Maatregel van Bestuur slechts vastgelegd dat volgens de toepasselijke Corporate Governance Code in het jaarverslag moet worden uitgelegd waarom van bepalingen in de Code wordt (of zal worden) afgeweken, indien dat het geval is. Aan de andere kant bestaat echter weer geen volledige vrijheid om van codes af te wijken. Onder omstandigheden kunnen de bepalingen uit de Code Tabaksblad en de Code Frijns gezien worden als een invulling van de open normen van redelijkheid en billijkheid. Daarom mag niet te gemakkelijk worden aangenomen dat door middel van deze bepalingen rechten van aandeelhouders opzij gezet kunnen worden. Zo kan het wettelijk recht van een aandeelhouder die één procent of meer van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt om een onderwerp op de agenda te zetten indien hij binnen zestig dagen voor de Algemene Vergadering van Aandeelhouders schriftelijk om behandeling daarvan heeft verzocht, alleen opzij worden gezet indien dit naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn. Dit zal niet gemakkelijk door een rechter worden aangenomen.⁸¹⁴

Indien een activistische aandeelhouder in het overleg met het bestuur van een beursvennootschap zijn zin niet krijgt, kan hij met gebruikmaking van dit agenderingsrecht het bestuur onder druk zetten om zijn instructies op te volgen door moties die oproepen tot verkoop van bedrijfsonderdelen en/of het ontslag van het bestuur op de agenda te plaatsen. Daarbij geldt als complicerende factor dat het bestuur de belangen van alle belanghebbenden (en dus ook dat van de werknemers) mede in de strategiebepaling moet meewegen, maar dat zulks niet geldt voor de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. De vraag doet zich derhalve voor of het zinvol is om aan de Raad van Commissarissen een recht toe te kennen om bepaalde besluiten van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders van beursgenoteerde vennootschappen te toetsen aan het vennootschappelijk belang. Om te voorkomen dat de Raad van Commissarissen gemakkelijk door de aandeelhouders onder druk zou kunnen worden gezet, dient dan

⁸¹⁴ Zie echter OK 17 januari 2007, JOR 2007, 47. Hierin overwoog de Ondernemingskamer ten aanzien van de door de betrokken hedgefondsbeoogde opzegging van het vertrouwen in de Raad van Commissarissen dat «ook bij een uiterst terughoudende toetsing van de (beoogde) bevoegdheidsuitoefening door Centaurus c.s. aan de, ook door aandeelhouders in acht te nemen redelijkheid en billijkheid als bedoeld in art. 2:8 BW, niet, althans niet reeds thans of zonder beoordeling van het in deze te verrichten onderzoek, kan worden aanvaard, zulks in verband met de daaraan verbonden, mogelijk grote risico's, dat Stork wordt gedwongen haar strategie te verlaten en te kiezen voor Centaurus c.s.»). Daarbij moet worden opgemerkt dat de voorziening van de OK zich niet tegen het gebruik van het agenderingsrecht van Centaurus c.s. richtte maar tegen de bevoegdheid van de buitengewone vergadering van aandeelhouders om te stemmen over de geagendeerde voorstellen met betrekking tot het opzeggen van het vertrouwen in de RvC van Stork en het doen goedkeuren van acquisities en desinvesteringen door de AvA.

een adequate (dus niet slechts een «uiterst terughoudende», zie boven) toetsing van een (voorgenomen) besluit van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders tot ontslag van commissarissen door de Ondernemingskamer mogelijk te worden gemaakt. De Raad van Commissarissen heeft blijkens de Code Frijns ook als taak toezicht te houden op beloningen en risicomanagement. Het is vraag of dit ver genoeg strekt en of een code hiertoe geschikt is. Risico's met mogelijk verstrekkende gevolgen worden immers niet alleen op bestuursniveau of op het niveau daar direct onder genomen (zie bijvoorbeeld de grote verliezen die door een frauderend personeelslid werden veroorzaakt bij het Franse Société Générale).

Een gedragswetenschappelijke analyse van het verwachte effect van de zojuist gereleveerde en andere vormen van zelfregulering biedt een verklaring voor het feit dat het beoogde effect vaak niet wordt bewerkstelligd. Per saldo laten de feiten zien dat vrij veel bepalingen in corporate governance Codes de facto vaak niet worden geïmplementeerd. De jure wordt echter de code gevolgd via gebruikmaking van de «explain»-ontsnappingsroute (Akkermans c.s. 2007). Op den duur wordt massaal van de code afgeweken met gebruikmaking van dezelfde uitleg (Akkermans c.s. 2006). Hieruit kan worden afgeleid dat het doel van deze in wetgeving verankerde zelfregulering veelal buiten bereik blijft omdat ondernemingen op grote schaal gebruik maken van de ontsnappingsclausule, vooral als het gaat om clausules die het bestuur onwelgevallig zijn, zoals die in de sfeer van beloningen (Van der Laan, Van Ees en Van Witteloostuijn 2007).

Meer in het algemeen moet het effect van een dominante oriëntatie op de belangen van de aandeelhouder niet worden onderschat. Ten gevolge daarvan wordt de korte termijn van de aandeelhouder binnen het bestuur van de onderneming geïnternaliseerd, zeker indien het belang van de bestuurder aan dat van de aandeelhouder wordt gekoppeld via systemen met variabele bonussen die zijn gerelateerd aan het verloop van de beurskoers (Van Witteloostuijn 1999 en 2007). Dat geldt mutatis mutandis ook voor financiële instellingen. Het accent verschuift van de lange-termijncontinuïteit van de onderneming, die voortvloeit uit het in de wet als richtsnoer voor de commissarissen vastgelegde vennootschappelijk belang, naar het korte-termijnwinstbelang van de aandeelhouder. Het gevolg is een verandering van bedrijfsstrategie, met een voorkeur voor acties die snel tot hogere beursrendementen leiden. Acquisities zijn daarvan een voorbeeld, evenals reorganisaties en omvangrijke aandelen inkoopplannen (zoals vlak voor de kredietcrisis bij ING). In de context van (grote) financiële instellingen doet zich een extra complicatie voor. Zodra die «too big to fail» zijn, vervalt het neerwaartse risico van faillissement. Immers: centrale autoriteiten kunnen zich het omvallen van een systeeminstelling niet veroorloven. In de wetenschap dat centrale autoriteiten in voorkomende gevallen als redder in nood zullen optreden, wordt het nemen van risico extra attractief.

7.5 Pensioenfondsen

De positie van pensioenfondsen wettigt speciale behandeling. Sommige Nederlandse pensioenfondsen behoren immers tot de grootste beleggende partijen ter wereld. Tegelijkertijd hebben ze ook speciale verantwoordelijkheden jegens hun begunstigen. Hun positie binnen het economische krachtenveld ligt daarmee extra gevoelig. Het beleggingsbeleid van pensioenfondsen, binnen ons land zowel als daarbuiten, heeft

misschien geen belangrijke bijdrage geleverd aan het ontstaan van de huidige crisis. Het is echter niet ondenkbaar dat het wel een rol zou hebben kunnen spelen in het mitigeren ervan. In ieder geval is de betrokkenheid van de Nederlandse pensioenfondsen bij sommige speculatieve fondsen (met name hedgefondsen) en bij fondsen die zich toeleggen op hefboomfinanciering van bedrijfsacquisities (private equity) de afgelopen jaren onderwerp van discussie geweest.

Zoals in het rapport is uiteengezet, dienen institutionele beleggers, waaronder pensioenfondsen, op grond van de Wet op het financieel toezicht (Wft) mededeling te doen over de naleving van de principes en de best practice bepalingen van de *Corporate Governance* Code. Hoewel deze code hoofdzakelijk principes en bepalingen voor beursgenoteerde vennootschappen behelst, richt een deel ervan zich specifiek op institutionele beleggers. Op grond van de Pensioenwet zijn pensioenfondsen verplicht het belang van hun begunstigden altijd voorop te stellen terwijl zij – jegens zowel hun begunstigden als de vennootschappen waarin zij beleggen – verplicht zijn om op een zorgvuldige en transparante wijze te bepalen of en hoe zij gebruik zullen maken van hun aandeelhoudersrechten. De Code Frijns en voorheen de Code Tabaksblat verplicht respectievelijk verplichtte de pensioenfondsen om hun beleid te verantwoorden, maar vermelden verder niets over de inhoud die hun stembeleid zou moeten hebben.

Impliciet wordt op dit vlak aangenomen dat pensioenfondsen hun aandeelhoudersrechten moeten uitoefenen met het doel duurzame en groeiende waarde te bewerkstelligen.⁸¹⁵ Zij moeten een consequent, helder en duidelijk beleid voeren, opdat de vennootschap weet waar zij aan toe is. Verder moeten ze betrokken zijn bij de vennootschappen waarin wordt belegd, een transparant beleggingsbeleid voeren en *corporate governance* problemen aankaarten. Gelet op het karakter van pensioenfondsen – ze zijn lange-termijnbeleggers – kunnen zij met het uitlenen van effecten, het zogeheten «securities lending», op relatief eenvoudige wijze extra rendement (de zogenaamde leenvergoeding) behalen op aandelen die zij voor langere tijd in hun portefeuille houden. Dit extra rendement kan ten goede komen aan de betaling van de pensioenverplichtingen. Het principe van «securities lending» is echter om een aantal redenen omstreden. Ten eerste kan het strijd opleveren met de beginselen van *corporate governance*. Met de juridische overdracht van aandelen aan de inlener gaan immers ook de aandeelhoudersrechten mee. Dit kan indruisen tegen de verplichting van institutionele beleggers om een bewust stembeleid te voeren.⁸¹⁶ Het is namelijk moeilijk te controleren hoe de inlener de stemrechten uitoefent en of hij een dubbele agenda heeft («empty voting»). Het stemgedrag van de inlener kan tegengesteld zijn aan de belangen van de vennootschap en de lange-termijnbelangen van een pensioenfonds. Bovendien hebben institutionele beleggers de fiduciaire verantwoordelijkheid jegens hun begunstigden om hun stemrechten op gedegen wijze uit te oefenen.

Ten tweede kunnen de uitgeleende aandelen worden gebruikt voor «short selling». De inlener speculeert daarbij op een koersdaling. Hij verkoopt de aandelen tegen een hoge prijs om ze vervolgens op een later tijdstip tegen een lagere prijs terug te kopen. Het prijsverschil vormt de winst. In het rapport is erop gewezen dat als meer partijen tegelijkertijd «short» gaan, zij een «self-fulfilling prophecy» kunnen creëren – een andere vorm van het eerder gememoreerde kuddegedrag. Weliswaar wordt de pensioenfondsen door de belangenorganisatie van institutionele

⁸¹⁵ Zie ICGN, «Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities» (2007).

⁸¹⁶ Immers: op grond van de Wft en de beide codes moeten pensioenfondsen jaarlijks hun stembeleid publiceren. Zij zijn overigens wel bevoegd van dit door henzelf geformuleerde stembeleid af te wijken, mits zij hiervan gemotiveerd opgave doen.

beleggers Eumedion aangeraden om onder bepaalde omstandigheden voorzichtig om te gaan met het uitlenen van aandelen, zodat deze kunnen worden teruggeroepen, maar voorwaarde hiervoor is wel dat in de overeenkomst met de inlener is geregeld dat dit tijdig kan geschieden. Bovendien is voor het terughalen van het stemrecht een levering van de aandelen aan de uitlener vereist. Ook het International Corporate Governance Network (ICGN), waar Eumedion bij is aangesloten, heeft overigens een gedegen verzameling regels vastgesteld die moeten bevorderen dat transparantie, eenduidigheid en verantwoordelijkheid voorop staan bij het uitlenen van aandelen. Tevens wordt het inlenen van aandelen uitsluitend vanwege de daarmee verbonden stemrechten gekwalificeerd als «bad practice». Deze regels zijn echter niet wettelijk verankerd. Het betreft hier een vorm van zelfregulering op basis van vrijwilligheid.

Zoals reeds hierboven is gememoreerd, hebben pensioenfondsen een grote mate van beleggingsvrijheid. Ze moeten weliswaar hun vermogen hoofdzakelijk op gereguleerde markten beleggen, maar beleggingen op ongereguleerde markten zijn toegestaan – tot een prudent niveau. Het is niet zeker of het beleggingsgedrag van pensioenfondsen in ongereguleerde vermogenscategorieën binnen de grenzen van prudentie valt. Deze vraag speelt met name indien geen deugdelijke afspraken omtrent transparantie zijn gemaakt tussen pensioen- en hedgefondsen. Een wettelijke regeling die partijen verplicht om transparantie contractueel vast te leggen ontbreekt. Ook bestaan geen regels die pensioenfondsen verplichten om over te gaan op onafhankelijke bewaring van hun activa wanneer zij beleggen in ongereguleerde fondsen.

De afgelopen jaren blijken pensioenfondsen zich, vanwege de verwachte hogere rendementen, meer te hebben toegelegd op korte-termijnbeleggingen, waaronder beleggingen in hedgefondsen. Ook het beleid van pensioenfondsen is daardoor in min of meer sterke mate beïnvloed door de korte horizon die in grote delen van het bedrijfsleven in het algemeen en de financiële wereld in het bijzonder in de afgelopen decennia aan een gestage opmars is begonnen (Van Witteloostuijn 1999 en 2007). Pensioenfondsen worden echter geacht hun beleid toe te spitsen op de lange termijn. Zolang geen mogelijkheden door de wetgever worden gecreëerd die dit stimuleren – bijvoorbeeld door de mogelijkheid tot loyaliteitsdividend wettelijk te verankeren – moeten initiatieven op dit terrein hoofdzakelijk uit de pensioenfondsen zelf voortkomen. Gelet op hun belangrijke functie binnen onze economie en samenleving lijkt de huidige praktijk voor discussie vatbaar.

7.6 Beloning

Vooraf in de bijlagen bij het rapport is uitvoerig aandacht besteed aan zowel de bindende als niet-bindende regelingen ter zake van de beloningen van, met name, bestuurders. Daarbij is de nadruk gelegd op het variabele gedeelte van de beloningen omdat gesteld is dat vooral dit beloningsonderdeel mogelijk aan de kredietcrisis heeft bijgedragen – rechtstreeks als veroorzaker of onrechtstreeks als versterker. Ontwikkelingen in de praktijk en theorie omtrent beloning gaan terug op de opkomst van de zogenaamde principaal-agenttheorie («agency theory») binnen de neoklassieke economische hoofdstroom die zich in de jaren negentig een sterke positie heeft weten te verwerven aan Angelsaksische en Nederlandse universiteiten. In deze theorie wordt aangenomen dat economische subjecten zich stelselmatig opportunistisch gedragen in hun jacht op het maximaliseren van hun welbegrepen eigenbelang. Aangezien

verwacht wordt dat de belangen van bestuurders (de agenten) niet automatisch samenvallen met die van aandeelhouders (de principalen), en gemeend wordt dat de belangen van de laatste voorrang dienen te hebben, is het geboden om de beloning van bestuurders te koppelen aan de belangen van aandeelhouders. Terwijl van bestuurders verwacht wordt dat zij primair gemotiveerd worden door particulier inkomen en particuliere status, hetgeen zou kunnen leiden tot afroming van de ondernemingswinst ten behoeve van dat inkomen en, bijvoorbeeld, de opbouw van zogenaamde keizerrijken («*empire building*»), wordt gesteld dat aandeelhouders primair geïnteresseerd zijn in de hoogte van de aandeelhouderswaarde van de onderneming.⁸¹⁷

De variabiliteit van de aandeelhouderswaarde moet zich, volgens deze theorie, weerspiegelen in variabiliteit van de bestuurdersbeloning. Met name bij financiële ondernemingen, en daarbinnen weer vooral bij de investeringsbanken (ook wel zakenbanken genoemd), worden variabele beloningen benut om talent aan te trekken. Het gaat daarbij bijvoorbeeld om bonussen in de vorm van opties, aandelen en speciale regelingen zoals *golden parachutes*. De discussie omtrent variabele beloningen is door de recente kredietcrisis aangewakkerd, hoewel de modaliteiten ervan ook daarvoor met tussenpozen ter discussie werden gesteld (Stelder en Van Witteloostuijn 2005). De beloningen zouden hun doel voorbij hebben gestreefd en zouden werknemers in de financiële sector hebben aangezet tot korte-termijndenken, waarbij grote risico's voor de instellingen zijn genomen. Daardoor zou een asymmetrische verhouding zijn ontstaan tussen risico's enerzijds en beloningen anderzijds. In de economische theorie is het fenomeen variabele beloning eveneens bekritiseerd, meestal door onderzoekers die de principaal-agenttheorie verwerpen (zoals Donaldson 1995; Frey 1997). Deze onderzoekers menen dat de principaal-agenttheorie uitgaat van onbetrouwbare bestuurders en dat deze theorie een «self-fulfilling» karakter heeft: indien verwacht wordt dat bestuurders zich opportunistisch gedragen, dan zullen ook vooral bestuurders gerekruteerd worden die aan die verwachting voldoen.

Ook de Code Tabaksblat gaat van de principaal-agenttheorie uit. De code stelt dat het variabele gedeelte van de beloning ertoe moet dienen om enerzijds bestuurders aan te trekken, maar anderzijds ook om ze te behouden. Uit empirisch onderzoek is inmiddels gebleken dat het verband tussen beloningen van bestuurders en prestaties voor en na invoering van deze code weinig verschil vertoont (zie Otten, Schenk en Verwer 2008). De Code Frijns verschilt substantieel van de Code Tabaksblat. Zo is de nadruk meer op de lange termijn komen te liggen, moeten de beloningsstructuren eenvoudiger en inzichtelijker zijn, dienen de risico's ingeperkt te worden, krijgt de Raad van Commissarissen een grotere verantwoordelijkheid, dient bij de beoordeling van de beloning ook naar niet-financiële indicatoren te worden gekeken, wordt de Raad van Commissarissen verplicht kritischer naar de invloeden van variabele beloningen te kijken, en mogen opties alleen nog worden toegekend indien ze aan een prestatie worden gekoppeld. Verder moet de verantwoording van het beloningsbeleid, van de individuele beloning en het te voeren beleid begrijpelijker, inzichtelijker en transparanter worden, krijgt de Raad van Commissarissen een discretionaire bevoegdheid ten aanzien van variabele beloningen en wordt de «*claw back*»-clausule geïntroduceerd.⁸¹⁸ Behalve voor de vertrekvergoeding is geen maximering van de beloningen opgenomen. Ook blijft het mogelijk om van de Code af te wijken.

⁸¹⁷ Cools (2005) spreekt in dit verband van zonnekoningen. In zogenoemde delegatiespellen wordt geanalyseerd hoe de beloning van bestuurders vervolgens weer een effect heeft op het verloop van de concurrentie op markten (Fershtman en Judd 1987; Vickers 1985). Uit deze literatuur blijkt onder meer dat bij verplichte transparantie van beloningsbeleid – zoals dat in veel *corporate governance* codes is vastgelegd – ondernemingen een additioneel kanaal in handen krijgen ten behoeve van de stilzwijgende coördinatie van kartels. Ook hier is zodoende sprake van een onbedoeld neveneffect van regelgeving: de regelgeving die beoogt aandeelhouders te beschermen (die inzake *corporate governance*), kan de belangen van consumenten schaden (die zou moeten worden geborgd met behulp van wetgeving inzake mededinging). Zie Jansen, Van Lier en Van Witteloostuijn (2007).

⁸¹⁸ De *claw back* is een instrument waarmee variabele beloningen van bestuurders kunnen worden teruggevorderd indien ze op de verkeerde basis zijn toegekend.

In de Code Frijns zijn diverse bepalingen opgenomen om de belangen van de overige belanghebbenden te betrekken bij de vaststelling van de beloningen. In het verlengde van onze eerdere opmerkingen over de positie van aandeelhouders kan echter ook hier de vraag gesteld worden of het terecht zou zijn – zoals in 2002 bijvoorbeeld bepleit door de «High-Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe» – om de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (het beleid ten aanzien van) de bestuurdersbeloning te laten vaststellen. Aandeelhouders hebben immers niet zoals de Raad van Commissarissen de verplichting om zich op het vennootschappelijk belang te richten, maar mogen uitsluitend voor hun eigen belangen opkomen.

Toegesplitst op de beloning binnen financiële instellingen is in het rapport gerefereerd aan de normen die uit de Wet financieel toezicht kunnen worden afgeleid voor het voeren van een beheerst beloningsbeleid. Zo dienen banken en verzekeraars hun bedrijfsvoering op een dusdanige manier in te richten dat een beheerste en integere bedrijfsuitoefening kan worden gewaarborgd. Volgens de minister van Financiën dienen financiële ondernemingen daarom een zodanig beloningsbeleid te hanteren dat de soliditeit en de continuïteit van de onderneming gewaarborgd worden.⁸¹⁹ Bestuurders en werknemers mogen in dat geval hun eigen (korte-termijn)belang niet laten prevaleren boven het (lange-termijn)belang van de onderneming. De minister ziet een tweede norm in de verplichting voor financiële ondernemingen om in het belang van hun klanten te handelen dan wel hun klanten zorgvuldig te behandelen. Het beloningsbeleid mag onder deze norm geen prikkels bevatten waardoor afbreuk wordt gedaan aan deze verplichtingen. Het lijkt erop alsof de kredietcrisis de financiële wereld ertoe heeft aanzet om – in ieder geval op papier – de klant te herontdekken. Mocht al worden aangenomen dat de Wft normen bevat waarmee het beloningsbeleid kan worden ingevuld, dan kunnen uit de Wft in ieder geval geen (concrete) bandbreedtes noch andere vereisten (direct) worden afgeleid. Gedacht kan bijvoorbeeld worden aan het ontbreken van een antwoord op de vraag of variabele beloningen wel of niet zijn toegestaan – en indien wel, of ze gekoppeld moeten worden aan prestatiecriteria.

In reactie op de crisis heeft de Adviescommissie Toekomst Banken – in de volksmond de Commissie Maas genoemd – op verzoek van de Nederlandse Vereniging van Banken het rapport «Naar herstel van vertrouwen» uitgebracht, terwijl in mei 2009 AFM en DNB met gezamenlijke principes voor een beheerst beloningsbeleid zijn gekomen.⁸²⁰ Deze laatste vormen onder meer een Nederlandse invulling van de «Financial Stability Forum»-principes. De principes richten zich op alle financiële ondernemingen die onder het toezicht van de AFM of DNB staan. Zij dienen naar de geest en niet uitsluitend naar de letter te worden nageleefd. De ondernemingen zijn zelf verantwoordelijk voor het vinden van de juiste balans tussen het gebruik van variabele beloningen en het beheersen van de risico's die door het gebruik ontstaan. De AFM en DNB hebben nog geen concrete handvatten om de principes te handhaven. De bedoeling is dat de principes in de Wft verankerd worden zodat de AFM en DNB een toepasbaar en concreet aanknopingspunt hebben om de principes te handhaven.

Volgens de Commissie Maas dienen de hoogte en de structuur van topinkomens in overeenstemming te zijn met een verantwoord intern risicobeheer. Ook dienen zij door de samenleving als gerechtvaardigd te

⁸¹⁹ Kamerstuk 31 371, nr 215, p. 4.

⁸²⁰ In september 2009 heeft De Nederlandsche Bank een rapportage gepresenteerd waarin de resultaten van een onderzoek naar de feitelijke beloningssituatie zijn opgenomen (De Nederlandsche Bank, «Naar een beheerst beloningsbeleid»). Naar aanleiding van dit onderzoek heeft De Nederlandsche Bank een aantal «good practices» geformuleerd voor elk van deze principes.

worden beschouwd. Aangezien daar de afgelopen jaren kennelijk geen sprake van is geweest, dient matiging en herstructurering plaats te vinden. Door dezelfde commissie wordt echter beargumenteerd dat banken wel de ruimte moeten behouden om toptalent aan te kunnen blijven trekken. Deze tweede argumentatie biedt een sluiproute om toch minder te matigen en minder te herstructureren: een klassiek gevangendilemma ligt op de loer. Als uit oogpunt van concurrentie één bank zou besluiten de beloningsteugels te laten vieren, zullen de andere banken dat als excuus gebruiken om hetzelfde pad te betreden. De kans op zulk imitatiegedrag is extra groot omdat banken op internationale markten voor toptalent opereren. Desondanks vindt de Adviescommissie dat de ruimte bestaat om het beloningsbeleid zowel te matigen als te herstructureren. Om een grotere focus op het belanghebbendenmodel te kunnen leggen, wordt een groot deel van de aan variabele beloningen gekoppelde prestatiecriteria gebaseerd op niet-financiële doelstellingen. Hierbij valt onder andere te denken aan klanttevredenheid, risicomanagement en integriteit.

Op 9 september 2009 heeft de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) haar eigen Code Banken gepresenteerd. Deze code is gebaseerd op de aanbevelingen van de Commissie Maas, maar kent ook materiële verschillen ten opzichte van die aanbevelingen: (i) de beloningsstructuur van de werknemers wordt ook behandeld, terwijl de Commissie Maas deze groep grotendeels buiten beschouwing had gelaten; (ii) behalve de retentie- en welkomstpakketten worden ook de exitpakketten besproken; (iii) de vergelijking met de internationale sector wordt geïntroduceerd; en (iv) de toekenning van deze beloningen wordt afhankelijk gemaakt van de winstgevendheid en/of continuïteit van de bank. Verder haalt de Code Banken een aantal clausules uit de Nederlandse *corporate governance* code aan (zoals de «claw back» clausule). Duidelijker dan voorheen is een rol voor de Raad van Commissarissen weggelegd.

Geconcludeerd kan worden, dat op het vlak van de bestuurdersbeloningen veel aan het verschuiven is, maar dat nog moeilijk te voorspellen valt wat het eindstation zal zijn omdat onder het gras de nodige adders op de loer liggen. De Code Banken lijkt echter de scherpe kanten van de aanbevelingen van de Adviescommissie Toekomst Banken af te halen, terwijl ook al in dat laatste advies het gevaar van sluiproutes levensgroot aanwezig was. Een voorbeeld van een afzwakking is de bepaling dat de Raad van Commissarissen jaarlijks de hoogste variabele inkomens bespreekt, terwijl de Commissie Maas nog voorstelde dat deze inkomens besproken werden voordat het bestuur de variabele beloningen toekent. Hoewel de Code Banken bindend is voor haar leden, is onduidelijk wie toezicht houdt op de naleving en wat de sancties zijn ingeval van niet naleving.

Daarnaast is het belangrijk om op te merken dat hoewel de aanbevelingen van de Adviescommissie Toekomst Banken hoofdzakelijk positief door de AFM en DNB zijn ontvangen, toch ook in die kringen kritiek te beluisteren is. Vooral de AFM is van mening dat de aanbevelingen niet ver genoeg gaan, aangezien ze zich alleen tot de beloningen van de Raad van Bestuur en de eerste managementlaag eronder beperken, terwijl de aanbevelingen zich op alle werknemers zouden moeten richten. De Code Banken is enigszins tegemoet gekomen aan dit bezwaar, maar beperkt zich tot het toekennen van een goedkeuringsrecht aan de Raad van Commissarissen over de beginselen van het beloningsbeleid voor de overige werknemers. Voorts geldt de regel dat het variabel deel van het inkomen niet meer mag

bedragen dan 100% van het vaste deel alleen voor bestuurders, derhalve niet voor de handelaren. Juist door werknemers uit deze laatste categorie zijn in het verleden soms extreem grote risico's genomen. Een voorbeeld hiervan is het optreden van handelaar Leeson bij de Barings Bank. Onduidelijk is of welkomst- en retentiebonussen onder de Code Banken ook gemaximeerd worden. Indien de bevoegdheid tot vaststelling van het beloningsbeleid bij de aandeelhoudersvergadering blijft liggen, dan is het moeilijk denkbaar dat de belangen van de overige belanghebbenden in de beloningen terug zullen komen. Dit probleem wordt niet opgelost zolang geen onafhankelijk orgaan – zoals een externe toezichthouder – bestaat dat kan toetsen of de beloningen de belangen van alle belanghebbenden reflecteren.

Uit dit rapport komt naar voren dat de Nederlandse discussies overigens niet op zich staan. Ook in het buitenland, en binnen supranationale instituten, zijn vele commissies aan het werk met de bedoeling meer orde en rechtvaardigheid te scheppen in de systemen voor de beloning van bestuurders en het hogere management. Opvallend is daarbij dat het bonusprincipe zelf maar zelden ter discussie is en wordt gesteld, ondanks het feit dat niet duidelijk is, en in ieder geval nooit wetenschappelijk is aangetoond, of prestatiebeloning op deze niveaus leidt tot opbrengsten die uitstijgen boven het particuliere belang van de ontvangende partij. De primaire legitimatie voor zulke principes is gelegen in motivatietheorieën die door sommigen als uitermate simplistisch zijn gekwalificeerd (Donaldson 1995; Frey 1997, en de lange rij van aldaar geciteerde onderzoekers). Uiteindelijk is het gevaar groot dat een weloverwogen afweging van deelbelangen zal uitblijven – een uitkomst die stevast wordt voorspeld in de moderne institutionele economie (Acemoglu en Robinson 2006).

1. INLEIDING

In dit hoofdstuk bespreken wij een aantal technieken waarmee bepaalde risico's kunnen worden beheerst. Ten eerste de technieken securitisatie en credit default swap. Dit zijn technieken waarmee – kortgezegd – het kredietrisico, dat wil zeggen het risico op een tekortkoming in de nakoming van de verplichtingen van een wederpartij, kan worden afgewenteld op een derde. In het kader van securitisatie is deze derde de obligatiehouder, bij een credit default swap betreft de derde de protection seller. Daarnaast komt de techniek van short selling aan bod. Met de techniek short selling kunnen de gevolgen van een daling van de koers van een bepaald aandeel worden beperkt.

2. SECURITISATIE TRANSACTIES

2.1 Omschrijving securitisatie

Securitisatie is een financieringsvorm waarbij een gedeelte van de activa van de onderneming buiten haar balans wordt geplaatst. Het principe is vrij eenvoudig. Een onderneming, in het kader van securitisatie een «originator» genoemd, draagt een bepaald pakket vorderingen over aan een speciaal voor de transactie opgerichte rechtspersoon. Deze speciaal voor de transactie opgerichte rechtspersoon, de «special purpose vehicle» (SPV) financiert de aankoop van de vorderingenportefeuille door de uitgifte van effecten (meestal obligaties). De koopprijs die door de SPV wordt betaald, is gelijk aan de nominale of contant gemaakte waarde van de vorderingen die deel uitmaken van de portefeuille. De SPV zal de betalingen die binnenkomen op overgedragen vorderingen (bestaande uit rentebetalingen, aflossingen en eventuele boetes) aanwenden voor betaling van de rente en de hoofdsom onder de effecten en voor de kosten van de transactie.

De transactie zal daarnaast zodanig worden gestructureerd, dat eventuele overschotten die in de SPV ontstaan na betaling aan de investeerders worden teruggelid naar de originator (de zogeheten «deferred purchase price»). Ten behoeve van de investeerders wordt in de regel een «security trustee» in het leven geroepen die de zekerheden gevestigd ter verzekering van de verplichtingen van de SPV onder de obligaties houdt. Ingeval een portefeuille met hypothecaire leningen wordt omgezet in verhandelbare effecten, worden de effecten «mortgage backed securities» genoemd. Gaat het om het omzetten van bijvoorbeeld creditcard- en autoleasevorderingen in verhandelbare effecten dan spreekt men van «asset backed securities».

2.2 Partijen bij securitisatie

Bij een securitisatie zijn veel partijen betrokken, de belangrijkste zijn: de originator, de SPV en de security trustee. Daarnaast vervullen diverse instellingen een rol van betekenis in het kader van «credit enhancement».

Originator

Iedere onderneming met een vorderingenportefeuille kan in principe een securitisatie initiëren. De originator is vaak een bank of een leasemaat-

schappij, maar kan ook een pensioenfonds, een mediaconcern of een telecom bedrijf zijn, zolang er maar voldoende vorderingen zijn waaruit een constante stroom van inkomsten wordt gegenereerd.

De originator bepaalt welke vorderingen worden overgedragen en maakt een «pool» van vorderingen die onderwerp van securitisatie zullen worden. Bij de samenstelling van de pool vorderingen (ook wel vorderingenportefeuille genoemd) wordt veel aandacht besteed aan de spreiding van risico's onder de vorderingen. In het kader van een Nederlandse securitisatietransactie met hypothecaire vorderingen als onderpand vindt onder meer regiospreiding plaats. Vorderingen met een recht van hypotheek op onroerend goed vanuit alle streken in Nederland belanden in de vorderingenportefeuille. Daling van de huizenprijzen in één bepaalde regio leidt zodoende niet tot daling van de waarde van de gehele vorderingenportefeuille. De vorderingenportefeuille moet echter tevens enigszins homogeen zijn om het voor de investeerders en de «rating agencies» mogelijk te maken om de risico's in verband met een investering in de obligaties in te kunnen schatten.

Vanwege een duurzame relatie met haar debiteuren en het feit dat het innen van de vorderingen nogal wat werk met zich brengt waarvoor de SPV niet is toegerust, blijft de originator vaak ook na de overdracht verantwoordelijk voor het innen van vorderingen. Tussen de originator en de SPV wordt dan een zogeheten «servicing agreement» gesloten. De originator krijgt van de SPV voor het verrichten van dergelijke administratieve diensten een vergoeding. Naast het sluiten van een «servicing agreement» wordt vaak ook nog gewerkt met een «back-up server». Een back-up neemt de functie van de originator over indien de originator in betalingsmoeilijkheden geraakt of failliet wordt verklaard.

De SPV

Degene die de pool van vorderingen koopt is een daarvoor speciaal opgerichte entiteit. De SPV financiert de aankoop van de vorderingenportefeuille door de uitgifte van effecten op de reguliere kapitaalmarkt. Het soort effect zal in de regel een obligatie zijn. Ook kortlopende schuldtitels, zoals «commercial paper», kunnen worden uitgegeven. De gelden die door de SPV worden aangewend voor de rente en aflossing van de obligaties komen voort uit de inkomsten onder de vorderingen. In de ideale situatie is de stroom gelden vanuit de vorderingenpool naar de SPV gelijk aan de stroom gelden van de SPV naar de investeerders (minus de kosten die gemaakt worden om de securitisatietransactie te bewerkstelligen). De SPV fungeert als een doorgeefluik.

Om het bestaan van de SPV niet in gevaar te brengen is het van belang dat de SPV zoveel mogelijk faillissementsbestendig («bankruptcy remote») wordt gemaakt. Om dit te bereiken dient ten eerste de onafhankelijkheid van de SPV ten opzichte van de originator volledig te zijn gewaarborgd. Een faillissement van de originator mag geen invloed hebben op de SPV. Bij Nederlandse securitisatietransacties wordt als rechtsvorm voor de SPV vrijwel altijd een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid gebruikt. Deze besloten vennootschap wordt speciaal voor de specifieke transactie opgericht en heeft een beperkte doelomschrijving. Voorts wordt veelal voor de rechtsvorm van een stichting gekozen als houder van de aandelen in de SPV. Het bestuur van de SPV en van de stichting is onafhankelijk van het bestuur van de originator en wordt vaak gevormd door een trustkantoor. Met een stichting als enig aandeelhouder wordt voorkomen dat de SPV en de

originator als het ware samensmelten en de SPV moet worden geconsolideerd in de jaarrekening van de originator.

Om te voorkomen dat de SPV opvorderbare gelden aantrekt van anderen dan professionele marktpartijen, hetgeen verboden is onder de Wft (zie Deel I, hoofdstuk 4), geeft zij obligaties uit met een nominale waarde van minstens € 50 000.

De security trustee

In het kader van securitisatie wordt bij de uitgifte van de obligaties in de regel een «security agent» of «trustee» ingeschakeld. Tot zekerheid voor de nakoming van haar rente- en aflossingsverplichtingen worden door de SPV ten gunste van de security trustee en voor de gezamenlijke investeerders zekerheidsrechten gevestigd op de vorderingen in de portefeuille, de ontvangstrekeningen en alle andere rechten die de SPV jegens derden geldend kan maken (zoals de rechten onder eventuele swaps of afgesloten kredietverzekeringen). De security trustee beheert de effecten en zekerheden en treedt namens de investeerders op.

Doel van een dergelijke entiteit is het bewerkstelligen en waarborgen van een efficiënte en gecoördineerde uitoefening van rechten van de investeerders. Een afzonderlijke investeerder heeft niet veel in te brengen en aan een gezamenlijke uitoefening van zekerheden zijn grote bezwaren verbonden. Voor de SPV is het in omgekeerde richting ondoenlijk om met alle investeerders individueel contact te leggen. Bovendien zal de samenstelling van de groep investeerders vaak continue aan verandering onderhevig zal zijn.

Overige actoren

Voor het geval debiteuren tekortkomen in hun betalingsverplichtingen onder de vorderingen en als direct gevolg daarvan de opbrengst van de vorderingen niet voldoende is om de investeerders te voldoen, worden diverse methodes aangewend (bijvoorbeeld garanties, kredietverzekeringen en achterstellingen). Deze technieken die de kredietwaardigheid van de SPV verhogen worden aangeduid als «credit enhancement». De SPV sluit de overeenkomsten van credit enhancement af met de originator of met een andere kredietinstelling.

Hoewel credit enhancement de kans op faillissement niet verkleint, zorgt het er wel voor dat de verliezen uit faillissement beperkt worden voor de investeerder in een SPV. Credit enhancement leidt dan ook tot een hogere rating (zie hierna), hetgeen ervoor zorgt dat investeerders in een SPV bereid zijn voor hun investering een hogere prijs te betalen.

2.3 Rating agencies

Rating agencies spelen een belangrijke rol bij securitisatietransacties. De door de SPV uitgegeven obligaties worden beoordeeld door één of meerdere rating agencies die de obligaties een «rating» geeft. Een rating is een beoordeling van de kans dat de investeerders over een bepaalde periode (meestal een jaar) geen tijdige en volledige betaling zullen ontvangen van rente en aflossing met betrekking tot de obligaties. De rating wordt toegekend op basis van een grondige beoordeling van de liquiditeits- en kredietwaardigheidpositie van de SPV. Deze beoordeling vindt plaats door een (financiële) analyse van een aantal kwalitatieve en kwantitatieve factoren. Deze factoren zien onder meer op de kwaliteit en betalingshistorie van de portefeuille. Tevens wordt gekeken naar de

kwantiteit en de kwaliteit van credit enhancement en de instellingen die voorzien in de credit enhancement. Rating agencies en de totstandkoming van de rating komen uitgebreid aan de orde in Hoofdstuk 4.

2.4 Motieven voor securitisatie

Securitisatie is de enige mogelijkheid om financiering te verkrijgen

Een onderneming kan in de situatie verkeren waarin het voor haar onmogelijk is om tegen acceptabele voorwaarden een bankfinanciering aan te trekken. De internationale kapitaalmarkt biedt in deze gevallen een aantrekkelijke alternatieve financieringsbron. Tevens is financiering door middel van securitisatie een goede financieringsbron voor ondernemingen die zelf niet in het bezit zijn van een rating. Investeerders, met name institutionele investeerders, mogen vaak slechts beleggen in producten met een rating van een erkende rating agency. Door middel van securitisatie kunnen deze ondernemingen hun activa op zodanige wijze hergroeperen dat er op de effecten een (hoge) rating kan worden behaald, waardoor de uit te geven effecten tegen een goede prijs bij investeerders kunnen worden geplaatst.

Lagere financieringskosten

Financiering door middel van een securitisatie is over het algemeen goedkoper dan een financiering verkregen uit de reguliere kapitaalmarkt. De rentelasten van een SPV onder de obligaties zullen in de regel een stuk lager liggen dan het rentepercentage dat de originator aan haar eigen investeerders zou moeten betalen. Dit komt doordat de door een SPV uitgegeven obligaties doorgaans een hogere rating hebben dan dezelfde obligaties uitgegeven door de originator. De hoge rating is onder meer te danken aan het feit dat het faillissementsrisico van de SPV beperkt is en de activa betrokken bij de securitisatie van goede kwaliteit zijn.

Verbetering van de balansverhouding

Een onderneming kan door een deel van haar vermogensbestanddelen buiten haar balans te brengen en om te wisselen in contanten, waarmee eventueel nieuwe activiteiten kunnen worden ontwikkeld zonder dat de noodzaak ontstaat het eigen vermogen te verhogen, haar balansverhoudingen verbeteren. De wens om de balansverhoudingen te herschikken kan zijn ingegeven door eigen beleid of een gevolg zijn van externe regelgeving. Dit laatste speelt in het bijzonder een rol bij financiële instellingen (bijv. banken) die onder toezicht staan. Op grond van de solvabiliteitsrichtlijnen zijn deze instellingen verplicht een minimale solvabiliteitsratio aan te houden. Opmerking verdient dat indien de originator binnen de securitisatiestructuur mede optreedt als credit enhancer, er (nieuwe) verplichtingen kunnen ontstaan om extra toetsingsvermogen aan te houden hetgeen een mitigerend effect heeft (zie paragraaf 5.1.6).

Verbeteren van de liquiditeit en neutraliseren van renteverschillen

Tot slot kan als motief worden genoemd het verbeteren van de liquiditeit en neutraliseren van renteverschillen tussen de looptijd van de uitstaande (hypothecaire) vorderingen van de onderneming en haar uitstaande schuldverplichtingen. Ondernemingen financieren het verstrekken van (hypotheclair) krediet doorgaans door middel van het aantrekken van (middel) lange en korte termijn faciliteiten. Over het algemeen hebben deze faciliteiten een kortere looptijd dan de financieringsperiode van de uitstaande (hypothecaire) vorderingen, waardoor een herfinancieringsrisico ontstaat. Door securitisatie kunnen de looptijden van de financie-

ringsfaciliteiten en de activa gelijk worden getrokken, met de beperking dat vervroegde aflossingsrisico's onder de obligaties en de terugkoopverplichting voor de originator ten aanzien van vorderingen die niet blijken te voldoen aan de eisen die daaraan zijn gesteld ten tijde van de overdracht aan de SPV, nimmer kunnen worden afgewend.

2.5 Ontwikkelingen in ons rechtssysteem inzake securitisatie

Tot 1 oktober 2004 was voor een rechtsgeldige levering van een vordering op naam (cessie) op grond van artikel 3:94 lid 1 BW vereist dat een akte werd opgemaakt en dat daarvan mededeling werd gedaan aan de debiteur van de vordering. De originator bij een securitisatietransactie diende de debiteur van de vordering die werd overgedragen aan de SPV op de hoogte te stellen van deze overdracht. Pas na mededeling was de overdracht van de vordering aan de SPV voltooid. De originator (de cedent van de vorderingen) wenste vanuit een praktisch en commercieel oogpunt niet te voldoen aan dit vereiste. In de praktijk werd er gewerkt met een uitgestelde levering. Levering vond plaats indien zich een bepaalde gebeurtenis («notification event») voordeed, zoals de ontbinding van de originator, de verlening van surseance van betaling aan de originator en faillietverklaring van de originator. Tot het moment waarop mededeling aan de debiteuren werd gedaan en een daadwerkelijke overdracht werd bewerkstelligd, liepen de SPV en de investeerders een faillissementsrisico op de originator. Dit had weer zijn weerslag op de rating van de obligaties.

De wetgever is de praktijk tegemoet gekomen en heeft op 1 oktober 2004 cessie zonder mededeling, de stille cessie, ingevoerd.⁸²¹ Op grond van artikel 3:94 lid 3 BW kan thans een vordering worden geleverd door middel van een tussen partijen opgemaakte notariële akte, dan wel onderhandse akte welke wordt geregistreerd (bij de belastingdienst), mits de vordering op het tijdstip van de cessie reeds bestaat of rechtstreeks zal worden verkregen uit een op dat moment reeds bestaande rechtsverhouding.

2.6 Enkele regulatoire aspecten

De Wft en daaraan gerelateerde regelgeving speelt ook een rol bij securitisatietransacties. Hieronder worden kort de relevante regelgeving en de vrijstellingen voor de SPV besproken.

Vrijstellingen markttoegang

Krachtens artikel 2:60 lid 1 Wft is het verboden in Nederland zonder een daartoe verleende vergunning door de AFM krediet aan te bieden. Als gevolg van de overgang van de juridische eigendom van de gesecuritiseerde vorderingen inzake krediet op de SPV⁸²², zal de SPV vanaf dat moment de wederpartij zijn bij de betreffende overeenkomsten inzake krediet. De SPV valt dan als beherende of uitvoerende wederpartij bij de kredietovereenkomsten volledig onder de Wft. In artikel 2:64 lid 1 Wft wordt een vrijstelling gegeven van het verbod van artikel 2:60 lid 1 Wft, die verder wordt uitgewerkt in artikel 3 Vrijstellingsregeling Wft. Vrijgesteld zijn ondernemingen die de juridische eigendom verkrijgen van vorderingen uit hoofde van overeenkomsten inzake krediet die zij niet zelf als wederpartij zijn aangegaan, voor zover het beheer en de uitvoering van die kredietovereenkomsten krachtens overeenkomst geschiedt door een kredietbeheerder aan wie het ingevolge de wet is toegestaan te bemiddelen in krediet of krediet aan te bieden. De documentatie die aan

⁸²¹ Kamerstukken II 2002/03, 28 878 nrs 1–6, Kamerstukken I 2002/03, 28 878 cijfers A–C en Advies van Raad van State en Nader Rapport.

⁸²² Hiervan is sprake bij securitisatie van (hypothecaire) vorderingen.

wordt gegaan in het kader van een securitisatietransactie zal hierin in de regel voorzien en de SPV zal onder de vrijstelling van artikel 3 Vrijstellingsregeling Wft vallen.

Ingevolge artikel 3:5 Wft is het verboden om in Nederland in de uitoefening van een bedrijf buiten besloten kring opvorderbare gelden van anderen dan professionele marktpartijen aan te trekken, ter beschikking te verkrijgen of ter beschikking te hebben. Een SPV zal praktisch nooit onderworpen zijn aan dit verbod aangezien een SPV in de regel opvorderbare gelden van professionele marktpartijen zal aantrekken. Een investeerder wordt geacht een professionele marktpartij te zijn indien de obligaties een nominale waarde van ten minste € 50 000 hebben.

Solvabiliteitstoezicht

De originator dient bij de overdracht van de vorderingen aan de SPV een aantal garanties af te geven, waaronder de garantie dat de vordering niet is verstrekt in strijd met hetgeen wettelijk is bepaald, dat de wettelijke zorgplicht in acht is genomen en dat er geen wanbetalingen zijn. De originator verplicht zich, indien de garanties na overdracht van de vorderingen aan de SPV niet juist blijken te zijn, de betreffende vordering terug te kopen tegen betaling van de contante waarde van de vordering op dat moment. Het «terugkooprisico» moet worden meegenomen bij de bepaling van de «solvency» ratio. Hierdoor ontstaat dus de situatie dat aan de ene kant als gevolg van de securitisatie de verhouding eigen vermogen/vorderingen van de bank (ofwel de «simpele» solvency ratio) is toegenomen, terwijl aan de andere kant de risico's op die vorderingen, hoewel niet meer zichtbaar op de balans, niet verdwenen zijn.

Door middel van een amendement van het Bazel I akkoord werd in 1995 besloten dat banken bij het berekenen van hun solvency ratio rekening moesten houden met deze gesecuritiseerde «off-balance sheet items». Op deze manier wordt getracht te voorkomen dat ondernemingen hun balans kunnen opschonen door een securitisatie en meer solvabel lijken dan ze werkelijk zijn. Het Bazel II akkoord is nog wat strenger op dit punt door onderscheid te maken tussen traditionele securitisaties (waarbij een pool homogene vorderingen gesecuritiseerd wordt) en andere (synthetische) securitisaties. In beide gevallen dient de resterende economische «exposure» voor de originator met betrekking tot de overgedragen vorderingen berekend en meegeteld te worden bij het bepalen van de solvency ratio. Bij synthetische securitisaties vindt geen werkelijke overdracht van de vorderingen aan de SPV plaats en wordt over het algemeen de resterende economische exposure zwaarder meegeteld. Tevens wordt in het Bazel II akkoord de toezichthouder een zwaardere rol toebedacht: bij twijfel dient de toezichthouder te beoordelen of van een securitisatie sprake is (en daarmee bij het berekenen van de solvency ratio rekening moet worden gehouden).

2.7 Securitatie en de kredietcrisis

Securitisaties zijn een goed voorbeeld van de vele gezichten die een financiële crisis kan hebben. Bij de analyse van de grote depressie in 1929 in de Verenigde Staten kwam duidelijk naar voren dat Amerikaanse banken, mede als gevolg van richtlijnen met betrekking tot de producten waarin ze mochten handelen en de (geografische) markten waarop ze (mochten) opereren vaak zeer slecht gedifferentieerd waren, waardoor deze banken extra gevoelig waren voor plotselinge verliezen. Securitatie was een van de manieren waarop banken na de depressie van 1929 in

staat waren om tegen lage kosten een betere risicospreiding te bewerkstelligen. Specifieke risico's zijn daardoor door het hele financiële systeem verspreid en gedragen, waardoor iedere individuele instelling stabiel is geworden.

Met name de afgelopen 10 jaar heeft het aantal securitisaties een grote vlucht genomen, eerst in de Verenigde Staten en later ook in Europa. Ging het aanvankelijk om securitisaties met betrekking tot hypothecaire vorderingen, vorderingen uit leasecontracten en creditcardvorderingen, tegenwoordig worden zelfs intellectuele eigendomsrechten herverpakt. In Nederland geschiedde de eerste securitisatie in 1996. Op initiatief van de VSB Bank N.V., een onderdeel van Fortis, vond een securitisatie van hypothecaire vorderingen plaats. Na Fortis volgden onder meer ABN Amro, NIB en de SNS Bank.

In de huidige kredietcrisis spelen securitisaties door de zogeheten subprime hypotheek, verstrekt in de Verenigde Staten, een rol. Subprime hypotheek zijn hypotheek die worden verstrekt aan personen die een negatieve krediethistorie hebben, dan wel wiens inkomen op het moment van verstrekking te laag of te onzeker is om de totale lasten gedurende de looptijd van de lening te kunnen dragen. Onder de Nederlandse regelgeving is het in beginsel niet toegestaan om dergelijke hypotheek te verstrekken. Verstrekking daarvan is in strijd met de zorgplicht ex artikel 4:34 Wft jo artikel 113 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft, welke beoogt overkreditering tegen te gaan. In de EU-lidstaten geldt soortgelijke regelgeving als gevolg van de implementatie van de MiFID.

De vraag naar subprime hypotheek steeg na de renteverlaging van de rentetarieven in 2002 in combinatie met een continue stijging van de huizenprijzen. De acceptatie criteria kwamen onder druk te staan door de stevige concurrentie onder verstrekkers van subprime hypotheek. Door middel van gestructureerde financieringsvormen als securitisaties konden de verstrekkers van subprime hypotheek de hieruit voortvloeiende vorderingen overgedragen en kon het kredietrisico ten aanzien van deze subprime hypotheek worden afwend op investeerders, hetgeen bijdroeg aan het versoepelen van de acceptatiecriteria.

Tegelijkertijd werden de gesecuritiseerde vorderingen ook door vele Europese banken gekocht, aangezien deze investeringen een manier vormden om risico's te spreiden, door te investeren in effecten die relatief laag correleren (samenhangen) met de directe investeringen van deze banken.

Met het stagneren en het dalen van de huizenprijzen bleken de verkoopopbrengsten niet altijd meer voldoende om de lopende leningen af te lossen, waardoor de debiteuren met een restschuld bleven zitten. Dit had ook negatieve consequenties voor de door de SPV uitgegeven effecten. De waarde daarvan verminderde en veel investeerders gingen over tot verkoop van door hen aangehouden effecten. Dit had tot gevolg dat het aanbod van deze effecten steeg en de waarde verder afnam. Daarop zagen de investeerders zich gedwongen om ook effecten met als onderliggende waarde niet-subprime hypotheek in de verkoop te doen teneinde de balans gezond te houden en liquiditeit te genereren. Het gevolg was een vermindering van de waarde van alle door securitisatievehicles uitgegeven effecten, ongeacht welke dekking ze hadden. Investeerders in deze effecten waren genoodzaakt de waarde van deze effecten af te boeken. Veel ondernemingen/banken hadden geïnvesteerd in deze

effecten, met als gevolg dat het moeilijk in te schatten was welke onderneming/bank nog gezond was. Zo ontstond er gebrek aan vertrouwen en leenden de banken niet meer uit, zowel aan elkaar als aan andere ondernemingen en particulieren.

3. CREDIT DEFAULT SWAPS

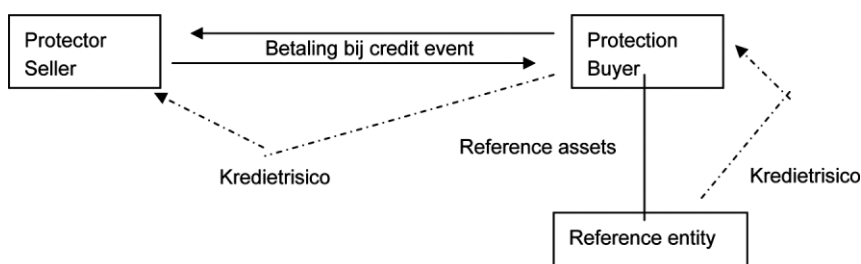
3.1 Omschrijving credit default swaps (CDS)

Overeenkomst

Een credit default swap (CDS) is een overeenkomst tussen twee partijen, waarbij de ene partij, de «protection seller», tegen een premievergoeding het kredietrisico van de andere partij, de «protection buyer», overneemt en de protection buyer schadeloos stelt in het geval zich een bepaalde gebeurtenis, een «credit event», voordoet. Het kredietrisico is het risico dat een wederpartij van de protection buyer, de «reference entity», bepaalde contractuele verplichtingen (bijvoorbeeld rente betalingen en aflossingen) met betrekking tot een bepaald instrument, de «reference assets», niet kan nakomen. Veel voorkomende credit events zijn het faillissement van de reference entity, aanvraag van surseance van betaling door de reference entity, verzuim door de reference entity om rente of aflossing te betalen, tekortkoming in de nakoming door de reference entity van (geldelijke) verplichtingen met betrekking tot de reference assets en herstructurering.⁸²³

Een voorbeeld: A heeft geïnvesteerd in obligaties die zijn uitgegeven door X. A loopt nu het risico dat X haar rente en aflossingsverplichtingen onder de obligaties niet kan nakomen. Door middel van het afsluiten van een CDS met B, kan A dit kredietrisico op X afwentelen op B. In de CDS tussen A en B kan dan worden opgenomen dat indien zich bepaalde omstandigheden voordoen (de credit events), B verplicht is om aan A een overeengekomen bedrag of het waardeverlies van de obligaties te vergoeden. In ruil voor het afwenden van het kredietrisico op B, betaalt A aan B periodiek een premie. In dit voorbeeld is A de protection buyer, B de protection seller, X de reference entity en zijn de obligaties de reference assets.

De structuur van de meest eenvoudige CDS (de «single-name» CDS) is schematisch als volgt weer te geven:⁸²⁴



⁸²³ E. Parker, *Credit Derivatives: Documenting and Understanding Credit Derivatives Products*; Globe Business Publishing 2007; Ltd. E.N. de Jong, «Handel in credit default swaps met voorwetenschap: slim of strafbaar?», V&O 2009, nr. 7/8, p. 156.

⁸²⁴ Schema en definitie ontleend aan C.P.M. van Houte, «Kredietderivaten; enige juridische en fiscale aspecten», Tvl 2003/5, p. 114–115.

Bij het opstellen van een CDS wordt veelal de standaard documentatie van de International Swaps and Derivatives Association, Inc. (ISDA) gebruikt, bestaande uit een Master Agreement met een daarbij behorende Schedule en de zogenoemde Confirmation. Daarnaast wordt vaak – met het oog op beperking van het (hierna te bespreken) tegenpartijrisico – een zogeheten Credit Support Annex (CSA) afgesloten waarin wordt afgespro-

ken dat en hoeveel zekerheid de protection seller en/of de protection buyer moeten stellen tot zekerheid voor de nakoming van hun respectievelijke verplichtingen onder de CDS.

Het aangaan van een CDS is niet aan enige (vorm)vereisten gebonden. De Nederlandse wet bevat geen bepalingen ten aanzien van het aangaan van een CDS. Wel dient een onderneming bij het afsluiten van een CDS haar formele en materiële doelomschrijving goed in het achterhoofd te houden.⁸²⁵

Afwikkeling van een CDS vindt plaats na het intreden van een credit event. Een CDS kan zowel fysiek als via een «cash settlement» worden afgewikkeld. In het eerste geval worden de reference assets overgedragen aan de protection seller, die daarvoor de nominale waarde betaalt aan de protection buyer. Bij cash settlement wordt het verschil tussen de nominale en de lagere actuele waarde door de protection seller aan de protection buyer vergoed. Aanvankelijk werd in de meeste CDSs «physical settlement» overeengekomen, maar de laatste tijd wordt steeds meer geopteerd voor cash settlement.⁸²⁶ Indien een CDS wordt afgesloten als instrument om te speculeren zal de gebruiker niet gebaat zijn bij physical settlement, maar een uitkering in geld prefereren. Een belangrijk fiscaal verschil tussen beide afwikkelingsmechanismen is dat bij fysieke afwikkeling van het contract de reference assets verkocht moeten worden en er sprake kan zijn van overdrachtsbelasting, heffing van omzetbelasting e.d.⁸²⁷

OTC-derivaat

Een van de kenmerken van een CDS is dat de waarde daarvan afhankelijk is van onderliggende waarden (bijvoorbeeld de waarde van bepaalde obligaties). Een CDS kwalificeert derhalve als een derivaat. Derivaten kunnen zowel op een gereguleerde markt of op een MTF worden verhandeld als tussen partijen onderling. De meeste derivaten, waaronder CDSs, worden echter verhandeld tussen partijen onderling. Deze onderhandse markt wordt ook wel de «over the counter» (OTC) markt genoemd. Een van de voordelen van een OTC-markt is dat de producten die daarop worden verhandeld op maat kunnen worden gemaakt. Inmiddels zijn er verschillende elektronische platforms waarop OTC-derivaten worden verhandeld.⁸²⁸ OTC-markten zijn niet gereguleerd en staan derhalve niet onder toezicht.

3.2 Opkomst en motieven voor CDS

De markt voor CDS ontstond begin jaren negentig en heeft sinds het einde van de vorige eeuw een snelle groei doorgemaakt. In een klimaat waarin de vraag naar kapitaal groot was, bood een CDS de mogelijkheid kredietrisico's af te wenden en kon worden voldaan aan bepaalde kapitaaleisen neergelegd in Bazel I, waarin een CDS als een zogenaamde «credit risk mitigant» wordt gekwalificeerd (zie hierna). Daarnaast kon met de handel in CDSs (extra) opbrengsten worden behaald en werd het afsluiten van een CDS als een goede manier gezien om diversificatie in risico's aan te brengen zonder daadwerkelijk met de reference entity een overeenkomst aan te hoeven gaan. Door het spreiden van kredietrisico over verschillende debiteuren, sectoren, regio's etc., kunnen de gevolgen van het intreden van een bepaald kredietrisico worden beheerst.

⁸²⁵ C.W.M. Lieveer en M.G. van 't Westeinde, «Capaciteitvraagstukken bij derivatentransacties», Tijdschrift voor Effectenrecht 2004–6, p. 108–119.

⁸²⁶ W.A.K. Rank, «OTC-derivaten in de kredietcrisis: de ISDA-documentatie als instrument van risicobeheersing», Tijdschrift voor Financieel Recht, 2009/nr. 2/3, p. 120.

⁸²⁷ C.P.M. van Houte, «Kredietderivaten; enige juridische en fiscale aspecten», Tvl 2003/5, p. 115–118.

⁸²⁸ Zie bijvoorbeeld www.swapwire.com, www.currenex.com en www.clearingcorp.com.

3.3 Risico's CDS

CDSs lijken een nuttig instrument voor de beheersing van kredietrisico, maar stellen de gebruiker bloot aan nieuwe risico's.⁸²⁹

Het tegenpartijrisico

Het tegenpartijrisico («counterparty risk») speelt een grote rol bij CDSs. Het tegenpartijrisico is het risico dat een partij loopt doordat haar wederpartij niet kan nakomen. Bij CDSs spelen twee tegenpartijrisico's een rol: (i) het risico dat de protection buyer loopt op de protection seller indien deze laatste haar betalingsverplichtingen niet kan nakomen in het geval van het intreden van een credit event en (ii) het risico dat de protection seller loopt op de protection buyer indien deze verzuimt aan haar premieverplichtingen te voldoen. Indien de reference entity niet aan haar verplichtingen onder de reference assets kan voldoen en de protection seller haar verplichtingen onder de CDS niet kan nakomen (dit werd vóór de kredietcrisis ondenkbaar geacht) is er sprake van een zogeheten «double default».⁸³⁰

De tegenpartijrisico's worden bij CDSs versterkt door de ondoorzichtigheid en de complexiteit van een CDS en de CDS markt. Een voorbeeld: protection buyer A dekt een kredietrisico af door middel van het sluiten van een CDS met protection seller B. Laatstgenoemde kan het kredietrisico weer afwenden door een CDS aan te gaan met een derde partij, protection seller C. Op die manier ontstaat een ketting van aan elkaar gerelateerde CDSs en daarmee met elkaar verband houdende tegenpartijrisico's. Het gevolg van een keten van CDSs is dat zowel de protection sellers als de protection buyers niet meer in staat zijn om in te schatten of en in hoeverre hun tegenpartijen kunnen voldoen aan hun verplichtingen onder de CDS.

Een goed voorbeeld van de verwezenlijking van het tegenpartijrisico is de American International Group (AIG)-affaire. AIG is een grote Amerikaanse verzekeringsmaatschappij die veel geld heeft verdiend met het afsluiten van CDSs als protection seller. Omdat AIG een AAA-rating had hoefde zij voor een groot aantal CDSs geen zekerheid te verstrekken aan de protection buyers. Dit is overigens niet ongebruikelijk; het komt vaker voor dat in een CSA de drempelwaarde waaronder zekerheid moet worden verstrekt afhankelijk wordt gesteld van de rating van de partij. AIG had als protection seller veel CDSs afgesloten met betrekking tot (instrumenten uitgegeven door) Lehman Brothers. Toen Lehman Brothers in de Verenigde Staten verzocht om een Chapter 11 procedure (de Amerikaanse equivalent van de Nederlandse surseance van betaling) deed zich onder een groot aantal CDSs een credit event voor en diende AIG terstond onder een groot aantal CDS uit te keren. Toen bleek dat AIG nauwelijks in staat was aan haar betalingsverplichtingen onder de CDSs te voldoen, verlaagden de rating agencies de rating van AIG en diende AIG onder de overgebleven CSAs zekerheid te stellen.⁸³¹ Ook hieraan kon AIG niet voldoen. Omdat men bang was dat protection buyers bij CDSs met AIG onherstelbaar zouden worden getroffen indien AIG niet aan haar betalingsverplichtingen zou kunnen voldoen, besloot de Amerikaanse overheid AIG te subsidiëren en leende 85 miljard dollar aan AIG in ruil voor een aandeel van ongeveer 80 procent in AIG.⁸³²

Marktrisico

CDSs die worden verhandeld worden blootgesteld aan marktrisico. Marktrisico is het risico dat een onderliggende waarde, in het kader van

⁸²⁹ P.H.J. Ottens, «Kredietderivaten en beheersing van kredietrisico», in: *Obligatiebeleggingen*; Deventer, Kluwer 2002, p. 5; E. Parker, *Credit Derivatives: Documenting and Understanding Credit Derivatives Products*; Globe Business Publishing 2007.

⁸³⁰ http://www.moodyskmv.com/newsevents/mc/mc07262004_sin.html.

⁸³¹ Credit default swaps and counterparty risk, august 2009, European Central Bank, p. 29; A.K. Rank, «OTC-derivaten in de kredietcrisis: de ISDA-documentatie als instrument van risicobeheersing», *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2009/2/3, p. 114.

⁸³² Credit default swaps, clearinghouses, and exchanges, Squam Lae working group on financial regulation, juli 2009, p. 3.

CDS de reference assets, in waarde afneemt. Indien de marktwaarde van de reference assets afneemt (al dan niet doordat de reference entity kredietwaardigheid verliest) zal dit leiden tot een daling van de prijs van een aan een dergelijke reference asset gerelateerde CDS.

Operationele risico's

Het operationeel risico is het risico dat er gebreken kleven aan de totstandkoming of het afsluiten van de CDS. Dit risico verwezenlijkt zich met name in een markt waarin transacties elkaar snel opvolgen. Hoewel over het al dan niet aangaan van een CDS mondeling overeenstemming kan zijn bereikt, verkrijgt de CDS in de praktijk pas gelding nadat beide partijen de documentatie hebben bekeken en ondertekend. In de periode tussen het aangaan van een CDS en het vastleggen van de afspraken kan een partij de CDS reeds van de hand hebben gedaan. Operationele risico's kunnen een bedreiging vormen voor de financiële stabiliteit.⁸³³

3.4 CDS en de kredietcrisis

Realisatie van kredietrisico

Uitgangspunt van een CDS is dat de protection seller het kredietrisico van de protection buyer op een bepaalde reference entity op zich neemt. Aangezien het moeilijk is om in te schatten of het kredietrisico zich zal verwezenlijken, is het voor de protection seller onzeker of hij onder de CDS moet uitkeren. Een protection seller kan zo risicovollere posities innemen dan wordt beseft. De door de protection seller gebruikte «risicomodellen» en de voor de CDSs aangehouden voorzieningen kunnen bovendien ontoereikend zijn.⁸³⁴ Voordat de crisis intrad, werd de kans dat het kredietrisico onder een CDS zich zou verwezenlijken laag geschat. Omdat de premies die de protection seller in het kader van een CDS ontving hoog waren en credit events zich nauwelijks voordeden, werd de CDS een lucratief instrument. Pas tijdens de crisis is gebleken dat de modellen niet voldoende rekening hielden met de mogelijkheid van een credit event en dat de voorzieningen die werden aangehouden onvoldoende waren.

Daarbij komt dat een van de kenmerken van een kredietcrisis is dat het kredietrisico zich op grote schaal verwezenlijkt. Een groot aantal ondernemingen blijkt niet meer in staat om aan hun verplichtingen onder een bepaalde overeenkomst te voldoen met als gevolg dat de diversificatievoordelen in grote mate wegvallen. Hierdoor neemt het aantal credit events dat gelijktijdig optreedt sterk toe.

CDS als market indicator

Indien een CDS op de OTC-markt worden verhandeld, zal er een prijs voor een dergelijke CDS ontstaan (dit wordt vertaald naar premies). Uit deze prijs kan de kredietwaardigheid van de reference entity worden afgeleid. Een hoge prijs duidt op een lage kredietwaardigheid van de reference entity en op een geringe kans dat een credit event zich zal verwezenlijken. Een laag geprijsde CDS geeft aan dat de reference entity kredietwaardig is en aan haar verplichtingen onder de reference assets kan voldoen. De kans op het intreden van een credit event is dan gering. Een CDS heeft zodoende een kredietwaarderende functie en is daarmee een zogeheten «markt indicator».

Naast het feit dat een hoge premie voor een CDS voelbaar is in de portemonnee van de protection buyer, brengt een hoog geprijsde CDS gevolgen met zich voor de reference entities. Zo kunnen voorwaarden

⁸³³ DNB, Kwartaal bericht December 2005, p. 40.

⁸³⁴ DNB, Kwartaal bericht December 2005, p. 40.

voor een eventuele (her)financiering door een reference entity mede worden gebaseerd op de prijs van een op haar betrekking hebbende CDS.⁸³⁵ De vergelijking dient zich aan met de discussie van «fair value accounting» versus «cost price value accounting»: waar de risicogevoeligheid van de voorwaarden van CDSs een disciplinerende prikkel kan geven, zorgt diezelfde risicogevoeligheid ook voor een bepaalde mate van instabiliteit. In tijden van spanning en asymmetrische informatie kunnen de CDSs daardoor een negatieve uitwerking hebben.

Pro-cyclisch effect

Een belangrijk aspect van een CDS is dat de relatie tussen rendement en risico in stand blijft, ook wanneer de economie bijvoorbeeld een recessie doormaakt. In dat laatste geval zal de kans op het intreden van een credit event toenemen en zullen de premies van CDSs naar boven worden bijgesteld.⁸³⁶ Een CDS heeft als zodanig een procyclisch effect.

3.5 Regelgeving van toepassing op CDS

CDS en de Wft

Artikel 1:1 van de Wft bevat een opsomming van «financiële instrumenten». CDSs vallen onder deze definitie van financiële instrumenten.

Het aangaan van een CDS dan wel de handel in CDSs kan vallen onder het verbod van artikel 2:96 Wft. Op grond van dit artikel is het verboden om zonder vergunning beleggingsdiensten te verlenen of beleggingsactiviteiten te verrichten. Onder «het verlenen van beleggingsdiensten» wordt onder meer verstaan het in de uitoefening van beroep of bedrijf voor rekening van cliënten uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten. Het verrichten van beleggingsactiviteiten omvat het in de uitoefening van beroep of bedrijf met eigen kapitaal handelen in financiële instrumenten. Een tussenpersoon die voor rekening van cliënten orders met betrekking tot CDSs doorgeeft en/of uitvoert of een partij die handelt in de uitoefening van beroep of bedrijf die voor eigen rekening een CDS afsluit dient in beginsel in het bezit te zijn van een vergunning. Echter, op grond van artikel 1:18 Wft is het handelen voor eigen rekening uitgesloten van het verbod ex artikel 2:96 Wft, met uitzondering van het handelen voor eigen rekening door «marketmakers» of handelaren voor eigen rekening die frequent op een georganiseerde en systematische wijze buiten een gereguleerde markt of MTF om optreden door een voor derden toegankelijk systeem aan te bieden om met hen transacties te sluiten. Dit betekent dat een groot deel van de handel in CDS niet is gereguleerd.

Wordt gehandeld in CDSs dan dienen de vergunninghoudende beleggingsondernemingen (lees: tussenpersonen) die daarbij betrokken zijn de gedragsregels uit hoofdstuk 4 van de Wft in acht te nemen. Welke regels dit zijn en welke partijen zich aan hieraan moeten houden is beschreven in paragraaf 3.4.

CDS en solvabiliteitseisen

Met ingang van 1 januari 2007 is het Besluit implementatie kapitaalakkoord Bazel 2 («Besluit Bazel 2») van kracht in de Nederlandse wetgeving. In het Besluit Bazel 2 zijn de herziene richtlijn banken⁸³⁷ en de herziene richtlijn kapitaaltoereikendheid geïmplementeerd⁸³⁸. Deze richtlijnen zijn op hun beurt een vertaling van het Bazel 2 akkoord van het Bazels Comité dat in juni 2004 tot stand kwam. Het Bazel 2 akkoord onderscheidt drie pijlers. Van belang voor deze paragraaf is Pijler 1 waarin de solvabilitei-

⁸³⁵ Hoogcomité voor een nieuwe financiële structuur, tussentijds rapport, 23 februari 2009, p. 13; Rapport van de Europese Centrale Bank, Credit Default Swaps and Counterparty Risk, August 2009, p. 5.

⁸³⁶ Credit default swaps, clearinghouses, and exchanges, Squam Lae working group on financial regulation, juli 2009, p. 2.

⁸³⁷ Richtlijn 2006/48/EG.

⁸³⁸ Richtlijn 2006/49/EG.

teisen zijn neergelegd. Door inwerkingtreding van het Besluit Bazel 2 zijn de Wft en de daarop gebaseerde uitvoeringsregelingen aangepast en is Pijler 1 van het Bazel 2 akkoord verwerkt in (onder meer) het Besluit Prudentiële Regels Wft («Besluit Prudentiële Regels»).

De basisverplichting voor onder meer een bank, beleggingsonderneming en een clearinginstelling voor het aanhouden van voldoende solvabiliteit is weergegeven in artikel 3:57 lid 1 van de Wft. Lid 2 bepaalt vervolgens dat bij of krachtens algemene maatregel van bestuur regels worden gesteld met betrekking tot de berekening van de minimumomvang van de solvabiliteit, de samenstelling van de solvabiliteit en de waardering van de vermogensbestanddelen die tot de solvabiliteit kunnen worden gerekend. De hier genoemde maatregel van bestuur betreft het Besluit Prudentiële Regels.

Ingevolge artikel 59 lid 1 Besluit Prudentiële Regels dient de aan te houden solvabiliteit ten minste gelijk te zijn aan de voor de betreffende financiële onderneming voorgeschreven minimumomvang van het toetsingsvermogen. Artikel 60 bepaalt dat de minimumomvang van het toetsingsvermogen van een bank, beleggingsinstelling of clearinginstelling minimaal de som is van de bedragen te berekenen overeenkomstig sub a tot en met d, waarin is bepaald wat de minimale omvang van het toetsingsvermogen is dat moet worden aangehouden voor, respectievelijk, het kredietrisico, het marktrisico en het operationeel risico.

De samenstelling van het toetsingsvermogen wordt vervolgens bepaald aan de hand van artikel 89 tot en met 98 Besluit Prudentiële Regels. Op grond van artikel 90 lid 1 Besluit Prudentiële Regels wordt het toetsingsvermogen gevormd door het in aanmerking te nemen kernkapitaal («*tier 1*» vermogen), aanvullend kapitaal («*tier 2*» vermogen) en overig kapitaal («*tier 3*» vermogen).

Minimum solvabiliteit, berekening en methoden t.a.v. kredietrisico

Met het oog op het kredietrisico, dient ingevolge artikel 60 lid 1 sub a de minimumomvang van het toetsingsvermogen van een bank, beleggingsonderneming en clearinginstelling acht procent van de som van de ingevolge artikel 61 e.v. te berekenen bedrag van de naar risico gewogen activa en posten buiten de balansstelling te bedragen.

Voor wat betreft de bepaling van de omvang van de solvabiliteit voor kredietrisico staat het Besluit Prudentiële Regels conform Bazel 2/de herziene richtlijn banken drie methoden toe, te weten: (i) de standaardmethode, (ii) de eenvoudige interne modellenmethode en (iii) de geavanceerde interne modellenmethode. Iedere methode zal hieronder kort worden toegelicht.

De standaardmethode

De standaardmethode is geregeld in artikel 61 e.v. Besluit Prudentiële Regels en de daarop gebaseerde uitvoeringsregelgeving. Krachtens artikel 61 Besluit Prudentiële Regels wordt aan de hand van een door DNB vastgesteld risicogewicht berekend welke bedrag voor de vorderingswaarden van een actief of een post buiten de balans moet worden aangehouden. De vorderingswaarde van een actief betreft de balanswaarde, de vorderingswaarde van een post buiten de balans betreft de actuele waarde.⁸³⁹ Het risicogewicht dat wordt toegekend hangt af van de kredietwaardigheid van de debiteur. Voor de bepaling van deze kredietwaardigheid kan gebruik worden gemaakt van de kredietbeoordelingen

⁸³⁹ Artikel 61 lid 2 Besluit Prudentiële Regels.

van door DNB erkende externe kredietbeoordelingbureaus. Het door DNB vastgestelde risicogewicht dat onder de standaardmethode aan de betreffende posten welke een kredietbeoordeling kennen, moet worden toegekend, is terug te vinden in afdeling 2.2 Regeling solvabiliteitseisen voor het kredietrisico (Regeling Solvabiliteitseisen Kredietrisico) en tabel A van bijlage 2A Regeling Solvabiliteitseisen Kredietrisico.

De interne modellenmethoden

De interne modellenmethoden zijn geregeld in artikel 69 tot en met 79 van het Besluit Prudentiële Regels. Ingevolge artikel 69 Besluit Prudentiële Regels kan DNB een bank of een beleggingsonderneming op verzoek toestemming verlenen om de bedragen van haar naar risico gewogen activa of posten buiten de balansstelling in afwijking van artikel 61 Besluit Prudentiële Regels te berekenen volgens een interne modellenmethode, waarbij gebruik wordt gemaakt van eigen ramingen van de kans op wanbetaling. In het Besluit Prudentiële Regels wordt onderscheid gemaakt tussen de eenvoudige en de geavanceerde interne modellenmethode. Ingevolge de eenvoudige interne modellenmethode (ook wel de eenvoudige Interne Rating Benadering (IRB) genoemd) kan de kans op wanbetaling door de bank of belegger zelfstandig worden vastgesteld. Voor de andere factoren die nodig zijn om tot de berekening van de vereiste solvabiliteit te komen (het verlies dat bij wanbetaling wordt verwacht en de resterende looptijd) gelden waarden die op grond van de in de Regeling Solvabiliteit Kredietrisico weergegeven formules en tabellen door DNB worden vastgesteld. Bij de geavanceerde interne modellenmethode (ook wel de geavanceerde Interne Rating Benadering (IRB) genoemd) mag de bank of beleggingsinstelling niet alleen de kans op wanbetaling geheel zelfstandig vaststellen maar ook de overige hiervoor genoemde variabelen. Clearinginstellingen worden niet genoemd in artikel 69 Besluit Prudentiële Regels en dienen steeds het toetsingsvermogen te berekenen aan de hand van de standaardmethode.

Kredietrisicovermindering

Bazel 2 en de herziene richtlijn banken erkennen het gebruik van kredietrisicoverminderende maatregelen. Met kredietrisicoverminderende maatregelen wordt onder meer bedoeld op garanties, onderpand en kredietderivaten, waaronder CDSs. Onder Bazel 1 was het niet mogelijk kredietderivaten als kredietrisicoverminderende maatregel op te nemen.

De bepalingen die zien op kredietrisicoverminderende maatregelen, zijn neergelegd in artikel 61 lid 3, 80 en 81 Besluit Prudentiële Regels en afdeling 4 van de Regeling Solvabiliteit Kredietrisico. Artikel 82 Besluit Prudentiële Regels bepaalt dat de bank, beleggingsonderneming of de clearinginstelling de berekening van de naar risico gewogen activa en de posten buiten de balansstelling aan kan passen conform de Regeling Solvabiliteit Kredietrisico.

Onderscheid wordt gemaakt tussen volgestorte kredietprotectie en niet-volgestorte kredietprotectie. Ingevolge artikel 4:77 Regeling Solvabiliteit Kredietrisico wordt een CDS aangemerkt als toelaatbare niet-volgestorte kredietprotectie. Artikel 4:75 Regeling Solvabiliteit Kredietrisico bepaalt welke partijen worden beschouwd als toelaatbare verschaffers van niet-volgestorte kredietprotectie, zijnde onder meer centrale overheden en centrale banken, regionale en lokale overheden, financiële ondernemingen en andere entiteiten waaraan een bepaalde minimale kredietbeoordeling is toegekend. De minimumvereisten waaraan een CDS moet voldoen staan voorts in artikel 4:79 Regeling Solvabiliteit Krediet-

risico wil deze als kredietprotectie in aanmerking worden genomen. Zo dient de CDS rechtstreeks, onherroepelijk en onvoorwaardelijk te zijn. Uit artikel 4:93 Regeling Solvabiliteitseisen Kredietrisico vloeit voort dat aan de vordering in plaats van het risicogewicht van de reference entity, het risicogewicht van de protection seller wordt toegekend. Indien de standaardmethode wordt gehanteerd wordt het risicogewicht van de protection seller vastgesteld aan de hand van de door DNB vastgesteld risicogewichten in bijlage 2A bij de Regeling Solvabiliteitseisen Kredietrisico. Bij de interne eenvoudige modellenmethode wordt het risicogewicht bepaald aan de hand van eigen inschatting van de kredietwaardigheid van de protection seller. De bepalingen inzake kredietrisico-vermindering zijn niet van toepassing op banken of beleggingsondernemingen die de geavanceerde interne modellenmethode hanteren, aangezien bij deze methode al rekening wordt gehouden met eventuele kredietprotectie bij de berekening van het verlies bij wanbetaling.

Minimum solvabiliteit ten aanzien van marktrisico

Naast dat er ingevolge artikel 60 lid 1 sub a eisen worden gesteld aan de minimumomvang van het toetsingsvermogen van een bank of beleggingsinstelling met het oog op het kredietrisico, dient op grond van sub b, c en d, vermogen te worden aangehouden met het oog op het marktrisico en het operationeel risico. Het bedrag dat aan moet worden gehouden wordt berekend conform de bepalingen in de Regeling solvabiliteitseisen voor het marktrisico (Regeling Solvabiliteitseisen Marktrisico) en de Regeling solvabiliteitseisen voor het operationeel risico.

De Regeling Solvabiliteitseisen Marktrisico bevat onder meer solvabiliteitsvereisten ter dekking van positierisico's, afwikkelingsrisico's, leveringsrisico's en tegenpartijrisico's met betrekking tot de handelsportefeuille. Het begrip handelsportefeuille is overgenomen uit de herziene richtlijn kapitaaltoereikendheid en omvat alle posities in financiële instrumenten en grondstoffen die worden aangehouden, hetzij met de intentie om te handelen, hetzij ter afdekking van andere elementen van de handelsportefeuille, en die vrij van beperkende clausules ten aanzien van hun verhandelbaarheid zijn of afgedekt kunnen worden. Onder het begrip handelsportefeuille vallen onder meer schuldinstrumenten en aandeleninstrumenten. Op grond van artikel 3:9 en 3:18 Besluit Solvabiliteitseisen Marktrisico dient een financiële onderneming ter dekking van het positierisico met betrekking tot schuldinstrumenten en/of een aandeleninstrument een bepaald percentage aan solvabiliteit aan te houden. Het positierisico brengt de prijsverandering van het instrument tot uitdrukking als gevolg van een wijziging in de rentestand, koersontwikkeling of factoren die met de uitgevende instelling verband houden.

Uit artikel 3:22 volgt dat indien protectie wordt verschaft door middel van kredietderivaten het solvabiliteitsvereiste ter dekking van de positierisico's van schuldinstrumenten en/of het aandeleninstrumenten kan worden verlaagd overeenkomstig de leden twee tot en met vijf van dit artikel.

3.6 Ontwikkelingen

Regulering en toezicht

Vanwege de risicofactoren die samenhangen met de CDSs en de problemen die zich hebben gemanifesteerd in de kredietcrisis en nog steeds aan de orde van de dag zijn, gaan er nu wereldwijd stemmen op om de markt voor CDSs meer te reguleren. Gelet op de grensoverschrij-

dende werking van derivatenmarkten acht de Nederlandse wetgever het wenselijk de markt voor CDSs op Europees niveau te reguleren.⁸⁴⁰

Sinds oktober 2008 werkt de Europese Commissie aan een evaluatie van de OTC-derivatenmarkten. Op 25 september 2009 zal de Europese Commissie een publieke hoorzitting houden voor belanghebbenden.⁸⁴¹ De informatie die gepresenteerd wordt, zal de Commissie helpen bij haar aanpak ten aanzien van de regulering van en het toezicht op OTC-derivaten. Voor het einde van dit jaar verwacht de Commissie te komen met passende initiatieven. De Commissie heeft aangegeven rekening te zullen houden met de inspanningen van de sector, als ook met de ontwikkelingen in andere relevante jurisdicties buiten de EU/EER, en met name het door het in Amerika voorgestelde regelgevingskader voor OTC-derivaten.

Central Clearing Party

In de Verenigde Staten zijn in mei 2009 voorstellen gedaan voor een samenhangend systeem van regelgeving voor alle OTC-derivaten en de invoering van een systeem van «clearing» (afwikkeling) van gestandaardiseerd OTC-derivatentransacties via zogenoemde «Central Clearing Party's» (CCPs).⁸⁴² Bij «CCP clearing» worden CDSs die tussen partijen onderling tot stand komen, omgezet in vrijwel identieke overeenkomsten met een CCP. Zo ontstaat er enerzijds een overeenkomst tussen de protection buyer en de CCP en anderzijds een overeenkomst tussen de CCP en de protection seller. De CCP is een neutrale partij die zich uitsluitend richt op het beheer van risico's. Aangezien zij zich in het centrum van de transacties bevindt, kan zij gemakkelijk(er) risico's overzien en beheren. De zekerheid die protection sellers en protection buyers moeten stellen voor het afsluiten van CDSs worden centraal «gecollecteerd» door de CCP. Daarbij is van belang dat de CCP minimum-eisen zal stellen aan de zekerheid die gesteld moet worden om een CDS af te sluiten.

CCP-clearing heeft als voordeel dat indien een tegenpartij van de CCP niet aan haar betalingsverplichtingen kan voldoen onder een CDS, dit kan worden opgevangen door de CCP en dat betalingsverplichtingen en verplichtingen tot het stellen van zekerheid kunnen worden verrekend. Daarnaast kan met CCP-clearing operationele efficiëntie worden behaald, wat weer een neerwaarts effect heeft op de kosten/premies.

In Europa zijn vier instanties actief op het gebied van central clearing: BClear, Eurex Clearing, ICE Clear Europe en LCH.Clearnet SA. Een aantal grote banken die vaak optreedt als protection seller of protection buyer, hebben inmiddels een document ondertekend waarin zij zich committeren tot het clearen van CDSs in Europese clearing houses.⁸⁴³

⁸⁴⁰ Tweede Kamer, vergaderjaar 2008–2009, 22 112. nr. 908, p. 4.

⁸⁴¹ Mededeling van de Commissie COM(2009) 332, Brussel 2 juli 2009.

⁸⁴² US Treasury Financial Regulatory Reform, 17 juni 2009.

⁸⁴³ Barclays Capital, Citigroup Global Markets, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley en UBS.

⁸⁴⁴ Zie ook M. Kuilman en J van Poelgeest, «De (tijdelijke) maatregelen tegen short selling in Nederland, Engeland en de Verenigde Staten», O&F 2009/1, p. 40–58.

4. SHORT SELLING⁸⁴⁴

4.1 Wat is short selling

«Short selling» is een techniek waarbij wordt gespeculeerd op een snelle daling van de koers van een aandeel in het kapitaal van een bepaalde beursgenoteerde vennootschap en is het tegenovergestelde van «long selling» waarbij wordt gespeculeerd op een gestage koersstijging van een bepaald aandeel. Er kan een onderscheid worden gemaakt tussen gedekt ofwel «covered» short selling en ongedekt of «naked» short selling.

Covered short selling

In geval van gedekt of «covered» short selling verkoopt de short seller aandelen die hij nog niet heeft, maar wel op korte termijn verwacht te (kunnen) verkrijgen.⁸⁴⁵ Om aan zijn leveringsverplichting jegens de koper te kunnen voldoen, verkrijgt de short seller de aandelen van een derde (bijvoorbeeld een pensioenfonds).⁸⁴⁶ Hiertoe wordt tussen de short seller en de derde een overeenkomst gesloten (een zogenaemde «securities lending» overeenkomst). In de securities lending overeenkomst wordt afgesproken dat de short seller dezelfde soort en dezelfde hoeveelheid aandelen op een zeker moment aan de derde (de uitlener) zal terugleveren. Om vervolgens op dit moment aan deze leveringsverplichting te kunnen voldoen, koopt de short seller dezelfde soort en hoeveelheid aandelen in de markt. De short seller speculeert erop dat de prijs die hij van de koper voor de aandelen heeft gekregen hoger is dan de prijs die hij zelf in de markt moet betalen.

Voorbeeld: short seller X verwacht – mede ingegeven door negatieve berichtgeving rondom het beursgenoteerde A N.V. – dat de aandelen in A N.V. binnenkort in waarde zullen dalen. X gaat short en verkoopt 50 aandelen in A N.V. aan Y die op dat moment 8 euro per stuk zijn. X ontvangt hiervoor 400 euro. Om vervolgens de aandelen aan Y te leveren, stelt aandeelhouder Z, een pensioenfonds, aan X 50 aandelen A N.V. ter beschikking onder de verplichting om op een bepaalde datum dezelfde soort en hoeveelheid aandelen terug te leveren. Om op deze datum aan zijn verplichting jegens Z te voldoen, koopt X 50 aandelen in A N.V. in de markt tegen de op dat moment geldende koers van 7 euro per aandeel. X maakt zodoende (400–350) 50 euro winst minus de kosten voor het ter beschikking stellen van de aandelen.

⁸⁴⁵ C.L. Culp en J.B. Heaton, *The Economics of Naked Short Selling*, Securities Exchange, Spring 2008, p. 45–51; G.T.M.J. Raaijmakers en R. Abma Preadvies van de vereniging «handelsrecht» 2007. *Achter de schermen van beursaandeelhouders*, Deventer: Kluwer 2007, p. 12 e.v.; H. Oppelaar, «Maatregelen AFM tegen short selling: turbulente regelgeving in turbulente tijden», *Ondernemingsrecht* 2008–15, p. 552–554.

⁸⁴⁶ Zie hierover: P.E.B. Corten en M.H.C. Sinnighe Damsté, «Nood breekt wet: het verbod op short selling», *Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk*, 2008–8, p. 286.

⁸⁴⁷ Zie hierover ook G.T.M.J. Raaijmakers en R. Abma Preadvies van de vereniging «handelsrecht» 2007. *Achter de schermen van beursaandeelhouders*, Deventer: Kluwer 2007, p. 12 e.v.

⁸⁴⁸ R.H. Maatman en G.T.M.J. Raaijmakers, «Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin», *Ondernemingsrecht* 2006–7, p. 257. Zie ook AFM rapport 2005, p. 35.

⁸⁴⁹ Zie hierover: H. Oppelaar, «Maatregelen AFM tegen short selling: turbulente regelgeving in turbulente tijden», *Ondernemingsrecht* 2008–15, p. 552–554; C.L. Culp en J.B. Heaton, *The Economics of Naked Short Selling*, Securities Exchange, Spring 2008, p. 45–51.

⁸⁵⁰ International Securities Lending Association, *Why asset management arms of banks should continue to lend banks shares*, juni 2008.

⁸⁵¹ *The Economist*, «Searching for the naked truth», 17 augustus 2008.

Naked short selling

Vaak echter verkoopt de short seller aandelen die hij nog niet in bezit heeft, terwijl er ook geen zicht op is dat hij ze binnenkort kan verkrijgen.⁸⁴⁷ De short seller weet op het moment van de verkoop dus niet of hij aan zijn leveringsverplichting zal kunnen voldoen. Hoewel het zeer aantrekkelijk is om geen securities lending overeenkomst af te sluiten – er hoeven dan immers geen provisies te worden betaald – bestaat het risico dat de short seller in zijn geheel niet aan zijn leveringsverplichting kan voldoen. Dit ongedekt verkopen van aandelen wordt ook wel ongedekte of «naked» short selling genoemd.

4.2 De voor- en nadelen van short selling

Voordelen

Er zijn zowel voorstanders als tegenstanders van short selling. Voorstanders van short selling vinden short selling een volstrekt acceptabele en gebruikelijke strategie, welke de prijsvorming van aandelen en de werking van de financiële markten kan bevorderen.⁸⁴⁸ Met short selling wordt het (te) hoog oplopen van de koersen tegengegaan en de logistieke afwikkeling van aandelentransacties vergemakkelijkt.⁸⁴⁹ Een ander voordeel van short selling is dat het een vrij eenvoudige manier is om het risico van een daling van de koers van een aandeel (gedeeltelijk) af te wenden (te «hedgen»).⁸⁵⁰ Daarnaast wordt betoogd dat short selling vergelijkbaar is met het kopen van een put optie.⁸⁵¹ Met een put optie wordt een recht verworven om een bepaald aandeel op een vooraf vastgelegd tijdstip te verkopen tegen een bepaalde prijs. Evenals bij short selling hoopt de koper van een putoptie dat de prijs die hij met de verkoper van de putoptie (degene die de optie schrijft) afspreekt hoger ligt

dan de koers van het aandeel op het moment van uitoefening (het moment waarop de koper de aandelen in de markt moet kopen).

Nadelen

Short selling, met name ongedekte short selling, kan leiden tot een grote beweeglijkheid en tot een daling van de koers van een aandeel. Kort gezegd zorgt de short seller ervoor dat op het moment waarop de short seller aandelen aanbiedt die hij nog niet heeft het totale aanbod van aandelen stijgt, hetgeen tot een daling van de koers van het aandeel kan leiden. Deze «extra» aandelen worden ook wel «fantom» aandelen genoemd.⁸⁵² Als de short seller de aandelen daarentegen zelf in de markt moet kopen (ter voldoening van zijn leveringsverplichting uit de koopovereenkomst of uit de securities lending overeenkomst) stijgt de vraag en eventueel de koers van het aandeel. Een daling kan – naast het toenemen van het aanbod van aandelen – worden versterkt door een «self-fulfilling prophecy».⁸⁵³ Een vennootschap die veel short sellers aantrekt, zal wel in de problemen verkeren, zo is de gedachte. De overige (conservatievere) beleggers zullen ook op een daling van de koers gaan speculeren en zo snel mogelijk hun aandelen proberen te verkopen. Het gevolg is een nog groter aanbod en een nog snellere daling van de koers.

4.3 Maatregelen AFM tegen short selling

21 september 2008

Op 21 september 2008 publiceerde de AFM, tegelijk met de toezichthouders in België en Frankrijk, haar eerste maatregel tegen ongedekte short selling. De maatregel hield een verbod in op ongedekte short selling, voor zover dit het verkopen van (certificaten van) aandelen in financiële instellingen die worden verhandeld aan Euronext Amsterdam betrof. Op grond van de maatregel was het verboden om dergelijke (certificaten van) aandelen te verkopen indien de verkoper de (certificaten van) aandelen niet in zijn of haar bezit had. Aanleiding voor de AFM om ongedekt short selling te verbieden, waren de heftige koersschommelingen van aandelen in financiële instellingen zoals banken en verzekeraars. Het was de bedoeling dat deze maatregel voor een periode van drie maanden zou gelden.⁸⁵⁴

Krachtens de maatregel van 21 september 2008 dienden partijen voorts een netto short positie⁸⁵⁵ van meer dan 0,25 procent van het geplaatste kapitaal in financiële ondernemingen te melden aan de AFM. Daarnaast werd verzocht tijdelijk geen (certificaten van) aandelen uit te lenen (lees: securities lending overeenkomsten aan te gaan). Tot slot bepaalde de AFM in haar maatregel dat een transactie of order, of een combinatie van transacties of orders die op zichzelf niet valt onder de maatregel, maar hetzelfde effect kan bewerkstelligen, geacht kan worden onder het verbod van artikel 5:58 Wft te vallen.⁸⁵⁶ Hoewel niet geëxpliciteerd, zal het hier het verbod betreffen van artikel 5:58 lid 1 sub a Wft, dat kort gezegd inhoudt dat iemand geen transacties mag verrichten waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of als er een sterke mogelijkheid is dat er een onjuist of misleidend signaal van uit zal gaan. Dit heeft tot gevolg dat een dergelijke transactie onder het verbod tot marktmisbruik valt. In de maatregel is vermeld dat er zo nodig handhavend zal worden opgetreden.

Er werd op dat moment door diverse partijen openlijk getwijfeld aan de wettelijke bevoegdheid van de AFM om de maatregel te nemen.⁸⁵⁷ Een van de redenen hiervoor is dat in artikel 1:28 Wft is vastgelegd dat toezichthouders niet overgaan tot het vaststellen van algemeen verbind-

⁸⁵² The Economist, «Searching for the naked truth», 17 augustus 2008; Economist, «Phanton Menace», 14 augustus 2008.

⁸⁵³ Zie hierover ook G.T.M.J. Raaijmakers en R. Abma; Preadvies van de vereniging «handelsrecht» 2007. Achter de schermen van beursaandeelhouders, Deventer: Kluwer 2007, p. 12 e.v.

⁸⁵⁴ De AFM heeft in de maatregel aangegeven dat de duur en de inhoud van de maatregelen tussentijds kunnen worden aangepast of ingetrokken.

⁸⁵⁵ Netto short positie: het economisch belang gerelateerd aan het totaal geplaatste kapitaal van de desbetreffende financiële onderneming. Het economische belang is blijkens de vraag en antwoordenlijst: «It means any instrument (contracts for differences, spread bets, options, ADR's, etc) giving rise to an exposure, whether direct or indirect, to the total issued share capital of a financial company».

⁸⁵⁶ Op grond van artikel 58 lid 3 Wft kan «De Autoriteit Financiële Markten categorieën transacties of handelsorders aanmerken als transacties of handelsorders die onder de in het eerste lid bedoelde verboden geacht worden te vallen».

⁸⁵⁷ Zie bijvoorbeeld: Het Financieele dagblad, «Advocaten zien geen grond voor verbod short selling», 23 september 2008; H. Oppeelaar, «Maatregelen AFM tegen short selling: turbulente regelgeving in turbulente tijden», Ondernemingsrecht 2008–15, p. 552–554.

dende voorschriften dan nadat een daarvoor in aanmerking komende representatieve vertegenwoordiging van onder toezicht staande ondernemingen is geraadpleegd. Dit is voor het vaststellen van de maatregel van 21 september 2008 niet gebeurd. Onduidelijk is wat de juridische status is van dit verbod van de AFM en of de AFM daadwerkelijk handhavend heeft opgetreden.

5 oktober 2008

Op 5 oktober 2008 heeft de AFM een nieuwe maatregel gepubliceerd. Gelet op de aanhoudende uitzonderlijke marktomstandigheden achtte de AFM zich genoodzaakt verdergaande maatregelen te nemen tegen transacties die de handel in aandelen van bepaalde financiële ondernemingen kunnen verstoren.⁸⁵⁸ De maatregel van 5 oktober 2008 betreft een verbod op ongedekte en gedekte short selling en gaat daarmee verder dan de maatregel van 21 september 2008.⁸⁵⁹ De maatregel van 5 oktober 2008 is gelijk aan de Tijdelijke Regeling die hierna zal worden besproken. Feitelijk was de maatregel van 5 oktober 2008 slechts tot 11 oktober 2008 van kracht. Evenals ten tijde van het instellen van de maatregel van 21 september 2008, had de AFM op 5 oktober 2008 nog geen wettelijke bevoegdheid.

In de vragen- en antwoordenlijst van de AFM van 5 oktober 2008 is vermeld dat zo nodig handhavend zal worden optreden. Voor zover ons bekend, zijn er tot op heden geen maatregelen tot handhaving genomen die betrekking hebben op handelen in de periode voor 11 oktober 2008, de datum waarop de Wft werd gewijzigd en de AFM de wettelijke bevoegdheid kreeg in bijzondere omstandigheden algemeen verbindende voorschriften vast te stellen, zonder dat een daarvoor in aanmerking komende representatieve vertegenwoordiging van onder toezicht staande ondernemingen moet zijn geraadpleegd.

4.4 Wijziging Wft

Aan de maatregelen van de AFM lag geen duidelijke wettelijke bevoegdheid ten grondslag. Met enige creativiteit is hier echter in korte tijd een mouw aan gepast. Op 11 oktober 2008 is de Wft gewijzigd. De artikelen 1:28, 1:29, 5:56 en artikel 5:58 Wft zijn aangepast. De wijzigingen van artikel 1:28, 1:29 en 5:56 Wft hebben terugwerkende kracht tot en met 1 oktober 2008, te weten tot de datum van indiening bij de Tweede Kamer. De wijziging van artikel 5:58 lid 3 Wft werkt zelfs terug tot 1 januari 2007, de datum van inwerkingtreding van de Wft.⁸⁶⁰

Met betrekking tot de terugwerkende kracht merkt de Minister van Financiën op dat hoewel het beleid is om terughoudend om te gaan met het toekennen van terugwerkende kracht aan de inwerkingtreding van wettelijke maatregelen het gelet op (i) de bijzondere omstandigheden, (ii) het feit dat de te treffen maatregelen zijn geconcretiseerd in het gezamenlijke persbericht van 21 september 2008 van de AFM en DNB en (iii) het feit dat het parlement officieel in kennis is gesteld van de ophanden zijnde wetgeving via de brief van de Minister van Financiën van 22 september 2008, hierop in dit geval een uitzondering gerechtvaardigd is.⁸⁶¹

Artikel 1:28 en 1:29 Wft

De belangrijkste wijziging van de Wft betreft de verruiming van de bevoegdheid van de AFM en DNB. Krachtens artikel 1:28 lid 3 Wft is de AFM nu bevoegd om in geval van bijzondere omstandigheden algemeen verbindende voorschriften vast te stellen ter bevordering van de ordelijke

⁸⁵⁸ Aegon N.V., ING Groep N.V., Fortis N.V., Binckbank N.V., Kas Bank N.V., SNS Reaal N.V., van der Moolen Holding N.V., Van Landschot N.V.

⁸⁵⁹ Deze maatregel is vastgesteld na overleg met de Minister van Financiën, Kamerstukken I, 2008/2009, 31 724, B.

⁸⁶⁰ Voor de gevolgen van deze terugwerkende kracht wordt verwezen naar D. Doorenbos, «Crisiswetgeving: blanco cheques voor toezichthouders», Nederlands Juristenblad, 24 oktober 2008, aflevering, 37, p. 2360–2361.

⁸⁶¹ Kamerstukken II, 2008/2009, 31 724, nr. 3.

en transparante financiële marktprocessen zonder dat een daarvoor in aanmerking komende representatieve vertegenwoordiging van onder toezicht staande ondernemingen moet zijn geraadpleegd. Ingevolge lid 2 van dit artikel is DNB bevoegd om in bijzondere omstandigheden tijdelijke voorschriften vast te stellen ter bevordering van de stabiliteit van de financiële markten, eveneens zonder raadpleging van een representatieve vertegenwoordiging van onder toezicht staande ondernemingen. Wat de bijzondere omstandigheden nu precies inhouden en wanneer de AFM en DNB dus bevoegd zijn, is niet uitgemaakt. Hoewel uit de Memorie van Toelichting volgt dat de AFM en DNB bij de aanwending van hun bevoegdheden altijd binnen hun taakomschrijving moeten blijven, blijft er ruimte voor interpretatie.⁸⁶² In artikel 1:29 Wft is wel bepaald dat de Minister van Financiën de door de toezichthouder vastgestelde voorschriften kan intrekken als zij bijvoorbeeld in strijd zijn met een wet of een verdrag.

Het is onduidelijk wanneer is er sprake van bijzondere omstandigheden in de zin van artikel 1:28 lid 2 en lid 3 Wft. Bij het invoeren van de bevoegdheid lijkt de focus enkel te zijn gelegd op de huidige marktomstandigheden en de door de AFM reeds gepubliceerde maatregel.⁸⁶³ De indruk wordt gewekt dat er niet of nauwelijks is beraadslaagd over mogelijke toekomstige bijzondere omstandigheden en over de toepassingen van de bevoegdheden. Doorenbos stelt over de wijziging van de Wft dat de toezichthouders een blanco cheque wordt verleend die zij ook in rustiger tijden kunnen verzilveren.⁸⁶⁴ Het lijkt er inderdaad op dat de AFM en DNB door deze wetwijziging een ruime bevoegdheid hebben gekregen. Zowel voor de toezichthouders zelf als voor derden is het onduidelijk wanneer van deze bevoegdheid gebruik mag worden gemaakt.

Artikel 5:58 Wft

Artikel 5:58 Wft bevat het verbod op marktmanipulatie. Het verbod op marktmanipulatie houdt kort gezegd in dat iemand geen transacties mag verrichten waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of als er een sterke mogelijkheid is dat er een onjuist of misleidend signaal van uit zal gaan. Daarnaast mogen ook geen transacties worden verricht waardoor de koers van bepaalde financiële instrumenten kunstmatig hoog wordt gehouden, of waarbij gebruik wordt gemaakt van bedrog of misleiding. Tevens is het verboden informatie te verspreiden waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of als er een sterke mogelijkheid is daartoe.

Op grond van artikel 5:58 lid 3 Wft kunnen categorieën transacties of handelsorders worden aangewezen waarop een deel van het verbod niet van toepassing is. Aan lid 3 is met de wijziging van de Wft het volgende toegevoegd: «*De Autoriteit Financiële Markten kan categorieën transacties of handelsorders aanmerken als transacties of handelsorders die onder de in het eerste lid bedoelde verboden geacht worden te vallen*». De AFM heeft sinds de wijziging van de Wft dus de bevoegdheid om bepaalde transacties te kwalificeren als marktmanipulatie in de zin van de Wft.⁸⁶⁵

De wijziging van artikel 5:58 Wft werkt terug tot en met 1 januari 2007, de datum van inwerkingtreding van de Wft. Blijkens de Memorie van Toelichting beoogt de wetgever met de terugwerkende kracht een verduidelijking aan te brengen in de bedoelingen van de wetgever en de bevoegdheden van de AFM.⁸⁶⁶ In combinatie met de terugwerkende kracht tot 1 oktober 2008 van de wijziging van artikel 1:28 Wft, kan worden vastgesteld dat het verbod op short selling van de AFM van 5 oktober 2008 een wettelijke grondslag had. Het is echter niet duidelijk wat de

⁸⁶² *Kamerstukken II, 2008/2009, 31 724, nr. 3, p. 2.*

⁸⁶³ *Kamerstukken II, 2008/2009, 31 724, nr. 3.*

⁸⁶⁴ D. Doorenbos, «Crisiswetgeving: blanco cheques voor toezichthouders», *Nederlands Juristenblad*, 24 oktober 2008, aflevering 37, p. 2360–2361 en Leon Heuts, «Wetenschapper vindt», *Advocatenblad*, 14 november 2008, p. 703.

⁸⁶⁵ *Kamerstukken II, 2008/2009, 31 724, nr. 3.*

⁸⁶⁶ *Kamerstukken II, 2008/2009, 31 724, nr. 3.* Hierover ook F.F. Nagelkerke, *Juridisch up to date*, p. 7 waarin zij opmerkt dat deze verduidelijking niet was opgenomen in de reparatiewet Wft die voor dit soort zaken bedoeld was.

juridische status is van het verbod op ongedekte short selling van 21 september 2008.

4.5 Tijdelijke Regeling

De AFM heeft direct na de inwerkingtreding van de gewijzigde Wft gebruik gemaakt van haar bevoegdheid op grond van artikel 1:28 lid 3 Wft en een algemeen verbindend voorschrift vastgesteld; de Tijdelijke Regeling.⁸⁶⁷ De Tijdelijke Regeling zou aanvankelijk gelden tot 4 november 2008, maar is meerdere malen verlengd. Op 1 juni 2009 is de Tijdelijke Regeling vervallen. De AFM heeft bij het instellen van haar maatregelen gelet op de maatregelen genomen in andere staten, maar de maatregelen zijn hoofdzakelijk gestoeld op de regels zoals ingesteld door de Financial Services Authority (FSA).⁸⁶⁸

Marktmanipulatie

De AFM heeft gebruik gemaakt van haar bevoegdheid neergelegd in artikel 5:58 Wft door in de Tijdelijke Regeling te bepalen dat onder het verbod van artikel 5:58 Wft transacties en handelsorders vallen die op zichzelf of in samenhang met andere transacties of handelsorders leiden tot het creëren van een netto shortpositie of het vergroten van een netto shortpositie in vergelijking tot de positie voor 11 oktober 2008.⁸⁶⁹

Op dit verbod gelden twee uitzonderingen, te weten (i) voor personen die handelen als market maker en (ii) voor transacties of handelsorders die zijn verricht of bewerkstelligd voor 11 oktober 2008.⁸⁷⁰ Een market maker is iemand die voor eigen rekening handelt door financiële instrumenten tegen door hem vastgestelde prijzen te kopen en te verkopen.⁸⁷¹ Uit de vragen en antwoordenlijst van de AFM van 5 oktober 2008 volgt dat het enkel market makers betreft, voor zover zij in die hoedanigheid handelen en dat registratie als market maker niet relevant is.

Uit de toelichting op de Tijdelijke Regeling blijkt dat de AFM deze regeling heeft vastgesteld om valse en misleidende signalen met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten te vermijden, zodat het vertrouwen van beleggers in de markten gehandhaafd kan worden.

Meldingsregeling

Op basis van de Tijdelijke Regeling dient iedereen die na 10 oktober 2008 een netto short positie heeft of verkrijgt in bepaalde financiële ondernemingen deze positie bij de AFM te melden. Onder een netto short positie wordt een positie van 0,25 procent of meer verstaan. Dit is het belang ten opzichte van het totaal geplaatste kapitaal van de betrokken financiële onderneming (Aegon N.V., ING Groep N.V., Fortis N.V., Binckbank N.V., Kas Bank N.V., SNS Reaal N.V., van der Moolen Holding N.V., Van Landschot N.V.). Indien het belang onder de grens van 0,25 procent komt, of indien iemand een positie krijgt van 0,25 procent of meer moet deze positie, gelijk aan de huidige in de Wft opgenomen meldingsregelingen, uiterlijk de volgende dag aan de AFM worden gemeld.

De AFM heeft de bevoegdheid handhavend op te treden tegen een ieder die niet voldoet aan hetgeen bij of krachtens de Wft is bepaald.⁸⁷² Op grond van artikel 1:79 Wft kan de AFM een last onder dwangsom opleggen ingeval het verbod op short selling wordt overtreden. Artikel 1:80 Wft bepaalt voorts dat de AFM een bestuurlijke boete kan opleggen. Overtreding van het verbod op short selling kan tevens worden aange-

⁸⁶⁷ Tijdelijke Regeling inzake Short Selling, Staatscourant 10 oktober 2008, nr. 197, pag. 2.

⁸⁶⁸ Dat met de genomen maatregelen aansluiting is gezocht bij het door de FSA uitgevaardigde verbod op short selling blijkt onder meer uit: Kamerstukken I, 2008/2009, 31 724, B. Een kleine afwijking is dat de FSA uitgaat van een publieke melding terwijl dat op grond van de maatregelen van de AFM niet zo is. Volgens Kamerstukken I, 2008/2009, 31 724, B is dit verschil veroorzaakt door een verschil in systematiek van de toezichtsstructuur.

⁸⁶⁹ Artikel 2 Tijdelijke Regeling.

⁸⁷⁰ Artikel 2 lid 2 Tijdelijke Regeling.

⁸⁷¹ Op grond van de Tijdelijke Regeling is de definitie van market maker: «Een persoon die op de financiële markten doorlopend blijft geeft van de bereidheid voor eigen rekening te handelen door financiële instrumenten tegen door hem vastgestelde prijzen te kopen of te verkopen, zowel in het OTC-segment, als op de gereguleerde markten of multilaterale handelsfaciliteiten, op een wijze die er gewoonlijk voor zorgt dat er op constante basis liquiditeit tot stand wordt gebracht in de markten, met dien verstande dat dit zowel voor de bied- als de laatkant dient te gelden».

⁸⁷² Artikel 1:75 Wft.

merkt als een economisch delict.⁸⁷³ De AFM kan na afloop van de Tijdelijke Regeling nog handhavend optreden tegen handelingen verricht in de hiervoor genoemde periode.⁸⁷⁴ In de Tweede Kamer zijn vragen gesteld over de naleving en de handhaving van de meldingsplicht. In een brief van de Minister van Financiën aan de Tweede Kamer geeft de Minister van Financiën aan dat de AFM tot op heden een aantal meldingen heeft ontvangen, maar dat het goed mogelijk is dat niet alle meldingsplichtige posities worden gemeld bij de AFM en dat de AFM handhavend zou moeten optreden.⁸⁷⁵

4.6 Tijdelijke regeling inzake melding van short posities

Het verbod op short selling is per 1 juni 2009 vervallen. Naar aanleiding van een door de AFM in februari 2009 gehouden consultatie onder diverse financiële ondernemingen, waarin het belang van short selling voor de handel en de goede werking van de financiële markten werd onderstreept, achtte de AFM het niet gewenst het verbod op short selling voort te laten duren.

Gezien de huidige marktomstandigheden op de financiële markten die vragen om waakzaamheid, acht de AFM een meldingsplicht voor significante short posities nog wel noodzakelijk. Sinds 30 mei 2009 geldt de tijdelijke regeling inzake melding van short posities, welke regeling – tenzij anders bepaald – tot 1 januari 2010 van kracht blijft.⁸⁷⁶ In de tijdelijke regeling inzake melding van short posities is bepaald dat alleen meldingsplichtige short posities hoeven te worden gemeld. Een meldingsplichtige short positie is een netto short positie in één van de hiervoor genoemde financiële ondernemingen⁸⁷⁷ die de drempelwaarde van 0,25% en elk volgende 0,10% bereikt, overschrijdt dan wel onderschrijdt.

4.7 Voorstel CESR voor Europese regeling inzake melding van short posities

Op 8 juli 2009 heeft de Committee European Securities Regulators (CESR) een voorstel ingediend om een uniform regime van openbaarmaking van short selling posities binnen Europa te introduceren. Dit voorstel behelst tevens een consultatiedocument. Reacties kunnen tot 30 september 2009 worden ingediend.

CESR is van mening dat binnen Europa een geharmoniseerd regime moet gaan gelden voor short selling. Dit zou moeten worden bereikt door middel van een Europese richtlijn of Europese verordening, of door middel van aanpassing van de Transparantierichtlijn.⁸⁷⁸ Door transparantie op het gebied van short selling posities zijn toezichthouders in staat om in een vroeg stadium actie te ondernemen tegen potentieel marktmisbruik of om ongewone short selling praktijken in een vroeg stadium te identificeren.

CESR staat een «two tier disclosure»-systeem voor. Hierbij geldt dat indien een netto short positie van 0,1% van het geplaatste kapitaal in een bepaalde onderneming wordt bereikt, de betrokken partij dit moet melden aan de toezichthouder. Indien vervolgens een netto short positie van 0,5% wordt bereikt, moet dit openbaar worden gemaakt. Voorts geldt dat wanneer een drempelwaarde eenmaal is bereikt, telkens moet worden gemeld indien de netto short positie met 0,1% stijgt. Omgekeerd geldt ook dat telkens wanneer de netto short positie van de betrokken partij onder een grens komt, dit (op dezelfde wijze) gemeld dient te worden.

⁸⁷³ Artikel 1 sub 2 Wet op de Economische Delicten.

⁸⁷⁴ Op grond van artikel 1:87 Wft vervalt de bevoegdheid van de AFM tot het opleggen van een boete drie jaar na de dag waarop de overtreding werd begaan.

⁸⁷⁵ Kamerstukken II, 2008/2009, 31 371, nr. 46.

⁸⁷⁶ Tijdelijke Regeling inzake Short Selling, Staatscourant 29 mei 2009, nr. 97, pag. 2.

⁸⁷⁷ Aegon N.V., ING Groep N.V., Fortis N.V., Binckbank N.V., Kas Bank N.V., SNS Reaal N.V. van der Moolen Holding N.V., Van Landschot N.V.

⁸⁷⁸ Verordening 2002/1606/EG, PbEG L 243.

1. INLEIDING

Volgens IFSL Research⁸⁷⁹ verloren hedgefondsen in 2008 gemiddeld 15,7%. Toch deden zij het beter dan de onderliggende markten waarin zij investeerden. Zo zakte de S&P index in dat jaar met 38%. Deze verliezen werden veroorzaakt door verschillende factoren. De belangrijkste daarvan zijn volgens IFSL Research:

- de problemen van banken in de Verenigde Staten en Europa, waarvan een groot aantal optrad als «service provider» van hedgefondsen;
- de neergang van de kapitaalmarkten;
- het verbod op short selling; en
- de plicht om te voldoen aan margin en aflossingsvereisten.

2. STRUCTUUR VAN EEN HEDGEFONDS

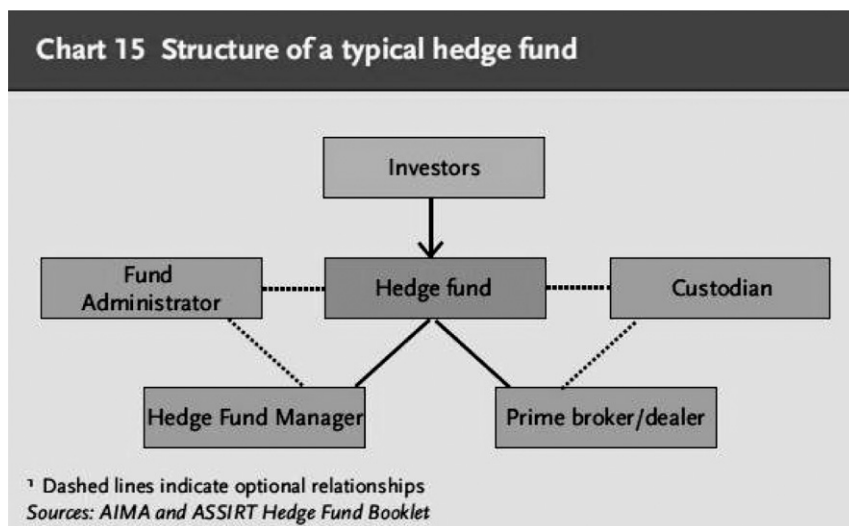
Een hedgefonds is een entiteit waarmee geld wordt opgehaald bij investeerders en waarbij dit geld wordt geïnvesteerd door middel van een of meer beleggingsstrategieën. Het fonds heeft zelf geen werknemers en meestal ook geen activa. Bij een goede structurering van het fonds worden de geïnde bedragen en de activa beheerd door een onafhankelijke bewaarder («custodian»). Bij een hedgefonds beheert de manager (de beheerder) het fonds. Hij bepaalt de investeringsstrategie of strategieën van het fonds en past deze toe. Een manager kan overigens meer fondsen beheren. De «prime broker»/«dealer» voert de transacties uit waartoe de manager opdracht geeft. Daarnaast verleent de prime broker (meestal een investmentsbank) vele andere diensten aan de hedgefondsmanager, zoals: financiering, securities lending en risk management.⁸⁸⁰ Een «fund administrator» wordt ingeschakeld om de stortingen van terugbetalingen aan investeerders af te handelen en de waarde van de individuele investeringen te berekenen. Zie voor de onderlinge verhoudingen tussen degenen die bij een hedgefonds zijn betrokken Figuur 1.⁸⁸¹ In Figuur 2 is een «fund of funds» (dakfonds) constructie afgebeeld.

⁸⁷⁹ IFSL Research, Hedgefondss 2009, April 2009, <www.thehedgefundjournal.com/research/ifsl/cbs-hedgefunds-2009-2-.pdf>, (hierna: IFSL Research 2009).

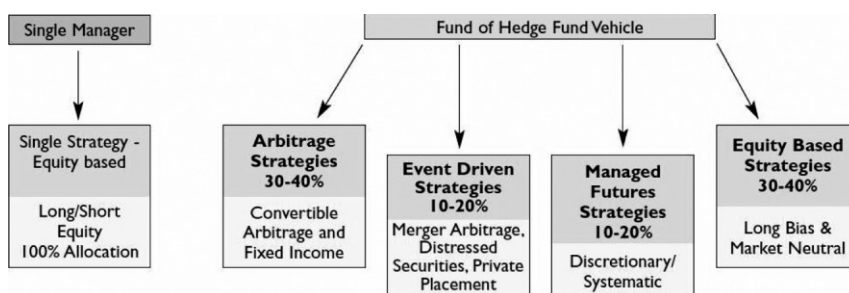
⁸⁸⁰ Zie voor een vollediger overzicht: IFSL Research 2009.

⁸⁸¹ Het schema uit deze paragraaf is afkomstig van IFSL Research 2009 en is een vereenvoudigde weergave van een schema uit het AIMA/ASSIRT booklet, <www.asx.com.au/products/pdf/Assirt_Hedge_Fund_Booklet.pdf>.

Figuur 1



Figuur 2⁸⁸²



Het nadeel van een dakfonds is de dubbele beloningsstructuur voor de managers. Er moeten namelijk op twee niveaus fees worden afgedragen: een keer op het niveau van het hedgefonds waarin het dakfonds heeft geïnvesteerd en een keer aan het management van het dakfonds.

⁸⁸² AIMA and ASSIRT Hedge Fund Booklet, p. 21; <http://www.asc.com.au/products/pdf/Assist_Hedge_Fund_Booklet.pdf>.

⁸⁸³ Dit kan bijzonder lucratief zijn als de koersen van een beursfonds (zoals destijds bij Fortis) snel dalen. Het hedgefonds verkoopt dan bijvoorbeeld een aandeel voor 10 euro. Het verkrijgt om aan zijn leveringsverplichting te voldoen het aandeel bij een institutionele belegger met de afspraak een soortgelijk aandeel van hetzelfde aan een gereglemeerde markt (bijvoorbeeld Euronext Amsterdam) genoteerde vennootschap na een bepaalde periode terug te leveren. Dit heet securities lending. Na verloop van die periode koopt het hedgefonds een aandeel van de betrokken vennootschap op de gereglemeerde markt voor een koers van 5 euro. Het heeft dan in korte tijd verdient minus de vergoeding die het aan de institutionele belegger voor het «inlenen» heeft betaald.

3. TECHNIEKEN EN INSTRUMENTEN

Hedgefondsen gebruiken andere technieken en instrumenten dan traditionele beleggingsmaatschappijen. In de tekst en in Bijlage 1 is het gebruik van vreemd vermogen om een hefboom te creëren al genoemd. Een ander bekend instrument dat door hedgefondsen wordt gebruikt is het «short» gaan. Onder short gaan verstaat men het verkopen van effecten die het fonds op het moment van verkoop niet bezit.⁸⁸³ De aandelen worden dan verkregen van derden – hoofdzakelijk institutionele beleggers – met de afspraak dat na verloop van tijd een gelijke hoeveelheid aandelen in dezelfde onderneming wordt teruggeleverd. Dit wordt «securities lending» genoemd. Omdat de institutionele beleggers die deze aandelen uitlenen hiervoor een leenvergoeding ontvangen, is dit op de korte termijn voordelig voor deze beleggers. Indien door een te grote koersdaling de betrokken onderneming in ernstige problemen komt, dan

is securities lending op de langere termijn voor de betrokken institutionele belegger zeer onvoordelig.

Securities lending kan ook door hedgefondsen worden ingezet om tijdelijk zeggenschap in een onderneming uit te oefenen zonder dat daarbij economisch risico wordt gelopen. Het betrokken hedgefonds kan zelfs een negatief economisch belang hebben bij de uitkomst van de stemming. Dit is bijvoorbeeld het geval indien het hedgefonds short is gegaan in de aandelen van de betrokken onderneming en derhalve belang heeft bij een koersdaling. Het uitoefenen van het stemrecht dat verbonden is aan de «geleende» aandelen wordt «empty voting» genoemd.

Raaijmakers⁸⁸⁴ noemt als mogelijk voorbeeld van een situatie waarbij empty voting de doorslag heeft gegeven, de aandeelhoudersvergadering van Fortis waarbij gestemd moest worden over de goedkeuring voor het controversiële openbaar bod dat het Consortium RBS/Fortis/Santander uit wilde brengen op ABN AMRO.⁸⁸⁵

Hedgefondsen hadden een groot financieel belang bij het doorgaan van het bod van het Consortium omdat zij omvangrijke aandelen pakketten hadden genomen in ABN AMRO. «Hoewel de steun voor het bod door Fortis groot leek, waren er twijfels over de financiering. Verschillende partijen hadden zich daarover kritisch uitgelaten, de koers van Fortis was in de aanloop naar de aandeelhoudersvergadering met zo'n 14% gedaald en er verschenen berichten in de media dat een substantieel deel van de aandeelhouders wel eens tegen zouden kunnen stemmen. Tot veler verrassing werden de voorstellen tijdens de vergadering echter aangenomen met een overweldigende meerderheid, rond de 95%. Het is onbekend of er bij deze vergadering sprake is geweest van empty voting. Puur op basis van een waarschijnlijkheidsbenadering acht ik die kans vrij groot.»⁸⁸⁶

Een andere techniek die door hedgefondsen kan worden toegepast is «hidden ownership» ofwel een economische longpositie. Hierbij biedt een instrument economische waarde die afhankelijk is van de waardeinstijging van aandelen in een vennootschap, zonder dat de houder juridisch een aanspraak op de onderliggende aandelen kan maken.⁸⁸⁷ De kans bestaat dat de economisch gerechtigde invloed uitoefent via de juridische aandeelhouder zonder dat aan de meldingsverplichtingen uit de Wft hoeft te worden voldaan.

4. INVESTERINGSSTRATEGIEËN VAN HEDGEFONDSEN

Volgens de Alternative Investment Association (AIMA) en ASSIRT⁸⁸⁸ kunnen hedgefondsen het beste geclassificeerd worden aan de hand van hun investeringsstrategie. Daarbij onderscheiden zij de volgende zes strategieën: (1) Arbitrage; (2) Event driven; (3) Equity based; (4) Global Macro; (5) Emerging Markets; (6) Managed Futures.

Bij de *Arbitrage strategie* gaat de hedgefondsmanager na of een goed in een bepaalde markt verkeerd geprijsd is en probeert vervolgens daarvan te profiteren. Als een (in aandelen) converteerbare obligatie bijvoorbeeld relatief te laag geprijsd is en de aandelen van de vennootschap te hoog geprijsd zijn, dan verkopen zij aandelen in deze vennootschap (en gaan zij «short» in dit aandeel) en kopen zij converteerbare obligaties.

⁸⁸⁴ G.T.M.J. Raaijmakers, De financiële markt en het ondernemingsrecht, Ondernemingsrecht 2009–10/11, p. 437.

⁸⁸⁵ Volgens H.M. Vletter-van Dort, Het stemgedrag van institutionele beleggers, TvOB 2007, 5, p. 165 hebben Nederlandse pensioenfondsen wel op grote schaal uitgeleende aandelen Fortis teruggehaald in de aanloop naar de algemene vergadering van aandeelhouders van Fortis op 6 augustus 2007. «Dit deden zij om te voorkomen dat speculanten via het aan de aandelen verbonden stemrecht over het bod van Fortis (dat wil zeggen, het bod van het consortium bestaande uit Fortis, Royal Bank of Scotland en Banco Santander) zouden kunnen oordelen.»

⁸⁸⁶ H.M. Vletter-van Dort, a.w. p. 166 stelt echter dat Fortis steun kreeg van twee invloedrijke stemadviseurs. «Deze twee bureaus, ISS en Glen Lewis, adviseerden hun klanten in te stemmen met de aandelenuitgifte door Fortis en met de acquisitieplannen. (...) In de aandeelhoudersvergadering(en) van Fortis stemde ruim 95% van de aandeelhouders voor de overname van ABN AMRO.»

⁸⁸⁷ Zie voor deze omschrijving de brief bij de Consultatie Voorstel wijziging Wft ter uitbreiding meldingsplicht substantiële zeggenschap- en kapitaalbelangen met economische longposities, <www.minfin.nl>.

⁸⁸⁸ ASSIRT is een bedrijf dat zich specialiseert in het verschaffen van informatie over investeringsproducten en investeringsmarkten aan o.a. financiële adviseurs en investeringsmanagers in Australië.

Bij de *event driven strategie* wil het betrokken hedgefonds profiteren van een koersstijging of daling van aandelen in een bepaalde vennootschap door een belangrijke gebeurtenis zoals een openbaar bod, fusie, herstructurering of faillissement.

Bij een openbaar bod kan het hedgefonds er op speculeren dat de koers van de bieder bij het slagen van het bod zakt, omdat de bieder een premie zal betalen op de koers van de doelwitvennootschap om de aandelen te verkrijgen. Het hedgefonds gaat dan short in de aandelen van de bieder. Het fonds gaat long in (koopt) aandelen in de doelwitvennootschap.

Soms maken hedgefondsen actief gebruik van hun aandeelhoudersrechten om het door hen gewenste event (zoals de lucratieve verkoop van een dochtermaatschappij) teweeg te brengen. Dit doen zij bijvoorbeeld door het bestuur te vragen om de strategie te herzien en, als deze hier niet mee instemt, de druk verder op te voeren door het ontslag van dit bestuur of van de raad van commissarissen op de agenda te zetten. Deze hedgefondsen treden dan op als activistische aandeelhouder.

Bij een *equity based strategie* analyseert de hedgemanager de koersen op de verschillende aandelenmarkten en probeert te profiteren van prijsinefficiënties. Hij gaat long in aandelen die naar zijn oordeel ondergewaardeerd zijn en short in aandelen die overgewaardeerd zijn. Als een hedgefonds bijvoorbeeld van mening is dat de al dalende koers van een bepaalde bank nog verder zal zakken, dan verkoopt hij aandelen in deze bank. Om aan zijn leveringsverplichting te voldoen verkrijgt hij aandelen in deze bank van een institutionele belegger, met de afspraak later een gelijke hoeveelheid aandelen van dezelfde soort terug te leveren en een leenvergoeding te betalen. Als de koersen dan nog verder gezakt zijn, incasseert het hedgefonds het koersverschil minus de leenvergoeding.

Indien een hedgefonds manager een *global macro strategie* hanteert, dan probeert hij gebruik te maken van mondiale trends en marktbevingen door met veel vreemd vermogen posities in te nemen die – als de verwachte trend zich doorzet – winst opleveren. Indien hij bijvoorbeeld verwacht dat de Australian dollar stijgt ten opzichte van de USA dollar, kan hij door middel van aan- en verkopen aan beide kanten van de oceaan handelen.

De *emerging markets strategie* gaat uit van de verwachting dat in bepaalde landen (zoals China) de economie bovengemiddeld zal groeien. De hedgefonds manager koopt dan bijvoorbeeld aandelen in Chinese vennootschappen.

De *managed futures strategie* is gebaseerd op speculatie ten aanzien van de richting van de prijzen van wisselkoersen, goederen, aandelen en futures over de gehele wereld. Daarbij wordt een onderscheid gemaakt tussen Systematic Trading en Discretionary Trading. Bij systematic trading wordt gebruik gemaakt van kwantitatieve modellen om kansen op de markt te ontdekken en posities in te nemen. Daarbij proberen de hedgefonds managers een trend te volgen en daarvan te profiteren. Bij Discretionary Trading zet de manager een fundamentele analyse, een computer systeem of een combinatie daarvan in om kansen op te markt te ontdekken. Anders dan bij systematic trading wordt de investeringsbeslissing niet automatisch maar door de manager zelf genomen.

5. HEDGEFONDSEN, PRIVATE EQUITY EN DE KREDIETCRISIS

De Commissie van de Europese Gemeenschappen stelt in het voorstel voor een Richtlijn⁸⁸⁹ inzake Beheerders van Alternatieve Beleggingsfondsen (hierna: BAB's) dat, hoewel de BAB's de crisis niet hebben veroorzaakt, de sector door de recente gebeurtenissen wel onder druk staat.

De risico's van hun activiteiten zijn de afgelopen maanden in de gehele BAB-sector manifest geworden en hebben mogelijk in een aantal gevallen de onrust op de markten in de hand gewerkt. Zo zijn hedgefondsen mede verantwoordelijk geweest voor de stijging van de prijzen van de activa en voor de snelle groei van de markten voor gestructureerd krediet. De abrupte afbouw van grote hefboomfinancieringsposities die plaatsvond toen de kredietvoorwaarden werden aangescherpt en beleggers wilden uitstappen, heeft een procyclisch effect gesorteerd en is mogelijk schadelijk geweest voor de liquiditeit van de markt. Dakfondsen hebben met ernstige liquiditeitsproblemen te kampen gehad: ze konden hun activa niet snel genoeg verkopen om beleggers die hun geld wilden terugtrekken, tegemoet te komen. Een aantal fondsen ging toen op slot of moest de terugbetalingen anderszins beperken. Grondstoffenfondsen speelden een rol bij de zeepbel die eind 2007 op de grondstoffenmarkten ontstond.

Private-equityfondsen daarentegen hebben de macroprudentiële risico's niet in de hand gewerkt. Dit komt door hun beleggingsstrategieën en door een ander gebruik van hefboomfinanciering dan hedgefondsen. Wel hebben zij te kampen gehad met problemen in verband met de beschikbaarheid van krediet en de financiële gezondheid van hun portefeuilleondernemingen. Doordat geen hefboomfinanciering meer kan worden aangetrokken, zijn de buy-outactiviteiten duidelijk teruggelopen. Enkele portefeuilleondernemingen die eerder met hefboomfinanciering waren overgenomen, blijken nu moeite te hebben om vervangende financiering te vinden.

Volgens IFSL⁸⁹⁰ is de bijdrage van hedgefondsen aan het ontstaan van de kredietcrisis echter relatief gering, omdat in september 2007 slechts rond de 5% van hun activa was belegd in «mortgage-backed securities». Hierbij verliest IFSL uit het oog dat hedgefondsen wel grote hefboomposities abrupt hebben moeten afbouwen door de aangescherpte kredietvoorwaarden en mede verantwoordelijk zijn geweest voor de stijging van prijzen voor activa.

De hedgefondsen hebben voorts mogelijk bijgedragen aan de daling van de koersen in 2008 door short-selling en het massaal verkopen van aandelen, vanwege de noodzaak om leningen af te lossen en hun participanten terug te betalen. Hoewel in geen van de geraadpleegde publicaties een verband wordt gelegd tussen de rol van activistische aandeelhouder die sommige hedgefondsen hebben gespeeld en de kredietcrisis, heeft dit (bij Stork en ABN AMRO) hoogstwaarschijnlijk bijgedragen aan een – op de korte termijn – te hoge waardering van aandelen van de hiervoor genoemde vennootschappen en uiteindelijk aan de ondergang van Fortis. Het is voorts waarschijnlijk dat empty voting (het stemmen op aandelen waarbij de stemgerechtigde wel een juridisch maar geen economisch belang heeft) een rol heeft gespeeld bij het besluit van de algemene vergadering van Fortis om in te stemmen met het openbaar bod op ABN AMRO.

⁸⁸⁹ Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen en tot wijziging van de Richtlijnen 2004/39/EG en 2009/.../EG, COM (2009) 207 definitief.

⁸⁹⁰ IFSL Research 2009.

Het is inderdaad niet waarschijnlijk dat de private equity sector heeft bijgedragen aan de crisis. Toch vormt ook deze sector een potentieel risico voor het systeem. Bij ernstige economische crisis bestaat immers de kans, dat de door private equity met veel vreemd vermogen overgenomen vennootschappen hun leningen niet meer kunnen terugbetalen. Dit kan tot grote schade bij de betrokken banken leiden.

1. INLEIDING

In deze bijlage wordt aandacht besteed aan de reikwijdte van het onderwerp beloningen en aan het idee achter (variabele) beloningen. Na de inleiding worden de Nederlandse regels besproken die betrekking hebben op beloningen. Allereerst komt de wet- en regelgeving aan bod, vervolgens de niet-bindende regels en tot slot wordt een aantal algemene lacunes signaleerd. Indien er voor een bepaalde regeling bijzondere lacunes gelden, worden deze direct na de regeling behandeld.

Ten aanzien van de reikwijdte van het onderzoek kan worden gesteld dat alleen de beloningen van bestuurders en soms die van werknemers worden besproken. Beloningen van commissarissen vallen daarmee buiten de reikwijdte. Verder wordt de nadruk gelegd op het variabele gedeelte van de beloningen omdat gesteld wordt dat vooral dit beloningsonderdeel aan de kredietcrisis heeft bijgedragen. Tot slot worden de termen beloning, bezoldiging en inkomen door elkaar gebruikt aangezien de verschillende regelingen verschillende termen gebruiken. In de wet wordt voornamelijk de term «bezoldiging» gehanteerd, maar in de wetsgeschiedenis wordt de term niet consequent toegepast.⁸⁹¹

Tevens dient te worden opgemerkt dat bij de uitleg van wet- en regelgeving in dit rapport een onderscheid wordt gemaakt tussen dwingend en regelend recht en bindende en niet-bindende voorschriften.

Van dwingende rechtsregels (een groot deel van de vennootschappelijke regelgeving in Boek 2 BW [voetnoot: Zie voor het onderscheid tussen dwingend vennootschapsrecht en regelend (door haar aangeduid als «aanvullend») vennootschapsrecht: M. Meinema, *Dwingend recht voor de besloten vennootschap*, Deventer 2003, p. 10–14]) mag niet worden afgeweken. Regelend recht daarentegen heeft een aanvullende functie en vindt toepassing wanneer bijvoorbeeld een vennootschap een bepaald onderwerp niet zelf heeft geregeld in haar statuten of partijen over een bepaald onderwerp zelf niets zijn overeengekomen.

Bindende regels moeten worden nageleefd, voor zover daarvan niet door partijen kan worden afgeweken (bijvoorbeeld via het «pas toe of leg uit» beginsel van Code Frijs en Code Tabaksblat. [voetnoot: Zie over de rechtskracht van de Code S.M. Bartman, *De Code Tabaksblat; een juridisch lichtgewicht*, *Ondernemingsrecht* 2004, p. 123–126.]. Bij niet-bindende regels hebben partijen daarentegen de volledige vrijheid om deze wel of niet na te leven.

Ter verduidelijking: de regels uit de Nederlandse Corporate Governance Code vallen niet onder de noemer dwingende rechtsregels, maar zijn op grond van art. 2:391 lid 5 en de daarin vermelde AMvB wel bindend. Door het «pas toe of leg uit» beginsel zijn deze regels regelend van aard.

⁸⁹¹ M.F. Landkroon, *Ondernemingsraad en bezoldigingsbeleid*, V&O april 2008, nr. 4, p. 74.

⁸⁹² Onder beloningsstructuur wordt hier de gehele structuur verstaan, dus zowel het variabele als het vaste gedeelte van de beloning.

⁸⁹³ Zie voor meer informatie over de agency theorie: R. Kraakman et al., *The anatomy of Corporate law, A comparative and functional approach*, New York: Oxford University Press 2004.

2. RATIONALE VAN VARIABELE BELONING

Beloningsstructuren⁸⁹² vinden hun achtergrond in de *agency theory* of principaal-agenttheorie.⁸⁹³ Deze theorie veronderstelt – volgens sommigen geheel ten onrechte – dat de belangen van de principaal en de agent niet overeen komen. Aangenomen wordt dat het belang van de aandeelhouder (de principaal) gelegen is in een zo hoog mogelijke aandeelhouderwaarde, maar dat het belang van de bestuurder (de agent) gelegen is

in een zo hoog mogelijke financiële beloning. Volgens aanhangers van deze theorie is een van de functies van het ondernemingsrecht dan ook gelegen in het bevorderen van de parallelliteit van de belangen van beide actoren, in het bijzonder door de beloning van bestuurders (mede) afhankelijk te maken van de mate waarin het veronderstelde aandeelhoudersbelang wordt gerealiseerd.⁸⁹⁴ Vooral variabele beloningen worden gebruikt om de belangen van de bestuurder zo veel mogelijk parallel te laten lopen aan die van de aandeelhouder.⁸⁹⁵ Verder worden – met name bij de *investment bankers* – variabele beloningen benut om talent aan te trekken of te behouden. Ook de Code Tabaksblat gaat van dit principe uit, maar dan alleen voor de beloning aan bestuurders. In de Code Frijns is dit principe overigens niet overgenomen.

De discussie omtrent variabele beloningen is door de recente kredietcrisis aangewakkerd. De beloningen zouden hun doel voorbij hebben gestreefd en werknemers in de financiële sector hebben aangezet tot korte termijn denken waarbij grote risico's voor de instellingen zijn genomen. Daardoor zou een asymmetrische verhouding zijn ontstaan tussen risico's en beloningen.

⁸⁹⁴ B.T.M. Steins Bisschop, Beloningssystemen: de ongerechtvaardigde hypothese van parallele belangen tussen aandeelhouders en bestuurders, Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur, nr. 2, 2006.

⁸⁹⁵ Onder een variabele beloning kan het niet-vaste gedeelte van de beloning worden verstaan. Het gaat daarbij bijvoorbeeld om bonussen in de vorm van opties, aandelen en speciale regelingen zoals golden parachutes.

⁸⁹⁶ Artikel 2:135 BW. Het artikel is op 1 oktober 2004 in werking getreden. Zie stb. 2004, 370. Vóór 2004 luidde het artikel: «Voor zover bij de statuten niet anders is bepaald, wordt de bezoldiging van bestuurders door de algemene vergadering vastgesteld.» Stb. 395, in werking getreden op 26 juli 1976. Zie over dit onderwerp ook I.Meijer-Wagenaar, Over beloningen van bestuurders: artikel 2:135 BW en de relatie met het arbeidsrecht, WPNR, 2006, p. 681–688 en J.M. van Slooten & I. Zaal, Gebrekkig loon, Ondernemingsrecht, 2008, p. 296–301.

⁸⁹⁷ Zie artikel 2:135 lid 1 BW jo 2:383c-e BW.

⁸⁹⁸ De ondernemingsraad dient tegelijkertijd met de algemene vergadering van aandeelhouders te worden geïnformeerd. Op dit moment is er een wetsvoorstel aanhangig om het recht aan de ondernemingsraad toe te kennen om een standpunt over het bezoldigingsbeleid te bepalen voordat de algemene vergadering van aandeelhouders daarover beslist. Dit recht zou voor alle ondernemingsraden van naamloze vennootschappen gelden. Indien de opsteller van het beloningsbeleid (vaak de raad van commissarissen) en de ondernemingsraad van mening verschillen, dan zou dit aan de algemene vergadering van aandeelhouders kunnen worden toegelicht. Het standpunt van de ondernemingsraad wordt tegelijkertijd met het voorstel tot vaststelling van het bezoldigingsbeleid aan de algemene vergadering van aandeelhouders verstuurd. Zie kamerstuk 31 877, nr. 3 voor het voorstel van een nieuw artikel 2:135 lid 2 BW.

3. NEDERLAND

Zoals hiervoor vermeld, wordt het beloningsbeleid niet alleen in wet- en regelgeving, maar ook in niet-bindende regels geregeld. Onder de niet-bindende regels vallen aanbevelingen, rapporten en een herenakoord dat tussen de financiële sector en de minister van financiën is gesloten. Hoewel niet-bindend, zullen deze regels toch worden besproken daar ze een reactie proberen te formuleren op de recente discussies over beloningen.

3.1 Relevante wet- en regelgeving

Het beloningsbeleid wordt geregeld in (i) boek 2 burgerlijk wetboek (BW), (ii) de corporate governance code(s), (iii) de wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen, (iv) de wet op de ondernemingsraden, en (v) de wet op het financieel toezicht (Wft).

3.1.1 Ad (i) Boek 2 BW

In boek 2 BW is allereerst een regeling opgenomen die de bezoldiging van bestuurders van naamloze vennootschappen regelt. De bepaling regelt wie het beleid en wie de individuele bezoldiging van bestuurders mag vaststellen. Ook voor de besloten vennootschap is een bepaling opgenomen waarin is geregeld wie de bestuurdersbezoldiging mag vaststellen. Daarnaast regelt boek 2 BW de openbaarmaking van de bestuurdersbezoldigingen in de jaarrekening. Er kan daarbij een onderscheid worden gemaakt tussen de openbaarmakingsplicht van de naamloze vennootschap en die van overige rechtspersonen.

De wet⁸⁹⁶ schrijft de naamloze vennootschap voor dat ze beleid moet hebben op het gebied van bestuurdersbezoldigingen. Aan de inhoud van het beleid zijn minimumvereisten gesteld.⁸⁹⁷ Het is aan de algemene vergadering van aandeelhouders om het beleid vast te stellen. Mocht de vennootschap een ondernemingsraad hebben, dan is de vennootschap verplicht om deze schriftelijk over het bezoldigingsbeleid te informeren.⁸⁹⁸

Van het recht om het algemene beleid vast te stellen, kan het recht om de individuele bezoldigingen vast te stellen worden onderscheiden. Dit recht kent de wet in eerste instantie aan de algemene vergadering van aandeelhouders toe. Het is echter mogelijk om hiervan af te wijken door statutair te bepalen dat een ander orgaan deze bevoegdheid krijgt. In de praktijk is dit vaak de raad van commissarissen. Het aangewezen orgaan mag het individuele bezoldigingspakket niet onbepikt vaststellen. Zo kan niet worden afgeweken van het goedkeuringsrecht van de algemene vergadering van aandeelhouders indien aandelen of het recht tot het nemen van aandelen onderdeel uitmaken van een beoogd bezoldigingspakket. Daarbij moet in het bezoldigingsvoorstel tenminste worden opgenomen hoeveel aandelen of rechten aan de bestuurder worden toegekend en wat de criteria zijn voor het toekennen van de aandelen of de rechten dan wel voor het wijzigen daarvan. Ook voor de besloten vennootschap bepaalt de wet⁸⁹⁹ dat de algemene vergadering van aandeelhouders de bezoldiging van de individuele bestuurders vaststelt, tenzij de statuten een ander orgaan aanwijzen.

⁸⁹⁹ Artikel 2:245 BW. Het artikel is op 26 juli 1976 in werking getreden. Zie Stb. 395.

⁹⁰⁰ Artikel 2:396 lid 5 BW.

⁹⁰¹ Artikel 2:383 BW. Het artikel is op 1 juli 1993 in werking getreden. Zie Stb. 261.

⁹⁰² Artikel 2:383b BW. Dit drietal specifieke regels geldt niet voor de naamloze vennootschappen die uitsluitend aandelen op naam hebben, waarvan de statuten een blokkeringsregeling bevatten en de statuten niet toestaan dat certificaten aan toonder worden uitgeven met medewerking van de vennootschap. De artikelen 2:383b-e BW zijn per 1 september 2002 in werking getreden. Zie Stb. 2002. nrs. 25 en 422.

⁹⁰³ Artikel 2:383c BW.

⁹⁰⁴ Onder aandelen worden in dit geval ook verstaan de certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven. Hieronder vallen zowel aandelen in de vennootschap als in een dochter van de vennootschap.

⁹⁰⁵ Artikel 2:383d BW.

⁹⁰⁶ Gemeld moet worden: (i) de uitoefenprijs van de rechten, en de prijs van de onderliggende aandelen indien dit bedrag hoger ligt dan de uitoefenprijs van het recht, (ii) hoeveel rechten er aan het begin van het jaar nog niet waren uitgeoefend, (iii) hoeveel rechten er tijdens het boekjaar zijn verleend en onder welke voorwaarden ze mogen worden uitgeoefend, (iv) of er gedurende het boekjaar uitoefeningvoorwaarden zijn gewijzigd, en zo ja, dan moet dit afzonderlijk worden vermeld, (v) hoeveel rechten er tijdens het boekjaar zijn uitgeoefend, hoeveel aandelen bij dat recht hoorden en wat de uitoefenprijs was, (vi) als er aan het eind van het jaar nog steeds niet-uitgeoefende rechten bestaan, dan wordt hiervan de uitoefenprijs, de resterende looptijd, de voorwaarden onder welke uitgeoefend mag worden, de getroffen financieringsregeling en alle andere gegevens die van belang zouden kunnen zijn vermeld, en (vii) indien van toepassing, welke criteria de vennootschap hanteert voor de toekenning dan wel de uitoefening van de rechten. Ook vermeldt de vennootschap hoeveel aandelen per balansdatum zijn ingekocht of zullen worden ingekocht, dan wel hoeveel nieuwe aandelen per balansdatum zijn geplaatst of zullen worden geplaatst ten behoeve van de uitoefening van de rechten door de bestuurders en werknemers.

Naast de regels die specifiek voor de naamloze vennootschap en de besloten vennootschap zijn geschreven, bevat boek 2 BW algemeen rechtspersonenrecht. Voor beloningen zijn in afdeling 5 van titel 9 regels opgenomen over de inhoud en de toelichting op de jaarrekening. Het gaat hierbij om de verplichting van grote ondernemingen om hun bestuurdersbezoldigingen openbaar te maken.⁹⁰⁰ Aan de openbaarmakingsverplichting zijn een aantal minimumeisen gesteld. Zo moet het totaal⁹⁰¹ van het bezoldigingsbedrag van alle bestuurders gezamenlijk in de jaarrekening worden opgenomen. Dit is inclusief de pensioenlasten en andere mogelijke uitkeringen die de bestuurder heeft ontvangen. De rechtspersoon mag er voor kiezen om individuele bezoldigingen niet te publiceren indien daardoor bezoldigingen tot natuurlijke personen kunnen worden herleid. Daarnaast moet in het jaarverslag worden vermeld hoeveel leningen, voorschotten en garanties door de rechtspersoon, zijn dochtermaatschappij of een geconsolideerde maatschappij aan een bestuurder zijn verstrekt. Ook het openstaande bedrag, de rentevoet, de aflossingen en andere relevante bepalingen moeten worden gepubliceerd. De rechtspersoon heeft geen keuze en moet deze gegevens publiceren, zelfs als dat betekent dat deze tot een natuurlijke persoon kunnen worden herleid. Zou de rechtspersoon een dochtermaatschappij hebben of consolideert hij de gegevens van een andere maatschappij, dan worden ook de bezoldigingen van de bestuurders van deze ondernemingen in de jaarrekening opgenomen.

In afwijking van de hiervoor genoemde algemene openbaarmakingsplicht, gelden er een drietal speciale regels voor de naamloze vennootschap.⁹⁰² Ten eerste⁹⁰³ vermeldt de jaarrekening de bezoldiging van iedere afzonderlijke bestuurder. De opgave wordt uitgesplitst naar (i) periodiek betaalde bezoldigingen, (ii) bezoldigingen die betaalbaar zijn op termijn, (iii) uitkeringen bij beëindiging van het dienstverband, en (iv) winstdelingen en bonussen. Mocht een (gedeeltelijke) prestatiebonus zijn uitbetaald, dan vermeldt de vennootschap de uitbetaling alsook of de aan de bonus gekoppelde doelstellingen behaald zijn.

Mocht de vennootschap het recht om aandelen⁹⁰⁴ te nemen of te verkrijgen aan haar werknemers en bestuurders hebben gegeven,⁹⁰⁵ dan heeft ze daarover een uitgebreide meldingsplicht.⁹⁰⁶ De jaarrekening vermeldt ook het bedrag van de leningen, voorschotten en garanties die de vennootschap, haar dochtermaatschappij of een geconsolideerde

maatschappij aan een bestuurder heeft verstrekt. Het openstaande bedrag, de rentevoet, de aflossingen en de belangrijkste overige bepalingen zijn bij de vermelding van belang.⁹⁰⁷

Tot slot doet de naamloze vennootschap verslag van het bezoldigingsbeleid en hoe het beleid in de praktijk is gebracht.⁹⁰⁸

Lacunae in boek 2 BW

Ondanks de aanwezigheid van deze wetgeving blijft de vraag of deze de juiste prikkels bevatten om tot nakoming van een verantwoord beloningsbeleid te komen.

Ten aanzien van de controle van aandeelhouders op het beloningsbeleid bestaan bijvoorbeeld een aantal lacunes. Zo is het enige instrument van de algemene vergadering van aandeelhouders om tegen beloningen op te komen het volledig wegstemmen van het voorgesteld beloningsbeleid.⁹⁰⁹ Ten aanzien van de individuele beloningen wordt in de praktijk vaak het recht om beloningen vast te stellen aan de raad van commissarissen toegekend. Alleen indien er sprake is van het toekennen van aandelen of rechten op aandelen moet de algemene vergadering van aandeelhouders de beloningen alsnog goedkeuren.⁹¹⁰ Maar, mocht de goedkeuring van de algemene vergadering ontbreken, dan wordt de vertegenwoordigingsbevoegdheid van de raad van commissarissen niet aangetast. De afspraken die tussen de bestuurder en de vennootschap zijn gemaakt blijven derhalve in stand. Gezien de aard van de werkzaamheden van een bestuurder is dit merkwaardig, daar van een bestuurder mag worden verwacht dat hij op de hoogte is van de beslissingen die tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders worden genomen. Het is daarom opmerkelijk om de bestuurder ten koste van de algemene vergadering van aandeelhouders te beschermen.

Aan de andere kant wordt – door de uiteindelijke bevoegdheid om het beloningsbeleid vast te stellen bij de algemene vergadering neer te leggen – geen rekening gehouden met de belangen van de overige stakeholders. Waar de raad van commissarissen zich op het belang van de vennootschap dient te richten, mag de algemene vergadering van aandeelhouders zich op haar eigen belang richten. Weliswaar kan onder omstandigheden het recht om de individuele beloningen vast te stellen statutair aan een ander orgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders worden toegewezen, maar de raad van commissarissen kan wel worden ontslagen door de algemene vergadering van aandeelhouders indien deze het vastgestelde beloningsbeleid niet volgt. De algemene vergadering blijft dus (indirect) het orgaan dat beloningsbeslissingen kan nemen waardoor geen rekening hoeft te worden gehouden met het stakeholdersmodel.

3.1.2 Ad (iii) corporate governance Codes

Code Peters

De Code Peters⁹¹¹ beschreef voornamelijk de vaststelling en de openbaarmakingsplicht van bestuurdersbezoldigingen. Specifiek werd het effectenbezit van bestuurders en de openbaarmaking daarvan geregeld. Verder kende de Code enkele voorwaarden die betrekking hadden op het doel van personeelsregelingen en de openbaarmaking van deze regelingen. Omdat de Code niet wettelijk verankerd was, bevatte de Code geen andere prikkels om nageleefd te worden dan het door ondernemingen kunnen behalen van goede publiciteit door naleving.

⁹⁰⁷ Artikel 2:383e BW.

⁹⁰⁸ Het verslag wordt in het jaarverslag gegeven. Artikel 2:391 lid 2 BW.

⁹⁰⁹ G.T.M.J. Raaijmakers and F.G.K. Overkleef, Bestuurdersbeloning, de nieuwe Code en de kredietcrisis, FR nr. 2/3 februari/maart 2009, p. 91.

⁹¹⁰ Dit geldt voor naamloze vennootschappen, zie artikel 2:135 BW.

⁹¹¹ De Code Peters is in 1997 door de commissie Peters gepubliceerd en is in zowel 1998 als 2002 geëvalueerd. Naar aanleiding van de tweede evaluatie heeft de commissie Peters een nieuwe Code aanbevolen. Deze nieuwe Code is in 2004 verschenen en staat beter bekend als de Code Tabaksblat.

Als invulling van de wettelijke mogelijkheid om statutair het vaststellingsorgaan aan te wijzen, vermeldde de Code dat de bezoldiging doorgaans door de raad van commissarissen werd vastgesteld.⁹¹² Als vereiste stelde de Code verder dat de totaalsom van het bezoldigingsbedrag in de jaarrekening moest worden vermeld. Het moest gesplitst worden naar zittende en voormalige bestuurders, tenzij een bepaalde beloning daardoor tot een natuurlijk persoon kon worden herleid. Ook het effectenbezit van bestuurders werd in de Code geregeld.⁹¹³ In de Code werd opgemerkt dat het effectenbezit van bestuurders de lange termijn belegging diende. Het werd niet duidelijk hoe de lange termijn belegging bewerkstelligd moest worden aangezien de Code geen daartoe strekkende regels bevatte. Verder moest het effectenbezit aan het eind van het jaar in het jaarverslag worden opgenomen, waarbij werd vermeld of er sprake was van (i) aandelen/certificaten, (ii) converteerbare obligaties, (iii) ter beurze verhandelbare optierechten, of (iv) door de vennootschap verstrekte optierechten en welke belangrijke voorwaarden bij de rechten hoorden.

De Code kende tot slot een personeelsoptieregeling.⁹¹⁴ Deze gold niet alleen voor bestuurders, maar ook voor werknemers. De regeling behoorde de betrokkenheid van werknemers/bestuurders op lange termijn te bevorderen. Onder «lange termijn» werd ten minste drie jaar verstaan. De optie moest gekoppeld zijn aan de mate waarin de inspanningen van de werknemer/bestuurder succesvol hadden bijgedragen aan de ontwikkeling van de marktwaarde van de onderneming. De prestatievoorwaarden werden aan dit streven gekoppeld. Het jaarverslag vermeldde de verstrekte optierechten en de belangrijkste daaraan gekoppelde voorwaarden. Deze werden uitgesplitst naar bestuurders en naar overige werknemers.

Code Tabaksblat

In hoofdstuk II.2 van de Code Tabaksblat wordt de beloningsproblematiek van bestuurders geregeld. Het hoofdstuk bestaat uit twee Principes die enerzijds de hoogte en de samenstelling van de beloning regelen en anderzijds de vaststelling en de openbaarmaking van de beloning. Verder kent de Code veertien «best practice» bepalingen die de twee Principes nader invullen.

Het eerste principe behandelt de hoogte en de samenstelling van de beloning. De beloning dient er qua hoogte en structuur voor te zorgen dat gekwalificeerde en deskundige bestuurders enerzijds worden aangehouden, maar anderzijds ook worden behouden. Het is daarbij mogelijk om bestuurders een variabele beloning aan te bieden om ze aan de vennootschap te binden. De beloning dient dan wel aan vooraf bepaalde, meetbare en beïnvloedbare doelen te worden gekoppeld. Het is dus een prestatiebeloning. De doelen behoren deels op korte en deels op lange termijn te worden gerealiseerd. De gehele beloningsstructuur – dus ook het vaste gedeelte van de beloning en de ontslagvergoeding – is erop gericht de belangen van de vennootschap op middellange en lange termijn te bevorderen. De structuur moet voorkomen dat bestuurders het eigen belang boven dat van de onderneming laten prevaleren. Om de hoogte en de structuur van de beloning te bepalen, wordt onder andere gekeken naar (i) de resultaatontwikkeling van de vennootschap, (ii) de ontwikkeling van de beurskoers, en (iii) andere ontwikkelingen die relevant zijn voor de vennootschap. Zou de bestuurder aandelen in de vennootschap krijgen, dan dienen deze volgens de Code de lange termijn belegging. Ook hier blijft onduidelijk hoe dit bewerkstelligd moet worden, aangezien de Code geen expliciete regels over dit onderwerp kent. Zo

⁹¹² Artikel 4.4. Code Peters.

⁹¹³ Artikel 4.5 Code Peters.

⁹¹⁴ Artikel 4.6 Code Peters.

bevat de Code geen regeling waarmee vervreemding van de aandelen aan banden wordt gelegd.

Tot slot wordt in het eerste principe aandacht besteed aan de vertrekvergoeding: bij ontslag ontvangt een bestuurder niet meer dan eenmaal het jaarsalaris, tenzij er omstandigheden zijn waardoor dit onredelijk is.

De Code bevat een achttal best practice bepalingen ter invulling van het eerste principe. Daarbij wordt veel aandacht aan opties op aandelen besteed. Als uitgangspunt vormen de opties een voorwaardelijk onderdeel van de beloning. De daadwerkelijke toekenning aan de bestuurders vindt alleen plaats nadat de vooraf vastgestelde prestatiecriteria gerealiseerd zijn. Dit kan pas na minimaal drie jaar geteld vanaf de toekenning.⁹¹⁵ De Code laat echter ook de mogelijkheid open om onvoorwaardelijke opties toe te kennen. Als de vennootschap onvoorwaardelijke opties toekent, hanteert ze alsnog prestatiecriteria voor het toekennen van opties. Het is in ieder geval niet toegestaan om de opties in de eerste drie jaar na de toekenning uit te oefenen.⁹¹⁶ Ook ten aanzien van de uitoefenprijs van de opties bepaalt de Code het een en ander. Zo wordt de prijs minimaal op een verifieerbare koers gesteld, maar is het ook mogelijk om de uitoefenprijs minimaal op het verifieerbare gemiddelde van de koers te stellen.⁹¹⁷ De prijs en de aan de opties gekoppelde voorwaarden mogen niet tijdens de looptijd van de opties worden gewijzigd. In twee gevallen geldt een uitzondering, namelijk (a) indien een structuurwijziging van de aandelen daartoe noodzaakt, of (b) indien een structuurwijziging van de vennootschap hiertoe noodzaakt. De noodzaak van de structuurwijzigingen moet dan wel conform de bestendige marktpraktijk zijn.⁹¹⁸

Daarnaast kunnen aandelen zonder financiële tegenprestatie aan bestuurders worden verstrekt. Mocht dit het geval zijn, dan worden deze voor telkens een periode van vijf jaar aangehouden of – mocht deze periode korter zijn – tot ten minste het einde van het dienstverband.⁹¹⁹ Ten aanzien van het onvrijwillige ontslag bepaalt de Code dat de vergoeding uit maximaal één jaarsalaris bestaat. Onder jaarsalaris wordt het vaste gedeelte van de beloning verstaan. Zou deze vergoeding onredelijk zijn, dan kan de bestuurder een vergoeding van maximaal twee salarisjaren ontvangen.⁹²⁰

Ten aanzien van de bestuurders wordt verder nog bepaald dat deze geen persoonlijke leningen, garanties en dergelijke van de vennootschap krijgen, tenzij de normale bedrijfsuitoefening dit toestaat. Deze bepaling is dus voornamelijk van toepassing op bestuurders van banken. In dat geval zijn de voorwaarden die voor de rest van het personeel gelden van toepassing. De raad van commissarissen moet daarnaast goedkeuring geven en leningen mogen niet worden kwijtgescholden.⁹²¹ De raad van commissarissen stelt verder een reglement vast waarin het bezit van en transacties in effecten door bestuurders worden geregeld. Het gaat hierbij om effecten die niet door de vennootschap zijn uitgegeven, maar om effecten in andere Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. Het reglement wordt op de website geplaatst. Mocht het effectenbezit van de bestuurder veranderen, dan meldt de bestuurder dit periodiek – minimaal een keer per kwartaal – aan de «compliance officer».⁹²² Indien een bestuurder enkel in beleggingsfondsen belegt of hij een onafhankelijke derde voor hem laat beleggen,⁹²³ hoeft de bestuurder niet aan deze bepaling te voldoen.⁹²⁴

Het tweede principe bespreekt de vaststelling en de openbaarmaking van de bezoldiging. Uit dit principe volgt onder andere dat de remuneratie-

⁹¹⁵ Artikel II.2.1. Code Tabaksblat.

⁹¹⁶ Artikel II.2.2. Code Tabaksblat.

⁹¹⁷ Daarbij wordt de koers gebaseerd op de officiële beursnotering van de onderneming op één op meer van te voren vastgestelde dagen. De vastgestelde dagen dienen in een periode van maximaal vijf dagen – inclusief de dag van toekenning – voor de toekenning te liggen. Artikel II.2.4. Code Tabaksblat.

⁹¹⁸ Artikel II.2.5. Code Tabaksblat.

⁹¹⁹ Artikel II.2.3. Code Tabaksblat.

⁹²⁰ Deze uitzondering geldt alleen voor de bestuurder die tijdens zijn eerste benoemings-termijn is ontslagen. Artikel II.2.7. Code Tabaksblat.

⁹²¹ Artikel II.2.8. Code Tabaksblat.

⁹²² Indien er geen compliance officer is, dan worden de veranderingen aan de voorzitter van de raad van commissarissen gemeld.

⁹²³ De bestuurder moet in dit geval het vrije beheer van zijn effectenportefeuille hebben overgedragen aan de onafhankelijke derde. De overdracht vindt plaats middels een schriftelijke overeenkomst van lastgeving.

⁹²⁴ Artikel II.2.6. Code Tabaksblat.

⁹²⁵ Artikel II.2.9. Code Tabaksblat.

⁹²⁶ Artikel II.2.13. Code Tabaksblat.

⁹²⁷ Artikel II.2.9. Code Tabaksblat.

⁹²⁸ Zo moet in ieder geval opgenomen

worden: (i) wat het relatieve belang tussen het variabele en het niet-variabele gedeelte van de beloning is en waarom deze verhouding zo ligt, (ii) wat de verantwoording voor de onderneming is voor een absolute verandering van het niet-variabele gedeelte van de beloningen, en (iii) indien de onderneming de hoogte en de samenstelling van haar bestuurdersbeloningen koppelt aan het beloningsbeleid van haar peer group, wat de samenstelling van deze vergelijkingsgroep is. Verder neemt de onderneming in haar overzicht (iv) een samenvatting en verantwoording op van de duur van de contracten van de bestuurders, de geldende opzegtermijnen en de afvloeiingsregelingen. Daarnaast verklaart de onderneming in hoeverre ze de maximale ontslagvergoeding bepaling onderschrijft. Ook staat er in het overzicht (v) welke prestatiecriteria gekoppeld zijn aan het recht van de bestuurder op opties, aandelen of andere variabele beloningselementen, (vi) geeft de onderneming een verantwoording van de prestatiecriteria, (vii) legt de onderneming uit hoe er zal worden beoordeeld of aan de criteria is voldaan, en waarom voor deze methode is gekozen, en (viii) indien de criteria aan een vergelijking met externe factoren zijn gekoppeld, welke factoren door de onderneming zullen worden gebruikt om de beoordeling door te voeren. Mocht de externe factor betrekking hebben op de prestaties van de peer group dan wel een index, dan vermeldt de onderneming met welke vennootschappen dan wel index wordt vergeleken. Het verslag geeft daarnaast een beschrijving van: (ix) iedere belangrijke wijziging van de voorwaarden waaronder een bestuurder rechten kan verkrijgen in opties, aandelen of andere variabele beloningselementen. De onderneming geeft een verklaring voor deze wijzigingen. (x) Mocht het recht van de bestuurder op opties, aandelen en overige variabele beloningselementen niet gekoppeld zijn aan prestatiecriteria, dan legt de onderneming uit waarom dit niet het geval is. Tot slot worden de (xi) geldende pensioenregels en de financieringskosten daarvan vermeld alsook (xii) de regelingen die met bestuurders zijn getroffen over vervroegd uittreden.

⁹²⁹ Artikel II.2.12. Code Tabaksblat.

⁹³⁰ Artikel II.2.11. Code Tabaksblat.

⁹³¹ Artikel II.2.14. Code Tabaksblat.

⁹³² De Code Frijns is inmiddels wettelijk verankerd en geldt nu als de in artikel 2:391 lid 5 BW bedoelde Code (Besluit van 10 december 2009 tot wijziging van het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag, Stb. 2009, 545).

⁹³³ De claw back is een instrument waarmee variabele beloningen van bestuurders kunnen worden teruggevorderd indien ze op de verkeerde basis zijn toegekend.

commissie een remuneratierapport schrijft waarop de raad van commissarissen vervolgens haar verslag baseert. Ook vult de Code de wet nader in door te bepalen dat de raad van commissarissen de individuele bezoldiging van bestuurders vaststelt.

In het remuneratierapport wordt verslag gedaan van de manier waarop het beloningsbeleid ten uitvoer is gebracht.⁹²⁵ Het verslag dient op de website te worden geplaatst.⁹²⁶ In het verslag dient een overzicht opgenomen te worden van het beloningsbeleid van het volgende boekjaar alsook van de jaren die daarop volgen.⁹²⁷ Aan de inhoud van het overzicht stelt de Code veel eisen.⁹²⁸ Er dient in het rapport in ieder geval uitleg gegeven te worden over de betaling van bijzondere vergoedingen aan (voormalige) bestuurders. Ook moeten worden betaalde of toegezegde beloningen van vertrokken bestuurders verantwoord en uitgelegd worden.⁹²⁹

Direct na het sluiten van een contract tussen de bestuurder en de vennootschap worden de belangrijkste elementen uit het contract openbaar gemaakt. Hier vallen in ieder geval de hoogte van het vaste salaris, de opbouw en hoogte van de variabele beloning, een eventuele afvloeiingsregeling, de pensioenafspraken en de prestatiecriteria onder.⁹³⁰ De vennootschap dient in de jaarrekening de waarde van de opties te vermelden die aan het bestuur en aan het personeel zijn toegekend. Daarbij geeft ze aan hoe de waarde van de opties is bepaald.⁹³¹

Code Frijns

Ook de Code Frijns⁹³² bevat regels ten aanzien van het beloningsbeleid. Daar de Code in 2009 is gepresenteerd, heeft ze in kunnen spelen op bepaalde problemen die na het begin van de crisis duidelijk zijn geworden. In deze paragraaf worden vooral de verschillen tussen de twee Codes benadrukt.

De Code Frijns blijft met twee Principes werken. Vijftien best practice bepalingen vullen deze Principes in. In vergelijking met de vorige Code zijn een aantal bepalingen geschrapt en een aantal bepalingen toegevoegd. Inhoudelijk zijn er tussen beide Codes grote verschillen te ontdekken. Zo is de nadruk meer op de lange termijn komen te liggen, moeten de beloningsstructuren eenvoudiger en inzichtelijker zijn, dienen de risico's ingeperkt te worden, krijgt de raad van commissarissen een grotere verantwoordelijkheid, dient bij de beoordeling van de beloning ook naar niet-financiële indicatoren te worden gekeken, wordt de raad van commissarissen verplicht kritischer naar de invloeden van variabele beloningen te kijken en mogen opties alleen nog worden toegekend indien ze aan een prestatie worden gekoppeld. Verder moet de verantwoording van het beloningsbeleid, van de individuele beloning en het te voeren beleid begrijpelijker en inzichtelijker zijn en op transparante wijze plaatsvinden, is er een discretionaire bevoegdheid aan de raad van commissarissen gegeven ten aanzien van variabele beloningen en wordt de *claw back* clause⁹³³ geïntroduceerd.

Het eerste principe behandelt nog steeds de hoogte en de structuur van de bestuurdersbeloning. Uit het principe is duidelijk op te maken dat de lessen uit de crisis verdisconteerd zijn in de bepaling. In vergelijking met de vorige Code is toegevoegd dat er bij het vaststellen van de totale bestuurdersbeloning ook wordt gekeken naar het effect dat dit op de beloningsverhoudingen binnen de onderneming heeft. De beloningsstructuur dient eenvoudig en inzichtelijk te zijn en ervoor te zorgen dat er

geen risico's worden genomen die niet binnen de ondernemingsstrategie passen. Ten aanzien van de beloningsstructuur wordt een grote verantwoordelijkheid aan de raad van commissarissen gegeven: deze is ervoor verantwoordelijk dat de structuur voldoet aan de eisen die in de Code zijn gesteld. De raad van commissarissen is er dus voor verantwoordelijk dat de structuur eenvoudig en inzichtelijk is, dat zij de belangen van de vennootschap op middellange en lange termijn bevordert, dat zij geen prikkels geeft aan de bestuurders om zich in hun eigen belang te gedragen, dat er geen risico's worden genomen die niet in de strategie vallen en dat falende bestuurders niet door de structuur worden beloond. Daarnaast verduidelijkt de Code dat er niet alleen moet worden gekeken naar de resultatenontwikkeling en de waardeontwikkeling van de aandelen om de hoogte en de structuur van de beloningen vast te stellen, maar ook naar niet-financiële indicatoren die aan de lange termijn waardecreatie van de onderneming bijdragen.

Ten aanzien van het variabele gedeelte van de beloning is toegevoegd dat deze gekoppeld moet worden aan overwegend lange termijn doelen. Het moet ook passend zijn ten opzichte van het vaste beloningscomponent. De Monchy legt deze regel zo uit dat de variabele beloning vooral tot doel heeft om als een beloning voor een bijzondere prestatie en inspanning te dienen.⁹³⁴ Ter ondersteuning van dit standpunt kan worden aangevoerd dat de bepaling dat de variabele beloning er toe dient om de bestuurder aan de vennootschap te binden alsook de bepaling dat onvoorwaardelijke opties mogen worden toegekend niet terugkomen in de Code Frijns. Onder het eerste principe «hangen» negen best practice bepalingen, terwijl het er in het verleden acht waren. Allereerst is een nieuwe best practice bepaling opgenomen waarin is bepaald dat de raad van commissarissen de mogelijke uitkomsten van variabele beloningselementen analyseert en de gevolgen daarvan voor de bestuurdersbeloning. Pas daarna dient de raad van commissarissen het beloningsbeleid op te stellen en de beloning van individuele bestuurders vast te stellen.⁹³⁵ Ook nieuw is de bepaling waarin is bepaald dat de raad van commissarissen de hoogte en de structuur mede laat afhangen van de scenarioanalyses alsook van de beloningsverhoudingen binnen de onderneming.⁹³⁶ Het toezichthoudende orgaan moet voor de vaststelling van de hoogte en structuur van de beloning op onder andere de resultaatontwikkeling, de ontwikkeling van de beurskoers en niet-financiële indicatoren die voor de lange termijn relevant zijn, letten. Daarbij besteedt de raad aandacht aan de risico's die variabele bezoldigingen voor de vennootschap met zich mee kunnen brengen.⁹³⁷ In de Code Frijns wordt uitdrukkelijker geformuleerd dat het toekennen van opties afhankelijk wordt gesteld van vooraf gestelde doelen. Toegevoegd wordt dat deze doelen ook uitdagend dienen te zijn. Zoals hiervoor vermeld, is het niet meer toegestaan om onvoorwaardelijke opties toe te kennen. Wel blijft de regeling van kracht dat aandelen zonder financiële tegenprestatie aan bestuurders kunnen worden verstrekt.⁹³⁸ De termijn van drie jaren voordat de optie mag worden uitgeoefend, blijft gehandhaafd.⁹³⁹

Het vaststellen van de uitoefenprijs van de opties is hetzelfde gebleven. Alleen in plaats van dat de verifieerbare koers of het verifieerbare koersgemiddelde overeenkomstig de officiële beursnotering moet zijn, spreekt de Code Frijns van «overeenkomstig de handel op de gereglementeerde markt».⁹⁴⁰ Deze wijziging vindt waarschijnlijk haar grondslag in het feit dat het begrip «beurs» in de wet op het financieel toezicht is vervangen voor het begrip «gereglementeerde markt». De best practice bepaling dat de uitoefenprijs en de overige voorwaarden van de optie

⁹³⁴ C.W. de Monchy en M.H. Legein (red.), *Corporate Governance in Nederland*, Den Haag: Boom juridische uitgevers 2009, p. 86.

⁹³⁵ Artikel II.2.1. Code Frijns.

⁹³⁶ Artikel II.2.2. Code Frijns.

⁹³⁷ Artikel II.2.3. Code Frijns.

⁹³⁸ Artikel II.2.5. Code Frijns. Worden aandelen zonder tegenprestatie verstrekt, dan worden deze voor telkens een periode van vijf jaar aangehouden of – mocht deze periode korter zijn – tot ten minste het einde van het dienstverband.

⁹³⁹ Artikel II.2.4. Code Frijns.

⁹⁴⁰ Artikel II.2.6. Code Frijns.

gedurende de looptijd niet gewijzigd kunnen worden, is hetzelfde gebleven.⁹⁴¹ Daarnaast blijft de maximale vergoeding bij ontslag éénmaal het vaste jaarsalaris⁹⁴² en worden geen leningen, garanties en dergelijke aan bestuurders verstrekt tenzij in de normale uitoefening van het bedrijf.⁹⁴³ Ten aanzien van de ontslagbepaling is er toch een belangrijke wijziging: de bepaling geldt zowel bij vrijwillig als bij onvrijwillig ontslag, terwijl het onder de Code Tabaksblat alleen om onvrijwillig ontslag ging.

De best practice bepaling waarin bepaald was dat de bestuurder zijn aandelenbezit in andere beursgenoteerde ondernemingen moest melden is geschrapt.⁹⁴⁴

Het tweede principe bespreekt de vaststelling en de openbaarmaking van de beloning. Toegevoegd aan het principe is dat er op begrijpelijke, inzichtelijke en transparante wijze verantwoording moet worden afgelegd over het gevoerde beloningsbeleid. Dit gebeurt in het remuneratierapport. Daarnaast moet in een overzicht duidelijk gemaakt worden hoe het te voeren beloningsbeleid eruit ziet. Ook moet de totale bezoldiging van de individuele bestuurders op een begrijpelijke en inzichtelijke manier worden gepresenteerd. Daarbij dient onderscheid te worden gemaakt naar de verschillende beloningselementen.

De eerste best practice bepaling is een grote inhoudelijke vernieuwing. In de bepaling wordt het recht aan de raad van commissarissen toegekend om de waardes van eerder toegekende variabele beloningselementen naar boven of naar beneden aan te passen. Dit kan alleen indien de raad van commissarissen van mening is dat er sprake is van buitengewone omstandigheden waardoor de waarde van de toegekende beloningen tot onbillijke uitkomsten leidt.⁹⁴⁵ Eveneens vernieuwend is de introductie van de *claw back* clausule.⁹⁴⁶ Via de *claw back* wordt het voor de raad van commissarissen mogelijk om variabele beloningen terug te vorderen die op basis van onjuiste (financiële) gegevens aan bestuurders waren toegekend.

In het remuneratierapport vermeldt de raad van commissarissen hoe het beloningsbeleid aan de lange termijn doelstellingen van de onderneming bijdraagt. Dit dient in overeenstemming te zijn met het risicoprofiel van de onderneming. Verder dient nog steeds een overzicht van het toekomstige beloningsbeleid aan het rapport toe te worden gevoegd.⁹⁴⁷ De eisen die de Code aan de inhoud van het overzicht stelt zijn wel grotendeels gewijzigd.⁹⁴⁸ Alleen de vereisten aan de meldingen betreffende de pensioenregelingen, het vervroegd uittreden, en de samenstelling van de *peer group* blijven ongewijzigd.

De onderneming moet in haar jaarverslag aangeven dat de raad van commissarissen de eerder genoemde scenarioanalyses heeft uitgevoerd. Daarnaast dient de vennootschap een schematisch overzicht van alle kosten te geven die ze dat jaar voor de bestuurdersbeloningen heeft gemaakt. De kosten worden uitgesplitst naar vast salaris, contante jaarbonus, toegekende aandelen, opties, pensioenrechten en andere emolumenten. Met overige emolumenten worden bijvoorbeeld *golden hellos* bedoeld.

Per bestuurder dient het overzicht de marges te vermelden waarbinnen de voorwaardelijk toegekende aandelen of andere op aandelen gebaseerde beloningen kunnen fluctueren indien ze uiteindelijk aan de bestuurder toegekend worden. Daarnaast wordt per bestuurder een tabel opgesteld

⁹⁴¹ Artikel II.2.7. Code Frijns.

⁹⁴² Artikel II.2.8. Code Frijns. Is de vergoeding kennelijk onredelijk voor de gedurende zijn eerste benoemingsperiode ontslagen bestuurder, dan kan de vergoeding tot maximaal twee jaar oplopen.

⁹⁴³ Artikel II.2.9. Code Frijns.

⁹⁴⁴ Artikel II.2.6. Code Tabaksblat.

⁹⁴⁵ Artikel II.2.10. Code Frijns. De buitengewone omstandigheden dienen plaatsgevonden te hebben in de periode waarin de prestatiecriteria hadden moeten worden gerealiseerd.

⁹⁴⁶ Artikel II.2.11. Code Frijns.

⁹⁴⁷ Artikel II.2.12. Code Frijns.

⁹⁴⁸ Artikel II.2.13. Code Frijns.

waaruit blijkt hoeveel aandelen, opties en/of andere op aandelen gebaseerde beloningselementen aan hem zijn toegekend, maar waarover hij aan het begin van het jaar nog geen vrije beschikking had.⁹⁴⁹ Daarbij worden de waarde en het aantal genoemd en wat de status van deze beloningen is (oftewel is er sprake van (on)voorwaardelijke beloningen en in welk jaar loopt de *vesting* en/of *lock-up* periode af). Aan het einde van de *vesting*⁹⁵⁰ periode dient het verslag de waarde van de voorwaardelijk toegekende aandelen, opties en/of andere op aandelen gebaseerde beloningselementen te vermelden. Aan het einde van de *lock-up*⁹⁵¹ periode gebeurt hetzelfde.

Het overzicht bevat ook een beschrijving van de prestatiecriteria die betrekking hebben op het toekennen van de variabele beloning. Deze moet alleen in het overzicht worden opgenomen voor zover de concurrentiegevoeligheid van de criteria zich hier niet tegen verzet. Daarnaast wordt bekend gemaakt welk deel van de variabele beloning discretionair door de raad van commissarissen kan worden vastgesteld. De manier waarop beoordeeld zal worden of aan de prestatiecriteria is voldaan, wordt samengevat en verantwoord. Ook worden de gekozen prestatiecriteria ten opzichte van de strategiedoelstelling verantwoord en wordt de relatie tussen de bezoldiging en de prestaties zowel *ex ante* als *ex post* verantwoord.

De publicatie van de belangrijkste elementen van de nieuw gesloten arbeidsovereenkomst met de bestuurder hoeft niet meer onverwijld na het sluiten van de overeenkomst te gebeuren. Publicatie dient wel uiterlijk bij de oproeping van de algemene vergadering van aandeelhouders te geschieden waarin de benoeming van de betreffende bestuurder wordt voorgesteld. Naast de in de Code Tabaksblad genoemde elementen die gepubliceerd dienen te worden, is aan het publicatieplichtige lijstje toegevoegd de vertrekvergoeding, de eventuele voorwaarden voor een *change of control* bepaling en andere beloofde vergoedingen aan de bestuurder.⁹⁵² Het is niet meer verplicht om de waarde van de aan het bestuur en het personeel toegekende opties in het jaarverslag te melden.⁹⁵³

De belangrijkste toevoegingen aan het eerste principe – ten opzichte van de Code Tabaksblad – lijken te zijn dat (i) de nadruk meer op de lange termijn is komen te liggen, (ii) de beloningsstructuren eenvoudiger en inzichtelijker moeten zijn (iii) de risico's ingeperkt dienen te worden, (iv) de raad van commissarissen een grotere verantwoordelijkheid krijgt, en dat (v) bij de beoordeling van de beloning ook naar niet-financiële indicatoren moet worden gekeken. De belangrijkste toevoegingen aan de best practice bepalingen lijken te zijn dat (i) de raad van commissarissen nu verplicht is een scenarioanalyse te maken van de mogelijke gevolgen van het belonen in variabele elementen voor de bestuurdersbeloningen, en dat (ii) opties alleen nog maar mogen worden toegekend indien ze aan prestaties worden gekoppeld. De belangrijkste toevoegingen aan het tweede principe lijken te zijn dat de verantwoording van het beloningsbeleid en van de individuele beloning op begrijpelijke, inzichtelijke en transparante wijze moet plaatsvinden. Het toekomstige beleid wordt ook weergegeven. De belangrijkste toevoegingen aan de best practice bepalingen zijn (i) de mogelijke aanpassingen van de variabele beloningen door de raad van commissarissen, (ii) de introductie van de *claw back* clause, en (iii) de uitbreiding van de te publiceren gegevens.

⁹⁴⁹ De tabellen hoeven alleen te worden gepubliceerd voor in functie zijnde bestuurders. De tabellen worden per eind boekjaar opgesteld over meerdere jaargangen.

⁹⁵⁰ Dit is het moment waarop de bestuurder de eigendom verkrijgt over de aandelen, opties en/of andere op aandelen gebaseerde beloningselementen.

⁹⁵¹ Dit is het moment waarop de bestuurder de vrije beschikking krijgt over de aandelen, opties en/of andere op aandelen gebaseerde beloningselementen.

⁹⁵² Artikel II.2.14. Code Frijs.

⁹⁵³ Artikel II.2.14. Code Tabaksblad.

Lacunes Code Tabaksblat en Code Frijns

Ondanks de aanwezigheid van wet- en regelgeving blijft de vraag of deze regels de juiste prikkels bevatten om tot nakoming van een verantwoord beloningsbeleid te komen.

Alhoewel de Code Tabaksblat zeer uitgebreid is en veel regels over beloningen bevat, ontbreekt toch nog een aantal bepalingen. Er is bijvoorbeeld geen absolute hoogte voor de beloningen bepaald,⁹⁵⁴ de verhoudingen tussen variabele en vaste beloning en de welkomstpakketten worden niet besproken en er bestaat geen *best practice* bepaling die bepaalt dat een onderdeel van de beloningen teruggevorderd kan worden indien deze op basis van verkeerde gegevens is toegekend (zie de *claw back* uit de Code Frijns). Hoewel de Code Frijns op de kredietcrisis ingespeeld heeft, blijft een aantal lacunes uit de Code Tabaksblat onbehandeld. Zo behelst de Code voornamelijk beloningen van bestuurders en niet die van de overige werknemers, is er behalve voor de vertrekvergoeding geen maximering van de beloningen en blijft de code niet afdwingbaar.

De volgende lacune betreft de naleving van de Codes. In haar jaarrapporten 2006–2008 constateerde de monitoring commissie corporate governance code dat de naleving van de beloningsbepalingen te wensen overliet. Zie onderstaande tabel. Het totale nalevingspercentage is in 2008 zelfs gedaald ten opzichte van 2007. Het toepassingspercentage toont al sinds 2006 een dalende trend. Alhoewel in de Code Frijns veel nieuwe bepalingen zijn opgenomen, blijft de vraag of er een hoger toepassings- dan wel nalevingspercentage zal zijn.

Getuige het nalevingspercentage van 84%, is het mogelijk om de Code volledig links te laten liggen. Indien wel naar de Code wordt gekeken, biedt het «comply or explain» beginsel vennootschappen voldoende mogelijkheden om niet aan de Codevereisten te voldoen. Het percentage vennootschappen dat in 2008 uitleg gaf, bedroeg 17%.

Bezoldiging	Jaarrapport 2006	Jaarrapport 2007	Jaarrapport 2008
Toepassen	73%	70%	67%
Uitleg	6%	15%	17%
Naleving	79%	85%	84%

Maar zijn de corporate governance Codes überhaupt een geschikt instrument om de beloningsproblematiek aan te pakken? In 2002 formuleerde de High-Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe het uitgangspunt dat, omdat aandeelhouders het uiteindelijke economische risico lopen, de aandeelhouders het beste in staat zijn om de governance te bepalen.⁹⁵⁵ Het systeem van de Corporate Governance Codes is dat vennootschappen verantwoording voor hun governance beleid aan de algemene vergadering van aandeelhouders afleggen. Indien aandeelhouders het beste de corporate governance kunnen bepalen en aandeelhouders de uiteindelijke stem hebben, hoe verhoudt zich dat dan tot de belangen van de overige stakeholders? Aandeelhouders hebben niet zoals de raad van commissarissen de verplichting om zich op het vennootschappelijk belang te richten, maar mogen voor hun eigen belangen opkomen. In de Code Frijns zijn diverse bepalingen opgenomen om de belangen van de overige stakeholders te betrekken bij de vaststelling van de beloningen.⁹⁵⁶ Maar waarom zouden de aandeelhouders opkomen voor de overige belangen?

⁹⁵⁴ Behalve dan bij de vertrekvergoeding die in normale omstandigheden gekoppeld is aan een vast jaarsalaris.

⁹⁵⁵ Report of the High-Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 4 november 2002, hoofdstuk 3, paragraaf 3.2. Zie ook G.T.M.J. Raaijmakers, De financiële markt en het ondernemingsrecht, Ondernemingsrecht 2009, 104.

⁹⁵⁶ Nieuw in de Code is dat bij de toekenning van variabele beloningen enerzijds naar de lange termijn en anderzijds naar niet-financiële prestaties moet worden gekeken. Dit terwijl aandeelhouders ten opzichte van de andere stakeholders bij uitstek minder gebaat zijn bij een beoordeling op lange termijn en naar niet-financiële prestaties.

Via de Corporate Governance Code wordt getracht om de beloningen van bestuurders zo vast te stellen dat het stakeholdersmodel wordt gediend terwijl de Code een aandeelhoudersinstrument ter verantwoording aan de aandeelhouders is. Indien bij het vaststellen van de beloningen rekening moet worden gehouden met de belangen van alle stakeholders zou het dus nuttig kunnen zijn om de beloningsproblematiek in bijvoorbeeld de wet op het financieel toezicht te regelen in plaats van in de Corporate Governance Codes.

In de Corporate Governance Codes wordt een aantal taken weggelegd voor met name de raad van commissarissen. Maar hoe verhouden deze taken zich tot het vennootschapsrecht? Hoewel er extra taken voor de raad van commissarissen worden geformuleerd, worden in het vennootschapsrecht geen extra bevoegdheden voor de commissarissen gecreëerd. Een voorbeeld van een ontbrekende bevoegdheid is bijvoorbeeld het ontbreken van de bevoegdheid om informatie onder het niveau van een houdstermaatschappij te kunnen vergaren.⁹⁵⁷

3.1.3 Ad (iii) Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen

Per 1 januari 2009 is de wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen in werking getreden. Uit de memorie van toelichting blijkt dat de wet het antwoord is op de teleurstellende naleving van de Corporate Governance Code door ondernemingen.⁹⁵⁸ Drie belangrijke fiscale veranderingen kunnen uit de wet worden gedestilleerd: (i) het belasten van vertrekvergoedingen boven een bepaalde norm, (ii) het belasten van de werkgeverspremie bij een te hoog pensioengevend loon, en (iii) het belasten van lucratieve belangen tegen een tarief van maximaal 52%. De eerste twee maatregelen komen voor rekening van de werkgever en de derde voor rekening van de (oud)werknemer.

Indien een werknemer een vertrekvergoeding ontvangt, dan is het mogelijk dat de vergoeding (extra) belast wordt naar een tarief van 30%. De belasting kan alleen worden geheven indien het toetsloon meer dan € 500 000 bedraagt. Het toetsloon is het verschuldigde loon van het tweede kalenderjaar voorafgaande aan het kalenderjaar waarin de dienstbetrekking is beëindigd. Als de hoogte van het toetsloon boven € 500 000 uitkomt, dan moet de vertrekvergoeding voor deze specifieke heffing worden bepaald. De hoogte van de vertrekvergoeding wordt als volgt berekend: (jaarloon van het kalenderjaar waarin de dienstbetrekking is beëindigd – jaarloon van het toetsjaar) + (jaarloon van het kalenderjaar voor de beëindiging van het dienstverband – jaarloon van het toetsjaar). Indien de som van deze rekensom boven het toetsloon uitkomt, dan is een strafheffing van 30% over het meerdere verschuldigd.⁹⁵⁹ Mocht het pensioengevend loon van een volgens een eindloonregeling verzekerd pensioen boven € 500 000 stijgen, dan is een extra werkgeversheffing van 15% over de backservicepremie verschuldigd.⁹⁶⁰

Bij de derde maatregel wordt het belasten van het lucratief belang tegen een tarief van maximaal 52% ingevoerd. Bij een lucratief belang wordt gedoeld op de beloning die een werknemer naast een beloning in geld krijgt. Het gaat daarbij om vermogenstitels zoals aandelen waarvan het rendement direct gekoppeld is aan management- en/of aandeelhoudersdoeleinden. Vroeger vielen deze voordelen in box 3 van de wet inkomstenbelasting 2001, maar nu in box 1 waardoor tegen een tarief van maximaal 52% kan worden belast.⁹⁶¹

⁹⁵⁷ S.M. Bartman, Voorbij NV en BV, Over corporate governance en het tekort van ons vennootschapsrecht, Deventer: Kluwer 2004.

⁹⁵⁸ Kamerstuk 31 459, nr. 3.

⁹⁵⁹ Artikel 32bb Wet LB 1964.

⁹⁶⁰ Artikel 32bc Wet LB 1964.

⁹⁶¹ Artikel 3.92 Wet IB 2001.

3.1.4 Ad (iv) Wet op de Ondernemingsraden

Naast de bepaling uit boek 2 BW dat de vennootschap verplicht is om haar ondernemingsraad schriftelijk over het bezoldigingsbeleid te informeren, heeft de ondernemingsraad ook ingevolge de wet op de ondernemingsraden bepaalde rechten ten aanzien van het beloningsbeleid.

Bij een onderneming van meer dan 100 werknemers⁹⁶² is de ondernemer verplicht om een ondernemingsraad in te stellen. Hij moet de ondernemingsraad eenmaal per jaar over de hoogte en de inhoud van de arbeidsvoorwaardelijke regelingen en afspraken van de verschillende groepen werknemers informeren.⁹⁶³ Deze verplichting heeft de ondernemer ook ten aanzien van de bestuurdersbeloningen.⁹⁶⁴ Daarbij moet (procentueel) inzichtelijk zijn hoe de beloningen van de werknemers zich tot de beloningen van de bestuurders verhouden en hoe de beloningen zich procentueel tot het voorgaande jaar verhouden.⁹⁶⁵ Mochten er belangrijke wijzigingen plaatsvinden in de verschillende regelingen en afspraken, dan dient de ondernemingsraad zo snel mogelijk te worden geïnformeerd.⁹⁶⁶

Uit het voorgaande kan de conclusie worden getrokken dat de rol van de ondernemingsraad eigenlijk beperkt is tot het kennisnemen van het bezoldigingsbeleid. Via artikel 23 WOR kan de ondernemingsraad overigens wel het beleid aan de orde stellen. Maar aan het recht om een bepaald punt aan de orde te stellen is geen formeel instrument gekoppeld om het beleid te beïnvloeden. De ondernemingsraad heeft hier namelijk geen advies- of instemmingsrecht waardoor ze formeel geen invloed kan uitoefenen.

Indien de ondernemer een belonings- of functiewaarderingssysteem wil vaststellen, wijzigen of intrekken, dan heeft de ondernemingsraad wel instemmingsrecht over het voorgenomen besluit.⁹⁶⁷ Het speelt alleen bij algemene regelingen. Het gaat niet om de hoogte van de beloning, maar om de wijze waarop de beloningen berekend worden en de functies worden gewaardeerd. Ook de opbouw van de beloningen – zoals de verhouding tussen vast en variabele beloningen – valt onder de reikwijdte van het artikel. Onder omstandigheden kunnen ook de voorwaarden voor de toekenning van aandelen en de vaststelling van een bonusregeling onder het instemmingsrecht vallen.⁹⁶⁸

3.1.5 Ad (v) Wet op het financieel toezicht

Volgens de minister van financiën⁹⁶⁹ bevat de wet op het financieel toezicht (Wft) diverse normen waaruit de verplichting tot het voeren van een beheerst beloningsbeleid kan worden afgeleid. De eerste norm vloeit volgens de minister voort uit de verplichting voor banken en verzekeraars om hun bedrijfsvoering op een dusdanige manier in te richten dat een beheerste en integere bedrijfsuitoefening kan worden gewaarborgd. De minister is van mening dat financiële ondernemingen een beloningsbeleid dienen te hanteren waardoor de soliditeit en de continuïteit van de ondernemingen gewaarborgd worden. Bestuurders en werknemers mogen in dat geval hun eigen (korte termijn) belang niet laten prevaleren boven het (lange termijn) belang van de onderneming. De minister ziet een tweede norm in de verplichting voor financiële ondernemingen om in het belang van hun klanten te handelen dan wel hun klanten zorgvuldig te

⁹⁶² Artikel 31d lid 6 WOR. Artikel 31d WOR is op 1 september 2006 in werking getreden, zie wet Harrewijn, Stb. 2006, 286. Deze wet staat ook bekend onder de naam Wet openbaarheid topinkomens.

⁹⁶³ Artikel 31d lid 1 WOR.

⁹⁶⁴ Artikel 31d lid 2 WOR.

⁹⁶⁵ Artikel 31d lid 3 WOR.

⁹⁶⁶ Artikel 31d lid 5 WOR.

⁹⁶⁷ Artikel 27 lid 1 sub c WOR.

⁹⁶⁸ F.W.H. Vink en R.H. van het Kaar, *Inzicht in de ondernemingsraad*, Den Haag: Sdu Uitgevers 2009, p. 165–166. Wat nu precies wel en niet onder artikel 27 WOR valt is niet altijd duidelijk. Zie over dit onderwerp ook P.G. Vesting en W.A. Zondag, *Het instemmingsrecht van de ondernemingsraad ten aanzien van beloningsregelingen*, Tijdschrift voor de arbeidsrechtpraktijk, nr. 1, november 2008, p. 16–17.

⁹⁶⁹ Kamerstuk 31 371 nr. 215, p. 4.

behandelen. Het beloningsbeleid mag onder deze norm geen prikkels bevatten waardoor afbreuk wordt gedaan aan deze verplichtingen.⁹⁷⁰

Lacune in de wet op het financieel toezicht

Mocht er worden aangenomen dat de wet op het financieel toezicht al normen bevat die het beloningsbeleid invullen, dan kunnen uit de Wft in ieder geval geen (concrete) bandbreedte noch andere vereisten (direct) worden afgeleid. Gedacht kan bijvoorbeeld worden aan het ontbreken van een antwoord op de vraag of variabele beloningen wel of niet zijn toegestaan en, indien wel, of ze gekoppeld moeten worden aan prestatiecriteria. Het verankeren van concrete normen in de wet op het financieel toezicht kent dit bezwaar niet.

3.2 Niet bindende doch invloedrijke aanbevelingen, rapporten en Herenakkoord

Naast de hiervoor genoemde wet- en regelgeving, zijn een aantal aanbevelingen, rapporten en een Herenakkoord direct als antwoord op de kredietcrisis verschenen. Het Herenakkoord is gesloten tussen de minister van financiën en de financiële sector. De AFM en DNB hebben hun krachten gebundeld om samen de «Principes voor beheerst beloningsbeleid te schrijven». De Adviescommissie Toekomst Banken – in de volksmond de commissie Maas genoemd – heeft op verzoek van de Nederlandse Vereniging van Banken het rapport «Naar herstel van vertrouwen» uitgebracht. In het rapport laat ze zich onder andere uit over beloningen en geeft een aantal aanbevelingen. Voortbordurend op de aanbevelingen van de Commissie Maas, heeft de Nederlandse Vereniging van Banken vervolgens haar eigen Code Banken gepresenteerd.

Herenakkoord

Op 30 maart jl. is een Herenakkoord gesloten tussen de minister van financiën en de financiële sector over een duurzaam en gematigd beloningsbeleid. In dit akkoord zijn twaalf uitgangspunten geformuleerd. De discussie over de variabele beloning dient bijvoorbeeld realistisch en constructief plaats te vinden en het beleid dient maatschappelijk gedragen te worden. Onderkend wordt dat er een cultuurverandering nodig is om een kentering te brengen in de betaling van excessieve (variabele) beloningen. De beloningssystemen dienen dan ook duurzamer en gematigder te zijn dan dat ze in het verleden waren. Daarbij past dat de algehele inkomensontwikkeling van bestuurders van financiële instellingen gematigd moet worden. Deze salarissen zullen daarom gedurende de kredietcrisis niet harder mogen stijgen dan dat van de werknemers.

Verder is afgesproken dat er afstand wordt genomen van beloningssystemen die zich enkel op korte termijn en aandeelhouderswaarde richten en ook wordt afstand genomen van constructies waardoor onverantwoorde risico's worden genomen.

In 2009 zullen financiële instellingen hun raden van commissarissen vragen om het beloningsbeleid op duurzaamheid en gematigdheid te toetsen. Zo nodig wordt het beleid aangepast en door de algemene vergadering van aandeelhouders goedgekeurd. Bij de duurzaamheid- en gematigdheidstoets moet aandacht worden besteed aan de volgende zaken: (i) variabele beloningen moeten bijdragen aan de doelstellingen van de onderneming zowel op korte als ook op lange termijn, (ii) er mogen geen perverse prikkels uit het beloningsbeleid vloeien, (iii) de variabele beloning moet in lijn zijn met de prestaties van het individu, zijn

⁹⁷⁰ Zie over dit onderwerp ook V.P.G de Serière, Het beloningsbeleid bij financiële instellingen, Ondernemingsrecht 2009-9, 100.

bedrijfsonderdeel en de onderneming als geheel, (iv) er moet onderscheid worden gemaakt tussen de korte en de lange termijn variabele beloningen,⁹⁷¹ (v) de nadruk van het beloningssysteem dient op de lange termijn te liggen, en (vi) er wordt bepaald hoe er met variabele beloningen om wordt gegaan in het geval de onderneming verlies maakt.

Totdat het beloningsbeleid is beoordeeld en eventueel aangepast, zullen bestuurders afzien van variabele beloningen in de jaren dat de onderneming verlies maakt. Gedurende de kredietcrisis zal überhaupt zeer terughoudend worden omgesprongen met variabele beloningen van bestuurders. Als voorbeeld hebben de bestuurders van de door de overheid gesteunde financiële instellingen over het jaar 2009 besloten af te zellen van hun variabele beloningen. Ook zal – totdat er een nieuw beloningsbeleid is⁹⁷² – zeer terughoudend worden omgegaan met variabele beloningen van het senior management bij door de overheid gesteunde financiële instellingen. De overheidscommissarissen zullen worden gevraagd om dit punt te toetsen. Verder is afgesproken dat de vertrekvergoedingen conform de Corporate Governance Code zijn: ze bedragen maximaal een jaarsalaris.

Uiteraard kan aan deze afspraken alleen worden voldaan met inachtneming van de raad van commissarissen en haar remuneratiecommissie.

Het Herenakkoord verwijst naar de aanbevelingen van de Commissie Maas die nog moesten verschijnen. Ook wordt opgemerkt dat DNB en de AFM meer aandacht zullen besteden aan bezoldigingen. In dat kader wijst het akkoord naar de DNB en AFM Principes die destijds nog moesten verschijnen. Verder wordt aandacht gevestigd op de standaarden die in het buitenland worden ontwikkeld en die ook een rol gaan spelen bij het nieuwe beloningsbeleid.

3.3 Principes voor beheerst beloningsbeleid van AFM en DNB.

In mei 2009 zijn de AFM en DNB met gezamenlijke Principes voor een beheerst beloningsbeleid gekomen (AFM en DNB Principes).⁹⁷³ Ze vormen onder andere een Nederlandse invulling van de Financial Stability Forum Principes.⁹⁷⁴ Ook heeft de Corporate Governance Code als inspiratie gediend. De Principes richten zich op alle financiële ondernemingen⁹⁷⁵ die onder het toezicht van de AFM of DNB staan. Ze richten zich op het beloningsbeleid van werknemers en bestuurders van wie de beloning grotendeels uit een variabel component bestaat en zijn gericht op grote en middelgrote ondernemingen. De Principes dienen naar de geest en niet uitsluitend naar de letter te worden nageleefd. De ondernemingen zijn zelf verantwoordelijk voor het vinden van de juiste balans tussen het gebruik van variabele beloningen en het beheersen van de risico's die door het gebruik ontstaan.

De AFM heeft nog geen handvat om de Principes te handhaven. De bedoeling is dat de Principes in de Wft verankerd worden, zodat de AFM een toepasbaar en concreet aanknopingspunt heeft om de Principes te handhaven.

In totaal worden acht hoofdprincipes en daarnaast nog eens twaalf nevenprincipes geformuleerd. Uitgangspunt bij het beloningsbeleid is dat het de integriteit en de soliditeit van de onderneming met een focus op de lange termijn moet bevorderen.⁹⁷⁶ Als tweede uitgangspunt mag het beloningsbeleid geen prikkels bevatten waardoor de financiële onder-

⁹⁷¹ Onder korte termijn wordt een periode van één jaar verstaan, terwijl met lange termijn een periode van meerdere jaren wordt bedoeld.

⁹⁷² Maar in ieder geval in 2009.

⁹⁷³ In september 2009 heeft de Nederlandse Bank een rapportage gepresenteerd waarin de resultaten van een onderzoek naar de feitelijke beloningssituatie zijn opgenomen (De Nederlandsche Bank, «Naar een beheerst beloningsbeleid», Rapportage van het onderzoek naar de beloningssituatie bij Nederlandse financiële ondernemingen, september 2009.) Naar aanleiding van dit onderzoek, heeft de Nederlandse Bank een aantal good practices geformuleerd voor elk van de Principes. Deze good practices vormen de inbreng van de Nederlandse Bank bij een verdere uitbreiding van de Principes. De minister van financiën en de sector zullen nog worden geconsulteerd.

⁹⁷⁴ In april 2009 heeft het Financial Stability Forum negen Principes over beloningsbeleid voor financiële instellingen gepresenteerd. Op de G20 top van 25 september 2009 heeft de FSB implementatie standaarden voor vernoemde Principes gepresenteerd. Deze principes zijn zeer gezaghebbend.

⁹⁷⁵ In dit kader worden onder financiële ondernemingen alle financiële ondernemingen en pensioenfondsen verstaan die op grond van de wet op het financieel toezicht, de Pensioenwet of de wet beroepspensioenregeling onder toezicht staan van de AFM en DNB.

⁹⁷⁶ Principe 1 van de Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB.

neming niet meer aan haar verplichtingen voldoet om zich voor de belangen van al haar stakeholders in te zetten of niet meer voldoet aan andere op haar rustende zorgverplichtingen.⁹⁷⁷ Gelet op de vorige twee uitgangspunten, is het de taak van de onderneming om een beloningsbeleid op te stellen,⁹⁷⁸ het beleid consequent toe te passen, maar ook om de werking van het beleid te toetsen. Daarbij dient de onderneming expliciet en structureel aandacht te besteden aan het beperken en beheersen van de negatieve prikkels die variabele beloningen op het risicoprofiel van de onderneming, alsook op de belangen van de klanten hebben.⁹⁷⁹ Zo moet er bij elke variabele beloningsstructuur een passende balans van maatregelen worden ingebouwd zodat de juiste prikkelwerking kan worden verzekerd.⁹⁸⁰ Die balans kan op meerdere manieren worden gewaarborgd. Zo schrijft principe 8a voor dat er per functie een maximale verhouding tussen variabele en vaste beloningen wordt vastgesteld, zodat er een passende verhouding tussen beide beloningsvormen ontstaat. Daarnaast dient de variabele beloning gekoppeld te worden aan vooraf bepaalde, beoordeelbare en beïnvloedbare prestatiecriteria.⁹⁸¹ De variabele beloning wordt uiteindelijk pas aan de medewerker toegekend als er een passende verhouding is tussen zijn prestaties, de prestaties van de afdeling en/of de prestaties van de onderneming als geheel.⁹⁸² Daarbij dient niet te worden vergeten dat de prestaties niet alleen naar de financiële resultaten worden beoordeeld, maar dat deze ook voor genomen risico's en kosten worden gecorrigeerd.⁹⁸³ Het is daarom belangrijk dat de onderneming geen «alles of niets» commerciële instelling heeft, maar dat de onderneming een lineaire of trapsgewijze instelling heeft.⁹⁸⁴ Met een alles of niets instelling bevordert een organisatie namelijk dat werknemers bepaalde risico's nemen om de doelstelling te halen omdat de sanctie anders is dat de werknemer niets ontvangt. Bij een lineair/trapsgewijs systeem beloon je deelprestaties waardoor er een minder grote prikkel is om grote risico's te nemen.

⁹⁷⁷ Principe 2 van de Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB.

⁹⁷⁸ Er wordt een beloningsbeleid voor bestuurders en voor functiegroepen opgesteld.

⁹⁷⁹ Principe 3 van de Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB.

⁹⁸⁰ Principe 8 van de Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB.

⁹⁸¹ Principe 8b van de Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB. Daarbij weerspiegelen de criteria zoveel mogelijk de belangen van de diverse stakeholders.

⁹⁸² Principe 8c van de Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB.

⁹⁸³ Principe 8d van de Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB.

⁹⁸⁴ Principe 8e van de Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB.

⁹⁸⁵ Principe 8f van de Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB.

⁹⁸⁶ Principe 8g van de Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB.

⁹⁸⁷ Principe 8h van de Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB.

⁹⁸⁸ Principe 5 van de Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB.

⁹⁸⁹ Het rapport spreekt over de taak van de functie. Daar de functionarissen het beleid moeten uitvoeren is in dit rapport «functie» voor «functionaris» vervangen.

⁹⁹⁰ Principe 5a van de Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB.

Om de juiste balans tussen variabele beloningen en het nemen van risico's te kunnen vinden, is het belangrijk om bij de vaststelling van de variabele beloning een bepaalde mate van discretionaire beoordeling toe te passen. Dankzij deze discretionaire beoordeling, kunnen ongewenste effecten tegen worden gegaan. Daarbij kan worden gedacht aan de beloningen die niet in lijn liggen met de prestaties, toegekende beloningen bij ontslagen of in overnamesituaties.⁹⁸⁵ Om negatieve prikkels tegen te gaan is het verder van belang dat prestaties op de lange termijn worden beoordeeld. Daarom dient de beoordeling van commerciële prestaties (en de daaraan gekoppelde variabele beloning) op een passende tijdschikhorizon plaats te vinden.⁹⁸⁶ Tot slot moet de verhouding tussen beloningen in contanten, aandelen, opties of andere vormen van beloningselementen in lijn liggen met het risicobeheer van de onderneming.⁹⁸⁷

Alhoewel de primaire verantwoordelijkheid voor het voeren van een beheerst beloningsbeleid bij het bestuur en het lijnmanagement ligt, is daarnaast ook een taak voor de personeels-, risico-management-, compliance-, en internal-auditfuncties weggelegd om de risico's van het beloningsbeleid te beheersen.⁹⁸⁸

Daarbij is het de taak van de personeelsfunctionarissen⁹⁸⁹ om een beloningsbeleid op te stellen voor de functiegroepen binnen de onderneming. Het management geeft hiertoe opdracht. Niet alleen stellen personeelsfunctionarissen het beleid op, maar de functionarissen dragen ook zorg voor de toepassing en de evaluatie ervan.⁹⁹⁰ Voor de risicoma-

nagementfunctionarissen is de taak weggelegd om de effecten van de variabele beloningstructuur op het risicoprofiel te analyseren. De functionarissen zijn verantwoordelijk voor de bewaking van de effecten.⁹⁹¹ De taak om de effecten van de variabele beloningsstructuur aan de wet- en regelgeving te toetsen is voor de compliance-functionaris weggelegd.⁹⁹² De uiteindelijke rol van de internal-auditfunctionarissen is om periodiek een onafhankelijk onderzoek te doen naar de opzet, uitvoering en effecten van het bezoldigingsbeleid van de vennootschap.⁹⁹³

Gezien de belangrijke rol die de controlefuncties spelen in de opgave om een beheerst beloningsbeleid te formuleren, is het belangrijk dat de beloningen en het beleid voor deze functies hun onafhankelijke rol ten opzichte van de commerciële functies ondersteunen.⁹⁹⁴ De controlefuncties gelden in zekere zin als *countervailing power*.

Daarnaast krijgt de raad van commissarissen de verantwoordelijkheid om toe te zien op een zorgvuldige en beheerste opzet, uitvoering en evaluatie van het bezoldigingsbeleid voor zowel het bestuur als de onderneming. De raad van commissarissen geeft haar goedkeuring aan elke variabele beloningsstructuur waarbij een overschrijding van een bepaalde vastgestelde grens mogelijk is.⁹⁹⁵

De onderneming dient tot slot haar beloningsbeleid op een voor de relevante stakeholders inzichtelijke manier transparant te maken.⁹⁹⁶

Lacune in de AFM en DNB Principes

Het is onduidelijk in hoeverre DNB naleving van de Principes kan afdwingen. Ten aanzien van de mogelijke handhaving door AFM wordt in de Principes wel expliciet gesteld dat de AFM niet kan handhaven zolang de Principes niet in de wet op het financieel toezicht worden verankerd.

3.4 Rapport «Naar herstel van vertrouwen» van de Adviescommissie Toekomst Banken

In dit rapport heeft de Adviescommissie Toekomst Banken (Commissie Maas) een aantal aanbevelingen gedaan op het gebied van de beloningen van topbestuurders en van werknemers op het relevante niveau daaronder. De aanbevelingen gelden slechts voor banken. De Commissie heeft een drietal overwegingen geformuleerd waaraan ze in totaal dertien aanbevelingen heeft gekoppeld. De aanbevelingen geven inhoud aan de overwegingen.

De eerste overweging behandelt de hoogte en de structuur van topinkomens. Deze zouden in overeenstemming moeten zijn met een verantwoord intern risicobeheer en zouden door de samenleving als gerechtvaardigd moeten worden beschouwd. Aangezien daar de afgelopen jaren geen sprake van is geweest, dienen matiging en herstructurering plaats te vinden. Maar, banken moeten wel de ruimte behouden om toptalent aan te kunnen blijven trekken. Desondanks vindt de Adviescommissie dat er ruimte is om het beloningsbeleid zowel te matigen als te herstructureren.

Het totale inkomen van bankbestuurders mag niet trendsettend zijn, maar dient de inkomenstrend van vergelijkbare functies binnen en buiten de financiële sector te volgen.⁹⁹⁷ Intern hoort het totale inkomen in redelijke verhouding te staan tot het totale beloningsgebouw van de bank. De structuur van het bestuurdersinkomen dient terug te kunnen worden gezien in het voor de hele bank geldende beloningsgebouw.⁹⁹⁸ De

⁹⁹¹ Principe 5b van de Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB.

⁹⁹² Principe 5c van de Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB.

⁹⁹³ Principe 5d van de Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB.

⁹⁹⁴ Principe 6 van de Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB.

⁹⁹⁵ Principe 4 van de Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB.

⁹⁹⁶ Principe 7 van de Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB.

⁹⁹⁷ De Adviescommissie gebruikt de bewoording «iets beneden de mediaan» waarvan zij afleidt dat de beloningen trendvolgend en niet trendsettend dienen te zijn.

⁹⁹⁸ Aanbeveling 2.4. van de Adviescommissie Toekomst Banken.

verantwoordelijkheid om te toetsen of de bestuurdersinkomens in redelijke verhouding tot de overige inkomens liggen, is bij de raad van commissarissen neergelegd. Vervolgens doet de raad van commissarissen de beoordeling aan de algemene vergadering van aandeelhouders toekomen.⁹⁹⁹ Daarnaast keurt de raad van commissarissen de totale inkomens van individuele personen van de eerste laag onder het bestuur goed, voordat het bestuur deze inkomens mag toekennen.¹⁰⁰⁰ Ook bespreekt de raad van commissarissen jaarlijks de hoogste variabele inkomens van het bedrijf voordat het bestuur deze mag toekennen en tot slot beoordeelt de raad van commissarissen de aan deze groep toegekende retentierechten en *golden hellos*. Deze inkomenscomponenten mogen niet excessief zijn.¹⁰⁰¹

In het rapport wordt aanbevolen om de discretionaire bevoegdheid aan de raad van commissarissen te geven om de toekenning dan wel de uitkering van variabele beloningen te wijzigen, indien toekenning dan wel uitkering daarvan tot ongewenste uitkomsten zou leiden.¹⁰⁰² De raad laat zich bij haar beoordeling leiden door de belangen van de stakeholders. Vervolgens legt het orgaan verantwoording af bij de algemene vergadering van aandeelhouders. De algemene vertrekregelingen uit de Corporate Governance Code dienen gevolgd te worden. De belangrijkste bepaling daarvan schrijft voor dat de vertrekvergoeding maximaal één vastjaarsalaris mag bedragen. *Golden parachutes* behoren niet te worden gegeven.¹⁰⁰³

De tweede overweging heeft betrekking op de hernieuwde focus op het stakeholders model. Van een te grote focus op de aandeelhouders dienen de banken meer aandacht aan hun overige drie stakeholders te besteden, waardoor het evenwicht weer hersteld wordt. De overige drie stakeholders betreffen de klanten, de medewerkers en de samenleving als geheel.

Om een grotere focus op het stakeholders model te kunnen leggen, wordt een groot deel van de aan variabele beloningen gekoppelde prestatiecriteria gebaseerd op niet-financiële doelstellingen. Hierbij valt onder andere te denken aan klanttevredenheid, riskmanagement en integriteit.¹⁰⁰⁴

Tot slot stelt de Commissie in haar derde overweging dat de opzet van het variabele beloningssysteem er in de praktijk voor zorgt dat het nemen van risico's asymmetrisch is. Dit leidt weer tot perverse prikkels. Een goede prestatie leidt namelijk tot een hoge variabele beloning, terwijl een slechte prestatie zelden tot een nihil variabel inkomen leidt. De hoge winsten worden vaak gegenereerd door werknemers die hoge risico's voor de bank aangaan. Daar wordt vaak veel kapitaal voor gebruikt. Het is daarom nodig om het nemen van risico's en het toekennen van variabele inkomens in verhouding te brengen, om de omvang van het variabele inkomen te begrenzen en om asymmetrie te voorkomen.

⁹⁹⁹ Aanbeveling 2.1. van de Adviescommissie Toekomst Banken.

¹⁰⁰⁰ Aanbeveling 2.2. van de Adviescommissie Toekomst Banken.

¹⁰⁰¹ Aanbeveling 2.3. van de Adviescommissie Toekomst Banken.

¹⁰⁰² Als voorbeeld noemt de Adviescommissie fusies en overnames.

¹⁰⁰³ Aanbeveling 2.6. van de Adviescommissie Toekomst Banken.

¹⁰⁰⁴ Aanbeveling 2.7. van de Adviescommissie Toekomst Banken.

¹⁰⁰⁵ Aanbeveling 2.8. van de Adviescommissie Toekomst Banken.

Bij deze laatste overweging hoort nog een aantal aanbevelingen. Zo dienen financiële prestatiecriteria gecorrigeerd te worden voor risico- en kapitaalkosten.¹⁰⁰⁵ Ieder jaar wordt de variabele beloning aan de bestuurder toegekend die vooraf bepaalde doelstellingen heeft behaald. Daarbij bestaat de variabele beloning uit een korte en een lange termijn component. Het korte termijn element heeft betrekking op één jaar, terwijl de lange termijn variabele beloning betrekking heeft op doelstellingen die op meerdere jaren betrekking hebben. Het is daarnaast ook mogelijk om de lange termijn component terug te laten komen wanneer deze wordt

toegekend op grond van een vergelijking tussen de geleverde prestaties van de bank ten opzichte van de prestaties van andere doch soortgelijke instellingen.¹⁰⁰⁶ Mocht de variabele beloning uit contanten bestaan, dan wordt maximaal één derde van dit bedrag uitbetaald in het jaar van toekenning. Minimaal twee derde van het bedrag wordt gereserveerd om bij voorkeur¹⁰⁰⁷ vier jaar later uit te worden betaald. Uitkering kan alleen in contanten of in aandelen, maar niet in andere componenten zoals stockopties.¹⁰⁰⁸ Daarbij kan de raad van commissarissen haar discretionaire bevoegdheid gebruiken om de toekenning dan wel de uitkering van variabele beloningen te wijzigen.¹⁰⁰⁹

Daar de Adviescommissie van mening is dat voorzichtig moet worden omgesprongen met variabele beloningen, heeft ze aangegeven dat de variabele component ten opzichte van de vaste component maximaal 100% mag bedragen. Indien er geen winst wordt gemaakt, wordt er aan het bestuur en de laag daaronder geen variabele beloning toegekend.¹⁰¹⁰ De maximale 100%-norm geldt alleen voor grote internationale banken en kleinere banken met een relatief laag vast inkomen. De Adviescommissie stelt dat andere banken over het algemeen kunnen volstaan met een lagere procentuele variabele beloning.¹⁰¹¹

Tot slot streeft de raad van commissarissen ernaar voornoemde aanbevelingen zoveel mogelijk terug te laten komen in bestaande arbeidscontracten met bestuurders.¹⁰¹²

3.5 Code Banken van de Nederlandse Vereniging van Banken

Voortbordurend op de aanbevelingen van de Commissie Maas, heeft de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) op 9 september 2009 haar eigen Code Banken gepresenteerd. De Code ligt in het verlengde van de Nederlandse Corporate Governance Code, maar is volgens de Code ook van toepassing op niet beursgenoteerde banken. Net zoals bij de Corporate Governance Code geldt het *comply or explain* beginsel. Deze Code is echter (nog) niet wettelijk verankerd.

De Code is gebaseerd op de aanbevelingen van de Commissie Maas, maar kent ook materiële verschillen ten opzichte van de aanbevelingen. Zo wordt in de Principes (i) de beloningsstructuur van de werknemers behandeld terwijl de Adviescommissie Toekomst Banken deze groep grotendeels buiten beschouwing had gelaten, (ii) worden behalve de retentie- en welkomstpakketten ook de exit-pakketten besproken, (iii) wordt de vergelijking met de internationale sector geïntroduceerd, en (iv) wordt de toekenning van deze beloningen afhankelijk gemaakt van de winstgevendheid en/of continuïteit van de bank. Verder haalt de Code Banken een aantal clausules uit de Nederlandse Corporate Governance Code aan (zoals de *claw back* clausule) terwijl de Adviescommissie Toekomst Banken dit niet had gedaan.

De Code formuleert allereerst een uitgangspunt voor het beloningsbeleid.¹⁰¹³ Dit uitgangspunt dient door de raad van commissarissen en het bestuur in acht te worden genomen. Het beleid dat de bank voert, moet zorgvuldig, beheerst en duurzaam zijn. Verder moet het beleid in lijn met de strategie, risicobereidheid en waarden van de bank zijn. Daarbij wordt rekening gehouden met de lange termijn belangen van de bank, de relevante internationale context en het maatschappelijk draagvlak.

¹⁰⁰⁶ Aanbeveling 2.9. van de Adviescommissie Toekomst Banken.

¹⁰⁰⁷ Bij voorkeur vier jaar, maar niet eerder dan drie jaar.

¹⁰⁰⁸ Aanbeveling 2.10. van de Adviescommissie Toekomst Banken.

¹⁰⁰⁹ Aanbeveling 2.5. van de Adviescommissie Toekomst Banken.

¹⁰¹⁰ Aanbeveling 2.11. van de Adviescommissie Toekomst Banken.

¹⁰¹¹ Aanbeveling 2.12. van de Adviescommissie Toekomst Banken.

¹⁰¹² Aanbeveling 2.13. van de Adviescommissie Toekomst Banken.

¹⁰¹³ Principe 6.1.1. Code Banken.

Duidelijker dan voorheen is er een rol voor de raad van commissarissen weggelegd: de raad van commissarissen wordt verantwoordelijk voor (i) het uitvoeren en het evalueren van het bestuurdersbeloningsbeleid, (ii) het goedkeuren van het beloningsbeleid van het senior management en het toezien op de uitvoering van dit beleid door het bestuur, en (iii) het goedkeuren van de beginselen van het beloningsbeleid voor de overige medewerkers.¹⁰¹⁴

Nog steeds is het principe in de Code opgenomen dat de raad van commissarissen de hoogste variabele inkomens jaarlijks bespreekt.¹⁰¹⁵ Uit het principe is echter de voorwaarde gehaald dat de inkomens moeten worden besproken vóór de toekenning daarvan door het bestuur. Verder is aan het principe toegevoegd dat het bestuur ervoor moet zorgen dat de variabele beloningen binnen het beloningsbeleid van de bank passen en aan de voorwaarden van de Code voldoen. De raad van commissarissen ziet hier op toe. Daarnaast is toegevoegd dat de raad niet alleen de materiële retentie- en welkomstpakketten bespreekt, maar ook de exitpakketten.¹⁰¹⁶ Voorwaarde blijft dat deze binnen het beloningsbeleid moeten passen en niet excessief mogen zijn.

De aanbeveling dat het totale inkomen van de bestuurder binnen het beloningsbeleid van de bank past, blijft gehandhaafd.¹⁰¹⁷ In het principe wordt geïntroduceerd dat het totale inkomen niet alleen moet worden getoetst aan functies die binnen en buiten de financiële sector liggen, maar dat ook de (relevante) internationale context moet worden meegewogen.

Waar de Commissie Maas de aanbeveling gaf om een ontslagvergoeding van bestuurders te maximeren op éénmaal het vaste gedeelte van het jaarsalaris, volgt de Code de Nederlandse Corporate Governance Code en opent de mogelijkheid om tweemaal het vaste gedeelte van het jaarsalaris toe te kennen indien de redelijkheid dit vergt.¹⁰¹⁸ Nieuw is ook het principe dat, indien aandelen zonder tegenprestatie aan de bestuurder worden verstrekt, deze voor telkens een periode van minimaal vijf jaar worden aangehouden of – mocht deze periode korter zijn – tot ten minste het einde van het dienstverband. Opties mogen niet worden uitgeoefend voordat een periode van minimaal drie jaar na de toekenning is verstreken.¹⁰¹⁹ Ook deze bepalingen vloeien direct uit de Nederlandse Corporate Governance Code.¹⁰²⁰

Waar de Adviescommissie Toekomst Banken niet duidelijk was over de rol van de lange termijn doelstellingen bij het toekennen van de variabele bestuurdersbeloningen,¹⁰²¹ blijft ook de Code Banken enigszins vaag door te stellen dat er rekening moet worden gehouden met de lange termijn component.¹⁰²² Onduidelijk is hoeveel rekening er met de langetermijn component moet worden gehouden. Daardoor is ook niet duidelijk hoeveel rekening er met de korte termijn doelstellingen moet worden gehouden. Iets verder in de Code wordt overigens nog gesteld dat de toekenning van variabele beloningen mede moet worden gerelateerd aan de lange termijn doelstellingen van de bank.¹⁰²³ De toekenning van variabele beloningen wordt verder deels afhankelijk gemaakt van de winstgevendheid en/of de continuïteit van de bank. Een materieel deel van de variabele beloning wordt voorwaardelijk toegekend. Tot slot wordt de beloning op zijn vroegst drie jaar na de toekenning uitgekeerd.¹⁰²⁴

Ten aanzien van de toekenning van variabele beloningen wordt verder in de Code¹⁰²⁵ gesteld dat deze gebaseerd wordt op de prestaties van het

¹⁰¹⁴ Principe 6.2.1. Code Banken.

¹⁰¹⁵ Principe 6.2.2. Code Banken.

¹⁰¹⁶ Ten opzichte van de aanbevelingen van de Commissie Maas is hierbij weggelaten dat alleen de pakketten worden besproken van de groep medewerkers die de hoogste variabele inkomsten binnen de bank geniet, maar worden de materiële pakketten van alle werknemers besproken.

¹⁰¹⁷ Principe 6.3.1. Code Banken. Vergelijk aanbeveling 2.1. van de Adviescommissie Toekomst Banken.

¹⁰¹⁸ Dit geldt net zoals in de Nederlandse Corporate Governance Code alleen voor bestuurders die in hun eerste benoemingsperiode zijn ontslagen. Zie Principe 6.3.2. Code Banken en II.2.8. Code Frijs.

¹⁰¹⁹ Principe 6.3.4. Code Banken.

¹⁰²⁰ Zie Principe II.2.4 en II.2.5. Code Frijs.

¹⁰²¹ Zie aanbeveling 2.9. van de Adviescommissie Toekomst Banken.

¹⁰²² Principe 6.3.3. Code Banken.

¹⁰²³ Principe 6.4.1. Code Banken.

¹⁰²⁴ Principe 6.4.4. Code Banken.

¹⁰²⁵ Principe 6.4.3. Code Banken. Dit principe is deels gebaseerd op het Herenakkoord, de Code Frijs en de aanbevelingen van de Commissie Maas.

individu, zijn bedrijfsonderdeel en die van de bank als geheel.¹⁰²⁶ Deze prestaties zijn gekoppeld aan prestatiecriteria die beoordeelbaar en vooraf vastgesteld zijn.¹⁰²⁷ De prestatiecriteria worden gebaseerd op financiële en niet-financiële criteria en worden zoveel mogelijk geobjectiveerd.¹⁰²⁸ De correctie voor risico's en kapitaalskosten bij de financiële prestaties blijft gehandhaafd.¹⁰²⁹ De bepaling dat de variabele beloning maximaal 100% van het vaste inkomen mag bedragen is ook inhoudelijk gelijk gebleven.¹⁰³⁰ Daarnaast blijft de discretionaire bevoegdheid van de raad van commissarissen gehandhaafd om de variabele beloningen aan te passen indien de verkrijging door de bestuurder tot onbedoelde uitkomsten leidt. De Code Banken heeft wel toegevoegd dat de wijziging kan worden doorgevoerd indien uitkering tot onbillijke uitkomsten leidt.¹⁰³¹ Naar het voorbeeld van de Nederlandse Corporate Governance Code is een *claw back* clausule geïntroduceerd.¹⁰³²

De aanbeveling dat de raad van commissarissen een discretionaire bevoegdheid krijgt om de toekenning van variabele beloningen te wijzigen is geschrapt.¹⁰³³ Ook de aanbeveling dat de structuur van het inkomen van de bestuurders in de beloningsstructuur van de rest van het inkomensgebouw terug dient te worden gezien is niet overgenomen in de Code Banken.¹⁰³⁴ Daarnaast is de bepaling dat de variabele inkomens zuiver uit aandelen of contanten kunnen bestaan niet overgenomen.¹⁰³⁵ Opvallend is verder dat de verwijzing naar stakeholders niet meer voorkomt in de Code. Tot slot is de aanbeveling geschrapt waarin was gesteld dat de raad van commissarissen ernaar streeft om de bestaande contracten zo snel mogelijk aan te passen.¹⁰³⁶ Wel is deze bepaling in de toelichting op de Code Banken opgenomen.

Lacunae in de Aanbevelingen Adviescommissie Toekomst Banken en de Code Banken

De Code Banken lijkt de scherpe kantjes van de Aanbeveling Adviescommissie Toekomst Banken af te halen. Een voorbeeld daarvan is de bepaling dat de raad van commissarissen jaarlijks de hoogste variabele inkomens bespreekt, terwijl de Commissie Maas voorstelde dat deze inkomens besproken werden voordat het bestuur de variabele beloningen toekent. Niet duidelijk is op welke wijze naleving van de Aanbevelingen van de Adviescommissie Toekomst Banken en/of Code Banken – zonder wettelijke verankering – kan worden afgedwongen bij de betrokken banken. Voorts is onduidelijk wie toezicht zou moeten houden op de naleving en welke sancties zouden moeten gelden in geval van niet-naleving.

Daarnaast is het belangrijk om op te merken dat, hoewel de aanbevelingen van de Adviescommissie Toekomst Banken hoofdzakelijk positief door de AFM en DNB zijn ontvangen, er toch kritiek is. Vooral de AFM is van mening dat de aanbevelingen niet ver genoeg gaan, aangezien ze zich alleen tot de beloningen van de raad van bestuur en de managementlaag eronder beperken, terwijl de aanbevelingen zich op alle werknemers zouden moeten richten.¹⁰³⁷ De Code Banken is enigszins tegemoet gekomen aan dit bezwaar, maar beperkt zich tot het toekennen van een goedkeuringsrecht aan de raad van commissarissen over de beginselen van het beloningsbeleid voor de overige werknemers.

Onduidelijk is of welkomst- en retentiebonussen onder de Code Banken ook gemaximeerd worden. In een mondelinge toelichting van de Nederlandse Vereniging van Banken aan het Financieel Dagblad is namelijk uitgelegd dat deze vormen van beloningen niet gemaximeerd

¹⁰²⁶ Zie hiervoor ook het Herenakkoord.

¹⁰²⁷ Zie hiervoor ook het eerste principe uit de Code Frijns (hoofdstuk II.2). Overigens spreekt de Code Frijns van «vooraf bepaalde, beoordeelbare en beïnvloedbare doelen».

¹⁰²⁸ Zie ook aanbeveling 2.7 van de Adviescommissie Toekomst Banken.

¹⁰²⁹ Principe 6.4.4. Code Banken.

¹⁰³⁰ Principe 6.4.2. Code Banken.

¹⁰³¹ Principe 6.4.5. Code Banken.

¹⁰³² Principe 6.4.6. Code Banken. Zie ook principe II.2.11. Code Frijns.

¹⁰³³ Aanbeveling 2.5 van de Adviescommissie Toekomst Banken.

¹⁰³⁴ Aanbeveling 2.4 van de Adviescommissie Toekomst Banken.

¹⁰³⁵ Aanbeveling 2.10 van de Adviescommissie Toekomst Banken.

¹⁰³⁶ Aanbeveling 2.13 van de Adviescommissie Toekomst Banken.

¹⁰³⁷ Brief DNB aan de minister van financiën d.d. 4 juni 2009 en brief AFM aan de minister van financiën d.d. 17 juni 2009.

worden.¹⁰³⁸ Indien naar de tekst van de Code Banken wordt gekeken en wordt aangenomen dat welkomst- en retentiepakketten onderdeel uitmaken van het variabele beloningspakket, zouden deze vergoedingen samen met andere mogelijke variabele beloningen per jaar maximaal 100% van het vaste inkomen bedragen.

Tot slot werd in de Aanbeveling Adviescommissie Toekomst Banken voorgesteld om maximaal 100% van het vaste inkomen aan variabele beloning toe te kennen. Daarbij werd aangegeven dat de norm van 100% eigenlijk alleen voor grote internationale banken en kleinere banken met een relatief laag vast inkomen geldt: andere banken zouden met een kleinere variabele beloning kunnen voldoen. Er is echter weleens gesteld dat – indien het beloningsbeleid voorziet in een variabele inkomenscomponent – ondernemingen vaste inkomens dienen toe te kennen die hoog genoeg zijn. Dan zou de variabele beloning zonder problemen ingehouden kunnen worden indien de prestatiecriteria niet gehaald worden.¹⁰³⁹

3.6 Algemene lacunes op het gebied van het beloningsbeleid

Ondanks de aanwezigheid van wet- en regelgeving en niet-bindende regels, blijft de vraag of deze regels de juiste prikkels bevatten om tot nakoming van een verantwoord beloningsbeleid te komen. Daarbij kan onder «verantwoord beloningsbeleid» worden verstaan dat dit beleid zich op de lange termijn en het vennootschappelijk belang richt. Hieronder worden de lacunes geformuleerd die betrekking hebben op de Nederlandse regels op het gebied van het bezoldigingsbeleid.

Allereerst blijft de vraag in hoeverre het gewenst is dat het beloningsbeleid de belangen van de aandeelhouder en bestuurder parallel laat lopen. Daarbij kan de vraag worden gesteld of de algemene vergadering van aandeelhouders wel het juiste orgaan is om de uiteindelijke bevoegdheid te hebben om het beloningsbeleid vast te stellen.¹⁰⁴⁰ Het is waarschijnlijk dat de algemene vergadering van aandeelhouders geneigd is om een beloningsbeleid voor bestuurders te formuleren dat prikkels bevat om de aandeelhoudersbelangen zo goed mogelijk te dienen. Dit zou er toe kunnen leiden dat beloningen worden toegekend die het korte termijn gedrag bevorderen en geen rekening houden met de belangen van de overige stakeholders. Indien deze wettelijke bevoegdheid bij de aandeelhoudersvergadering blijft liggen, dan kan er niet voldoende tegenwicht worden geboden om de belangen van de overige stakeholders in het beloningsbeleid terug te laten komen. Dit probleem wordt niet opgelost zolang geen onafhankelijk orgaan – zoals een externe toezichthouder – toetst of het beloningsbeleid de belangen van alle stakeholders reflecteert.

In de statuten kan bepaald worden dat een ander orgaan dan de algemene vergadering de bezoldiging (dus niet het bezoldigingsbeleid!) vaststelt. Ook dan houdt de algemene vergadering op grond van art. 2:135 lid 4 BW een goedkeuringsbevoegdheid ten aanzien van regelingen in de vorm van aandelen of rechten van aandelen.

In de praktijk wil de algemene vergadering wat deze regelingen betreft nog wel eens de hand over het hart strijken. Zo zijn tijdens de algemene jaarvergaderingen in 2009 bij de BinckBank en Docdata voorstellen door de algemene vergadering van aandeelhouders goedgekeurd, waardoor bepaalde beloningen alsnog (onvoorwaardelijk) werden toegekend dan wel dat de voorwaarden voor het uitoefenen van opties werden gewijzigd terwijl er niet aan de oorspronkelijke voorwaarden was voldaan.¹⁰⁴¹

¹⁰³⁸ Financieel Dagblad (M. Wolzak en P. Couwenbergh), Niet op alle bonussen bankiers zit plafond, 11 september 2009.

¹⁰³⁹ Zie bijvoorbeeld aanbeveling 3.1. van de Aanbeveling van de Commissie ter aanvulling van Aanbeveling 2004/913/EG en Aanbeveling 2005/162/EG wat betreft de regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen (C(2009) 3177).

¹⁰⁴⁰ Zelfs indien het recht aan de raad van commissarissen wordt toegekend om de individuele beloningen vast te stellen, dan kan de algemene vergadering van aandeelhouders als ultimum remedium nog beslissen om de gehele raad van commissarissen naar huis te sturen (dit geldt overigens alleen bij een naamloze vennootschap die onder de structuurregeling valt). Dus bij het vaststellen van de beloningen zou het mogelijk kunnen zijn dat de raad van commissarissen zich laat beïnvloeden door het feit dat de algemene vergadering het vertrouwen in de raad van commissarissen kan opzeggen.

¹⁰⁴¹ R. Abma, Ontwikkelingen in en conclusies uit de jaarlijkse algemene vergaderingen 2009, Ondernemingsrecht 2009-12, p. 504.

Vervolgens gelden bepaalde regels – zoals de Code Frijns – slechts voor de toekomst. De bestaande arbeidscontracten tussen werknemers/bestuurders en de financiële onderneming kunnen niet zomaar worden gewijzigd.¹⁰⁴² Als voorbeeld kan de *claw back* worden genoemd. De Code Frijns erkent de *claw back* als best practice, maar de *claw back* treedt pas in werking op het moment dat deze in de arbeidsovereenkomst tussen de bestuurder en de vennootschap is opgenomen. Dan heeft de *claw back* ook pas effect. Overigens wordt in de literatuur betoogd dat de derogerende werking van de redelijkheid en billijkheid, de «onvoorziene omstandigheden» of het goed werkgever- en werknemerschap een rol kunnen spelen in de beoordeling van het arbeidscontract en dat dit onder omstandigheden tot wijziging van de overeenkomst zou kunnen leiden.¹⁰⁴³

Naast het feit dat van de Corporate Governance Codes kan worden afgeweken, speelt een gelijk probleem voor regels die de betrokken partijen (vooralsnog) niet binden. Het betreft – zoals eerder genoemd – een aantal rapporten verschenen met Principes of aanbevelingen als gevolg op het recentelijk ongewenst geachte beloningsbeleid. Deze Principes en aanbevelingen zijn vaak gedetailleerd en zijn een reactie op eerdere misstanden. Deze regels kunnen dan wel de huidige maatschappelijke normen van het beloningsbeleid invullen, maar ze zijn tot op heden niet bindend. Ze lijken dus vooralsnog van weinig waarde.

Een fundamenteler probleem ligt in de sfeer van de zelfanalyses en zelfkennis van financiële instellingen. Uit een rapportage¹⁰⁴⁴ van DNB naar de feitelijke beloningssituatie, blijkt dat de instellingen menen dat ze grotendeels voldoen aan de Principes¹⁰⁴⁵ voor een beheerst beloningsbeleid terwijl DNB van mening is dat dit niet het geval is. Het is bepaald niet uitgesloten dat financiële instellingen een verkeerd beeld van hun eigen beloningsbeleid hebben. Het lijkt erop dat de beloningsproblematiek niet kan worden opgelost zolang niet door een externe toezichthouder wordt getoetst of daadwerkelijk is voldaan aan de regelingen.

Ook de wet en de Corporate Governance Codes richten zich over het algemeen alleen op de bestuurdersbeloningen, terwijl er ook behoefte blijkt te zijn aan regels die werknemersbeloningen regelen.

De andere lacune heeft betrekking op het ondernemingsrecht. De meeste dwingende rechtsregels en bindende voorschriften hebben namelijk voornamelijk betrekking op specifieke rechtsvormen. Zo gelden de Corporate Governance Codes alleen voor beursgenoteerde naamloze vennootschappen, geldt een aantal vaststellingsvoorschriften alleen voor de naamloze vennootschap of de besloten vennootschap en is een aantal specifieke openbaarmakingsplichten alleen voor de naamloze vennootschap geschreven. Men zou zich kunnen voorstellen dat er ook behoefte is aan het opstellen van dwingende rechtsregels en bindende vereisten voor andere rechtsvormen om zo een *level playing field* te creëren. Hierbij valt te denken aan het opstellen van regels voor coöperaties (als voorbeeld geldt de Rabobank).

Tot slot gelden de hiervoor genoemde regelingen alleen voor Nederland, terwijl de markt voor financiële instellingen vaak Europees dan wel mondiaal is. Zoals in diverse regelingen is aangegeven, worden variabele beloningen benut om talent mee aan te trekken. Indien alleen Nederland regelgeving heeft op het bezoldigingsterrein, dan is de kans groot dat financiële ondernemingen naar een andere (lid)staat uitwijken omdat ze in

¹⁰⁴² G.T.M.J. Raaijmakers and F.G.K. Overkleef, Bestuurdersbeloning, de nieuwe Code en de kredietcrisis, FR nr. 2/3 februari/maart 2009, p. 91.

¹⁰⁴³ I. Nelissen, Bestuurdersbeloningen in de financiële sector op de schop, V&O 2009-4, p. 73–77.

¹⁰⁴⁴ De Nederlandsche Bank, «Naar een beheerst beloningsbeleid», Rapportage van het onderzoek naar de beloningssituatie bij Nederlandse financiële ondernemingen, september 2009.

¹⁰⁴⁵ Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB.

Nederland een te groot concurrentienadeel ondervinden. Het lijkt daarom van belang om ook bindende regels op Europees en mondiaal niveau te hebben.

4. EUROPESE UNIE

Op het niveau van de Europese Unie is er geen¹⁰⁴⁶ relevante wet- en regelgeving over beloningen.¹⁰⁴⁷ Wel zijn er niet-bindende maar invloedrijke aanbevelingen/rapporten. Allereerst heeft de Europese Commissie een aantal aanbevelingen geschreven over beloningen, waaronder een aanbeveling specifiek voor de financiële sector als reactie op de kredietcrisis. Verder hebben de High-Level Group on Financial Supervision in the EU en het Committee of European Banking Supervisors in respectievelijk 2008 en 2009 een aantal aanbevelingen geformuleerd als antwoord op de door hen geconstateerde leemtes.

Aanbevelingen van de Europese Commissie

Op 30 april 2009 heeft de Europese Commissie twee verschillende Aanbevelingen gepubliceerd. De eerste Aanbeveling betreft een regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen¹⁰⁴⁸ en de tweede Aanbeveling betreft een regeling omtrent het beloningsbeleid in de financiële sector.¹⁰⁴⁹ De eerste Aanbeveling is een aanvulling op twee eerder gepubliceerde Aanbevelingen uit 2004 en 2005.¹⁰⁵⁰ Deze twee Aanbevelingen – de Aanbeveling van de Commissie ter bevordering van de toepassing van een passende regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen (2004/913/EG) en de Aanbeveling van de Commissie betreffende de taak van niet bij het dagelijks bestuur betrokken bestuurders of commissarissen van beursgenoteerde ondernemingen en betreffende commissies van de raad van bestuur of van de raad van commissarissen (2005/162/EG) – zullen eerst worden besproken. Vervolgens zal de Aanbeveling worden besproken die voornoemde twee Aanbevelingen aanvult. Tot slot wordt de Aanbeveling besproken die het beloningsbeleid voor de financiële sector regelt.

¹⁰⁴⁶ In dit onderzoek worden de verplichtende termen «moeten» en «dienen» gebruikt bij het bespreken van de aanbevelingen. Deze «verplichtingen» dienen gerelativeerd te worden aangezien het niet-bindende regelgeving betreft.

¹⁰⁴⁷ Op dit moment is er overigens nog wel een richtlijn die nog moet worden aangenomen (COM(2009) 362 final). Het betreft een herziening van de capital requirements directive waarin een onderdeel over beloningen is opgenomen.

¹⁰⁴⁸ C(2009) 3177.

¹⁰⁴⁹ C(2009) 3159.

¹⁰⁵⁰ 2004/913/EG en 2005/162/EG.

¹⁰⁵¹ Uit artikel 249 EG blijkt dat Aanbevelingen niet bindend zijn. De betekenis van het aanbevelingsinstrument dient echter niet te worden onderschat; het wordt veelvuldig gebruikt. Aanbevelingen worden vaak gebruikt als de Raad vindt dat een bindend besluit niet nodig is of dat het door politieke verdeeldheid niet mogelijk is om een bindend besluit te nemen. Zie R. Barents en L.J. Brinkhorst, *Grondlijnen van Europees Recht*, Deventer: Kluwer 2006, p. 198.

¹⁰⁵² SEC(2009) 580, p. 49.

Hoewel de Europese Commissie ervan uitgaat dat de Aanbevelingen geïmplementeerd worden, zijn ze niet bindend.¹⁰⁵¹ De Commissie zal de maatregelen monitoren die de lidstaten hebben genomen om de twee Aanbevelingen uit 2009 te implementeren. De resultaten zullen in 2010 bekend worden gemaakt.¹⁰⁵²

Aanbeveling van de Commissie ter bevordering van de toepassing van een passende regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen (2004/913/EG).

Deze Aanbeveling (Aanbeveling 2004) is een uitvloeisel van het in 2003 gepresenteerde actieplan «Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie» van de Commissie. In de Aanbeveling wordt de passende regeling van bestuurdersbeloningen behandeld.

Zoals de naam van de Aanbeveling reeds aangeeft, gaat deze Aanbeveling alleen over bestuurdersbeloningen bij beursgenoteerde vennootschappen. De Aanbeveling bevat beginselen over de openbaarmaking van het beloningsbeleid, de inhoud van de beloningsverklaring, de rechten van de algemene vergadering van aandeelhouders, de beloning van individuele

bestuurders, beloningen die op de een of andere manier aan aandelen zijn gerelateerd en de informatievoorziening van aandeelhouders.

Elke beursgenoteerde vennootschap dient een «beloningsverklaring» op te stellen waarin het beloningsbeleid openbaar wordt gemaakt. De verklaring moet op de website worden gepubliceerd. Daarnaast moet de verklaring deel uitmaken van een afzonderlijk beloningsverslag, en/of worden opgenomen in de jaarrekening en het jaarverslag, en/of in de toelichting bij de jaarrekening worden opgenomen.¹⁰⁵³

In deze verklaring dient informatie over het beloningsbeleid van het afgelopen boekjaar te staan maar eventueel ook over de jaren daarna. Over het afgelopen boekjaar dient ook de wijze uiteen te worden gezet waarop het beloningbeleid ten uitvoer is gebracht. Indien de vennootschap haar beleid ingrijpend wijzigt ten aanzien van voorafgaande jaren, moet hier bijzondere aandacht aan worden besteed.¹⁰⁵⁴ Verder dient de verklaring in ieder geval te bevatten: (i) een toelichting op het relatieve gewicht van het variabele respectievelijk niet-variabele gedeelte van de bestuurdersbeloning, (ii) voldoende informatie over de aan aandelen, opties of andere variabele beloningselementen gekoppelde prestatiecriteria, (iii) voldoende informatie over de relatie tussen de prestaties en de beloningen, (iv) de belangrijkste parameters en de motivering van eventuele jaarlijkse bonusregelingen en andere niet-geldelijke voordelen, en (v) een beschrijving van de belangrijkste kenmerken van aanvullende pensioen- en vervroegde-uitredingsregelingen. Bij het prijsgeven van deze informatie hoeft de onderneming geen commercieel gevoelige informatie bekend te maken.¹⁰⁵⁵

In de verklaring moet ook informatie worden opgenomen over de inhoud van het gevoerde «contractbeleid» ten aanzien van de bestuurders. Op de informatie dient een toelichting te worden gegeven. In dit overzicht moeten ten minste de duur van het contract bekend worden gemaakt, de opzegtermijnen en de ontslagregelingen dan wel uitkeringen bij voortijdig beëindigen.¹⁰⁵⁶ Verder dient informatie gegeven te worden over de manier waarop het beleid zowel is uitgewerkt als is vastgesteld, moeten – indien van toepassing – de samenstelling en het mandaat van de beloningscommissie bekend worden gemaakt evenals de naam van de externe adviseurs op wie een beroep is gedaan en de rol van de jaarlijkse algemene vergadering van aandeelhouders.¹⁰⁵⁷

Aan de algemene vergadering van aandeelhouders zijn ook andere rechten toegekend. Ook indien andere organen verantwoordelijk zijn voor het vaststellen van het beloningsbeleid, moeten het beleid en elke materiële verandering daarvan expliciet op de agenda van de algemene vergadering van aandeelhouders worden gezet.¹⁰⁵⁸ Hetzelfde geldt voor de beloningsverklaring, welke in stemming moet worden gebracht. De algemene vergadering kan een bindende dan wel raadgevende stem hebben.¹⁰⁵⁹ De vennootschap moet de aandeelhouders informeren dat er een voornemen bestaat om op een bepaalde vergadering van aandeelhouders een voorstel voor besluit over de beloningsverklaring in stemming te brengen.¹⁰⁶⁰

In de Aanbeveling is een speciale afdeling voor de beloning van individuele bestuurders opgenomen. Daarbij is vooral het onderwerp van de openbaarmaking van belang. Zo dient er gedetailleerde informatie te worden verstrekt over de totale beloning en andere voordelen die over

¹⁰⁵³ Artikel 3.1. Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁵⁴ Artikel 3.2. Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁵⁵ Artikel 3.3. Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁵⁶ Artikel 3.4. Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁵⁷ Artikel 3.5. Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁵⁸ Artikel 4.1. Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁵⁹ Lidstaten mogen bepalen dat een dergelijke stemming alleen plaatsvindt indien de aanwezige of vertegenwoordigde aandeelhouders om een stemming verzoeken. Deze groep aandeelhouders dient tenminste goed te zijn voor 25 procent van de stemmen. Deze regel doet geen afbreuk aan een eventueel aandeelhoudersrecht naar nationaal recht om een ontwerpbesluit in te dienen. Artikel 4.2. Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁶⁰ Artikel 4.3. Aanbeveling (2004/913/EG).

een bepaald boekjaar aan de individuele bestuurder zijn toegekend. Deze informatie moet terug te vinden zijn in de jaarrekening, in de toelichting daarop of indien aanwezig, in het beloningsverslag.¹⁰⁶¹ Deze documenten dienen ook de volgende informatie ten aanzien van de beloningen en/of emolumenten (indien van toepassing) te bevatten:¹⁰⁶² (i) het totale bedrag aan salaris dat is betaald of dat verschuldigd is, inclusief de door de algemene vergadering van aandeelhouders toegekende presentiegelden, (ii) ontvangen beloningen en vergoedingen van een andere tot de groep behorende onderneming, (iii) beloning in de vorm van winstdeling en/of een bonus en waarom deze zijn toegekend, (iv) indien wettelijk toegestaan, welke materiële/aanzienlijke beloningen bestuurders hebben ontvangen voor taken die buiten hun normale takenpakket vallen, (v) ontvangen beloningen van voormalige bestuurders dan wel nog te ontvangen beloningen betrekking hebbende op de beëindiging van diens werkzaamheden, en (vi) de totale geraamde waarde van alle andere als beloning aangemerkte niet-geldelijke vergoedingen die niet onder voorgenoemde punten vallen.¹⁰⁶³

Ook ten aanzien van beloningen in de vorm van aandelen, en/of recht op aandelenopties en/of andere *incentive*-regelingen waarmee aandelen gemoeid zijn moeten gegevens worden verstrekt: (i) het aantal (aandelen-)opties die de ondernemer heeft toegekend en welke voorwaarden daaraan zijn gekoppeld, (ii) het aantal aandelenopties dat is uitgeoefend, wat het aantal opties is dat met de uitoefening is gemoeid en de uitoefenprijs van de optie of de waarde van het belang in de regeling, (iii) het aantal niet uitgeoefende opties, de uitoefenprijs, de uitoefendatum, en de belangrijkste voorwaarden gekoppeld aan de uitoefening van de aandelenopties, en (iv) eventuele wijzigingen in de aan de opties gekoppelde voorwaarden.¹⁰⁶⁴

Ten aanzien van een toegezegde pensioenregeling, moeten de veranderingen van de regeling van de opgebouwde rechten van de bestuurder worden gemeld.¹⁰⁶⁵ Indien er sprake is van een toegezegde bijdrageregeling, dan dient de precieze bijdrage te worden vermeld die de onderneming heeft betaald, dan wel verschuldigd is.¹⁰⁶⁶

Tot slot is in de afdeling over de beloningen van de individuele bestuurders nog opgenomen dat indien er leningen, voorschotten of garanties aan een (oud)bestuurder zijn verstrekt door de onderneming, haar dochter of een onderneming die in de geconsolideerde jaarrekening is opgenomen, voor elke afzonderlijke bestuurder moet worden vermeld hoeveel deze heeft ontvangen, hoeveel geld er nog uitstaat en wat het rentetarief is.¹⁰⁶⁷

In de vierde afdeling van de Aanbeveling zijn voorwaarden opgenomen die betrekking hebben op de beloning op basis van aandelen.¹⁰⁶⁸ Daarbij is opvallend dat een grote rol voor de algemene vergadering van aandeelhouders is weggelegd. De regelingen waarin aan bestuurders een beloning wordt toegekend die of op aandelen is gebaseerd (waaronder aandelenopties en andere rechten op aandelen) of de waarde van de aandelenkoers, dienen bijvoorbeeld vooraf te worden goedgekeurd door de algemene vergadering van aandeelhouders. Het gaat hierbij om de algemene regeling en niet om de toekenning van individuele beloningen.¹⁰⁶⁹ Daarnaast heeft de algemene vergadering van aandeelhouders een goedkeuringsrecht ten aanzien van: (i) de toekenning van beloningen die gebaseerd zijn op aandelen (waaronder aandelenopties), (ii) het maximale aantal aandelen dat kan worden toegekend en de daaraan gekoppelde belangrijkste voorwaarden, (iii) de termijn waarbinnen de

¹⁰⁶¹ Artikel 5.1 Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁶² Deze informatie wordt ook verstrekt over individuele bestuurders die op enig moment van het boekjaar voor de vennootschap werkzaam zijn geweest. Zie Artikel 5.2 Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁶³ Artikel 5.3 Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁶⁴ Artikel 5.4 Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁶⁵ Artikel 5.5. a) Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁶⁶ Artikel 5.5. b) Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁶⁷ Artikel 5.6 Aanbeveling (2004/913/EG).

Deze informatie wordt ook verstrekt over individuele bestuurders die op enig moment van het boekjaar voor de vennootschap werkzaam zijn geweest. Zie Artikel 5.2 Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁶⁸ Behalve voor de voorwaarde dat de algemene vergadering van aandeelhouders eerst toestemming dient te geven voordat kortingsregelingen worden toegepast, zijn de hieronder volgende punten ten aanzien van de beloning op aandelen «niet van toepassing op regelingen waaraan alle werknemers van de beursgenoteerde onderneming of een van haar dochterondernemingen onder vergelijkbare voorwaarden mogen deelnemen en waaraan de jaarlijkse algemene aandeelhoudersvergadering haar goedkeuring heeft gehecht.» Zie Artikel 6.6 Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁶⁹ Artikel 6.1. Aanbeveling (2004/913/EG).

opties mogen worden uitgeoefend, (iv) voor zover wettelijk mogelijk, de voorwaarden waaronder de uitoefenprijs van de opties later kan worden gewijzigd, en (v) alle andere lange termijn *incentive*-regelingen waar bestuurders voor in aanmerking komen en andere werknemers niet.¹⁰⁷⁰

Verder dient de algemene vergadering van aandeelhouders een termijn vast te stellen waarbinnen het verantwoordelijke orgaan de aandelengereleerde beloningen van individuele bestuurders mag toekennen.¹⁰⁷¹ Ingrijpende wijzigingen van de regelingsvoorwaarden worden pas definitief zodra de algemene vergadering van aandeelhouders haar goedkeuring heeft gegeven. De aandeelhouders worden volledig geïnformeerd over de voorgestelde aanpassingen en de gevolgen daarvan.¹⁰⁷² Ook indien er kortingsregelingen worden toegepast¹⁰⁷³ dient de algemene vergadering van aandeelhouders eerst toestemming te geven.¹⁰⁷⁴

Tot slot is er in de Aanbeveling nog een afdeling opgenomen over informatie(voorziening). Alle hieronder genoemde informatie kan op de website worden geplaatst.¹⁰⁷⁵

Indien er op de algemene vergadering van aandeelhouders een besluit genomen moet worden over de goedkeuring van de regelingen waarin aan bestuurders een beloning wordt toegekend die op aandelen is gebaseerd, dan moeten de aandeelhouders vóór de vergadering – via een bericht – over het voorstel worden geïnformeerd. In dit bericht wordt ten minste een volledige weergave gegeven van de beloningsregelingen waarmee aandelen gemoeid zijn, dan wel een beschrijving van de belangrijkste voorwaarden van de regelingen en worden de namen genoemd van de deelnemers aan de regeling. De verhouding tussen het algemene beloningsbeleid en de regeling wordt ook in het voorstel aangegeven. In het voorstel moet verder óf een duidelijke verwijzing naar de regeling staan, óf een samenvatting van de belangrijkste voorwaarden.¹⁰⁷⁶

De onderneming dient de aandeelhouder te informeren over hoe ze verwacht de aandelen te zullen leveren die nodig zijn om haar verplichtingen te voldoen in het kader van de *incentive*-regeling. Daarbij wordt met name aangegeven of de aandelen op de markt worden ingekocht, de onderneming de aandelen in een portefeuille houdt of dat er nieuwe aandelen uitgegeven worden.¹⁰⁷⁷ Verder dient de onderneming een kostenoverzicht te maken van de kosten die de onderneming zal maken in verband met de beoogde toepassing van de regeling.¹⁰⁷⁸

Aanbeveling van de Commissie betreffende de taak van niet bij het dagelijks bestuur betrokken bestuurders of commissarissen van beursgenoteerde ondernemingen en betreffende comité's van de raad van bestuur of de raad van commissarissen (2005/162/EG)

Deze Aanbeveling is een uitvloeisel van het in 2003 gepresenteerde actieplan «Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie» van de Commissie. De Aanbeveling behandelt de taak van de commissarissen en de commissies van de raden van commissarissen waaronder de remuneratiecommissie.¹⁰⁷⁹

Ten aanzien van het remuneratieonderwerp bevat de Aanbeveling beginselen over het oprichten van de remuneratiecommissie, de taken van de commissie ten aanzien van de beloningen van bestuurders en hoger kaderpersoneel en beginselen ten aanzien van beloningspakketten

¹⁰⁷⁰ Artikel 6.2. Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁷¹ Artikel 6.3. Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁷³ Kortingsregelingen zijn in dit geval regelingen waarbij opties worden verkregen onder de marktwaarde van het aandeel waarop de uitoefenprijs wordt vastgesteld of onder het gemiddelde van de marktwaarden over een aantal dagen voorafgaande aan de dag waarop de uitoefenprijs wordt vastgesteld.

¹⁰⁷⁴ Artikel 6.5. Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁷⁵ Artikel 7.4. Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁷⁶ Artikel 7.1. Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁷⁷ Artikel 7.2. Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁷⁸ Artikel 7.3. Aanbeveling (2004/913/EG).

¹⁰⁷⁹ De Nederlandse vertaling van de Aanbeveling gebruikt de term «beloningscommissie». De Aanbeveling C(2009) 3177 gebruikt echter de term «remuneratiecommissie». In dit onderzoek is gekozen voor een uniforme toepassing van de term «remuneratiecommissie».

van alle niveaus van de onderneming die zijn gebaseerd op prestatieprikkels op basis van aandelen. Tot slot bevat de Aanbeveling een aantal beginselen over de werking van de remuneratiecommissie. In de Aanbeveling wordt er vanuit gegaan dat er drie verschillende gebieden zijn waarbinnen de kans op belangenconflicten bijzonder groot is, waardoor de raad van commissarissen¹⁰⁸⁰ onafhankelijk en effectief op moet treden. Om zo effectief en onafhankelijk mogelijk op deze drie gebieden te kunnen optreden, moet de raad van commissarissen drie commissies oprichten, te weten de benoemings-, de remuneratie- en de auditcommissie.¹⁰⁸¹ In de Aanbeveling is een aantal taken opgenomen die primair onder de verantwoordelijkheid van de remuneratiecommissie komen te liggen.¹⁰⁸² Ondernemingen hebben evenwel de vrijheid om minder commissies op te richten dan wel samen te voegen, zolang ze er maar voor zorgen dat de toegewezen taken uitgevoerd worden. Mocht de onderneming geen remuneratiecommissie oprichten, dan dient de onderneming duidelijk te motiveren waarom ze voor een andere benadering heeft gekozen, en hoe de onderneming de doelstellingen die aan de commissie waren gesteld denkt te zullen bereiken.¹⁰⁸³

Een remuneratiecommissie moet worden opgericht indien de raad van commissarissen naar nationaal recht een rol speelt in de vaststelling van de bestuurdersbeloningen.¹⁰⁸⁴ Het grootste gedeelte van de leden van de remuneratiecommissie dient onafhankelijk te zijn.¹⁰⁸⁵

De commissie heeft verplichtingen op het gebied van enerzijds bestuurdersbeloningen, maar anderzijds ook op het gebied van de beloningen van het hoger kaderpersoneel. Tot slot heeft de commissie ook verplichtingen ten aanzien van bijzondere beloningen zoals prestatiebeloningen en beloningen die gekoppeld zijn aan aandelen. Deze laatste verplichting geldt voor de beloningen van bestuurders, top kaderpersoneel, maar ook voor reguliere werknemers.

Ten aanzien van de bestuurdersbeloningen wordt bepaald dat de taak van de commissie bestaat uit het doen van voorstellen aan de raad van commissarissen op het gebied van het beloningsbeleid. In deze voorstellen moeten alle soorten vergoedingen uiteen worden gezet, met name vaste beloningen, prestatiegerelateerde beloningsregelingen, pensioenvoorzieningen en ontslagregelingen. Een voorstel op het gebied van de prestatiegerelateerde beloningsregelingen dient ook aanbevelingen over de doelstellingen die aan de beloning dienen te worden gekoppeld te omvatten. Ook de beoordelingscriteria moeten worden toegevoegd. De doelstellingen en de beoordelingscriteria behoren de beloning van de bestuurder overeen te brengen met de lange termijn belangen van de aandeelhouder en de door de raad van commissarissen vastgestelde streefdoelen voor de onderneming. Verder dient de remuneratiecommissie voorstellen te doen over individuele beloningen. Daarbij is het van belang dat de individuele beloning strookt met het vastgestelde beloningsbeleid en met de beoordeling van de prestatie van de bestuurder. De commissie moet naar behoren zijn ingelicht over de totale vergoedingen die bestuurders van andere met de groep gelieerde onderneming ontvangen. Ten derde dient de commissie voorstellen te doen over het soort contracten dat geschikt is om met bestuurders aan te gaan. Tot slot moet de commissie de raad van commissarissen bijstaan met het toezicht houden op de naleving van de openbaarmakingsvoorschriften. Daarbij zijn de voorschriften ten aanzien van de openbaarmaking van het beleid en van de beloningen van individuele bestuurders met name van belang.¹⁰⁸⁶

¹⁰⁸⁰ De Aanbeveling spreekt van «raad van bestuur/raad van commissarissen». Uit de context kan voor Nederland worden afgeleid dat hier sprake dient te zijn van de raad van commissarissen. Deze opmerking geldt voor de gehele bespreking van Aanbeveling 2005/162/EG.

¹⁰⁸¹ Artikel 5. Aanbeveling 2005/162/EG. Op 8 augustus 2008 is een algemene maatregel van bestuur in werking getreden waardoor organisaties van openbaar belang verplicht zijn om een auditcommissie in te stellen. Zie Staatsblad 2008 nr. 323.

¹⁰⁸² Artikel 3 bijlage 1 Aanbeveling 2005/162/EG.

¹⁰⁸³ Artikel 7.1. Aanbeveling 2005/162/EG.

¹⁰⁸⁴ Artikel 3.1.1. bijlage 1 Aanbeveling 2005/162/EG.

¹⁰⁸⁵ Artikel 3.1.2. bijlage 1 Aanbeveling 2005/162/EG. De commissie bestaat uit leden van de raad van commissarissen.

¹⁰⁸⁶ Artikel 3.2.1. bijlage 1 Aanbeveling 2005/162/EG.

Vervolgens is voor de commissie een aantal taken weggelegd ten aanzien van de beloningen van het hoger kaderpersoneel. Daarbij wordt een tweetal taken expliciet genoemd. Ten eerste dient de commissie (algemene) aanbevelingen te doen aan het bestuur over de hoogte en de structuur van de beloningen. Ten tweede dient de commissie de hoogte en de structuur van de beloningen te controleren op basis van door het bestuur verstrekte adequate informatie.¹⁰⁸⁷

Het derde takenpakket van de commissie heeft betrekking op de beloningspakketten gebaseerd op prestatieprikkels op basis van aandelen. Het gaat daarbij om de beloningspakketten van bestuurders, het hoger kaderpersoneel, maar ook van alle andere werknemers. Daarbij wordt een drietal taken expliciet genoemd. Ten eerste dient de commissie het algemeen beleid inzake regelingen van deze beloningspakketten te bespreken en vervolgens voorstellen aan de raad van commissarissen over deze pakketten te doen. Ten tweede moet de commissie in voorkomend geval de informatie onderzoeken die hierover aan de aandeelhouders wordt verstrekt of in het jaarverslag komt. Tot slot moet de commissie voorstellen aan de raad van commissarissen doen ten aanzien van de keuze tussen enerzijds de toekenning van opties tot inschrijving op aandelen en anderzijds tot toekenning van opties tot verwerving van de aandelen. In dit voorstel van de commissie moet uiteengezet worden wat de redenen voor de keuze zijn en wat de gevolgen van deze keuze zijn.¹⁰⁸⁸

Tot slot wordt er in de Aanbeveling geregeld hoe de commissie te werk dient te gaan. Zo dient de remuneratiecommissie op zijn minst de voorzitter van de raad van commissarissen te raadplegen als het om de beloningen van bestuurders gaat.¹⁰⁸⁹ Verder moet de commissie over adviseurs kunnen beschikken, opdat de nodige informatie over marktstandaarden voor beloningssystemen kan worden ingewonnen. Daarbij is de commissie verantwoordelijk voor het vaststellen van de selectiecriteria voor het aannemen van de adviseurs, maar ook voor de selectie, benoeming en ook de functieomschrijving. De onderneming verstrekt de commissie de nodige middelen om aan het voorgaande te voldoen.¹⁰⁹⁰

Aanbeveling van de Commissie ter aanvulling van Aanbeveling 2004/913/EG en Aanbeveling 2005/162/EG wat betreft de regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen (C(2009)3177)

Deze Aanbeveling scherpt de twee Aanbevelingen uit 2004 en 2005 aan. Deze Aanbeveling is op 30 april 2009 gepubliceerd.

In de Aanbeveling wordt aandacht besteed aan de variabele beloningen, waarbij het maximeren en het koppelen aan de lange termijn een belangrijke rol speelt, de *claw back*, de beëindigingsvergoeding, de beloning in aandelen, de rol van de algemene vergadering van aandeelhouders en tot slot wordt nog aandacht besteed aan de remuneratiecommissie.

Indien het beloningsbeleid van een onderneming de mogelijkheid schept om variabele beloningen toe te kennen, zouden ondernemingen een maximum moeten stellen aan de beloningen. Het vaste gedeelte van de beloning zou hoog genoeg moeten zijn, opdat de variabele beloning ingehouden kan worden indien de prestatiecriteria niet worden gehaald.¹⁰⁹¹ Het toekennen van het variabele gedeelte zou moeten worden onderworpen aan vooraf bepaalde en meetbare prestatiecriteria. Daarbij is het van belang dat de criteria de levensvatbaarheid van de

¹⁰⁸⁷ Artikel 3.2.2. bijlage 1 Aanbeveling 2005/162/EG.

¹⁰⁸⁸ Artikel 3.2.3. bijlage 1 Aanbeveling 2005/162/EG.

¹⁰⁸⁹ Artikel 3.3.1. bijlage 1 Aanbeveling 2005/162/EG.

¹⁰⁹⁰ Artikel 3.3.2. bijlage 1 Aanbeveling 2005/162/EG.

¹⁰⁹¹ Artikel 3.1. Aanbeveling C(2009) 3177.

onderneming op de lange termijn bevorderen en niet-financiële criteria omvatten die relevant zijn voor de lange termijn waardecreatie van de onderneming. Daarbij kan worden gedacht aan naleving van de toepasselijke regels en procedures.¹⁰⁹² Indien een variabele beloning wordt toegekend, dan dient het grootste gedeelte van deze beloning voor een minimale periode uitgesteld te worden. Het onderdeel dat voor uitstel in aanmerking komt, wordt bepaald aan de hand van het relatieve gewicht van de variabele beloning ten opzichte van het vaste beloningselement.¹⁰⁹³

Contractuele regelingen met bestuurders¹⁰⁹⁴ moeten voorzieningen bevatten die het voor de onderneming mogelijk maken om variabele beloningselementen terug te vorderen die op basis van gegevens die achteraf gezien kennelijk onjuist zijn voorgesteld, waren toegekend.¹⁰⁹⁵

Beëindigingsvergoedingen dienen niet hoger te zijn dan een vastgesteld bedrag of een vastgesteld aantal jaarsalarissen, waarbij het maximum twee vaste jaarsalarissen of het equivalent daarvan is. Beëindigingsvergoedingen worden niet betaald indien de beëindiging van het contract het gevolg is van ontoereikende prestaties.¹⁰⁹⁶

Beloningen in aandelen worden pas minimaal drie jaar na de toekenning onvoorwaardelijk. Aandelenopties, andere rechten om aandelen te verwerven of rechten om beloond te worden op een van de aandelenkoers afhankelijke manier, mogen voor minimaal drie jaar na de toekenning niet uitgeoefend worden.¹⁰⁹⁷

Het proces dat aandelen, het recht om aandelenopties uit te oefenen of enig ander recht om beloond te worden op een van de aandelenkoers afhankelijke manier onvoorwaardelijk worden, moet worden onderworpen aan vooraf bepaalde en meetbare prestatiecriteria.¹⁰⁹⁸ Na het onvoorwaardelijk worden van de aandelen, dienen de bestuurders een bepaald aantal aandelen aan te houden tot het einde van hun mandaat. Dit is afhankelijk van eventuele financieringskosten in verband met de verwerving van de aandelen. Het aantal aandelen dat aangehouden dient te worden moet worden vastgesteld, bijvoorbeeld op twee keer de waarde van de jaarlijkse totale beloning.¹⁰⁹⁹

Ten aanzien van de openbaarmaking van de beloningen geldt dat de beloningsverklaring van 2004/913/EG duidelijk en makkelijk te begrijpen moet zijn.¹¹⁰⁰

Ten aanzien van de aandeelhouders wordt in de Aanbeveling gesteld dat aandeelhouders – met name institutionele aandeelhouders – aangemoedigd moeten worden om de algemene vergadering van aandeelhouders bij te wonen wanneer dat geschikt is. Daarbij dienen aandeelhouders weloverwogen gebruik te maken van hun stemrecht met betrekking tot bestuurdersbeloningen en rekening te houden met de Principes uit de twee Aanbevelingen uit 2004 en 2005.¹¹⁰¹

De Aanbeveling bevat ook enkele bepalingen die over de remuneratiecommissie gaan. Zo dient ten minste een van de leden van de commissie over kennis en ervaring te beschikken op het gebied van het beloningsbeleid.¹¹⁰² Verder heeft de commissie de taak om regelmatig het bestuurdersbeloningsbeleid te beoordelen. Daaronder wordt ook het beleid inzake op aandelen gebaseerde beloningen en de uitvoering van dat beleid verstaan.¹¹⁰³

¹⁰⁹² Artikel 3.2. Aanbeveling C(2009) 3177.

¹⁰⁹³ Artikel 3.3. Aanbeveling C(2009) 3177.

¹⁰⁹⁴ In de Aanbeveling wordt gesproken van uitvoerende bestuurders of directeuren. Uit de context kan worden opgemaakt dat voor Nederland waarschijnlijk de bestuurders worden bedoeld.

¹⁰⁹⁵ Artikel 3.4. Aanbeveling C(2009) 3177.

¹⁰⁹⁶ Artikel 3.5. Aanbeveling C(2009) 3177.

¹⁰⁹⁷ Artikel 4.1. Aanbeveling C(2009) 3177.

¹⁰⁹⁸ Artikel 4.2. Aanbeveling C(2009) 3177.

¹⁰⁹⁹ Artikel 4.3. Aanbeveling C(2009) 3177.

¹¹⁰⁰ Artikel 5.1. Aanbeveling C(2009) 3177. Daarnaast is nog een aantal aanvullende vereisten aan de informatieverstrekking toegevoegd. Zo dient de beloningsverklaring de volgende informatie te bevatten: (i) een uitleg van hoe de keuze voor de prestatiecriteria bijdraagt aan de lange termijn belangen van de onderneming, (ii) een uitleg van de aangevonden methodes om vast te stellen of de prestatiecriteria vervuld zijn, (iii) voldoende informatie over de uitstelperiodes ten aanzien van de variabele elementen van beloningen, (iv) voldoende informatie over het beëindigingsvergoedingenbeleid, (v) voldoende informatie met betrekking tot de periodes gedurende welke de op aandelen gebaseerde vergoedingen onvoorwaardelijk worden, (vi) voldoende informatie over het beleid betreffende het aanhouden van aandelen nadat deze onvoorwaardelijk zijn geworden, en (vii) voldoende informatie over de samenstelling van de peer groups van ondernemingen die zijn onderzocht bij de vaststelling van het beloningsbeleid van de onderneming. Zie Artikel 5.2. Aanbeveling C(2009) 3177.

¹¹⁰¹ Artikel 6.1. Aanbeveling C(2009) 3177.

¹¹⁰² Artikel 7.1. Aanbeveling C(2009) 3177.

¹¹⁰³ Artikel 8.1. Aanbeveling C(2009) 3177. Zie ook de artt. 2:135 en 2:245 BW.

De remuneratiecommissie dient haar taken op een onafhankelijke en integere wijze uit te oefenen.¹¹⁰⁴ Indien de commissie gebruik maakt van de diensten van een consultant om inzicht te krijgen in de marktstandaarden voor beloningssystemen, dient de commissie zich ervan te verzekeren dat de betreffende consultant niet tegelijkertijd ook de afdeling personeel en organisatie en de bestuurders van de onderneming adviseert.¹¹⁰⁵ Bij de uitoefening van haar functies, dient de commissie zich ervan te verzekeren dat de beloning van individuele bestuurders proportioneel is tot de beloningen van andere bestuurders en andere werknemers van de onderneming.¹¹⁰⁶ Tot slot dient de commissie verslag uit te brengen aan de algemene vergadering van aandeelhouders van haar taakuitoefening en deze vergadering ook bij te wonen.¹¹⁰⁷

Aanbeveling van de commissie over het beloningsbeleid in de financiële sector (C(2009) 3159)

Net zoals Aanbeveling C(2009) 3177, is deze Aanbeveling op 30 april 2009 gepubliceerd (Aanbeveling 2009 financiële sector). In tegenstelling tot voornoemde Aanbeveling, is deze Aanbeveling geen aanpassing van bestaande Aanbevelingen, maar volledig nieuw. Volgens de begeleidende mededeling van de Commissie¹¹⁰⁸ is de Aanbeveling in overeenstemming met de Principles for Sound Compensation Practices van het Financial Stability Forum en vult deze Principes aan. Tijdens de G20-top in London was overeengekomen dat invulling moest worden gegeven aan deze Principes.

De Aanbeveling is verdeeld in vijf verschillende afdelingen. In de eerste afdeling wordt het toepassingsgebied uiteen gezet, in de tweede het beloningsbeleid en in de derde de openbaarmaking van de beloning. Daarna wordt het toezicht geregeld en in de laatste afdeling is een tweetal slotbepalingen beschreven.

De Aanbeveling omvat beginselen over het terugdringen van excessief risicogedrag, het beschermen van cliënten en beleggers, de structuur van het beleid, waarbij het variabele element gemaximeerd dient te worden, het inhouden van bonussen, de uitgestelde betaling van bonussen, de correctie voor risico, kapitaal en vereiste liquiditeit, de *claw back*, de ontslagvergoeding, de prestatiegerelateerde beloning, de lange termijn beoordeling van de prestaties, de beoordeling naar niet-financiële criteria, de governance van beloningen, de taak van de raad van commissarissen, de onafhankelijke centrale beoordeling, de kwaliteiten van werknemers in controlefuncties, de toegankelijkheid van de algemene beginselen van het beloningsbeleid voor de werknemers waar zij op van toepassing zijn, de openbaarmaking van het beloningsbeleid aan de belanghebbenden en enkele beginselen voor de nationale toezichthouder.

De Aanbeveling is van toepassing op de beloningen van werknemers die door hun werkzaamheden het risicoprofiel van de financiële onderneming wezenlijk kunnen beïnvloeden.¹¹⁰⁹ Beloningen van tussenpersonen en externe dienstverleners blijven buiten beschouwing.¹¹¹⁰

Financiële instellingen dienen een beloningsbeleid vast te stellen, uit te voeren en te blijven toepassen dat niet aanzet tot excessief risicogedrag en dat in overeenstemming is met en bijdraagt aan een gezonde en doeltreffende risicobeheersing.¹¹¹¹ Daarnaast moet het beleid aansluiten bij de bedrijfsstrategie, de doelstellingen, de waarden en de langetermijnbelangen van de financiële onderneming. Daarbij kan worden gedacht aan duurzame groeivoorzichten. Het beleid dient ook in overeenstemming

¹¹⁰⁴ Artikel 9.1. Aanbeveling C(2009) 3177.

¹¹⁰⁵ Artikel 9.2. Aanbeveling C(2009) 3177.

¹¹⁰⁶ Artikel 9.3. Aanbeveling C(2009) 3177.

¹¹⁰⁷ Artikel 9.4. Aanbeveling C(2009) 3177.

¹¹⁰⁸ COM (2009) 211 Def.

¹¹⁰⁹ Artikel 1.2. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹¹⁰ Artikel 1.5. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹¹¹ Artikel 3.1. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

te zijn met beginselen die de bescherming van cliënten en beleggers regelen.¹¹¹²

Ten aanzien van de structuur van het beloningsbeleid wordt bepaald dat er naar gestreefd moet worden om een evenwichtige verdeling te maken tussen variabele en vaste beloningen. Deze verdeling kan variëren naargelang de specifieke omstandigheden van het individu of de onderneming. Wel dienen de lidstaten erop toe te zien dat ondernemingen het variabele element in hun beloningsbeleid maximaliseren.¹¹¹³ Daarbij is van belang dat het vaste beloningsgedeelte voldoende hoog is zodat de onderneming de volledige vrijheid heeft om een beloningsbeleid te voeren. Dit is vooral van belang in de situatie dat de prestatiecriteria van het individu, het bedrijfsonderdeel of de onderneming als geheel niet worden gehaald, aangezien het dan van belang is dat de onderneming de bonussen inhoudt. Verder wordt nog opgemerkt dat indien de positie van de onderneming ernstig verslechtert – met name wanneer niet meer verondersteld kan worden dat het bedrijf zich kan of zal voortzetten als «going concern» – de onderneming de mogelijkheid dient te hebben om bonussen in te houden.¹¹¹⁴

Indien een significante bonus wordt toegekend, moet het grootste gedeelte van de bonus voor een minimale wachtperiode worden uitgesteld. De grootte van dit uitgestelde gedeelte wordt berekend naar rato van het totale bedrag van de beloning ten opzichte van de totale beloning.¹¹¹⁵ Het uitgestelde gedeelte dient verder verband te houden met de uitstaande risico's die gekoppeld zijn aan de prestatiecriteria die betrekking hebben op de bonus. De uitgestelde beloning kan bestaan uit aandelen, opties, contanten of andere middelen waarvan de betaling gedurende een wachtperiode wordt opgeschort. De hiervoor genoemde prestatiecriteria dienen voor risico te worden gecorrigeerd.¹¹¹⁶ Indien prestatiegerelateerde beloningen zijn uitgekeerd op basis van gegevens die achteraf niet blijken te kloppen, dan kunnen de bestuurders of de raad van commissarissen de variabele beloningen geheel of ten dele terugvoeren.¹¹¹⁷

Indien contractueel een ontslagvergoeding is overeengekomen, dan dient deze samen te hangen met de prestaties die in de loop der tijd zijn gerealiseerd. Deze vergoedingen mogen geen beloning zijn voor falen.¹¹¹⁸

Tot slot wordt over de structuur bepaald dat deze van tijd tot tijd geactualiseerd moet worden zodat een eventueel gewijzigde situatie van de onderneming in de structuur terugkomt.¹¹¹⁹

Ten aanzien van prestatiegerelateerde beloningen is bepaald dat dit onderdeel gebaseerd moet zijn op een mix van de prestaties van de persoon, zijn bedrijfsonderdeel en de resultaten van de onderneming als geheel.¹¹²⁰ De beoordeling van de prestaties dient in een meerjarencader te worden geplaatst zodat de beoordeling gebaseerd wordt op de langere termijn. Effectieve betaling van bonussen dient gespreid plaats te vinden over de conjunctuurcyclus van de financiële onderneming.¹¹²¹ Bij de beoordeling moet worden gecorrigeerd voor actuele en toekomstige risico's die zijn gekoppeld aan de onderliggende prestaties. Ook moet voor de kosten van het gebruikte kapitaal en de vereiste liquiditeit worden gecorrigeerd.¹¹²² Tot slot moet bij de individuele beoordeling ook nog rekening worden gehouden met niet-financiële criteria. Daarbij kan worden gedacht aan de naleving van interne regels en procedures, maar

¹¹¹² Artikel 3.2. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹¹³ Artikel 4.1. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹¹⁴ Artikel 4.2. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹¹⁵ Artikel 4.3. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹¹⁶ Artikel 4.4. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹¹⁷ Artikel 4.6. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹¹⁸ Artikel 4.5. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹¹⁹ Artikel 4.7. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹²⁰ Artikel 5.1. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹²¹ Artikel 5.2. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹²² Artikel 5.3. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

ook aan de inachtneming van de normen die de relatie met de cliënten en de beleggers regelen.¹¹²³

De Aanbeveling kent ook bepalingen over de governance van de beloningen. Zo moeten er maatregelen zijn om belangenconflicten te voorkomen, moeten de procedures voor de vaststelling van de beloningen duidelijk, degelijk gedocumenteerd en intern transparant zijn,¹¹²⁴ moet de bezoldiging van de bestuurders door de raad van commissarissen worden vastgesteld,¹¹²⁵ moet de raad van commissarissen de algemene beginselen van dit beleid vaststellen en toezien op de tenuitvoerlegging.¹¹²⁶ Het is belangrijk om bij de opstelling van dit beleid ook de controlefuncties en eventueel de personeelsdiensten en externe deskundigen te betrekken.¹¹²⁷

De commissarissen die belast zijn met het beloningsbeleid, de leden van de remuneratiecommissie en de hiervoor genoemde werknemers die betrokken zijn bij de opstelling maar ook bij de uitvoering van het beleid, moeten de noodzakelijke ervaring bezitten en dienen functioneel onafhankelijk te zijn van de bedrijfsonderdelen die zij controleren. Aan deze vereisten moet worden voldaan, opdat deze personen een onafhankelijk oordeel kunnen vellen over de gepastheid van het beleid. Daarbij zijn de gevolgen voor risico's en risicobeheersing van belang.¹¹²⁸

Naast het feit dat de tenuitvoerlegging van het beloningsbeleid wordt onderworpen aan het toezicht van de raad van commissarissen wordt het ook minimaal een keer per jaar onderworpen aan een centrale en interne onafhankelijke beoordeling van de controlefuncties. Bij de beoordeling wordt getoetst aan het beleid en de procedures die door de raad van commissarissen zijn vastgesteld. Van het resultaat van de beoordeling wordt verslag uitgebracht aan de raad van commissarissen.¹¹²⁹

Ten aanzien van de kwaliteiten die de medewerkers dienen te hebben die betrokken zijn bij de controleprocessen, wordt in de Aanbeveling aangegeven dat ze onafhankelijk moeten zijn van de bedrijfsonderdelen waar ze toezicht op houden, dat ze een passend niveau van autoriteit moeten hebben en dat hun beloning moet worden gekoppeld aan de verwezenlijking van de met hun functie samenhangende doelstellingen. Dit laatste geldt ongeacht van de prestaties van de door hun gecontroleerde bedrijfsonderdelen. Vooral bij verzekering- en herverzekeringsondernemingen moeten de actuariële functie en de actuaris niet beloond worden overeenkomstig de prestaties van de onderneming, maar overeenkomstig hun rol in de onderneming.¹¹³⁰

Tot slot wordt in het hoofdstuk governance voorgeschreven dat de algemene beginselen van het beloningsbeleid voor de medewerkers beschikbaar zijn op wie ze van toepassing zijn. Deze medewerkers moeten van tevoren in kennis worden gesteld van de vaststellingscriteria en de criteria die gelden bij het beoordelingsproces. Zowel het beloningsbeleid als het beoordelingsproces dient degelijk te worden gedocumenteerd en transparant te zijn voor de afzonderlijke medewerkers in kwestie.¹¹³¹

In afdeling drie komt de openbaarmaking van de beloningen aan de orde. Alle relevante informatie over het beloningsbeleid en alle actualiseringen daarvan dienen door de onderneming op een duidelijke en begrijpelijke manier bekend te worden gemaakt aan de belanghebbenden.¹¹³² De bekendmaking kan in verschillende vormen worden gegoten, zoals in de vorm van een onafhankelijke verklaring, een periodieke mededeling in de

¹¹²³ Artikel 5.4. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹²⁴ Artikel 6.1. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹²⁵ In de Aanbeveling wordt gesproken over vaststelling door «de raad van bestuur/de raad van commissarissen». Uit de context is afgeleid dat hiermee voor Nederland waarschijnlijk de raad van commissarissen is bedoeld.

¹¹²⁶ Artikel 6.2. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹²⁷ Artikel 6.3. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹²⁸ Artikel 6.4. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹²⁹ Artikel 6.5. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹³⁰ Artikel 6.6. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹³¹ Artikel 6.7. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹³² Dit laat onverlet de bepalingen inzake vertrouwelijkheid en gegevensbescherming.

jaarrekening of anderszins.¹¹³³ Inhoudelijk dient daarbij te worden verstrekt: (i) informatie over het besluitvormingsproces rondom het beloningsbeleid, waarbij informatie wordt gegeven over – indien van toepassing – de samenstelling en het mandaat van de remuneratiecommissie, de naam van de externe adviseur op wie een beroep is gedaan en de rol van de belanghebbenden, (ii) informatie over de relatie tussen prestatie en beloning, (iii) informatie over de criteria gebruikt voor de prestatiebeoordeling en de risicocorrectie, (iv) informatie over de prestatiecriteria die gelden voor de toekenning van aandelen, opties of variabele beloningscomponenten, en (v) de belangrijkste parameters en de beweegredenen voor eventuele jaarlijkse bonusregelingen en andere niet-geldelijke voordelen.¹¹³⁴

Hoeveel informatie bekend dient te worden gemaakt is afhankelijk van de aard, omvang en de specifieke onderneming in kwestie.¹¹³⁵

Bij het houden van toezicht dienen de lidstaten uiteraard rekening te houden met de omvang van de financiële onderneming en de aard en complexiteit van haar activiteiten.¹¹³⁶ De onderneming dient de bevoegde autoriteit in kennis te kunnen stellen middels een verklaring over het beloningsbeleid. Deze verklaring dient waar nodig te worden geactualiseerd. In de verklaring dient met name aangegeven te worden in hoeverre de beginselen uit deze Aanbeveling in acht zijn genomen.¹¹³⁷ Om toezicht te kunnen houden, dienen de bevoegde autoriteiten te kunnen verzoeken om alsook toegang te krijgen tot de informatie die zij nodig hebben om te kunnen beoordelen of de onderneming de hiervoor genoemde beginselen in acht neemt.¹¹³⁸

4.1 High-Level Group on financial supervision in the EU

In oktober 2008 is een mandaat aan de High-Level Group on Financial Supervision (High-Level Group 2008) gegeven om advies te geven over de toekomst van de Europese financiële regelgeving en toezicht. Een klein onderdeel van het advies betreft de beloningsproblematiek.

In het hoofdstuk over corporate governance laat de High-Level Group 2008 zich uit over beloningen. De High-Level Group 2008 geeft aan dat er twee onderwerpen in de recente maatschappelijke beloningsdiscussie spelen: (i) het vaak excessieve niveau van beloningen in de financiële sector, en (ii) de structuur van de beloningen. De High-Level Group 2008 focust zich alleen op de structuur van de remuneratie aangezien deze een negatieve impact op het risicomanagement heeft gehad en daardoor aan de crisis kan hebben bijgedragen.

In het rapport worden aanbevelingen geformuleerd, maar wordt ook verwezen naar de regels van het International Institute of Finance. Deze zouden namelijk een eerste goede stap zijn in het volledig transparant krijgen van beloningssystemen.

Zeer belangrijk vindt de High-Level Group 2008 dat de beloningsprikkel op een lijn worden gebracht met de lange termijn winst voor de gehele onderneming. Specifieker moeten beloningprikkel beter op een lijn worden gebracht met aandeelhoudersbelangen en de lange termijn winst van de onderneming door de structuur van de beloningen in de financiële sector te baseren op de volgende Principes: (i) de beoordeling van de bonussen dient in een meerjarig kader te worden geplaatst en betaling van de bonus dient verspreid te worden over die jaren; (ii) dezelfde Principes moeten gelden voor de werknemers die binnen de onderneming

¹¹³³ Artikel 7. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹³⁴ Artikel 8. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹³⁵ Artikel 9. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹³⁶ Artikel 10. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹³⁷ Artikel 11. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

¹¹³⁸ Artikel 12. van de Aanbeveling (C(2009) 3159).

verantwoordelijk zijn voor het verrichten van beleggingsactiviteiten en vermogensbeheerders;¹¹³⁹ en (iii) bonussen moeten de daadwerkelijke prestatie reflecteren en niet van tevoren gegarandeerd worden.¹¹⁴⁰

Voor toezichthouders wordt de rol weggelegd om toezicht te houden op de gepastheid van het beloningsbeleid, te vereisen dat veranderingen worden aangebracht in het beloningsbeleid indien dit er toe leidt dat er excessieve risico's worden genomen, en indien mogelijk, extra kapitaal onder pijler II van Bazel II te vereisen indien geen adequate herstelling plaatsvindt.¹¹⁴¹ Als aanvulling daarop zouden internationale colleges van toezichthouders een gemeenschappelijke benadering overeen moeten komen om – via pijler II van Bazel II – de beloningsprikkel bij private ondernemingen op een lijn te brengen.¹¹⁴²

4.2 Committee of European Banking Supervisors

Het Committee of European Banking Supervisors (CEBS) is op 5 november 2003 opgericht bij besluit van de Europese Commissie (EC). Het comité is samengesteld uit vertegenwoordigers van de Europese banktoezichthouders en de centrale banken. Namens Nederland participeert DNB in dit comité.

Het CEBS heeft tot doelstelling de grensoverschrijdende samenwerking tussen toezichthouders en de harmonisatie van de toezichtsstandaarden en -praktijken van bancaire toezichthouders binnen de Europese Unie te bevorderen. De autoriteiten van de lidstaten van de Europese Economische Ruimte (EER) maken ook onderdeel uit van het comité. De taken van het CEBS zijn als volgt te omschrijven: (i) het adviseren van de EC over beleidsmatige kwesties, onder meer bij de voorbereiding van nieuwe wet- en regelgeving voor banken, (ii) het bevorderen van samenwerking en convergentie in de toezichtspraktijk op banken tussen de Europese toezichthouders, en (iii) het monitoren van gemeenschappelijke implementatie en consistente toepassing van Europese regelgeving.

Op 20 april 2009 heeft het CEBS de richtlijn¹¹⁴³ High-level Principles for Remuneration Policies uitgebracht (CEBS Principes). De CEBS Principes richten zich zowel tot de onder toezicht staande instellingen als tot de toezichthouders. In de Principes wordt het beloningsbeleid voor de gehele organisatie behandeld en dus niet zozeer uitsluitend bestuurdersbeloningen of afvloeiingsuitkeringen. Verder wordt gefocust op de belangrijke aspecten van het beloningsbeleid, waaronder het op een lijn brengen van de ondernemingsdoelstellingen en de individuele doelstellingen, transparantie naar interne en externe stakeholders, governance op het gebied van toezicht en besluitvorming, prestatiemetingen en de beloningsvormen. Hoewel de CEBS Principes niet bindend zijn, dienen ze vóór het einde van het derde kwartaal 2009 geïmplementeerd te zijn. Ondernemingen mogen na de implementatie echter wel een transitieperiode instellen om bijvoorbeeld bestaande contracten te heronderhandelen.

Als laatste inleidende overweging merkt het CEBS op dat verdere aandacht zal worden besteed aan hoe in de supervisory review and evaluation process (SREP) om kan worden gegaan met de risico's die voortvloeien uit het beloningsbeleid.¹¹⁴⁴ Daarbij zullen toezichthouders ook aandacht besteden aan de onder pijler II beschikbare instrumenten om de risico's te matigen en aan te pakken.

¹¹³⁹ De oorspronkelijke Engelse tekst wordt «these standards should apply not only to proprietary trading but also to asset managers». In dit onderzoek is ervan uitgegaan dat met proprietary traders beleggingsondernemingen worden bedoeld die beleggingsactiviteiten verrichten, namelijk handel voor eigen rekening, zie artikel 2:96 Wft. juncto artikel 1:1 Wft.

¹¹⁴⁰ Aanbeveling 11 van de High-Level Group on financial supervision in the EU.

¹¹⁴¹ Aanbeveling 11 van de High-Level Group on financial supervision in the EU.

¹¹⁴² Aanbeveling 26 van de High-Level Group on financial supervision in the EU.

¹¹⁴³ De Richtlijn van het CEBS is «further specification of EU legislation, especially where such legislation provides for minimum harmonisation, covering the substance as well as processes. Guidelines will be addressed to supervised institutions and supervisory authorities. They may also be addressed to national legislators in so far as some authorities have the power or need to incorporate them in national legislation.» Zie <http://www.c-ebs.org/Publications.aspx> (laatst gecontroleerd op 22.10.2009).

¹¹⁴⁴ De SREP is de beoordeling van de interne toets van een instelling of het kapitaal toereikend is door de toezichthouder (de interne toets is de ICAAP toets). Deze toetsen vinden plaats in het kader van de Basel II pijler II toets. Zie <http://www.dnb.nl/openboek/extern/id/en/all/41-159155.html> (laatst gecontroleerd op 22.10.2009).

In het eerste principe staat dat de financiële instelling een beloningsbeleid dient op te stellen dat in lijn is met de ondernemingsstrategie, de risicotolerantie, de doelstellingen, de waarden en de lange termijn belangen. Het beleid zou niet moeten aanzetten tot het nemen van excessieve risico's. Het beleid dient de instelling als geheel te omvatten, maar wel specifieke regelingen te bevatten die rekening houden met de respectievelijke rollen van het *senior management*, risiconemers en controle functies. Werknemers die een controle functie uitoefenen moeten toereikend worden beloond, opdat bekwame werknemers voor deze functies kunnen worden aangetrokken.¹¹⁴⁵ Afvloeiingsregelingen of beloningen die aan andere scenario's zijn gekoppeld – bijvoorbeeld een fusie of een overname – dienen te worden gekoppeld aan de in de tijd gerealiseerde prestaties. Ze mogen geen mislukkingen belonen. Daarbij is het belangrijk dat het remuneratiebeleid intern transparant is en extern voldoende geopenbaard wordt.¹¹⁴⁶ Alle werknemers moeten weten wat de criteria zijn voor de beoordeling van de toekenning van de beloning. Naar buiten toe¹¹⁴⁷ dient ook aan een aantal voorwaarden te worden voldaan. Naar de externe stakeholders moet op een heldere en eenvoudig te begrijpen manier worden gecommuniceerd. Indien toezichthouders daarom vragen, moet het beloningsbeleid duidelijk worden gemaakt.

De raad van commissarissen¹¹⁴⁸ zou de beloning van het bestuur¹¹⁴⁹ moeten vaststellen. Daarnaast dient de raad van commissarissen de Principes van het algemene beloningsbeleid van de onderneming goed te keuren en het toezicht op de toepassing daarvan te behouden. De uitvoering van het beloningsbeleid zou onderworpen moeten worden aan centrale en onafhankelijke beoordeling.¹¹⁵⁰ Dit dient minstens eenmaal per jaar te gebeuren. Speciale aandacht moet daarbij worden besteed aan bepaald nadelig werknemersgedrag zoals het nemen van excessieve risico's. Naast het feit dat de raad van commissarissen het beleid goedkeurt en toezicht houdt op het beleid, dienen ook andere partijen – zoals de controle functies, de afdeling personeel en organisatie en de aandeelhouders – te worden betrokken bij het onderwerp. De commerciële afdeling mag trouwens niet de beloningen van de controle functies bepalen aangezien dit een potentieel tegenstrijdig belang kan opleveren.

Indien de betaling van de beloning gekoppeld is aan een prestatie, zou de beloning moeten worden gebaseerd op een combinatie van individuele en collectieve prestaties. Bij de individuele beoordeling dient ook rekening te worden gehouden met niet-financiële criteria. Het meten van de prestatie, als basis voor de toekenning van de bonus, dient aanpassingen voor risico en kapitaalkosten te bevatten.¹¹⁵¹ Indien het passend is, dient een slechte prestatie op de niet-financiële criteria de goede prestatie op de financiële criteria te overstemmen.

¹¹⁴⁵ Principe 1 van de High-level principles for Remuneration Policies.

¹¹⁴⁶ Principe 2 van de High-level principles for Remuneration Policies.

¹¹⁴⁷ Waarbij wordt bedoeld naar externe stakeholders en toezichthouders.

¹¹⁴⁸ Het rapport spreekt over the management body, in its supervisory function.

¹¹⁴⁹ Het rapport spreekt over the management body, in its management function.

¹¹⁵⁰ Principe 3 van de High-level principles for Remuneration Policies.

¹¹⁵¹ Principe 4 van de High-level principles for Remuneration Policies.

¹¹⁵² Principe 5 van de High-level principles for Remuneration Policies.

Er dient een evenredige ratio te zijn tussen de vaste beloning en de bonus. Werknemers zouden niet afhankelijk moeten zijn van hun bonus. Indien een aanmerkelijke bonus wordt betaald, dan moet deze niet puur contant vooruit worden betaald, maar dan zou de betaling een flexibel en uitgesteld component moeten bevatten. Bij de uitbetaling dient rekening te worden gehouden met de risicohorizon van de onderliggende prestatie.¹¹⁵² Alle vooruit betaalde bonussen zouden onderworpen moeten worden aan een *claw back*.

4.3 Lacunes op het gebied van het beloningsbeleid

Ondanks de aanwezigheid van niet-bindende regels, blijft de vraag of deze regels de juiste prikkels bevatten om tot nakoming van een verantwoord beloningsbeleid te komen. In dit onderdeel wordt een aantal lacunes geformuleerd dat in de Europese regels kon/kan worden gevonden.

De meeste Principes en adviezen/aanbevelingen op Europees niveau zijn pas als reactie op de kredietcrisis geformuleerd. Zo waren er voordat de kredietcrisis begon maar twee Aanbevelingen op het gebied van beloningen. De twee Aanbevelingen uit 2004 en 2005 zijn deels ontstaan als antwoord op de grote *corporate* schandalen – zoals Parmalat – waarbij het beloningsbeleid ook een rol speelde.¹¹⁵³ Ten tijde van het ontstaan van de crisis waren er dus maar weinig regels/normen en de twee aanbevelingen die er wel waren werden niet bevredigend toegepast.¹¹⁵⁴

Hoewel bijvoorbeeld de CEBS Principes en de High-Level Group on Financial Supervision in the EU naar Bazel II verwijzen, is de waarde van de Europese regels te verwaarlozen. Geen enkele regeling op Europees niveau is namelijk bindend. Het is dus zeer goed mogelijk dat, indien er geen bindende regels op dit niveau komen, de financiële ondernemingen die de lokale beloningsregels niet meer zien zitten zich naar andere lidstaten verplaatsen omdat daar minder strenge regels kunnen gelden.

Verrassend genoeg stelt de High-Level Group dat beloningen beter in lijn moeten worden gebracht met de aandeelhoudersbelangen. In alle andere aanbevelingen en rapporten wordt juist de nadruk gelegd op het introduceren van de belangen van andere stakeholders in het beloningsbeleid.

5. MONDIAAL

Op mondiaal niveau is er geen relevante wet- en regelgeving die op Nederland betrekking heeft. Wel zijn er niet-bindende maar invloedrijke aanbevelingen/rapporten.¹¹⁵⁵ In dit hoofdstuk zal eerst aandacht worden besteed aan de Basel Committee on Banking Supervision en vervolgens aan het Financial Stability Forum en aan de opvolger daarvan, de Financial Stability Board. De door de Financial Stability Board opgestelde regels zijn op 24–25 september 2009 door de G20 onderschreven. Tot slot wordt een aantal lacunes gesignaleerd.

5.1 Basel Committee on Banking Supervision

Het Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) is in 1975 door de presidenten van de centrale banken van de G10 opgericht. De doelstelling van het Comité is om normen en richtlijnen voor toezicht te formuleren en aanbevelingen te doen voor «best practices» in de verwachting dat nationale autoriteiten deze zullen implementeren door middel van wetgeving of langs een andere weg. Het Comité probeert daarmee convergentie te bevorderen. De bevindingen van het Comité hebben geen rechtskracht. Het BCBS bestaat uit leden uit diverse landen waaronder Nederland. In september 1999 en februari 2006, heeft het BCBS de rapporten *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations* uitgebracht. In beide rapporten wordt expliciet aandacht besteed aan het risico van korte termijn denken indien beloningen niet gekoppeld worden

¹¹⁵³ SEC(2007) 1022, p. 2.

¹¹⁵⁴ SEC(2007) 1022, p. 3–4 en SEC(2009) 580, p. 49.

¹¹⁵⁵ In dit onderzoek worden de verplichtende termen «moeten» en «dienen» gebruikt bij het bespreken van de aanbevelingen. Deze «verplichtingen» dienen gerelativeerd te worden aangezien het niet-bindende regelingen betreft.

aan de strategie van de bank. Hieronder zal eerst aandacht worden besteed aan het rapport uit 1999 en vervolgens aan het rapport uit 2006.

5.1.1 Ad (i) Rapport uit 1999

In het rapport van 1999 wordt verwezen naar de corporate governance regels die de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling in 1999 heeft gepubliceerd.¹¹⁵⁶ In de introductie geeft het BCBS aan dat het rapport gepubliceerd wordt om het belang van de corporate governance regels van de Organisatie voor economische samenwerking voor banken te benadrukken. De overwegingen zijn niet bindend, maar bedoeld als ondersteuning voor toezichthouders om goede nationale corporate governance regels vast te kunnen stellen.¹¹⁵⁷

Het BSBC wijst op de noodzaak dat de beloningsbenadering consistent is met de ethische waarden van de bank, haar doeleinden, strategie en *control environment*. Het onvermogen om variabele beloningen te linken aan de strategie van de bank, kan managers aanmoedigen om zaken te doen op basis van volume en/of korte termijn winstgevendheid zonder daarbij de korte of lange termijn risico's te betrachten. Dit kan vooral bij handelaren en *loan officers* voorkomen, maar ook bij het ondersteunende personeel.¹¹⁵⁸

De *board of directors*¹¹⁵⁹ moet de beloningen van het *senior management* en het belangrijkste personeel goedkeuren en er zorg voor dragen dat de beloning consistent is met de bankcultuur, de doeleinden, strategie, en *control environment*. Dit moet ervoor helpen zorgen dat het *senior management* en het belangrijkste personeel in het belang van de bank handelen.¹¹⁶⁰

Om ervoor te zorgen dat er geen prikkels worden gecreëerd om excessieve risico's te nemen, moeten de salarisschalen zo worden opgebouwd dat ze niet teveel afhankelijk zijn van korte termijn prestaties zoals korte termijn handel winsten.¹¹⁶¹

5.1.2 Ad (ii) Rapport uit 2006

In februari 2006 heeft het BCBS haar corporate governance regels uit 1999 herzien. Zoals ze de regels uit 1999 op de regels van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling uit 1999 had gebaseerd, heeft het BCBS haar 2006 regels op de herziene corporate governance regels van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling uit 2004 gebaseerd. In de inleiding geeft het BCBS aan dat de corporate governance regels niet zozeer bedoeld zijn als regelgevend kader, maar als instrument om de *banking organisations* te assisteren bij het verbeteren van hun eigen corporate governance kader en om een houvast aan toezichthouders te bieden om de kwaliteit van de kaders te beoordelen.¹¹⁶² In dit rapport heeft het BCBS de klassieke corporate governance structuur overgenomen en haar overwegingen in de vorm van Principes gegoten. In principe 6 worden de beloningen besproken.

Allereerst wijdt het BCBS een paragraaf aan het belang van onafhankelijke *directors*.¹¹⁶³ Het belang van deze *directors* voor de onderneming is dat ze onafhankelijk en objectief zijn. Dit is voornamelijk belangrijk bij de bespreking van de belangrijkste onderwerpen, waaronder de beloningen van de *board of directors* en de beloningen van de *key executives*.¹¹⁶⁴

¹¹⁵⁶ Aan de algemene corporate governance regels van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) uit 1999 en 2004 is in dit hoofdstuk geen aandacht besteed.

¹¹⁵⁷ Punt 6 van *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations 1999*.

¹¹⁵⁸ Punt 23 van *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations 1999*.

¹¹⁵⁹ Met de term *board of directors* wordt niet alleen het bestuur bedoeld, maar ook de raad van commissarissen (*one-tier model*).

¹¹⁶⁰ Punt 24 van *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations 1999*.

¹¹⁶¹ Punt 25 van *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations 1999*.

¹¹⁶² Punt 3 van *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations 2006*.

¹¹⁶³ Waarbij het niet uitmaakt of er sprake is van een raad van commissarissen (*two-tier model*) of van een *board of directors* waarin executive en non-executive directors zitten (*one-tier model*).

¹¹⁶⁴ Punt 18 van *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations 2006*.

Principe 6 is gebaseerd op het principe uit 1999 dat de beloningsbepaling consistent moet zijn met de ethische waarden van de bank, haar doeleinden, strategie en *control environment*. In deze versie zijn toch enkele nuanceverschillen aangebracht. In plaats van beloningsbepaling worden in de code de termen beloningsbeleid en -praktijken gebruikt, in plaats van ethische waarden wordt *corporate culture* gebruikt, vóór de termen doeleinden en strategie wordt de term «lange termijn» geplaatst en waar in 1999 niet duidelijk uit het principe bleek wie er verantwoordelijk voor was, wordt in 2006 toegevoegd dat de *board* er zorg voor draagt. Daarmee luidt het principe: de *board* draagt er zorg voor dat het beloningsbeleid en de beloningspraktijken consistent zijn met de *corporate culture* van de bank, de lange termijn doeleinden en strategie van de bank, en de *control environment*.

Ook de overige beloningsbepalingen zijn aangepast. Ze zijn uitgebreid en richten zich meer op de lange termijn. De stakeholders worden geïntroduceerd, er wordt een rol voor de raad van commissarissen weggelegd en de bepaling over variabele beloningen wordt verduidelijkt. Behalve een uitbreiding heeft het rapport een opvallende vernauwing. Waar het in het rapport 1999 soms nog ging over de beloningen van managers of *key personnel*, gaat het in het rapport 2006 hoofdzakelijk over de beloningen van bestuurders en *senior management*.¹¹⁶⁵ Verder is er nog een passage die niet direct kan worden teruggevonden in het rapport van 2006: na de opsomming van zaken waar de beloningen consistent mee moeten zijn, is de zinsnede geschrapt dat het feit dat beloningen consistent met deze zaken zijn, ervoor helpt te zorgen dat het *senior management* en het belangrijkste personeel in het belang van de bank handelen.¹¹⁶⁶ Tot slot is het voorbeeld weggelaten dat het ontbreken van een koppeling tussen variabele beloningen en de ondernemingsstrategie vooral bij handelaren en *loan officers* voorkomt, maar ook bij het ondersteunende personeel.¹¹⁶⁷

In de bepaling dat het onvermogen om variabele beloningen te linken aan de strategie van de bank er voor kan zorgen dan wel managers kan aanmoedigen om zaken te doen op basis van volume en/of korte termijn winstgevendheid zonder daarbij de korte of lange termijn risico's te betrachten, is een aantal veranderingen aangebracht.¹¹⁶⁸ Het gaat nog uitsluitend om de variabele beloningen van de *board of directors* en van het *senior management* en bij de strategie gaat het om de lange termijn strategie. In plaats van de conclusie te trekken dat de gebrekkige link tussen de beloning en de strategie er voor kan zorgen dan wel managers ertoe aan kan zetten om zich op het volume en de korte termijn te richten, wordt in deze bepaling de conclusie getrokken dat zij kan leiden tot acties die tegen de belangen van aandeelhouders en stakeholders gaan. Als voorbeeld wordt daarbij genoemd, het geval waarin zaken op basis van volume en/of korte termijn winstgevendheid worden gedaan zonder daarbij de korte of lange termijn risico's te betrachten.

Waar in het rapport 1999 stond dat de *board of directors* de beloningen van het *senior management* en het belangrijkste personeel goed moet keuren en er zorg voor moet dragen dat de beloning consistent is met de bankcultuur, de doeleinden, strategie, en *control environment*, wordt in het rapport 2006 een aantal zaken aan deze regel toegevoegd. Zo kan in plaats van de *board of directors* ook een *board committee* optreden, gaat het niet alleen om het goedkeuren maar ook om het vaststellen van de beloningen, dienen de beloningen consistent te zijn met het beloningsbeleid en wordt er gesteld dat het wenselijk kan zijn om het belonings-

¹¹⁶⁵ Zie bijvoorbeeld punten 44, 45 en 47 van Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations 2006 en punten 23 en 24 van Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations 1999. In punt 47 van het rapport 2006 wordt wel weer over key executives gesproken.

¹¹⁶⁶ Punt 45 van Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations 2006 en punt 24 van Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations 1999.

¹¹⁶⁷ Punt 44 van Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations 2006 en punt 23 van Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations 1999.

¹¹⁶⁸ Punt 44 van Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations 2006.

beleid door de raad van commissarissen¹¹⁶⁹ te laten behandelen, opdat er een kleinere kans op tegenstrijdige belangen is. De bedoeling is dat aandeelhouders en overige stakeholders vertrouwen hebben in het afhandelen van de beloningsproblematiek.¹¹⁷⁰

Aan de bepaling dat de salarisschalen zo moeten worden opgebouwd dat ze niet teveel afhankelijk zijn van korte termijn prestaties waardoor er geen excessieve risico's worden genomen, is een aantal bepalingen toegevoegd.¹¹⁷¹ Ten eerste wordt verduidelijkt dat, indien bestuurders¹¹⁷² of *senior managers* in aanmerking komen voor prestatiebeloningen, de beloningen afhankelijk moeten zijn van relevante en objectieve voorwaarden die zo ontworpen zijn dat ze de lange termijn *corporate value* versterken. Daarnaast dient het beloningsbeleid voorwaarden te specificeren waaronder *board members* en *key executives* aandelen in de bank of verwante ondernemingen¹¹⁷³ mogen bezitten of verhandelen. Tot slot dient het beloningsbeleid procedures te bevatten die gevolgd moeten worden bij het toekennen en het herwaarderen van opties indien deze een wezenlijk onderdeel uitmaken van de beloning.

5.2 Financial Stability Forum en Financial Stability Board

Het Financial Stability Forum (FSF) is de voorganger van de Financial Stability Board (FSB). De FSF is in 1999 door de G7 opgericht met als doel om de samenwerking tussen de verschillende nationale en internationale toezichthouders te versterken waardoor de financiële stabiliteit werd bevorderd. In de G20 vergadering van april 2009 is de wens uitgesproken het lidmaatschap van de FSF uit te breiden en het mandaat van de FSF te verbreden. Daarop is de FSB ter vervanging van de FSF opgericht, met als breed mandaat om de financiële stabiliteit te bevorderen. Naast het lidmaatschap van internationale organisaties zoals de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling, de Wereldbank, de Europese centrale bank of de Europese Commissie, zijn ook nationale organisaties lid van de FSB. Voor Nederland zijn De Nederlandsche Bank en het Ministerie van Financiën lid.

In april 2009 heeft het FSF negen Principes over beloningsbeleid voor financiële instellingen gepresenteerd. Op de G20 top van 25 september 2009 heeft de FSB implementatiestandaarden voor voornoemde Principes gepresenteerd. In dit onderzoek komen eerst de Principes aan bod en vervolgens de implementatiestandaarden.

5.2.1 FSF Principles for sound compensation practices

De bedoeling van de FSF principles for sound compensation practices (FSF Principles) is om de prikkels vanuit de beloningsstructuur te verminderen die tot het nemen van excessieve risico's kunnen leiden. In het voorwoord staat dat bedrijven de Principes zullen implementeren en dat handhaving daarvan middels toezichthouders en nationale interventie bewerkstelligd moet worden. Verderop in het voorwoord staat dat autoriteiten die lid zijn van het FSF een coördinerende taak hebben door erop toe te zien dat er een consistente aanpak tussen de verschillende jurisdicties is. Het belang van deze Principes kan mede worden onderstreept doordat verschillende organisaties naar deze Principes verwijzen. Als voorbeeld kunnen de G20, de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling en de AFM en DNB¹¹⁷⁴ worden genoemd.

¹¹⁶⁹ Het rapport spreekt van een committee of the board composed wholly or by a majority of independent directors.

¹¹⁷⁰ Punt 45 van Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations 2006.

¹¹⁷² Het rapport spreekt over *executive directors*.

¹¹⁷³ Bij verwante onderneming gaat het om een onderneming waarin de bank wezenlijke (material) financiële belangen heeft.

¹¹⁷⁴ De AFM en DNB hebben deels hun Principes voor beheerst beloningsbeleid op deze regels gebaseerd.

Principes 1 tot en met 3 bespreken de doeltreffende governance van beloningen, Principes 4 tot en met 7 betreffen het op een lijn brengen van beloningen met een zorgvuldig risicobeleid en Principes 8 en 9 het doelmatige toezicht op de betrokkenheid van de *stakeholders*.

De *board of directors*¹¹⁷⁵ is verantwoordelijk voor het ontwerpen van het beloningssysteem en de uitwerking daarvan.¹¹⁷⁶ Daarbij gaat het om het beloningsbeleid voor de gehele organisatie. Het is belangrijk dat er serieus en aanhoudende aandacht aan het onderwerp wordt gegeven. Het volledig delegeren van deze taak is riskant. De raad van commissarissen krijgt ten aanzien van het beloningsbeleid een expliciete en zware verantwoordelijkheid. Zo dient de raad van commissarissen niet alleen voldoende kennis van beloningssystemen te hebben, maar ook van *risk measurement*. Het laten uitvoeren van onafhankelijke *audits* is géén vervanging van dit laatste vereiste: de raad dient nu eenmaal voldoende kennis te hebben. Gezien de gevoelige verhouding tussen beloningen en risico's, zal de raad van commissarissen moeten bemiddelen bij onenigheden over *risk measurement*. Daarnaast dient de raad van commissarissen genoeg te weten over hoe risico's zich in het verleden hebben gerealiseerd om te kunnen bemiddelen in onenigheden over hoe beloningen veranderd moeten worden in periodes van hoge verliezen.

Het is niet voldoende dat er een goed beloningsbeleid is ontworpen. Het systeem moet namelijk ook op alle organisatieniveaus goed functioneren. Het is daarom noodzakelijk dat de *board of directors* het beloningssysteem monitort en herziet.¹¹⁷⁷ Het monitoren moet zich niet alleen richten op het vinden van afwijkingen van de regels, maar ook op het vinden van onredelijke of ongewenste uitkomsten die voortvloeien uit zwaktes van het systeem.

De werknemers die verantwoordelijk zijn voor de financiële controle en de risicocontrole dienen erop toe te zien dat er controles en aanpassingen van beloningen zijn, zodat gewaarborgd is dat de beloningen zich geschikt verhouden tot winsten en risico's. Het is dan ook belangrijk om de beloning van deze werknemers goed te regelen en dat deze werknemers voldoende autoriteit hebben. Ten eerste mag de beloning van deze groep werknemers niet afhankelijk zijn van de bedrijfstak waar ze toezicht op houdt. Het is namelijk belangrijk dat deze werknemers onafhankelijk kunnen opereren. Ten tweede dient de beloning evenredig te zijn aan de belangrijke taak die zij vervullen.¹¹⁷⁸ Bij een te lage beloning kunnen deze werknemers namelijk niet voldoende goed functioneren en kunnen ze aan autoriteit inboeten.

Bij het beoordelen van de kwaliteit van prestatiebeloningen dient de toezichthoudende groep werknemers aandacht te besteden aan drie verschillende aspecten, namelijk dat (i) alle kosten inbegrepen zijn, (ii) naar de kwaliteit van de waarderingen wordt gekeken en beoordeeld wordt hoe onafhankelijk de waarderingen zijn, en dat (iii) vermeden wordt dat nu een beloning wordt gegeven die gekoppeld is aan een toekomstige winst.

¹¹⁷⁵ Met de term *board of directors* wordt niet alleen het bestuur bedoeld, maar ook de raad van commissarissen (one-tier model).

¹¹⁷⁶ Principe 1 van de FSF Principles for Sound Compensation Practices.

¹¹⁷⁷ Principe 2 van de FSF Principles for Sound Compensation Practices.

¹¹⁷⁸ Principe 3 van de FSF Principles for Sound Compensation Practices.

¹¹⁷⁹ Principe 4 van de FSF Principles for Sound Compensation Practices.

Naast het stellen van vereisten aan toezichthoudende organen/werknemers, zijn in de FSF Principles ook regels opgenomen die proberen om de beloningsprikkel op een lijn te krijgen met risico's. Zo moeten beloningen worden aangepast voor het nemen van risico's.¹¹⁷⁹ Twee werknemers die even veel geld voor de onderneming verdienen maar waarvan de ene veel meer risico's heeft genomen dan de andere, dienen niet dezelfde

beloningen te ontvangen. Bij de beoordeling van de «risicoaanpassing» wordt naar zowel kwantitatieve gegevens gekeken als naar de menselijke beoordeling. De risicoaanpassing wordt overigens voor alle verschillende types risico's toegepast.

Als tweede manier om de beloningen aan risico's te koppelen, stelt de FSF drie verschillende aandachtspunten op: (i) beloningsuitkomsten moeten symmetrisch aan de risico-uitkomsten zijn, (ii) uitbetalingsroosters moeten rekening houden met de tijdshorizon van risico's, en (iii) de combinatie van beloningen in contanten, aandelen en andere vormen moet consistent zijn met het *alignment* van de risico's.

Allereerst dient de beloning symmetrisch aan het risicore resultaat te zijn.¹¹⁸⁰ De FSF stelt dat deze regel haar oorsprong vindt in het feit dat de asymmetrie van variabele beloningen ertoe heeft geleid dat excessieve risico's zijn genomen. Aanvullend daarop is de voorwaarde dat uitbetalingsroosters van beloningen rekening moeten houden met de tijdshorizon van risico's.¹¹⁸¹ Als de beloning wordt gebaseerd op de winst van één jaar, mag de uitbetaling pas geschieden nadat de tijdshorizon van de risico's is verstreken. Dit kan enkele jaren duren. Dit zou bijvoorbeeld gerealiseerd kunnen worden door bonussen in een soort escrowrekening te storten. Via de *claw back* kan dan het geld teruggevorderd worden indien de gehele onderneming slecht presteert of indien de *exposures* waaraan de individuele werknemer de onderneming heeft blootgesteld, slecht presteren. Vertrek van een werknemer zou geen vervroegde betaling – zoals betaling van een *golden parachute* – in werking moeten zetten. Ook de *golden handshake* en de gegarandeerde bonussen kunnen zich niet goed verdragen aan de voornoemd principe om beloningen aan de tijdshorizon van risico's te koppelen. Tot slot dient de beloning te bestaan uit een combinatie van contanten, aandelen en andere beloningsvormen en dient zij consistent te zijn met het *alignment* van de risico's.¹¹⁸² Het doel achter deze mix van beloningsvormen is om een betere koppeling te krijgen tussen beloningen en het lange termijn beheer van de onderneming dan in het verleden.

Om voornoemde Principes ook daadwerkelijk te kunnen realiseren is het belangrijk dat de verschillende stakeholders – waaronder toezichthouders, aandeelhouders en overheden – meer informatie over beloningen krijgen zodat ze zich meer met de beloningsproblematiek kunnen bezighouden. Volgens de FSF is dit weer nodig om als onderneming op lange termijn bestand te zijn tegen slechte governance op het gebied van beloningen. Om een goede governance op dit gebied te hebben is het volgens de FSF dan ook noodzakelijk om een rol weg te leggen voor de toezichthouders en om de informatie goed te openbaren zodat de stakeholders bij de discussie kunnen worden betrokken.

De beoordeling van beloningspraktijken moet dan ook rigoureu en aanhoudend door toezichthouders worden aangepakt. Indien ze merken dat er tekortkomingen zijn, dienen ze deze prompt aan te pakken.¹¹⁸³ Mocht er niet voldoende verbetering optreden, dan kan de toezichthouder beslissen om extra kapitaalseisen te stellen. Opdat de andere stakeholders – zoals aandeelhouders, wederpartijen, depositohouders, auditors en analisten – zelfstandig kunnen beoordelen of de onderneming blijvend financieel gezond en stabiel is, dienen bedrijven hun beloningspraktijken op een duidelijke, begrijpelijke en tijdige manier te openbaren. Op die manier kan een constructieve *engagement* met alle stakeholders worden gefaciliteerd.¹¹⁸⁴ Gepubliceerd dient in ieder geval te worden: (i) de

¹¹⁸⁰ Principe 5 van de FSF Principles for Sound Compensation Practices.

¹¹⁸¹ Principe 6 van de FSF Principles for Sound Compensation Practices.

¹¹⁸² Principe 7 van de FSF Principles for Sound Compensation Practices.

¹¹⁸³ Principe 8 van de FSF Principles for Sound Compensation Practices.

¹¹⁸⁴ Principe 9 van de FSF Principles for Sound Compensation Practices.

filosofie achter het beloningsmodel, (ii) hoe het model wordt uitgevoerd, (iii) een voldoende gedetailleerde beschrijving van de risico aanpassingen, (iv) hoe beloningen zich in de tijd tot feitelijke prestaties verhouden, (v) voldoende informatie over beloningsuitkomsten voor werknemers of verschillende niveaus dan wel in verschillende units voor stakeholders om te kunnen beoordelen of het systeem werkt zoals het ontworpen was, en (vi) samenvattingen van de interne en externe audits.

5.2.2. FSB Principles for sound compensation practices – implementation standards

Op 25 september 2009 heeft het FSB de implementatiestandaarden gepubliceerd die bij de FSF Principles horen (FSB implementatiestandaarden). De FSB is met deze implementatiestandaarden gekomen nadat de G20 hierom tijdens de vergadering van april 2009 in Londen had gevraagd.

Tijdens de G20 vergadering van 24 en 25 september 2009 in Pittsburgh, hebben de G20 de implementatiestandaarden van de FSB volledig onderschreven. De G20 hebben dus geen eigen regels geformuleerd. In de Leaders' statement¹¹⁸⁵ van de Pittsburgh top hebben de G20 verder de financiële instellingen opgeroepen om deze deugdelijke beloningspraktijken¹¹⁸⁶ onmiddellijk te implementeren. De G20 geven de FSB de taak om de implementatie van de FSB standaarden te monitoren en om – indien nodig – in maart 2010 additionele maatregelen voor te stellen. In deze standaarden komen de corporate governance hervormingen, mondiale standaarden over beloningsstructuren, grote transparantie en openbaarmakingsplichten aan bod. De FSB heeft bij het ontwikkelen van deze standaarden de nadruk gelegd op de gebieden waar snelle ontwikkelingen nodig zijn, waardoor niet alle onderwerpen uit de FSF Principles aan bod komen. Volgens de FSB is het nodig dat deze implementatiestandaarden zo rigoureuus en consistent mogelijk door alle grote financiële instellingen in de wereld worden gevolgd, zodat er een *level playing field* ontstaat. De FSB zal periodiek de door ondernemingen en toezichthouders ondernomen acties onderzoeken om te kunnen beoordelen of er geïmplementeerd wordt en of de implementatie de bedoelde effecten heeft. Benodigde additionele maatregelen zullen uiterlijk in maart 2010 worden gepubliceerd. Tot slot staat in het voorwoord van de implementatiestandaarden dat het doel van de standaarden is om de stabiliteit en de robuustheid van het financiële systeem te versterken. Ze mogen niet worden gebruikt om de toegang tot de markten te beperken of te verhinderen.

In de FSB implementatiestandaarden wordt eerst aandacht besteed aan de governance van beloningen, waarbij een bijzondere rol wordt toegekend aan de remuneratiecommissie, vervolgens aan de beloningen ten opzichte van het kapitaal, waarna een hoofdstuk over de betalingsstructuur van de beloningen en het risico *alignment* volgt. Daarbij wordt vooral aandacht besteed aan de variabele beloning; aan de voorwaarden waaraan het totale beloningspakket van de onderneming dient te voldoen; aan de modaliteiten van de variabele beloning op individuele basis; aan de vraag welk onderdeel van de variabele beloning uitgesteld dient te worden betaald en hoe lang de betaling uitgesteld moet worden; aan de vorm waarin de variabele beloning moet worden uitbetaald; aan de vraag wanneer beloningen kunnen worden ingetrokken; aan de vraag hoe de overheid de beloningen kan aanpassen in het geval dat de overheid bij de onderneming ingrijpt om deze te redden dan wel te stabiliseren; aan de

¹¹⁸⁵ Leaders' statement: The Pittsburgh Summit, 24–25 september 2009, punt 13.

¹¹⁸⁶ Het is onduidelijk of hier bedoeld wordt op de FSF Principles of op de FSB implementatiestandaarden. Voor de relevantie van dit onderscheid zie paragraaf 6 over de lacunes.

vraag of gegarandeerde bonussen mogen worden toegekend; aan de vraag of de huidige vertrekvergoedingen in lijn zijn met een aantal doelstellingen; en, tot slot, aan de persoonlijke verzekerings- en/of *hedging* strategieën die werknemers nemen. Daarop volgt een hoofdstuk over de openbaarmaking. Tot slot worden nog diverse bepalingen genoemd die aangeven hoe toezichthouders toezicht dienen te houden, waarbij tevens aandacht wordt besteed aan de mogelijkheid om extra kapitaaleisen te stellen onder nationale regelgeving dan wel onder de tweede pijler van Bazel II.

Ten aanzien van de governance van beloningen, vindt de FSB dat significante financiële instellingen een remuneratiecommissie moeten hebben als onderdeel van hun governance structuur en organisatie. Deze commissie dient namens de raad van commissarissen het ontwerp en de werking van het beloningssysteem te overzien.¹¹⁸⁷ De commissie zou zo georganiseerd moeten zijn dat de commissie het beloningsbeleid en de beloningspraktijk op een competente en onafhankelijke manier kan beoordelen. Deze eis aan de beoordeling geldt ook voor de beoordeling van de prikkels op de beheersrisico's, het kapitaal en de liquiditeit. Daarnaast moet de commissie zorgvuldig bepaalde praktijken beoordelen waarbij beloningen worden betaald, terwijl de beloning wordt gebaseerd op toekomstige en eventuele inkomsten waarvan de timing en de waarschijnlijkheid onzeker blijven. Bij de beoordeling is het belangrijk dat de commissie toont dat haar beslissingen consistent zijn met de beoordeling van de financiële gezondheid van de onderneming alsook de toekomstige verwachtingen. Om dit alles te kunnen bereiken, dient de commissie bij de beoordeling van de door beloningen gecreëerde prikkels nauw samen te werken met de risicocommissie van de onderneming. Daarnaast dient de commissie zich ervan te verzekeren dat in het beloningsbeleid de FSF Principes en FSB standaarden, maar ook de aanvullende regels van het Basel Committee, de IAIS, de IOSCO en de regels van de nationale toezichthouders in acht worden genomen. De commissie dient zich er ook van te verzekeren dat er jaarlijks een beloningsherziening plaatsvindt. De herziening komt onafhankelijk van het management tot stand. Deze herziening wordt voorgelegd aan de relevante nationale toezichthouders of wordt publiekelijk geopenbaard. Waar het passend is, wordt de opdracht tot herziening aan een externe partij gegeven. In de herziening moet beoordeeld worden of de FSF Principes, FSB implementatiestandaarden en de door nationale toezichthouders uitgevaardigde toepasselijke standaarden in acht zijn genomen.¹¹⁸⁸

Voor werknemers die werkzaam zijn in risico en *compliance* functies, is het belangrijk dat hun beloning onafhankelijk van het *business* domein wordt vastgesteld. Met de beloning dienen gekwalificeerde en ervaren werknemers aan te kunnen worden getrokken. De prestatiecriteria van deze werknemers moeten primair worden gebaseerd op het bereiken van doeleinden die voor hun functies zijn neergelegd.¹¹⁸⁹

Significante financiële ondernemingen dienen ervoor te zorgen dat het totaal aan variabele beloningen hen niet begrenst in de capaciteit om de kapitaalbasis te versterken. De hoogte tot welke het kapitaal opgebouwd dient te worden is een afgeleide van de huidige kapitaalpositie van de onderneming. Nationale toezichthouders zouden de variabele beloning tot een maximumpercentage van de netto inkomsten moeten begrenzen, indien het totaal van de verstrekte beloningen niet in overeenstemming is met de handhaving van een degelijke/deugdelijke kapitaalbasis.¹¹⁹⁰

¹¹⁸⁷ De standaarden spreken over de board of directors. Uit de context lijkt het waarschijnlijk dat de raad van commissarissen wordt bedoeld.

¹¹⁸⁸ Nr. 1. FSB implementation standards.

¹¹⁸⁹ Nr. 2. FSB implementation standards.

¹¹⁹⁰ Nr. 3. FSB implementation standards.

Aan de betalingsstructuur en het risico *alignment* wordt in de implementatiestandaarden veel aandacht besteed. Bij de bepaling van de grootte en de toewijzing van het totale variabele beloningspakket, dient de onderneming rekening te houden met de huidige en potentiële risico's. Rekening dient daarbij vooral te worden gehouden met (i) de kosten en de hoeveelheid benodigd kapitaal om de genomen risico's te kunnen dragen, (ii) de kosten en de hoeveelheid opgenomen liquiditeitsrisico tijdens de bedrijfsuitoefening, en (iii) de consistentie van het variabele beloningspakket met de timing en de waarschijnlijkheid van potentiële toekomstige inkomsten afgezet tegen de actuele inkomsten.¹¹⁹¹

Tegenvallende of negatieve financiële prestaties van de onderneming dienen over het algemeen te leiden tot een aanzienlijke inkrimping van het totale variabele beloningspakket van de onderneming. Daarbij dient rekening te worden gehouden met enerzijds de huidige beloningen en anderzijds de beperking van uitbetaling van voorheen verdiende beloningen waaronder begrepen de malus of de *claw-back* regelingen.¹¹⁹²

Voor de beloningen van werknemers wier acties een materiële impact op de blootstelling van de onderneming aan risico's hebben, gelden een aantal regels. Zo dient een substantieel onderdeel van de beloningen van deze werknemers uit variabele elementen te bestaan. De uitbetaling van dit onderdeel dient te geschieden op basis van individuele, afdelings- en ondernemingsbrede maatstaven die prestaties adequaat meten. Daarnaast dient een substantieel onderdeel van het variabele beloningsgedeelte – bijvoorbeeld 40 tot 60 procent – over een uitgestelde periode van een aantal jaren te worden betaald. Dit gedeelte van de beloning dient aanzienlijk te stijgen naarmate het niveau van anciënniteit en/of verantwoordelijkheid van de werknemer stijgt. Voor het meest *senior management* en voor de hoogst betaalde werknemers zou dit uitgestelde onderdeel aanzienlijk hoger moeten zijn, bijvoorbeeld boven 60 procent.¹¹⁹³

De periode van uitgestelde betaling zou niet minder dan drie jaar moeten bedragen, mits de periode op een lijn is gebracht met de aard van de *business*, de risico's daarvan en de werkzaamheden van de betrokken werknemer. Beloningen waarvoor een uitgestelde betalingsregeling geldt, dienen over het algemeen niet sneller dan op pro rata basis te worden toegekend.¹¹⁹⁴

Een aanzienlijk onderdeel van de variabele beloningen – bijvoorbeeld meer dan 50 procent – zou in aandelen of in aandelen gekoppelde instrumenten moeten worden toegekend. Indien passend, kunnen overigens ook andere beloningsinstrumenten niet zijnde contanten worden toegekend. Deze instrumenten kunnen worden toegekend mits zij prikkels creëren waardoor op een lijn wordt gekomen met de lange termijn waardecreatie en de tijdshorizon van risico's. Toekenning in aandelen of in aan aandelen gekoppelde instrumenten zou onderhevig moeten zijn aan een passend retentiebeleid.¹¹⁹⁵

Het overgebleven gedeelte van het uitgestelde onderdeel mag in contanten worden uitbetaald. Geleidelijk dient de beloning onvoorwaardelijk te worden. In het geval dat er een negatieve bijdrage is geweest aan de onderneming en/of aan de relevante bedrijfstak, kan het voorwaardelijke deel terug worden gevorderd (*claw back*). De terugvordering is afhankelijk van de gerealiseerde prestaties van de onderneming en/of de bedrijfstak.¹¹⁹⁶

¹¹⁹¹ Nr. 4. FSB implementation standards.

¹¹⁹² Nr. 5. FSB implementation standards.

¹¹⁹³ Nr. 6. FSB implementation standards.

¹¹⁹⁴ Nr. 7. FSB implementation standards.

¹¹⁹⁵ Nr. 8. FSB implementation standards.

¹¹⁹⁶ Nr. 9. FSB implementation standards.

In het uitzonderlijke geval dat overheidsingrijpen nodig is om de onderneming te redden dan wel te stabiliseren, moeten toezichthouders de mogelijkheid hebben om de beloning te herstructureren. Het doel dient daarbij te zijn dat de beloning op een lijn komt met degelijk/deugdelijk risico management en lange termijn groei. Daarnaast moeten de beloningen van de best betaalde werknemers onderworpen worden aan een onafhankelijke toets en goedkeuring.¹¹⁹⁷

Gegarandeerde bonussen zijn niet consistent met degelijk/deugdelijk risico management dan wel het belonen-voor-prestatie principe. De gegarandeerde bonussen dienen dan ook niet in toekomstige beloningsplannen te worden gebruikt. Een uitzondering geldt voor de minimumbonus, maar deze kan alleen worden toegekend bij de aanname van nieuwe werknemers en alleen voor het eerste jaar.¹¹⁹⁸ Bestaande contractueel afgesproken vertrekvergoedingen moeten bekeken worden en alleen worden behouden indien er een duidelijk basis is om te kunnen concluderen dat ze op een lijn liggen met lange termijn waardecreatie en het verstandig nemen van risico's. In de toekomst dienen alle vertrekvergoedingen te worden gekoppeld aan gerealiseerde prestaties. Deze vergoedingen mogen falen niet belonen.¹¹⁹⁹

Significante financiële ondernemingen dienen direct actie te ondernemen om onmiddellijke en toekomstige inachtneming van de FSF Principes en maatstaven van toezichthouders veilig te stellen.¹²⁰⁰

Significante financiële ondernemingen moeten van hun werknemers eisen dat zij zich verplichten om geen persoonlijke *hedging* strategieën of belonings- en aansprakelijkheidsverzekeringen te sluiten die de effecten van de risico *alignment* maatregelen uit de beloningsregelingen ondermijnen. Ondernemingen zouden daarom, indien nodig, passende *compliance* regelingen in moeten stellen.¹²⁰¹

De implementatiestandaarden wijden verder een hoofdstuk aan de openbaarmaking. Het jaarverslag dient bijvoorbeeld op tijd naar buiten te worden gebracht. In aanvulling op de nationale vereisten moet het jaarverslag nog bepaalde extra informatie bevatten.¹²⁰²

Tot slot wordt er aandacht besteed aan de toezichthouders. Toezichthouders dienen er bijvoorbeeld zorg voor te dragen dat de FSF Principes en FSB implementatiestandaarden in hun jurisdictie geïmplementeerd worden.¹²⁰³ Ze dienen in het bijzonder te vereisen dat significante financiële ondernemingen demonstreren dat de prikkels die door de beloningssystemen veroorzaakt worden, op passende wijze rekening houden met risico, kapitaal, liquiditeit en de waarschijnlijkheid en de tijdigheid van inkomsten.¹²⁰⁴

Het falen van een onderneming om degelijk/deugdelijk beloningsbeleid en -praktijken te implementeren, moet resulteren in prompte herstellende maatregelen. Indien nodig, dienen corrigerende maatregelen te worden genomen om tegenwicht te kunnen bieden aan additionele risico's die uit de niet dan wel gedeeltelijke *compliance* kunnen voortvloeien, zoals in raamwerken van nationale toezichthouders is opgenomen of in pijler II van Basel II.¹²⁰⁵

Tot slot dienen toezichthouders internationaal hun toezichtsbeleid met betrekking tot beloningen te coördineren, opdat gewaarborgd wordt dat deze standaarden consistent worden geïmplementeerd.¹²⁰⁶

¹¹⁹⁷ Nr. 10. FSB implementation standards.

¹¹⁹⁸ Nr. 11. FSB implementation standards.

¹¹⁹⁹ Nr. 12. FSB implementation standards.

¹²⁰⁰ Nr. 13. FSB implementation standards.

¹²⁰¹ Nr. 14. FSB implementation standards.

¹²⁰² Het jaarverslag dient informatie te bevatten over: (i) het besluitvormingsproces dat is gebruikt om het ondernemingsbrede beloningsbeleid te bepalen waarbij ook informatie wordt gegeven over de remuneratiecommissie en het mandaat van de commissie, (ii) de belangrijkste karakteristieken van het ontwerp van het beloningssysteem, waaronder de criteria gebruikt voor het meten van prestaties en aanpassingen voor risico, de koppeling tussen betaling en prestatie, het uitstellingsbeleid en de toekenningscriteria, en de parameters die zijn gebruikt voor het toewijzen van beloningen in contanten ten opzichte van het belonen in niet-contanten, en (iii) de gecumuleerde kwantitatieve informatie over beloningen ontvangen door senior executive officers en werknemers wier werkzaamheden een materiële impact hebben op de blootstelling van de onderneming aan risico's. Daarbij wordt aangegeven: (a) het bedrag aan beloningen over het financiële jaar gesplitst naar vaste en variabele beloningen en het aantal begunstigden, (b) het bedrag en de vorm van de variabele beloningen, gesplitst naar contanten, aandelen, aan aandelen gekoppelde instrumenten en anderen, (c) het uitstaande bedrag aan uitgestelde beloningen, gesplitst naar toegekend en niet-toegekend, (d) het bedrag aan uitgestelde beloningen dat gedurende het financiële jaar is toegekend, uitbetaald en verminderd door middel van prestatieaanpassingen, (e) nieuwe welkomsten en vertrekbetalingen die gedurende het financiële jaar zijn gedaan en het aantal begunstigden van deze betalingen, en (f) het bedrag aan vertrekvergoedingen dat gedurende het financiële jaar is toegekend, het aantal begunstigden en het hoogste toegekende bedrag aan een individu. Zie nr. 15. FSB implementation standards.

¹²⁰³ Nr. 16. FSB implementation standards.

¹²⁰⁴ Nr. 17. FSB implementation standards.

¹²⁰⁵ Nr. 18. FSB implementation standards.

¹²⁰⁶ Nr. 19. FSB implementation standards.

5.2.3 Verschillen tussen de FSF Principes en FSB implementatiestandaarden

In de inleiding bij de implementatiestandaarden stelt het FSB dat niet alle onderwerpen uit de FSF Principes aan bod komen, omdat de FSB bij het ontwikkelen van deze standaarden de nadruk heeft gelegd op de gebieden waar snelle ontwikkelingen nodig zijn. De standaarden gaan over het algemeen veel verder dan de principes omdat ze een concrete invulling van de FSF Principes willen bieden. Er zijn echter wel een paar belangrijke onderwerpen die niet terugkomen. De opvallendste omissies in de FSB implementatiestandaarden zijn dat: (i) voor de nationale autoriteiten geen rol is weggelegd,¹²⁰⁷ (ii) dat in de implementatiestandaarden aan de medewerkers belast met het interne toezicht¹²⁰⁸ geen onafhankelijkheidsvereiste wordt gesteld en dat deze medewerkers niet voldoende autoriteit hoeven te genieten,¹²⁰⁹ (iii) het in de implementatiestandaarden bij het formuleren van regels over beloningsprikkelers niet om de beloningen van alle werknemers gaat, maar alleen om de beloningen van *senior executives* of van werknemers wier acties een materiële impact op de blootstelling van de onderneming aan risico's hebben,¹²¹⁰ en (iv) in de implementatiestandaarden geen aandacht wordt besteed aan de stakeholders.¹²¹¹

5.3 Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling

De Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) is in 1961 opgericht. De OESO heeft als missie om overheden die zich aan democratie en de marktwerking hebben verbonden samen te brengen om duurzame economische groei te ondersteunen, de werkgelegenheid te stimuleren, de levensstandaarden te verhogen, de financiële stabiliteit te handhaven, de economische ontwikkelingen van andere landen te helpen en bij te dragen aan de wereldhandel. Er zijn dertig landen lid van de OESO, waaronder Nederland.

In 1999 is de OESO voor het eerst met corporate governance regels gekomen. In 2004 heeft de OESO de regels herzien en in 2009 heeft ze bekeken of het nodig was om de regels aan te passen naar aanleiding van de kredietcrisis. In juni 2009 heeft de OESO in een rapport neergelegd het niet nodig te achten de corporate governance regels aan te passen.¹²¹² Ten aanzien van het beloningsbeleid wordt financiële instellingen wel geadviseerd de Principes van het FSF te volgen. De regels zijn niet bindend en richten zich op beursgenoteerde vennootschappen. De regels zijn voor alle sectoren geschreven.

Ad (i) OESO regels uit 1999

De regels uit 1999 gingen nauwelijks in op beloningen. Wel werden enkele belangrijke onderwerpen aangestipt waar later gevolg (en invulling) aan is gegeven in de Nederlandse wetten regelgeving. Zo werd een openbaarmakingplicht en een plicht voor de *board* om de beloningen te beoordelen geïntroduceerd en werd bepleit de raad van commissarissen een belangrijke rol toe te kennen in de beloningsproblematiek.

De OESO had allereerst in haar regels opgenomen dat belangrijke informatie over *board members*, *key executives* en hun beloningen geopenbaard moest worden.¹²¹³ Zo diende informatie met betrekking tot de kosten en baten van beloningen te worden verstrekt en moest het voor investeerders mogelijk te zijn na te gaan of de gehanteerde belonings-

¹²⁰⁷ Als voorbeeld kunnen punt 8 van de FSF Principes en punt 19 van de implementatiestandaarden worden genoemd: in de Principes dient de nationale autoriteit zorg te dragen voor de internationale coördinatie zodat gewaarborgd wordt dat de Principes consistent worden geïmplementeerd terwijl in de implementatiestandaarden de toezichhouders deze taak toebedeeld krijgen.

¹²⁰⁸ In de FSF Principes ging het nog om de medewerkers belast met de controle op financiën en risico's, terwijl het in de implementatiestandaarden gaat om de risico en compliance functies. Zie over het verschil hoofdstuk [*].

¹²⁰⁹ Zie punt 3 van de FSF Principes.

¹²¹⁰ Zie bijvoorbeeld punt 5 van de FSF Principes en punt 6 van de implementatiestandaarden.

¹²¹¹ Zie hoofdstuk 3 en punt 9 van de FSF Principes.

¹²¹² Organisation for Economic Co-operation and Development, Corporate Governance and the Financial crisis: Key Findings and Main Messages, June 2009, p. 7.

¹²¹³ IV. A. 4. OECD Principles on corporate governance 1999.

structuren, waaronder de toekenning van aandelen in de onderneming, bijdragen aan de prestaties van de onderneming.¹²¹⁴

De *board* moest de beloning van *key executives* en van de *board* beoordelen.¹²¹⁵ Aanvullend daarop was in de OESO regels bepaald dat de *board* een zo objectief mogelijk oordeel moest kunnen vellen. Het oordeel diende vooral onafhankelijk van het management tot stand te kunnen komen. Bij mogelijk tegenstrijdige belangen moest de *board* overwegen om bepaalde taken op het gebied van beloning door leden van de raad van commissarissen¹²¹⁶ te laten uitoefenen.¹²¹⁷

Ad (ii) OESO regels uit 2004

In de herziene versie van de corporate governance regels is vooral de positie van de aandeelhouder versterkt. Toegevoegd is, dat aandeelhouders hun visie op het beloningsbeleid voor *board members* en *key executives* kenbaar moeten kunnen maken tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. De aandelencomponent van beloningen van *board members* en werknemers moet door de Algemene Vergadering van Aandeelhouders goedgekeurd worden.¹²¹⁸ Verder moet de *board* een aantal sleutelfuncties uitoefenen waaronder het op een lijn brengen van beloningen van de *key executives* en *board members* met de langetermijnbelangen van de onderneming en de aandeelhouders.¹²¹⁹ Daarbij wordt het steeds meer als good practice beschouwd om een beloningsbeleid vast te stellen. In het beleid wordt minstens aandacht besteed aan de relatie tussen prestaties en beloningen. Ook worden meetbare standaarden gespecificeerd. In de standaarden wordt de nadruk gelegd op de langetermijnbelangen van de onderneming. Voorts dienen de voorwaarden te worden vermeld waaronder *board members* en *key executives* aandelen in de onderneming mogen bezitten en verhandelen alsmede de procedures die gelden voor het toekennen en herprijsen van opties.¹²²⁰

Er zijn ook bepalingen die gelijk zijn gebleven. Zo is de regel dat de *board* een objectief en onafhankelijk oordeel moeten kunnen vellen hetzelfde gebleven.¹²²¹ Ook de openbaarmakingsplicht is gelijk gebleven.¹²²² Wel is in de toelichting toegevoegd dat openbaarmaking van individuele beloningen steeds meer als good practice geldt.¹²²³ De regel dat het de voorkeur geniet om de raad van commissarissen¹²²⁴ de taak toe te kennen om over beloningen te oordelen is in zoverre gelijk gebleven dat het om de beloningen van de *board* gaat. De *executive* beloningen zijn uit de bepaling geschrapt.¹²²⁵

5.4 Institute of International Finance

Het Institute of International Finance (IIF) is in 1983 opgericht als reactie op de internationale schulden crisis en vertegenwoordigt wereldwijd een aantal financiële ondernemingen. Het IIF ondersteunt de financiële sector op het gebied van (i) het zorgvuldig beheersen van risico's, (ii) het ontwikkelen van best practices en standaarden, en (iii) het bepleiten van financieel en economisch beleid alsmede het bepleiten van wet- en regelgeving die van belang is voor zowel de leden als de wereldwijde financiële stabiliteit. In 2008 waren ING Group NV en Rabobank Nederland leden van het IIF.

In juli 2008 heeft het IIF een rapport gepresenteerd over zwaktes in *business practices* en marktstructuren. In dit rapport worden enkele gedragsprincipes en best practices geformuleerd met het doel de

¹²¹⁴ Toelichting op IV. A.4. van de OECD Principles on corporate governance 1999.

¹²¹⁵ V.D.3. OECD Principles on corporate governance 1999.

¹²¹⁶ De regels spreken van *non-executive board members capable of exercising independent judgement*.

¹²¹⁷ V.E.1. OECD Principles on corporate governance 1999.

¹²¹⁸ II.C.3. OECD Principles on corporate governance 2004.

¹²¹⁹ VI.D.4. OECD Principles on corporate governance 2004.

¹²²⁰ Toelichting op VI.D.4. van de OECD Principles on corporate governance 2004.

¹²²¹ VI.E.1. OECD Principles on corporate governance 2004.

¹²²² V.A.4. OECD Principles on corporate governance 2004.

¹²²³ Toelichting op V.A.4. van de OECD Principles on corporate governance 2004.

¹²²⁴ De regels spreken van *non-executive board members capable of exercising independent judgement*.

¹²²⁵ VI.E.1. OECD Principles on corporate governance 2004.

gereleveerde zwaktes aan te pakken. In hoofdstuk II presenteert het IIF zeven beloningsprincipes maar geen best practice bepalingen.

Het IIF bepleit de variabele beloning¹²²⁶ af te stemmen op het aandeelhoudersbelang en op de voor risico gecorrigeerde winstgevendheid van de onderneming op lange termijn. Vooral het in lijn brengen van de beloningen met de genomen risico's en de kapitaalskosten zijn van belang. De bepalingen zijn in eerste instantie van toepassing op het *senior management* en de afdelingen *investment banking*, zakelijke verkoop, en *trading*. De Principes worden op vrijwillige basis geïmplementeerd. Er is een commissie in het leven geroepen die de implementatie bevordert. In deze commissie zit een vertegenwoordiger van ING Group NV.

¹²²⁶ Het rapport spreekt over *compensation incentives*.

¹²²⁷ Principe II.ii van het Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations.

¹²²⁸ Principe II.iii van het Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations.

¹²²⁹ Principe II.vii van het Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations.

¹²³⁰ Het rapport spreekt over *incentive compensation*.

¹²³¹ Principe II.iv van het Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations.

¹²³² Principe II.v van het Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations.

¹²³³ Principe II.vi van het Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations.

¹²³⁴ Zo dienen het beloningsbeleid en de individuele beloningen (gebaseerd op de individuele prestatie en de prestatie van de *business unit*) periodiek te worden herzien zodat het beloningsbeleid op een lijn blijft met de *risk appetite* van het bedrijf. Ook zijn solide managementprocessen nodig om te voorkomen dat de gekozen metriek wordt gemanipuleerd en willekeurig is. Het management zou actief de veranderingen in het risicoprofiel moeten monitoren. Gezien het statische karakter van bijna alle risicomaatstaven dient daarbij enige flexibiliteit te worden toegestaan maar moet wel kritisch worden geïnspecteerd of de organisatie op prikkels reageert op een manier die inconsistent is met haar *risk appetite* of haar *risk culture*. Indien de beloningsprikkels voor risiconemers zoveel mogelijk binnen de *business groups* van het bedrijf kunnen worden vergeleken, dan wordt een blijvende focus op het ondernemingsbrede perspectief versterkt. Provisies en andere variabele beloningen moeten zodanig worden vormgegeven dat er geen prikkel ontstaat om producten als *subprime mortgages* aan consumenten te verkopen zonder behoorlijk acht te slaan op de passendheid en het vermogen om verplichtingen na te komen. Het gehele beloningsproces dient op een lijn te worden geplaatst met het *risk appetite* van de onderneming.

Ten aanzien van de risico's stelt het rapport dat beloningsprikkels niet mogen aanzetten tot het nemen van grotere risico's dan de *risk appetite* van het bedrijf toelaat.¹²²⁷ De uitbetaling dient – indien mogelijk – te worden gefaseerd, zodat ze samenvalt met de risicohorizon van de winst.¹²²⁸ Tot slot bepaalt het rapport dat de benadering, Principes en doeleinden van de beloningsprikkels transparant moet zijn voor de stakeholders.¹²²⁹

In het rapport zijn ook specifieke bepalingen over variabele beloningen¹²³⁰ opgenomen. Zo moet de variabele beloning een component bevatten die de impact reflecteert van een afdeling op de gezamenlijke waarde van gekoppelde afdelingen en de organisatie als geheel.¹²³¹ Ook dient de beloning een component te bevatten die de algehele resultaten weergeeft alsmede de prestaties van het risicomanagement en andere algemene doelen.¹²³²

Tot slot besteedt het rapport nog aandacht aan afvloeiingsregelingen. Deze dienen in aanmerking te nemen welke bijdrage de betrokken medewerker heeft geleverd aan de aandeelhouderswaarde.¹²³³

Behalve de genoemde beloningsprincipes wordt in het rapport nog gesteld dat het mogelijk noch wenselijk is om concrete bepalingen te formuleren. Beloningen zijn nu eenmaal een instrument voor bedrijven om zich te onderscheiden. Daarom worden in het rapport enkele voorbeelden genoemd van mogelijk interpretaties van de Principes. Daar in het rapport expliciet wordt gesteld dat de voorbeelden (nog) niet de status van best practices hebben, wordt er in dit onderzoek verder geen aandacht aan besteed. In het rapport wordt tot slot nog aandacht besteed aan de controlemechanismen die nodig zijn om een deugdelijke beloningsstructuur te kunnen hebben.¹²³⁴

6. LACUNES OP HET GEBIED VAN HET BELONINGSBELEID

Ondanks de aanwezigheid van niet-bindende regels, blijft de vraag of deze regels de juiste prikkels bevatten om tot nakoming van een verantwoord beloningsbeleid te komen. In dit onderdeel worden enkele lacunes geformuleerd die in de mondiale regels kunnen worden aangetroffen.

Hoewel niet bindend, bestonden er ten tijde van het ontstaan van de kredietcrisis (voor de banken) wel degelijk principes die wezen op het gevaar van het korte-termijndenken indien beloningen niet gekoppeld werden aan de strategie van de bank. Het rapport Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations uit 1999 van het BCBS formuleert

enkele bepalingen die de huidige problematiek lijken weer te geven. Het lijkt er echter op dat hoewel de risico's gesignaleerd waren, er geen gevolg aan deze (niet-bindende) principes is gegeven. Hier zou echter onderzoek naar moeten worden verricht.

Uit het voorstaande en uit de vorige paragrafen blijkt dat er geen afdwingbare regels op mondiaal niveau zijn. Vooral omdat de grote financiële instellingen mondiaal opereren is dit een gemis. Mochten individuele landen al regelgeving aannemen, dan zou een grote onderneming met allerlei verschillende regels (en overigens ook allerlei verschillende toezichthouders) kunnen worden geconfronteerd. Dit kan een groot nadeel zijn in bijvoorbeeld het geval dat een dochter van een Nederlandse financiële instelling in het buitenland opereert, daar niet voldoet aan de gewenste eisen waardoor excessieve risico's worden genomen. Dit terwijl de realisatie van de risico's naar de Nederlandse moeder zou kunnen doorwerken. Deze lacune zou kunnen worden verholpen door het harmoniseren van beloningsregels. Een optie zou kunnen zijn om verdragen te sluiten met andere landen.

Net als op Europees niveau, wordt ook het risico gelopen dat indien er in een bepaald land wel regels komen, het voor een financiële instelling zeer aantrekkelijk wordt om zich naar een andere staat te verplaatsen.¹²³⁵

De vraag is in hoeverre financiële ondernemingen bereid zijn om regels vrijwillig op te volgen. Tussen december 2008 en maart 2009 heeft het IIF een enquête onder haar leden gehouden om te beoordelen hoe goed haar leden de IIF Principes uit juli 2008 hadden geïmplementeerd.¹²³⁶

Opvallend is dat aan geen enkele bepaling meer dan 73% van de ondernemingen voldoet. De financiële instellingen hebben wel grootse plannen om de bepalingen te implementeren, maar er is ook een aantal financiële instellingen dat aangeeft een aantal bepalingen te (zullen) negeren. Zo geeft een kwart van de leden aan geen gevolg te zullen geven aan het principe dat bij de afvloeiingsregeling in aanmerking moet worden genomen wat de gerealiseerde resultaten (van het individu) voor aandeelhouders zijn geweest. Ook geeft ruim 12% van de leden aan niet te zullen voldoen aan het principe dat de benadering, principes en doeleinden van de beloningsprikkel transparant voor de stakeholders moeten zijn. Er zijn dus aanwijzingen dat financiële instellingen niet voldoende bereid zijn om vrijwillig beloningsbepalingen na te komen.

Gezien de belangrijke rol die de G20 de Financial Stability Board toekent, zullen hieronder enkele lacunes worden geformuleerd die ofwel betrekking hebben op de FSF Principes, ofwel op de FSB implementatiestandaarden.

¹²³⁵ In de praktijk wordt hier mee bedreigd. Als voorbeeld: de heer Brabeck – voorzitter van de raad van commissarissen van Nestlé – dreigde op 13 september 2009 dat Nestlé Zwitserland zou verlaten indien beloningen in Zwitserland wettelijk begrensd zouden worden. Zie «Nestlé-Präsident Peter Brabeck droht mit Wegzug aus der Schweiz» in Sonntag, op 13 september 2009. De heer Brabeck is ook lid van de raad van commissarissen van Crédit Suisse, een financiële onderneming met hoofdkwartier in Zwitserland.

¹²³⁶ Institute of International Finance, Compensation in financial services, Industry Progress and the Agenda for Change, maart 2009.

In het voorwoord van de FSF Principes staat dat bedrijven de Principes zullen implementeren en dat handhaving daarvan middels toezichthouders en nationale interventie bewerkstelligd wordt. Verderop in het voorwoord staat dat autoriteiten die lid zijn van het FSF een coördinerende taak hebben door erop toe te zien dat er een consistente aanpak tussen de verschillende jurisdicties is. De FSF gaat daarbij uit van nationale interventie. Aangezien er op dit moment nog geen nationale handvatten zijn waardoor de nationale toezichthouders daadwerkelijk toezicht kunnen houden, dienen eerst de wetgever en de regering het een en ander te faciliteren. Zolang er echter geen nationale interventie plaatsvindt om toezichthouders de instrumenten te bieden om te implementeren en te handhaven, zullen Nederlandse financiële instel-

lingen niet verplicht zijn om zich aan deze internationaal erkende principes te houden.

Hoe zit dit op internationaal niveau? De G20 hebben weliswaar de FSB implementatiestandaarden van de FSF Principes onderschreven, maar onduidelijk is wat met onderschrijven wordt bedoeld. Namelijk, hoewel de G20 financiële instellingen oproepen om de implementatiestandaarden onmiddellijk te implementeren en allerlei taken aan de FSB opdragen, hebben de G20 zelf geen intentie geuit over wat de G20 met de regels dan wel implementatiestandaarden gaan doen. De G20 kunnen niets aan financiële ondernemingen opleggen. Zolang de G20 dus niet met concrete maatregelen komen, lijkt de kans klein dat financiële ondernemingen zich aan de internationale regels zullen houden.

Tot slot blijft onduidelijk of de G20 alleen de FSB implementatiestandaarden onderschrijven of ook de FSF Principes.¹²³⁷

¹²³⁷ In punt 16 van de FSB implementatiestandaarden wordt wel naar de FSF Principes verwezen in de zin dat de toezichhouders zich ervan dienen te verzekeren dat de FSF Principes effectief geïmplementeerd dienen te worden.

Literatuurlijst Deel I

- Abma R. (2009), «Ontwikkelingen in en conclusies uit de jaarlijkse algemene vergaderingen 2009», *Ondernemingsrecht* 12.
- Acemoglu D., J.A. Robinson (2006), *Economic Origins of Dictatorship and Democracy*, Cambridge: Cambridge University Press.
- AFM (2004), Informatiedocument Autoriteit Financiële Markten, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), december.
- AFM (2007), Brochure Autoriteit Financiële Markten, MiFID-vergunningen en meldingen, augustus.
- Akkermans D., H. van Ees, N. Hermes, R. Hooghiemstra, G. van der Laan, T. Postma, A. van Witteloostuijn (2006), Corporate Governance in Nederland III: een onderzoek naar de stand van zaken in het boekjaar 2005 en de ontwikkelingen ten opzichte van het boekjaar 2004, Den Haag: Monitoring Commissie Corporate Governance Code/Ministerie van Financiën (Dutch Treasury).
- Akkermans D., Van Ees H., Hermes N., Hooghiemstra R., Van der Laan G., Postma T., Van Witteloostuijn A. (2007), Corporate Governance Codes: the case of the Netherlands, *International Journal of Corporate Governance* 15: 1106–1118
- Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme (2000), *2-III*, Deventer, nr. 30, 278 en 293.
- Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme (2009), *2-II*, Deventer, nr. 177, 320, 327, 332, 333, 337, 433, 438, 510, 511, 513, 514, 526, 631–642, 676 en 827.
- Assink B.F. (2009), Ondernemingsbestuur en risicobeheersing op de drempel van een nieuw decennium: een ondernemingsrechtelijke analyse, preadvies van de Vereniging «Handelsrecht», Deventer, p. 15–51, p. 38–39, p. 116–123.
- Barneveld J. (2009), «PCM & private equity – Over de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen», *WPNR* 6791: 230–238.
- Bartman S.M. (2004), *Voorbij NV en BV, Over corporate governance en het tekort van ons vennootschapsrecht*, Deventer: Kluwer.
- Bartman S.M. (2004), «De Code-Tabaksblad; een juridisch lichtgewicht», *Ondernemingsrecht* 4: 123j126.
- Bartman S.M. (2004) noot onder het Muller/Rabobank-arrest HR 7 mei 2004 in *JOR*: 161, noot.
- Berendsen S.J.H.M. & S.C.M. van Thiel (2007), «De Nederlandse Corporate Governance Code. Van leidraad naar norm?», *Tijdschrift voor de Ondernemingspraktijk* 8 (december): 335–339.
- Bier B. (2005), «Het risico van de risicobeheersing- en interne controlesystemen: de «in control» verklaring van de Code Tabaksblad», *Ondernemingsrecht* 188: 539–545.
- Boots M.P., Schoenmaker D. (2007), «1. Het doel van de Wft: een economische benadering», in: D. Busch, D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme en W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer: 9–22.
- Boshuizen G.R., Jager B.H. (2008), *Verzekerd van toezicht*, Deventer: Kluwer.
- Broekhuizen K.W.H., Rank W.A.K. (2004), «Van ISD naar MiFID», *Tijdschrift voor effectenrecht* 7/8: 167–173.
- Broekhuizen K.W.H., Silverentand L.J. (2006), «Ken uw cliënt, cliëntenclassificatie en de MiFID», *Tijdschrift voor financieel recht* 11: 276–284
- Broekhuizen K.W.H., Silverentand L.J. (2008), «Best execution ingevolge de MiFID», *Tijdschrift voor financieel recht* 1–2: 32–42.

- Buijn S.B. (2009), «De Code Banken in vogelvlucht», *V&O* 12: 257–260.
- Busch D., D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme en W.A.K. Rank, red. (2007), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer.
- CESR (2008), The Committee of European Securities Regulators, A consumer's guide to MiFID/Investing in financial products, 003
- Cheffins B.R. (2009), «Did Corporate Governance «Fail» During 2008 Stock Market Meltdown? The case of S&P 500», mei.
- Cools K. (2005), *Controle is goed, vertrouwen nog beter. Over bestuurders en corporate governance*, Assen: Van Gorcum.
- Corten P.E.B., M.H.C. Sinninghe Damsté (2008), «Nood breekt wet: het verbod op short selling», *Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk* 8: 286–290.
- Culp C.L., J.B. Heaton (2008), «The Economics of Naked Short Selling», Securities Exchange, Spring 45–51.
- Cyert R.M., March J.G. (1963), *A Behavioral Theory of the Firm*, 2nd ed. 1992, Cambridge, MA: Blackwell.
- Damen L.J.A., P. Nicolai, J.L. Boxum, K.J. de Graaf, J.H. Jans, A.P. Klap, A.T. Marseille, A.R. Neerhof, B.K. Olivier, B.J. Schueler, F.R. Vermeer, R.L. Vucsán (2005), *Bestuursrecht, Deel 1*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers.
- De Jong E. (2005), «Interne controle: the next banana skin?», *Ondernemingsrecht* 163, p. 463.
- De Jong E.N. (2009), Handel in credit default swaps met voorwetenschap: slim of strafbaar? *V&O* 7/8: 156.
- De Jonge J. (2009), *Rational and Moral Action. A Critical Survey of Rational Choice Theory*, diss. Universiteit van Amsterdam.
- De Jongh J.M. (2009), Het loyaliteitsstemrecht, *Ondernemingsrecht*, 442–455
- De Kluiver H.J (2009), «Vennootschappelijke repliek op Timmerman's Grondslagen», *Ondernemingsrecht* 4: 19.
- De Monchy C.W. en M.H. Legein (red.) (2009), *Corporate Governance in Nederland*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers.
- Den Boogert M.W. (2007), «Hoe nu verder met de aandeelhoudersvergadering» in: *De nieuwe macht van de aandeelhouder*, deel 57 in de uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Deventer, p. 139–153.
- De Serière V.P.G. (2009), «Het beloningsbeleid bij financiële instellingen», *Ondernemingsrecht* 9.
- Doets C.A., A.J.P. Tillema (2008), «Hoofdstuk 9 – Toezicht en handhaving», in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann en M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek marktmisbruik*, Deventer: Kluwer: 363–422.
- Donaldson L. (1995), *American Anti-Management Theories of Organization*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Doorenbos D. (2008), «Crisiswetgeving: blanco cheques voor toezicht-houders», *Nederlands Juristenblad* 24 (37): 2360–2361.
- Dreimüller B.C. (2007), «MiFiD en het «know your customer»-beginsel: De huidige zorgplicht gaat te ver!», *Tijdschrift voor financieel recht* 3: 62–72.
- Duijkersloot A.P.W. (2007), *Toezicht op gereguleerde markten*, Nijmegen: Ars Aequi Libri.
- EC (2007), Commission services and the CESR, Questions and answers re Directive 2004/39/EC (document zonder formele status) september.
- European Central Bank (2009), Credit default swaps and counterparty risk, August.
- European Parliament (2009), P6-TA (2009)0094, legislative resolution of

- 10 March on the proposal for a Council resolution on the Statute for a European private company (COM(2008)0396-C6-0238/2008-2008/0130(CNS)).
- Faber N.E.D. (2005), *Verrekening*, Serie Onderneming en Recht, deel 33, nrs. 244–258 en 406–408.
- Fershtman C., K.L. Judd (1987), «Equilibrium Incentives in Oligopoly», *American Economic Review* 77: 927–940.
- Franx J.P. (2006), «Alternext Amsterdam: een niet-gereguleerde markt voor small- en midcaps», *TVVS – maandblad voor ondernemingsrecht en rechtspersonen* 13: 152.
- Frentrop P.M. (2002), *Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC, Corporate Governance 1602–2002*, diss. Universiteit van Tilburg.
- Freshfields Bruckhaus Deringer (2007), *An outline of the approved persons regime*, februari.
- Frey B. (1997), *Not Just For the Money. An Economic Theory of Personal Motivation*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Frijns J.M.G., «Compliance», in: D. Busch, D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme en W.A.K. Rank, red. (2007), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer: 473–492.
- Gonzalez Jungblut A. (2005), «Regulering van handel in grondstofderivaten nu en onder de MiFID», *Tijdschrift voor financieel recht* 4: 90–99.
- Grundmann-van de Krol C.M. (2006), «Uitvoeringsmaatregelen MiFID vastgesteld», *TVVS – maandblad voor ondernemingsrecht en rechtspersonen* 15: 174.
- Grundmann-van de Krol C.M. (2007), «Consultatiewetsvoorstel implementatie MiFID», *TVVS – maandblad voor ondernemingsrecht en rechtspersonen* 4: 51.
- Grundmann-van de Krol C.M. (2008), *Koersen door de Wet op het financieel toezicht: regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers.
- Hartog R.E. (2004), «Financieringsstructuren in het licht van artikel 2:207c BW», *V&O*, p. 98 e.v.
- Haxhi I., Van Ees H. (2009), *Explaining Diversity in the Worldwide Diffusion of Codes of Good Governance*, *Journal of International Business Studies* (te verschijnen).
- Hertz N. (2001), *The Silent Take-over*, Londen
- Heuts L. (2008), «Wetenschapper vindt», *Advocatenblad*, 14 november: 703.
- High Level Group of Company Law Experts (2002), *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*.
- Hodgson G.M. ed. (2007), *The Evolution of Economic Institutions. A Critical Reader*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Huizink J.B., *Groene serie rechtspersonen*, (losbl.) Deventer, aant. 3 bij artikel 150.
- IFAC Board (2006), *Statement of Membership Obligations 1–7*, International Federation of Accountants, issued April 2004, revised November 10.
- International Securities Lending Association (2008), *Why asset management arms of banks should continue to lend banks shares*, juni.
- Jansen T., A. van Lier, A. van Witteloostuijn (2007), *A Note on Strategic Delegation: the market share case*, *International Journal of Industrial Organization* 25: 531–539.
- Jensen M.C., (2000), *A theory of a firm*, Londen, p. 136 e.v.
- Joosen E.P.M. (2007), «Uitbesteding van werkzaamheden in de Wet op het financieel toezicht», *Tijdschrift voor financieel recht* 2007–9, p. 248–261.

- Joosen E.P.M., M.G. van 't Westeinde (2002), *Securitisatie*, Amsterdam: NIBE-SVV 2002.
- Jurgens M., R. Stijnen, red. (2008), *Compliance in het financieel toezichtrecht*, Deventer: Kluwer.
- Kee I.F.A., V.N.G. van Leeuwen en Z. Tali (2004), «Prudentieel toezicht, best belangrijk!», *Tijdschrift voor Effectenrecht* 5: 76–81.
- Koedijk C.G., Van Witteloostuijn A. (1997), Effectenbeurs is de pendant van de bingo-avond, *NRC Handelsblad*, 1 november: 6.
- Kortmann S.C.J.J. (2005), «Inning van andersmans geseceureerde vordering», *Tijdschrift voor insolventierecht* 2005–19.
- Kortmann S.C.J.J., B.F.L.M. Schim (2007), «De (on)aantastbaarheid van met de Wft strijdige rechtshandelingen», in: D. Busch, D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme en W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer: 583–597.
- Kraakman R. (2004), *The anatomy of Corporate law, A comparative and functional approach*, New York: Oxford University Press.
- Kuilman M., J van Poelgeest (2009), «De (tijdelijke) maatregelen tegen short selling in Nederland, Engeland en de Verenigde Staten», *O&F* 1: 40–58.
- Landkroon M.F. (2008), Ondernemingsraad en bezoldigingsbeleid, *V&O* 4.
- Lennarts M.L., Boschma H.E. (2008), «Blijft het tobben met tegenstrijdig belang?», *WPNR*: 725–736
- Lennarts M.L. en H.E. Boschma (2009), «Tweede nota van wijziging Flex-BV: een merkwaardige tournure van de wetgever», *WPNR* 21 maart/6791, p. 228.
- Lieverse C.W.M. (2007), «Toezicht op herverzekeraars en entiteiten voor risicoacceptatie», *Tijdschrift voor financieel recht* november/december: 336–342.
- Lieverse C.W.M., M.G. van 't Westeinde (2004), «Capaciteitvraagstukken bij derivatentransacties», *Tijdschrift voor Effectenrecht* 6: 108–119.
- Lokin E., L. Timmerman en M. Kroeze (2009), «The credit crisis and Dutch company law», *Ondernemingsrecht* 14: 571–573.
- Loyens & Loeff (2007), Implementatie van de MiFID in de Wet op het financieel toezicht, *Genoteerd* 62, p. 1–18, Rotterdam.
- Lückerath-Rovers M. (2007), «Financiële markten en toezicht», in: A. de Bos en W.J. Slagter (red.), *Financieel recht vanuit economisch en juridisch perspectief*, Deventer: Kluwer: 85–117.
- Maatman R.H., G.T.M.J. Raaijmakers (2006), «Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin», *Ondernemingsrecht* 7: 257.
- MARC, Maastricht Accounting, Auditing and Information Management Research Center (2009), EU Project No. Markt/2007/15/F Lot 2: Evaluation of the differences between International Standards on Auditing (ISA) and the standards of the US Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), 20 juli.
- Marris R. (1964), *The Economic Theory of «Managerial» Capitalism*, London: Macmillan.
- Meignen J.-C., B.M. van Beek (2008), «Toezicht op internationale beleggingsdiensten onder MiFID», *Tijdschrift voor financieel recht* 1/2: 4–11.
- Meijer, R. (2009), «AFM: Meer toegestaan in contact bedrijf, beleggers», *De Telegraaf*, 20 november, p. 23.
- Meijer-Wagenaar I. (2006), Over beloningen van bestuurders: artikel 2:135 BW en de relatie met het arbeidsrecht, *WPNR*: 681–688.
- Mendel M.M., Oostwouder W.J. (2007), *Hoofdzaken NV en BV*, Deventer.
- Mertens G.M.H., I.H.C. Blij (2008), «Inzicht in onzekerheid, Onderzoek naar de risicoparagrafen in de jaarverslagen 2007 van beursfondsen», onderzoek in opdracht van het Koninklijk NIVRA en Eumedion, juni.
- Mijs W., S. Fisher (2006), «The MiFID – a short story», *Bank- en Effectenbe-*

- drijf maart: 10–13.
- Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie – Een actieplan, COM (2003), Brussel 21.5. 2003, COM (2003) 284 definitief, p. 8.
- Monitoring commissie corporate governance code (2005), Rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code.
- Monitoring commissie corporate governance code (2006), Rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code.
- Mülbert P.O.M. (2009), «Corporate governance of banks», ECGI Law Working Paper No. 130
- Nagelkerke F.F. (2008/2009), *Juridisch up to date*, p. 7.
- Nelissen I. (2009), Bestuurdersbeloningen in de financiële sector op de schop, *V&O* 4: 73–77.
- Nieuwe Weme M.P., Van Solinge, Ten Have, Hijmans van den Bergh (red.) (2008), *Handboek Openbaar Bod*, Deventer: Kluwer.
- Nowak R.G.J. (2009), «Het wetsvoorstel corporate governance (wetsvoorstel Cie-Frijns)», *Aktualiteiten, Ondernemingsrecht* 13: 546–548.
- Oostwouder W.J. (1996), *Management Buy-Out*, diss. IVO nr. 27, Deventer.
- Oostwouder W.J. (2009), Naar herstel van vertrouwen, *O&F* 2: 7–8.
- Oostwouder W., Schenk H. (2009), «De Governance van Banken», *ESB* juni: 394–397.
- Oppelaar H. (2008), «Maatregelen AFM tegen short selling: turbulente regelgeving in turbulente tijden», *Ondernemingsrecht* 15: 552–554.
- Otten J., Schenk H., Verwer A. (2008), De Code Tabaksblat en de beloning van CEO's in Nederland, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 82: 445–453.
- Ottens P.H.J. (2002), «Kredietderivaten en de heersing van kredietrisico», in: *Obligatiebeleggingen*; Deventer, Kluwer.
- Parker E. (2009), *Credit Derivatives: Documenting and Understanding Credit Derivatives Products*; Globe Business Publishing.
- Parson H.M. (2000), «High/low voting stock bij beursvennootschappen», *V&O*: 29–32.
- Peters S.S.M. (2006), *Verdond sociaal recht*, Deventer: Kluwer.
- Pitlo-Raaijmakers, nr. 5.89
- Raaijmakers G.T.M.J. (2009), De financiële markt en het ondernemingsrecht, *Ondernemingsrecht* 10/11.
- Raaijmakers G.T.M.J., R. Abma (2007), Preadvies van de Vereniging Handelsrecht 2007. Achter de schermen van beursaandeelhouders, Deventer: Kluwer.
- Raaijmakers G.T.M.J., Overkleef F.G.K. (2009), Bestuurdersbeloning, de nieuwe Code en de kredietcrisis, *FR* 2/3.
- Rank W.A.K. (1998), *De (on)hanteerbaarheid van het Nederlandse recht voor de moderne financiële praktijk: beschouwingen over sale and lease back, leveraged leasing, repo's en securitisation*. Serie Onderneming en Recht, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink.
- Rank W.A.K. (2009), «OTC-derivaten in de kredietcrisis: de ISDA-documentatie als instrument van risicobeheersing», *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2/3: 120.
- Reich R.B. (2009), *Supercapitalism*, New York: Knopf.
- Reinhart C.M., K.S. Rogoff (2009), *This Time Is Different: eight centuries of financial folly*, Princeton & Oxford: Princeton University Press.
- Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussel 4 november 2002.
- Reuder K.E. (2005), «Een nieuw artikel 3:94 lid 3 BW – het (on)vermogen voor de financieringspraktijk», *O&F* oktober: 67.

- Rogier L.J.J. (2006), «Het bestuursrechtelijke handhavingeninstrumentarium in de Wet financieel toezicht (Wft), in het bijzonder de aanwijzing en de last onder dwangsom», *Tijdschrift voor Financieel Recht*: 48.
- Rongen M.H.E., H.L.E. Verhagen (2003), «De cessie naar huidig en komend recht: de cirkel is weer rond», *Weekblad voor privaatrecht, notariaat en registratie* 6546: 679–693.
- Roth G.P. (2008), «De stille curator in de Wet op het financieel toezicht. Een kritische verkenning van een buitenissige rechtsfiguur», *Tijdschrift voor Financieel Recht*: 289–298.
- Ruys W. (1998), *Securitisatie en bankhypotheken: problemen en oplossingen*, Onderneming en Effecten, Serie Onderneming en Recht, Deel 13.
- Salomons A.F. (2003), «Het wetsvoorstel tot aanpassing van artikel 3:94 BW: Nederland introduceert de «stille cessie»», *Weekblad voor privaatrecht, notariaat en registratie* 6546: 670–675.
- Salomons A.F. (2004), «De verdere lotgevallen van het wetsvoorstel», *Weekblad voor privaatrecht, notariaat en registratie* 6572: 241–242.
- Sanders-Westbroek, nr. 4.14
- Sauter W. (2006), «Handelsplatformen onder MiFID», *Bank- en Effectenbedrijf* maart: 18–21.
- Scheltema A.H., M. Scheltema (2009), *Financieel toezicht in bestuursrecht en privaatrecht. Noodzakelijke veranderingen na de crisis. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht*. Deventer: Kluwer.
- Schenk H. (2008), Firms, managers and restructuring: implications of a social economics view, in: Davis J.B., Dolfsma W. (eds.), *The Elgar Companion to Social Economics*, Cheltenham: Edward Elgar: 348–369
- Schenk H., Theeuwes J. (2002), Reflecties op plaats en toekomst van de Nederlandse maakindustrie, *SEO-rapport* 629, Universiteit van Amsterdam: SEO Economisch Onderzoek (i.o.v. VNO-NCW, Den Haag).
- Schoenmakers, J. (2009), «Wij zijn ten prooi gevallen aan blinde vlekken», *Goed Bestuur*:10.
- Schoonewille T.G. (2007), «Professionele marktpartijen en gekwalificeerde beleggers – een slag apart», *Vennootschap & onderneming* april 4.
- Schoordijk B.J. (2005), «Risk management als hoeksteen van corporate governance», in: *Tussen Themis en Mercurius*, Deventer.
- Slagter W.J., B. Wessels (1995), *Risicobeheersing, Preadvies van de Nederlandse Vereniging van Ondernemingsrechtadviseurs*, Deventer: Law & Practice Publishers.
- Slagter W.J. (2005), *Compendium van het Ondernemingsrecht*, Deventer, nr. 62.
- Slagter W.J. (2009), «Twee amendementen op de voorstellen tot flexibilisering van de BV», *NJB* 9: 549
- Somsen M.J.C. (2007), «Samenwerking tussen toezichthouders onder de Wft – Hoofdstuk 1.3’, in: D. Busch, D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme en W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer: 175–198.
- Steffens L.F.A. (2006), «Moment van overgang van nevenrechten bij de stille cessie», *Weekblad voor privaatrecht, notariaat en registratie* 2006–6655.
- Steins Bisschop B.T.M. (2006), Beloningssystemen: de ongerechtvaardigde hypothese van parallelle belangen tussen aandeelhouders en bestuurders, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2.
- Stelder D., A. van Witteloostuijn (2005), Topsalaris stoelt louter op imitatiegedrag, *de Volkskrant*, 28 april 2005: 9.
- Stigler G.J. (1971), The Theory of Regulation, *Bell Journal of Economics* 2: 3–21.

- Stoffels V.J.W., C.E. Hoogendijk (2008), «Nationaal regime MiFID: het intermediair voorwaardelijk vrijgesteld», *Tijdschrift voor financieel recht* 10/11: 354–363.
- Ten Voorde H. (2009), De Europese besloten vennootschap (SPE) in de praktijk, *Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk* 8 (december).
- Thaler R.H., Sunstein C.R. (2008), *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*, New Haven: Yale University Press.
- Tiemstra J.S.T., Keijzer J. de (2008), «Algemene vergadering van aandeelhouders: hoeksteen van corporate governance of niet-representatieve formaliteit?», *Ondernemingsrecht* 5: 192–197.
- Tillema A.J.P., C.A. Doets (2007), «Bestuursrechtelijke handhaving», in: D. Busch, D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme en W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer: 473–492.
- Timmerman L. (1998), Woord vooraf, in: P.C. van den Hoek, *Corporate Governance voor juristen*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, RUG, deel 30
- Timmerman L. (2002), *Bankhypotheek en afhankelijkheid*, Onderneming en 10 jaar nieuw Burgerlijk Recht, Serie Onderneming en Recht, Deel 24.
- Timmerman L. (2005), «De AFM in de Nederlandse rechtsstaat», *Ondernemingsrecht* 6: 204–206.
- Timmerman L. (2009), «Grondslagen van geldend vennootschapsrecht», *Ondernemingsrecht* 2: 6.
- Van 't Westeinde M.G. (1999), «De overgangsprikelen van een bankhypotheek I & II», *Weekblad voor privaatrecht, notariaat en registratie* 6371/6372: 689–692/701–706.
- Van Achterberg M.P. (1994), «Overgang van vorderingen en schulden en de gevolgen voor de gevestigde (bank)zekerheden», *Weekblad voor privaatrecht, notariaat en registratie* 6133 en 6134.
- Van Beurden B.C.J.M. (2004), «De onderneming is «in control»», *TvOB* 4: 160.
- Van Buuren P.J.J., G.T.J.M. Jurgens, F.C.M.A. Michiels (2005), *Bestuursdwang en dwangsom*, Deventer: Kluwer.
- Van de Vorst M.H. (2006), «MiFID: laatste fase ingegaan!», *Juridisch up to date* 4: 7–10.
- Van der Heijden E.J.J., W.C.L. van der Grinten (1992), *Handboek voor de Naamloze en de Besloten vennootschap*, Zwolle: Tjeenk Willink, nr. 3, 30, 31, 200 en 231.
- Van der Krans A. (2009), *De virtuele aandeelhoudersvergadering*, diss. IVO nr. 64.
- Van der Laan G., H. van Ees, A. van Witteloostuijn (2007), Adherence to Societal Norms: the case of the Dutch corporate governance code, *International Association for Business and Society 2007 Best Paper Proceedings (edited by Wempe, B. & J.M. Logsdon): 363–367*.
- Van der Mandele H., A. van Witteloostuijn (2007), Overname ABN door Barclays gaat uitlopen op een drama, *Trouw*, 23 mei: 9.
- Van der Mandele H., A. van Witteloostuijn (2008), Knip stuurloos Fortis op in drieën, *Het Financieele Dagblad*, 14 augustus: 7; in licht gewijzigde vorm verschenen als «Telefoontje spelen bij Fortis» in *De Morgen*, 20 augustus: 15.
- Van der Weijden W.J. (2007), «Overgang en uitoefening van nevenrechten bij stille cessie», *Weekblad voor privaatrecht, notariaat en registratie* 6716.
- Van Gestel R.A.J. (2008), In de schaduw van het bestuursrecht, in: Zijlstra S.E. e.a., *Privaat bestuur?*, VAR Preadviezen, Den Haag: Boom Juridische uitgevers, 95–161.

- Van Helden R.W. (2007), «De MiFID en haar implementatie in de Nederlandse wetgeving», *Vennootschap & Onderneming* 7/8: 135–139.
- Van Houte C.P.M. (2003), «Kredietderivaten; enige juridische en fiscale aspecten», *Tvl* 5: 114–115.
- Van Olfen M. (2006), *Financiering van de onderneming*, Deventer.
- Van Poelgeest J., M. Kuilman (2009), «Het depositogarantiestelsel in Europees perspectief», *O&F* 3: 44–62.
- Van Schilfgaarde P., Winter J. (2009) *Van de BV en de NV*, Deventer.
- Van Slooten J.M., Zaal I. (2008), Gebrekkig loon, *Ondernemingsrecht*: 296–301.
- Van Veen W.J.M van (2004), «Eindelijk (meer) duidelijkheid over de reikwijdte van artikel 2:207c lid 2 BW», *Bb*, p. 125 e.v.
- Van Witteloostuijn A. (1999), *De anorexiastrategie: over de gevolgen van saneren*, Amsterdam/Antwerpen: De Arbeiderspers.
- Van Witteloostuijn A. (2007a), Aandeelhouderonrust: een organisatiethoretische analyse, in: Eijffinger, S.C.W. & C.G. Koedijk (red.), *Private equity en aandeelhouderactivisme*, Preadvies Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, Den Haag: Sdu: 147–168.
- Van Witteloostuijn A. (2007b), De naam van het virus is aandeelhouderswaarde, *NRC Handelsblad*, 7 en 8 april: 15.
- Van Witteloostuijn A., G. de Jong (2009), An Ecology of National Rule Birth: A longitudinal study of Dutch higher educational law, 1960–2004, *Journal of Public Administration Research and Theory* (forthcoming).
- Verbrugh M.A. (2008), De herziening van het GmbH-recht in een concurrerende omgeving. Het Wetsvoorstel MoMiG, *Ondernemingsrecht*
- Verhagen H.L.E., M.H.E. Rongen (2000), *Cessie. De overdracht van vorderingen op naam*, Preadvies voor de Vereniging voor Burgerlijk Recht, p. 137–147. Deventer: Kluwer.
- Verwilt G.A.M. (2007), «De gevolgen van MiFID voor de beleggingsinstellingenindustrie», *Tijdschrift voor financieel recht* 10: 309–316.
- Vesting P.G., Zondag W.A. (2008), Het instemmingsrecht van de ondernemingsraad ten aanzien van beloningsregelingen, *Tijdschrift voor de arbeidsrechtpraktijk* 1: 16–17.
- Vickers J. (1985), «Delegation and the Theory of the Firm», *Economic Journal* 95: 138–147.
- Vink F.W.H., Van het Kaar R.H. (2009), *Inzicht in de ondernemingsraad*, Den Haag: Sdu Uitgevers.
- Viseé S.W.A.M. (2004), «Het rechtskarakter van de Code Tabaksblad», in: F.B. Falkena, M.e. Koppenol-LaForce en A.T. Ottow (red.), *Markten onder Toezicht*, Deventer: Kluwer, p. 279–287.
- Visser B.B. (2005), «Leveraged buy-outs: financiering met vreemd vermogen, Op naar een leven zonder Financial assistance?», *Ondernemingsrecht* 203: 590 e.v.
- Vletter-van Dort H.M. (2001), diss. 2001, *IVO* nr. 27, p. 65.
- Vletter-van Dort H.M. (2007), Het stemgedrag van institutionele beleggers, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 5.
- Vranken J.B.M. (2001), «Roestplekken in de literatuur over bankhypotheken», *Van Mourik-bundel*.
- Vriesendorp R.D. (1991), «Enige opmerkingen over het lot van afhankelijke (zekerheids)rechten bij verpanding van vorderingen naar NBW», *Weekblad voor privaatrecht, notariaat en registratie* 6025.
- Wezeman J.B. (2009), «De toezichthoudende rol van commissarissen en auditcommissies», *Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht* augustus: 93.
- Wolzak, M. (2009), G. den Brinker, «AFM gaat langetermijnbeleggers steunen», *Het Financieele Dagblad*, 20 november: 17.

Zaman D.F.M.M., C.A. Schwarz, M.L. Lennarts, H-J. de Kluiver, A.F.M. Dorresteyn (eds) (2009), *The European Private Company (SPE), A Critical Analysis of the EU Draft Statute*, Antwerp: Intersentia.

Begrippenlijst Deel I

AFM	Autoriteit Financiële Markten
Bank	degene die zijn bedrijf maakt van het buiten besloten kring ter beschikking verkrijgen van opvorderbare gelden van anderen dan professionele marktpartijen, en van het voor eigen rekening verrichten van kredietuitzettingen
BCBS	«Basel Committee on Banking Supervision»
Beleggingsfonds	een niet in een beleggingsmaatschappij ondergebracht vermogen waarin ter collectieve belegging gevraagde of verkregen gelden of andere goederen zijn of worden opgenomen teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen
Beleggingsinstelling	beleggingsmaatschappij of een beleggingsfonds
Beleggingsmaatschappij	een rechtspersoon die gelden of andere goederen ter collectieve belegging vraagt of verkrijgt teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen
Bmvk	beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal (artikel 2:76a BW)
Bta	Besluit toezicht accountantsorganisaties
BW	Burgerlijk Wetboek
CCPs	«central clearing party's»
CDS	«credit default swap»
CEBS	«Committee of European Banking Supervisors»
CEIOPS	«Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors»
Closed-end beleggingsinstelling	een beleggingsinstelling die niet kwalificeert als open-end beleggingsinstelling
Complex product	<p>a. combinatie van twee of meer financiële producten die ten minste een financieel product omvat waarvan de waarde afhankelijk is van de ontwikkelingen op financiële markten of andere markten;</p> <p>b. recht van deelneming in een beleggingsinstelling dat niet verhandelbaar is of dat op verzoek van de deelnemers ten laste van de activa direct of indirect wordt ingekocht of terugbetaald;</p> <p>c. levensverzekering, niet zijnde een natura-uitvaart-verzekering of een andere verzekering die uitsluitend strekt tot het doen van geldelijke uitkeringen in verband met de verzorging van de uitvaart van een natuurlijke persoon of een verzekering waarbij de verplichting van de verzekeraar tot het doen van een uitkering of een reeks van uitkeringen alleen dan ontstaat, indien het overlijden van degene op wiens leven de verzekering betrekking heeft plaatsvindt voor de in de polis genoemde datum;</p> <p>d. combinatie van een hypothecair krediet met een levensverzekering als bedoeld onder c, of met een spaarrekening;</p> <p>e. beleggingsobject;</p> <p>f. spaarrekening eigen;</p> <p>g. beleggingsrecht eigen woning;</p> <p>h. lijfrentespaarrekening;</p> <p>i. lijfrentebeleggingsrecht;</p> <p>j. ander financieel product dat bij ministeriële regeling kan worden aangewezen; of</p> <p>k. combinatie van een of meer onder b tot en met f bedoelde complexe producten met een of meer financiële producten</p>
CSA	«credit support annex»
Dakfonds	een beleggingsinstelling die (deels) belegt in één of meer andere beleggingsinstellingen
DNB	De Nederlandsche Bank
EAD	«exposure at default»
EER	Europese Economische Ruimte
EGAOB	«European Group of Auditors Oversight Bodies»
Entiteit voor risico-acceptatie	instelling, niet zijnde een verzekeraar, die door een verzekeraar overgedragen risico's accepteert en de acceptatie van die risico's uitsluitend financiert door van derden gelden aan te trekken ter zake waarvan de terugbetalingsverplichtingen zijn achtergesteld bij de betalingsverplichtingen die ontstaan uit het accepteren van de overgedragen risico's

EU	Europese Unie
Euronext Amsterdam	de gereguleerde markt in Nederland genaamd «Euronext Amsterdam bij NYSE Euronext»
FSA	«Financial Services Authority»
FSB	«Financial Stability Board»
Gekwalificeerde belegger	rechtspersoon of vennootschap die een vergunning heeft of anderszins gereguleerd is om op de financiële markten actief te mogen zijn; rechtspersoon of vennootschap die geen vergunning heeft of niet anderszins gereguleerd is om op de financiële markten actief te mogen zijn en waarvan het enige ondernemingsdoel het beleggen in effecten is; nationaal of regionaal overheidslichaam, centrale bank, internationale of supranationale financiële organisatie of andere soortgelijke internationale instelling; rechtspersoon of vennootschap met zetel in Nederland die: 1°. volgens bij algemene maatregel van bestuur vast te stellen regels wordt aangemerkt als kleine onderneming; en 2°. op eigen verzoek door de Autoriteit Financiële Markten als gekwalificeerde belegger is geregistreerd; rechtspersoon of vennootschap, niet zijnde een rechtspersoon of vennootschap als bedoeld in onderdeel d, aanhef en onder 1°; natuurlijke persoon met woonplaats in Nederland die voldoet aan bij algemene maatregel van bestuur te stellen regels en op eigen verzoek door de Autoriteit Financiële Markten als gekwalificeerde belegger is geregistreerd; of in een andere lidstaat als gekwalificeerde belegger aangemerkte natuurlijke persoon of onderneming als bedoeld in artikel 2, eerste lid, onderdeel e, onder iv onderscheidenlijk v, van de prospectusrichtlijn
Gekwalificeerde deelneming	een rechtstreeks of middellijk belang van ten minste 10% van het geplaatste kapitaal van een onderneming of het rechtstreeks of middellijk kunnen uitoefenen van ten minste 10% van de stemrechten in een onderneming, of het rechtstreeks of middellijk kunnen uitoefenen van een daarmee vergelijkbare zeggenschap in een onderneming
IAIS	«International Association of Insurance Supervisors»
IAS	«International Accounting Standards»
Icbe	instelling voor collectieve belegging in effecten
IFAC	«International Federation of Accountants»
IFRS	«International Financial Reporting Standards» In aanmerking komende tegenpartij beheerder van een beleggingsinstelling; beheerder van een pensioenfonds of van een daarmee vergelijkbare rechtspersoon of vennootschap; beleggingsinstelling; beleggingsonderneming; nationaal of regionaal overheidslichaam of overheidslichaam dat de overheidsschuld beheert; centrale bank; financiële instelling; internationale of supranationale publiekrechtelijke organisatie of daarmee vergelijkbare internationale organisatie; kredietinstelling; marketmaker; pensioenfonds of daarmee vergelijkbare rechtspersoon of vennootschap; persoon of vennootschap die voor eigen rekening handelt in grondstoffen en grondstoffenderivaten; plaatselijke onderneming; verzekeraar
IOSCO	«International Organization of Securities Commissions»
ISA's	«International Standards on Auditing»
Kredietinstelling	een bank of elektronischgeldinstelling
Lidstaat	lidstaat van de EU of EER
Lidstaat van herkomst	Nederland is lidstaat van herkomst voor – kort gezegd – de volgende typen uitgevende instellingen: een uitgevende instelling met statutaire zetel in Nederland en die aandelen of obligaties met een nominale waarde van minder dan € 1000 heeft uitgegeven, met een notering op een in Nederland of een elders in de EER gevestigde gereguleerde markt; een uitgevende instelling met statutaire zetel buiten de EER, waarvan aandelen of obligaties met een nominale waarde van minder dan € 1000 zijn toegelaten tot de handel op Euronext Amsterdam of tot een gereguleerde markt elders in de EER, indien de AFM het toelatingsprospectus heeft goedgekeurd; en

	<p>uitgevende instellingen die niet vallen onder a of b en die Nederland hebben gekozen als lidstaat van herkomst. Nederland kan als lidstaat van herkomst worden gekozen als:</p> <p>i. de uitgevende instelling haar zetel heeft in Nederland; of</p> <p>ii. de uitgevende instelling haar zetel heeft in een andere staat (dat kan zowel zijn een lidstaat als een derde land) en de uitgegeven effecten tot de handel op Euronext Amsterdam zijn toegelaten</p>
MiFID	richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten («Markets in Financial Instruments Directive») (2004/39/EG, PbEG L 145)
MTF	multilaterale handelsfaciliteit
NIVRA	Nederlands Instituut van Registeraccountants
NOvAA	Nederlandse Orde van Accountants-Administratieconsulenten
NIVRA	Nederlands Instituut van Registeraccountants
NRSO	«Nationally Recognized Statistical Rating Organization»
Open-end beleggingsinstelling	een beleggingsinstelling waarvan de deelnemingsrechten op verzoek van de deelnemers ten laste van de activa direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald
OTC	«over the counter»
PIOB	«Public Interest Oversight Board»
Professionele belegger	<p>a. beheerder van een beleggingsinstelling;</p> <p>b. beheerder van een pensioenfonds of van een daarmee vergelijkbare rechtspersoon of vennootschap;</p> <p>c. beleggingsinstelling;</p> <p>d. beleggingsonderneming;</p> <p>e. nationaal of regionaal overheidslichaam of overheidslichaam dat de overheidsschuld beheert;</p> <p>f. centrale bank;</p> <p>g. financiële instelling;</p> <p>h. internationale of supranationale publiekrechtelijke organisatie of daarmee vergelijkbare internationale organisatie;</p> <p>i. kredietinstelling;</p> <p>j. marketmaker;</p> <p>k. onderneming wiens belangrijkste activiteit bestaat uit het beleggen in financiële instrumenten, het verrichten van securitisaties of andere financiële transacties;</p> <p>l. pensioenfonds of daarmee vergelijkbare rechtspersoon of vennootschap;</p> <p>m. persoon of vennootschap die voor eigen rekening handelt in grondstoffen en grondstoffenderivaten;</p> <p>n. plaatselijke onderneming;</p> <p>o. rechtspersoon of vennootschap die aan twee van de volgende omvangvereisten voldoet:</p> <ul style="list-style-type: none"> – een balanstotaal van ten minste € 20 000 000; – een netto-omzet van ten minste € 40 000; – een eigen vermogen van ten minste € 2 000 000; <p>p. verzekeraar</p>
Professionele marktpartij	<p>a. gekwalificeerde belegger;</p> <p>b. dochteronderneming van een gekwalificeerde belegger die wordt betrokken in het toezicht op geconsolideerde basis op de gekwalificeerde belegger; of</p> <p>c. – rechtspersonen of vennootschappen waarvan het balanstotaal voorafgaand aan het ter beschikking stellen van de opvorderbare gelden € 500 000 000 of meer bedraagt;</p> <ul style="list-style-type: none"> – personen of vennootschappen met een netto eigen vermogen dat voorafgaand aan het ter beschikking stellen van de opvorderbare gelden € 10 000 000 of meer bedraagt en die ten minste gedurende twee aaneengesloten jaren voorafgaand aan het ter beschikking stellen van de opvorderbare gelden, gemiddeld twee keer per maand actief zijn geweest op de financiële markten; – rechtspersonen of vennootschappen die een waardering hebben van een naar het oordeel van De Nederlandsche Bank deskundige kredietbeoordelaar of die effecten uitgeven dan wel opvorderbare gelden aantrekken op grond van overeenkomsten van geldlening die zijn voorzien van een waardering van een naar het oordeel van De Nederlandsche Bank deskundige kredietbeoordelaar; – rechtspersonen of vennootschappen die speciaal zijn opgericht: <p>(i) voor het verrichten van transacties ter verkrijging van vorderingen die strekken tot zekerheid van aangeboden of aan te bieden effecten;</p> <p>(ii) voor het verrichten van transacties ter belegging in subparticipaties of afgeleide instrumenten voor de overdracht van kredietrisico die kunnen worden afgewikkeld door de vorderingen aan hen over te dragen, waarbij de rechten die voor hen voortvloeien uit de subparticipaties of uit de afgeleide instrumenten strekken tot zekerheid van aangeboden of aan te bieden effecten; of</p>

	(iii) om kredietuitzettingen te verrichten ten behoeve van uitsluitend een of meer professionele marktpartijen genoemd in onderdeel a of b van deze definitie
SPV	«Special Purpose Vehicle»
Uitgevende instelling	en naamloze vennootschap naar Nederlands recht waarvan (certificaten van) aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt of een rechtspersoon, opgericht naar het recht van een staat die geen lidstaat is, waarvan (certificaten van) aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in Nederland
Wck	Wet op het Consumentenkrediet
Wet AA	Wet op de Accountants-Administratieconsulenten
Wet RA	Wet op de Registeraccountants
Wft	Wet op het financieel toezicht
Wta	Wet toezicht accountantsorganisaties
Wtb	Wet toezicht beleggingsinstellingen
Wte	Wet toezicht effectenverkeer 1995
Wtfv	Wet toezicht financiële verslaggeving
Wtk	Wet toezicht kredietwezen