

## Inleiding

Goede corporate governance, dat wil zeggen efficiënt toezicht op het bestuur van beursgenoteerde vennootschappen, een evenwichtige verdeling van de invloed tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering van aandeelhouders (goede *checks and balances*), en een goede verantwoording door het bestuur en de raad van commissarissen met het oog op de continuïteit van de onderneming en een zorgvuldige afweging van de verschillende belangen, waaronder die van de werknemers en andere *stakeholders* van de vennootschap, is van groot belang voor een goed functionerende en concurrerende economie. 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. Goed bestuurde ondernemingen dragen bij aan een vertrouwenwekkend arbeidsklimaat en kunnen tegen lagere kosten kapitaal aantrekken. Dat stimuleert de investeringsbereidheid en de concurrentiepositie van deze ondernemingen. Goede corporate governance verkleint ook het risico op boekhoudaffaires, omdat zij de transparantie en de verantwoordelijkheidstelling bevordert. Een aantal boekhoudaffaires in binnen- en buitenland en de perceptie van zelfverrijking aan de top hebben de laatste tijd echter de vraag doen rijzen of de controle op en de verantwoording van degenen die ondernemingen besturen wel goed is geregeld. Corporate governance is door met name de boekhoudaffaires momenteel wereldwijd een belangrijk thema.

In Nederland kwam de discussie over corporate governance in een stroomversnelling door de gebeurtenissen bij Ahold<sup>[1]</sup>. Mede naar aanleiding van deze gebeurtenissen heeft een zestal organisaties, op uitnodiging van de Ministers van Financiën en Economische Zaken, het initiatief genomen om een commissie corporate governance in te stellen, die als taak meekreeg een gedragscode op het terrein van corporate governance op te stellen.

De commissie corporate governance (naar haar voorzitter hierna de commissie Tabaksblat genoemd) heeft op 9 december 2003 haar uiteindelijke versie van "De Nederlandse corporate governance code; Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen" (hierna de Tabaksblat code genoemd) gepubliceerd en aan de Minister van Financiën en de Staatssecretaris van Economische Zaken aangeboden. De code is op 1 januari 2004 in werking getreden en zal naar verwachting dit jaar op vele aandeelhoudersvergaderingen van de beursgenoteerde vennootschappen aan de orde worden gesteld. De commissie Tabaksblat heeft een aantal aanbevelingen aan de wetgever en de opstellers van verslaggevingsstandaarden gedaan om de implementatie van de code te faciliteren.

In deze nota geeft het kabinet een reactie op de code. Het kabinet wil deze gelegenheid eveneens aangrijpen om de code in een breder perspectief te plaatsen van de initiatieven om het vertrouwen van de beleggers en het brede publiek in de integriteit van het bedrijfsleven en in de financiële markten te herstellen. Want de boekhoudaffaires hebben niet alleen geleid tot een beschadigd maatschappelijk vertrouwen in het bestuur van en het toezicht op het beursgenoteerde bedrijfsleven, maar ook in de andere schakels tussen belegger en beursgenoteerde vennootschap, zoals financieel analisten, *investment banks*, externe accountants en *credit rating agencies*. In een andere nota ("Modernisering ondernemingsrecht"), die momenteel in voorbereiding is, zal het kabinet een plan van aanpak presenteren ten aanzien van de flexibilisering van de bestuurlijke inrichting van ondernemingen, met het oog op de versterking van de concurrentiepositie van het Nederlandse bedrijfsleven.

In paragraaf 2 van deze nota wordt het internationale kader geschetst, waarbinnen de Europese en nationale initiatieven worden genomen om de factoren achter de boekhoudaffaires en de vertrouwenscrisis te adresseren. In paragraaf 3 wordt in algemene termen aandacht geschonken aan het werk van de commissie Tabaksblat en aan de verhouding tussen de gedragscode en het Nederlandse vennootschapsrecht. In paragraaf 4 worden factoren besproken die hebben bijgedragen aan het ontstaan van de boekhoudaffaires en het verlies aan vertrouwen in het beursgenoteerde bedrijfsleven en in de spelers op de financiële markten.

Daarbij wordt ook aangegeven op welke wijze de code, de wetwijzigingen die de commissie Tabaksblat aanbeveelt en de lopende Europese en nationale wetstrajecten bijdragen aan het oplossen van de problemen die aan de boekhoudaffaires en het vertrouwensverlies ten grondslag lagen. Daarbij blijkt dat de Nederlandse corporate governance code slechts één van de maatregelen is om het vertrouwen van beleggers en het brede publiek in de financiële markten en in beursgenoteerde vennootschappen te herstellen. In paragraaf 5 gaat het kabinet in op de maatschappelijke discussie over de bezoldiging van bestuurders en op de afspraak in het Hoofdpijnenakkoord om te bezien hoe het fiscale instrumentarium kan worden ingezet om bovenmatige belonings- en afvloeiingsregelingen te beperken. In paragraaf 6 worden de belangrijkste conclusies ten aanzien van lopende en nieuwe wetgevende initiatieven kort samengevat.

## **2. Internationaal kader**

Bij de voortgaande internationalisering van het (Nederlandse) beursgenoteerde bedrijfsleven, de voortgaande integratie van de financiële markten en de daarmee gepaard gaande harmonisatie van de Europese effectenregelgeving, en gelet op het grensoverschrijdende karakter van de boekhoudaffaires, dienen de beleidsmatige implicaties van de boekhoudaffaires in een internationaal kader te worden geplaatst. Herstel van het vertrouwen in de (spelers op de) financiële markten als in het bestuur van beursgenoteerde vennootschappen staat hierbij centraal.

### ***Amerikaanse aanpak***

Er zijn ruim veertig (meest grote) Nederlandse vennootschappen met een notering in de Verenigde Staten. Ontwikkelingen aan de andere kant van de Atlantische Oceaan op het gebied van corporate governance en effectenrecht hebben een grote invloed op het Nederlandse beursgenoteerde bedrijfsleven. De Verenigde Staten reageerden op de aldaar voorgedane boekhoudaffaires met omvangrijke federale wetgeving. De zogenoemde Sarbanes-Oxley Act, die op 30 juli 2002 in werking trad, is vooral gericht op de betrouwbaarheid van de financiële verslaggeving<sup>[2]</sup>. De wet bevat maatregelen om het bestuur sneller en harder aansprakelijk te stellen bij publicatie van onjuiste financiële informatie en om de transparantie en *disclosure* te verbeteren inzake de interne gang van zaken binnen vennootschappen. Op grond van de Sarbanes-Oxley Act kunnen hoge gevangenisstraffen worden opgelegd aan bestuurders die opzettelijk onjuiste financiële informatie naar buiten hebben gebracht. De wet voorziet verder in verscherpte eisen aan externe accountants en in de oprichting van een onafhankelijk toezichtsorgaan op het accountantsberoep als dochter van de Amerikaanse beurstoezichthouder Securities and Exchange Commission (SEC), de Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB). De Sarbanes-Oxley Act is in principe van toepassing op alle in de Verenigde Staten aan een beurs genoteerde ondernemingen, ongeacht in welk land zij hun statutaire zetel hebben. De Sarbanes-Oxley Act is daarom ook van grote invloed op de ruim veertig (grote) Nederlandse vennootschappen die (ook) zijn genoteerd aan de New York Stock Exchange of zijn toegelaten tot de Amerikaanse schermenbeurs NASDAQ. Ook is er een directe invloed op de accountantsorganisaties die controles uitvoeren bij (dochters van) vennootschappen die in de Verenigde Staten genoteerd zijn. Zij moeten in beginsel worden geregistreerd bij de PCAOB.

### ***Europese aanpak***

Voordat de boekhoudaffaires zich manifesteerden, had de Europese Commissie reeds een traject in gang gezet om in 2005 één Europese kapitaal- en effectenmarkt te creëren. Beleggers bewegen zich steeds minder op nationale schaal en dat vergt een gezamenlijke, Europese aanpak. Het in 1999 vastgestelde Actieplan Financiële Diensten<sup>[3]</sup> bevat 42 actiepunten om op Europees niveau (geharmoniseerde) wetgeving tot stand te brengen of aan te passen opdat in 2005 een volledig geïntegreerde financiële markt ontstaat. Oogmerk is meer transparantie en het bevorderen van een eerlijke handel op de effectenmarkt, met een versterking van de (nationale) toezichtstructuren. Uit het negende voortgangsrapport blijkt dat 36 van de 42 actiepunten inmiddels zijn gerealiseerd<sup>[4]</sup>.

De completering van het Actieplan en de nationale implementatie van de actiepunten vormen naar de mening van het kabinet een belangrijke basis voor het herstel van het vertrouwen van beleggers in de (spelers op de) Europese financiële markten.

Het herstel van het vertrouwen van beleggers en het brede publiek in de besturing van en toezicht op de beursgenoteerde vennootschappen (corporate governance) vergt naast een Europese aanpak vooral ook een nationale aanpak. De Europese Commissie heeft op 21 mei 2003 de mededeling 'Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van Corporate Governance in de Europese Unie – Een actieplan' gepubliceerd[5]. De benadering van de Europese Commissie in dit actieplan is om niet op Europees niveau te veel dwingende, inhoudelijke corporate governance regels te maken. In tegenstelling tot het effectenrecht kiest de Europese Commissie op het gebied van het vennootschapsrecht niet voor Europese harmonisatie. Dat zou in de visie van de Commissie de concurrentiepositie van het Europese bedrijfsleven aantasten.

Bovendien verschillen de nationale vennootschappelijke stelsels dusdanig dat niet eenvoudig overeenstemming zou kunnen worden bereikt over de bestuurlijke inrichting van vennootschappen en de verdeling van de bevoegdheden tussen de verschillende vennootschappelijke organen op het beleid van de vennootschap. De EU High Level Group of Company Law Experts (naar zijn voorzitter hierna de commissie Winter genoemd), die de Europese Commissie in november 2002 heeft geadviseerd over de toekomst van het Europese vennootschapsrecht en corporate governance, is dezelfde mening toegedaan.

De Europese Commissie ziet, in navolging van de commissie Winter, een belangrijke rol voor (door de marktsector zelf opgestelde) corporate governance codes en stelt voor dat elke lidstaat een dergelijke code ontwikkelt, met daarbij een wettelijke verankering van de zogenoemde "pas toe of leg uit"-regel voor beursgenoteerde vennootschappen. Door middel van door de marktsector zelf opgestelde nationale codes zal, tezamen met de aangekondigde aanbevelingen van de Europese Commissie op het gebied van onder andere de bezoldiging van bestuurders[6] en de onafhankelijkheid van commissarissen, op den duur convergentie van Europese corporate governance regels en praktijken optreden, zo verwacht de Europese Commissie. De door de Organisatie van Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) opgestelde (niet bindende) "Principles of Corporate Governance" zouden in dit convergentieproces ook een rol kunnen spelen[7]. De Europese Commissie stelt slechts Europese richtlijnen voor voor EU-brede problemen: zaken die alleen door tussenkomst van de Europese wetgever kunnen worden opgelost, zoals het faciliteren van het grensoverschrijdend stemmen door aandeelhouders en het vergemakkelijken van grensoverschrijdende fusies en zetelverplaatsing[8].

### 3. De Nederlandse corporate governance code

De aanbeveling van de commissie Winter dat iedere lidstaat van de EU een nationale corporate governance code zou moeten opstellen was voor de Ministers van Financiën en Economische Zaken één van de redenen om zes maatschappelijke organisaties[9] te vragen een nieuwe commissie corporate governance (na de eerste commissie corporate governance uit 1997, naar haar voorzitter ook de commissie Peters genoemd) in te stellen. Het idee van installatie van een nieuwe commissie werd voorts ingegeven door de, op 18 december 2002 aan de Minister van Financiën aangeboden, evaluatie van de mate van opvolging van de aanbevelingen van de commissie Peters tussen 1997 en 2002[10]. Uit de evaluatie bleek dat in 2001 minder dan de helft van de beursgenoteerde vennootschappen nog aandacht besteedde aan de aanbevelingen. Eén van de aanbevelingen uit de evaluatie was om een vernieuwde code voor *best practice* op te stellen, welke getoetst zou moeten worden op de naleving. Ook de verschillende boekhoudaffaires in de Verenigde Staten en Europa gaven aanleiding om de aanbevelingen van de commissie Peters uit 1997 nog eens tegen het licht te houden.

De totstandkoming van de commissie kwam in een stroomversnelling terecht door de gebeurtenissen bij Ahold in februari 2003. De commissie, onder leiding van de voormalig bestuursvoorzitter van Unilever Morris Tabaksblat, kon op 10 maart 2003 worden geïnstalleerd. De commissie kreeg als op taak mee een *code of best practice* op het terrein van corporate governance op te stellen. Op 1 juli 2003 publiceerde de commissie haar conceptcode, waarover een brede maatschappelijke discussie is gevoerd. De definitieve code werd op 9 december 2003 gepubliceerd. De code bevat een preambule, principes, best practice bepalingen en een verklaring van en toelichting op enkele begrippen. Een belangrijk element van de code is de zogenoemde “pas toe of leg uit”-regel: de vennootschap dient in het jaarverslag gemotiveerd aan te geven of, en zo ja waarom en in hoeverre, zij afwijkt van de best practice bepalingen van de code.

Het kabinet heeft veel waardering voor het werk van de commissie, die het zelfregulerend vermogen van de samenleving illustreert. Het kabinet heeft reeds bij Nota van Wijziging bij het wetsvoorstel betreffende de aanpassing van de structuurregeling<sup>[11]</sup> een wettelijke basis gecreëerd voor de aanwijzing van gedragscodes en de naleving daarvan.

In aanvulling op de effectenrechtelijke regels – die met name door publicatie- en transparantieverplichtingen voorzien in de bescherming van de positie van de beleggers op de financiële markten – kiest het kabinet ten aanzien van de bestuurlijke inrichting van beursgenoteerde vennootschappen voor “wettelijk verankerde zelfregulering” als aanvulling op en nadere invulling van het wettelijk raamwerk<sup>[12]</sup>.

Aan deze keuze ligt ten grondslag dat naar de mening van het kabinet het vennootschapsrecht een instrument is dat het voor de ondernemer mogelijk moet maken om, met inachtneming van de regels ten aanzien van betrouwbaarheid en bescherming van derden, op een zo efficiënt mogelijke manier aan zijn bedrijf juridisch vorm te geven. Als gevolg daarvan verschillen vennootschappen qua structuur en inrichting sterk van elkaar. Vennootschappen kennen een verschillende historische ontwikkeling, een verschillende aandeelhoudersstructuur en –spreiding, en verschillen in de mate van internationalisering, complexiteit en omvang. Zelfregulering kan hier bij sommige onderwerpen beter rekening mee houden dan de wet. Een ander argument voor de keuze voor een gedragscode – boven wetgeving – is dat de veranderingen op de internationale financiële markten snel gaan, waardoor de maatschappelijke perceptie over wat deugdelijk ondernemingsbestuur is, snel kan veranderen. Wetgeving loopt vaak achter de feiten aan en is een codificatie van “minimumnormen” waarover de samenleving het eens is. Een code biedt een vennootschap maatwerk en flexibiliteit. Een vennootschap kan afwijken van een concrete bepaling, indien zij hiervoor goede redenen heeft en zij haar aandeelhouders hiervan weet te overtuigen. Een code bevat, in tegenstelling tot wetgeving, “best practice” normen, waaraan beursgenoteerde vennootschappen zich kunnen spiegelen en een concurrentievoordeel mee kunnen opbouwen. Bovendien kan een code relatief snel worden aangepast aan de maatschappelijke opvattingen over goede corporate governance. Hiervoor is het wel nodig, zoals ook de commissie Tabaksblat voorstelt, om een monitoring commissie op te richten, die de code jaarlijks evalueert naar aanleiding van de ervaringen met de naleving van code en beslist over aanpassing van de code. Tot slot legt een code de verantwoordelijkheid voor het opstellen van gedrags- en procedureregels bij de belanghebbende partijen zelf, zoals bestuurders, commissarissen en aandeelhouders. Hiermee wordt de eigen verantwoordelijkheid van de marktspelers voor het ontwerpen van een effectief corporate governance systeem onderstreept.

#### *Aanwijzing als na te leven gedragscode*

Het succes van de code hangt vooral af van de legitimatie van en het draagvlak binnen het bedrijfsleven en in de samenleving van de code. Het kabinet acht legitimatie van en draagvlak voor de code aanwezig. De commissie Tabaksblat werd in het leven geroepen vanuit de kringen van vrijwel alle belanghebbenden bij het onderwerp corporate governance en was voorts breed samengesteld uit vertegenwoordigers van de meeste betrokken groepen, waaronder het bedrijfsleven en de aandeelhouders. Bovendien is de definitieve code tot stand gekomen na een consultatie over een concept. De conceptcode heeft geleid tot een brede, maatschappelijke discussie en vele ingezonden commentaren (257 in totaal). De definitieve code heeft steun van zowel het bedrijfsleven als de aandeelhoudersorganisaties gekregen<sup>[13]</sup>. Daarnaast is de wettelijke grondslag van de code na beraadslagingen met de Tweede Kamer tot stand gekomen. De code sluit ook goed aan op de internationale corporate governance ontwikkelingen; de commissie heeft de voor het Nederlandse beursgenoteerde bedrijfsleven relevante Sarbanes-Oxley Act, de Britse corporate governance code, het EU Actieplan vennootschapsrecht en corporate governance en het ontwerp van de herziene OESO corporate governance principes goed tot zich genomen. Het kabinet acht daarom voldoende redenen aanwezig om de Nederlandse corporate governance code van de commissie Tabaksblat per algemene maatregel van bestuur aan te wijzen als code waaraan vennootschappen in hun jaarverslag moeten refereren in hoeverre zij de code naleeft ("pas toe of leg uit"-regel).

De commissie Tabaksblat benadrukt dat de principes en de best practice bepalingen van de code een samenhangend geheel vormen<sup>[14]</sup>. Het kabinet onderschrijft deze fundamentele samenhang. Het kabinet zal daarom voorstellen om de code integraal en ongewijzigd aan te wijzen als na te leven gedragscode (aanbeveling 1 aan de wetgever). Het kabinet zal zich wat betreft het toepassingsbereik aansluiten bij het voorstel van de commissie Tabaksblat (paragraaf 1 van de preambule): kort gezegd alle vennootschappen met statutaire zetel in Nederland en waarvan aandelen of certificaten van aandelen zijn toegelaten tot de officiële notering van een van overheidswege erkende effectenbeurs (de beursgenoteerde vennootschappen).

#### *Monitoring commissie*

Een wettelijke plicht tot het aangeven in hoeverre de Nederlandse corporate governance code wordt nageleefd veronderstelt een zekere procedure om de code te actualiseren naar aanleiding van de maatschappelijke ontwikkelingen. Moeten blijven uitleggen waarom men afwijkt van een ernstig verouderde code is niet zinvol. De commissie Tabaksblat beveelt daarom aan om een panel op te richten dat, indien daartoe aanleiding is, besluit over aanpassing van de code (aanbeveling 2 aan de wetgever). Het kabinet is het met het idee van een vervolgcommissie eens. Hoe de commissie zal gaan functioneren en welke bevoegdheden haar worden toegekend, zal door het kabinet nader worden uitgewerkt. Het kabinet werkt momenteel aan de samenstelling van de vervolgcommissie. Op hoog ambtelijk niveau zal binnenkort overleg worden gevoerd met de organisaties die de commissie Tabaksblat hebben geïnitieerd omtrent de bemensing van de monitoring commissie. Daarbij zullen ook de werknemersorganisaties worden uitgenodigd. Naar de mening van het kabinet kan de legitimatie van de code verder worden verhoogd door in de monitoring commissie een plaats in te ruimen voor een persoon die het speciale vertrouwen van werknemerszijde geniet. Alle leden van de monitoring commissie zullen deskundig moeten zijn op het gebied van corporate governance, de huidige corporate governance code moeten onderschrijven en zonder last of ruggespraak moeten opereren. De kiem van het succes van de commissie Tabaksblat was dat in relatieve rust een afweging van conflicterende belangen met een gemeenschappelijk doel kon plaatsvinden, die pas daarna een brede maatschappelijke toetssteen vond.

Wat betreft de taakopdracht van de monitoring commissie het volgende. De monitoring commissie dient op continue basis de naleving van de code door de beursgenoteerde vennootschappen te monitoren (bijvoorbeeld door jaarlijkse onderzoeken hiernaar). Op basis van de monitoring resultaten kan blijken dat beursgenoteerde vennootschappen bepalingen van de code moeilijk kunnen toepassen of moeilijkheden hebben met de interpretatie daarvan. De monitoring commissie zou dan een interpretatie kunnen geven. De monitoring resultaten zullen ook naar het kabinet moeten worden gestuurd, teneinde na te gaan of nadere kabinetsactie nodig is (bijvoorbeeld wetswijzigingen). Het kabinet heeft zich in het beleidsprogramma 2004-2007 immers ten doel gesteld het Nederlandse bedrijfsleven in 2007 in internationale vergelijkingen in de kopgroep te brengen op de gebieden "rechten en plichten van aandeelhouders", "transparantie" en "board structuur en kwaliteit". De commissie zou, wanneer daartoe aanleiding is, één of meer externe – dus buiten de commissie staande – deskundigen kunnen vragen op onderdelen nieuwe bepalingen voor te bereiden of te schrappen. Pas na een publieke consultatie van de voorstellen tot wijziging, kan de monitoring commissie overgaan tot besluitvorming of tot aanpassing van de code.

#### **4. Het tanende vertrouwen in het bestuur van beursgenoteerde vennootschappen en in financiële marktpartijen: achtergronden en beleidsimplicaties**

Kort na het omslaan van de hoogconjunctuur en de beurshausse in de tweede helft van het jaar 2000 kreeg de Westerse wereld te maken met een aantal omvangrijke boekhoudaffaires. De affaires bleven niet beperkt tot één land of één corporate governance model. Zij hebben zich voorgedaan bij vennootschappen met een zogenoemde duale, maar ook bij een monistische bestuursstructuur, met een gespreid, maar ook met een geconcentreerd aandelenbezit. Bovendien bleek dat niet alleen bestuursorganen van de vennootschappen soms onoorbaar hadden gehandeld, maar dat ook het handelen van andere partijen, zoals externe accountants en professionele marktpartijen (financieel analisten, *investment banks*, etc.) bijdroeg aan de affaires. De factoren achter de boekhoudaffaires laten, voor zover nu valt te overzien, een bepaald patroon zien. Dit patroon is vooral terug te voeren op belangenconflicten binnen beursgenoteerde vennootschappen (tussen bestuur en aandeelhouder) en binnen professionele marktorganisaties, en een gebrekkige verantwoording en afrekening.

##### **A. Scheiding tussen leiding en eigendom**

Beursgenoteerde vennootschappen kenmerken zich door de scheiding tussen leiding (het bestuur) en eigendom (verschaffers van aandelenkapitaal). Deze scheiding heeft twee belangrijke voordelen. Ten eerste kunnen relatief gemakkelijk professionele bestuurders worden aangetrokken. Ten tweede kunnen aandeelhouders hun vermogen spreiden over meerdere vennootschappen, hetgeen wenselijk is uit het oogpunt van risicospreiding. Naast deze twee voordelen bestaan er ook nadelen. Aangezien de bestuurders in principe ondernemen met andermans geld, is het denkbaar dat zij niet altijd handelen in het belang van de vennootschap en zelfs dat zij lichtvaardig handelen. Hierbij kan worden gedacht aan toe-eigening van ondernemingsmiddelen of aan overvloedige emolumenten. Meer subtiel eigenbelang komt aan het licht als bestuurders uit statusoverweging te veel en te dure overnames plagen en zich onrealistische groei-doelstellingen stellen.

Een probleem wordt hier gevormd door de ongelijkheid van informatie die een beoordeling van het handelen van het bestuur bemoeilijkt (informatieasymmetrie). Volledige informatie kan concurrentiegevoelig zijn, informatie kan manipulatief zijn, informatie kan selectief zijn (beperkt tot bepaalde beleggers) en daarmee afbreuk doen aan het gelijkheidsbeginsel tussen beleggers in een transparante markt in de betrokken effecten. Hier dreigt het zogenoemde *moral hazard*: een beter geïnformeerde partij wendt haar voorsprong aan tot haar eigen voordeel. Misbruik van voorwetenschap vormt een bekend voorbeeld.

Verbetering van toezicht door een onafhankelijke raad van commissarissen (*monitoring*) en openheid door het bestuur en openbaarmaking van vennootschappelijke gegevens (*disclosure*), waardoor de aandeelhouders kunnen ingrijpen wanneer het fout dreigt te gaan, verminderen dat gevaar. Dat doet ook *alignment*, dat wil zeggen het congruent maken van de belangen van bestuurders en beleggers door de eis dat bestuurders tevens aandeelhouder dienen te zijn en door het toekennen van aandelenopties, en een goede werking van de *market for corporate control*: de mogelijkheid om ook vijandelijk een overgang van zeggenschap af te kunnen dwingen. Deze "klassieke disciplineringsmechanismen" bleken, zoals hieronder wordt beschreven, de laatste tijd soms niet adequaat te werken. De Tabaksblat code, in combinatie met aanvullende wetgeving, probeert een bijdrage te leveren aan het oplossen van de ontstane problemen.

### **B. Raad van commissarissen**

De raad van commissarissen, het "eerstelijns toezicht" op het bestuur, kwam onder vuur te liggen door – in ieder geval – de perceptie bij het brede publiek dat deze zich te veel vereenzelvigde met het bestuur. Commissarissen en bestuurders zijn veelal bekenden van elkaar. Dat versterkte het beeld van een *old boys network* binnen vennootschappen: "een groep personen binnen een ook in internationaal perspectief klein aantal beursgenoteerde vennootschappen, waarin iedereen elkaar kent, bestuurders de hand boven het hoofd wordt gehouden en waarbij wordt afgevraagd of de commissarissen nog wel binding hebben met wat in de maatschappij leeft", aldus de commissie Tabaksblat[15]. Het gevaar van passief toezicht ligt dan op loer, met alle mogelijke inefficiënties in het toezicht op de vennootschap van dien[16]. Het bestuur kan hierdoor meer ruimte voor "eigen doelstellingen" krijgen, die soms niet congruent zijn met de doelstellingen van de vennootschap, zoals hiervoor geschetst bij de problematiek van de scheiding tussen leiding en eigendom.

Het wetsvoorstel betreffende de aanpassing van de structuurregeling (kamerstukken 28 179) zal de verantwoording van het toezicht van de raad van commissarissen op het beleid van het bestuur vergroten. In aanvulling hierop bevat de Tabaksblat code verschillende bepalingen die een actief en onafhankelijk toezicht door de raad van commissarissen moeten waarborgen. De commissie tracht het *old boys network* van commissarissen en bestuurders te doorbreken door het aantal commissariaten van één persoon te maximeren tot vijf, waarbij het voorzitterschap van de raad van commissarissen dubbel telt (best practice bepaling III.3.4).

Een bestuurder van een beursgenoteerde vennootschap mag niet meer dan twee commissariaten bij andere beursgenoteerde vennootschappen houden en mag geen voorzitter van een raad van commissarissen zijn (best practice bepaling II.1.7). De onafhankelijkheid van de raad van commissarissen wordt versterkt door de bepaling dat de raad van commissarissen, met uitzondering van maximaal één persoon, uit onafhankelijke personen dient te bestaan (best practice bepaling III.2.1). De code bevat een zevental criteria om aan de kwalificatie "onafhankelijk" te voldoen (best practice bepaling III.2.2). Een commissaris die in de afgelopen vijf jaar een bestuurder of werknemer van de vennootschap is geweest, kwalificeert zich bijvoorbeeld niet als onafhankelijk. In de code zijn regels opgenomen om elke vorm en schijn van belangenverstrengeling tussen vennootschap en commissarissen (en bestuurders) te vermijden (best practice bepalingen III.6.1 tot en met III.6.7). Aan een commissaris worden geen aandelen en/of opties bij wijze van bezoldiging toegekend (best practice bepaling III.7.1). De code bevat voorts de bepaling (III.4.3) dat de raad van commissarissen wordt ondersteund door een secretaris van de vennootschap, teneinde de werkwijze en de besluitvorming van de raad meer gestructureerd te laten verlopen. Een wettelijke verplichting tot het aanwijzen van een secretaris (aanbeveling 5 aan de wetgever) acht het kabinet niet noodzakelijk. Naar de mening van het kabinet is geen wetswijziging nodig om best practice bepaling III.4.3 na te kunnen leven.

### **C. Algemene vergadering van aandeelhouders**

Het "tweedelijns" toezicht op het bestuur (en op de raad van commissarissen) – de algemene vergadering van aandeelhouders – blijkt eveneens gebreken te vertonen. De algemene vergadering van aandeelhouders heeft de rol van correctiemechanisme voor falend bestuur en toezicht niet waargemaakt of kon die niet waarmaken. Uit het in opdracht van het Ministerie van Financiën verrichte onderzoek "Aandeelhoudersvergaderingen in Nederland"[\[17\]](#) blijkt passiviteit van de kant van de aandeelhouders. Het gemiddeld aantal op de algemene vergadering van aandeelhouders uitgebrachte stemmen van een Nederlandse beursgenoteerde vennootschap, die niet haar aandelen heeft gecertificeerd, bedroeg in 2001 slechts 33 procent. Dit percentage laat geen stijgende tendens zien. Veel grote institutionele beleggers, vooral banken, verzekeringsmaatschappijen en beleggingsinstellingen, blijken hun stem nauwelijks te laten horen c.q. brengen hun stem nauwelijks uit. De lage opkomst houdt, volgens de onderzoekers, mogelijk mede verband met het feit dat beursgenoteerde vennootschappen hun aandeelhouders niet altijd de mogelijkheid verschaffen om daadwerkelijk invloed uit te oefenen. De rol van de algemene vergadering van aandeelhouders is in Nederland veelal ingeperkt door statutaire en buitenstatutaire regelingen, zoals beschermingsconstructies en de toepassing van de structuurregeling[\[18\]](#). Voorts wordt nauwelijks gebruik gemaakt van de mogelijkheden om door middel van volmacht "op afstand" (*proxy voting*) te stemmen. Het gemiddelde aantal stemmen dat op afstand wordt uitgebracht bedraagt volgens het onderzoek slechts 1,6 procent van het totaal aantal stemmen op de algemene vergadering. Van de algemene vergadering van aandeelhouders kon al met al geen grote "tegendruk" tegen het bestuur en de raad van commissarissen uitgaan.

De commissie Tabaksblat is terecht van mening dat dit moet veranderen. Het wetsvoorstel betreffende de aanpassing van de structuurregeling versterkt de positie van de algemene vergadering van aandeelhouders reeds op een aantal cruciale punten (bijvoorbeeld de goedkeuring van belangrijke bestuursbesluiten in ontwerpartikel 2:107a BW en het agenderingsrecht in ontwerpartikel 2:114a BW). De rechten van de aandeelhouders worden door de Tabaksblat code verder uitgebreid. De Tabaksblat code heeft als principe opgenomen (IV.1) dat algemene vergadering van aandeelhouders een volwaardige rol dient te spelen in het systeem van *checks and balances* in de vennootschap. In dat kader maakt de commissie Tabaksblat het voor de algemene vergadering van aandeelhouders van niet-structuurvennootschappen onder andere gemakkelijker om een bindende voordracht voor de benoeming van een bestuurder of commissaris te doorbreken (best practice bepaling IV.1.1). Het kabinet zal daarbij de verplichting in artikel 2:133 lid 1 BW om telkens ten minste twee personen op de voordracht te plaatsen, schrappen (aanbeveling 9 aan de wetgever). Voor een evenwichtige verdeling van bevoegdheden tussen aandeelhouders en bestuur is het voorts van belang dat de algemene vergadering van aandeelhouders periodiek de mogelijkheid heeft om zich te buigen over het functioneren van een bestuurder. Het kabinet neemt daarom de aanbeveling van de commissie Tabaksblat over om wettelijk te faciliteren dat bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen voor een periode van maximaal vier jaar worden benoemd, met de mogelijkheid van herbenoeming (aanbeveling 3 aan de wetgever). In boek 2 BW zal worden geregeld dat artikel 7:668a BW niet van toepassing is op bestuurders van naamloze vennootschappen. Hiermee wordt voorkomen dat verschillende achtereenvolgende herbenoemingen van rechtswege alsnog zouden leiden tot een contract voor onbepaalde tijd.

Wil de algemene vergadering van aandeelhouders haar rol als correctiemechanisme tegen falend beleid en toezicht waar kunnen maken, dan zal, zoals de commissie Tabaksblat stelt, niet alleen de rechten van de aandeelhouders moeten worden uitgebreid, maar moeten de aandeelhouders ook gebruik gaan maken de nieuw gecreëerde of teruggegeven rechten. De participatiegraad van aandeelhouders aan de besluitvorming in de algemene vergadering zal substantieel moeten toenemen. Het kabinet wil de participatiegraad op de algemene vergadering van aandeelhouders bevorderen door voorwaarden voor een effectieve aandeelhoudersinbreng te scheppen. Naar het oordeel van de commissie is daartoe wetgeving nodig, en wel op de volgende terreinen: i) institutionele beleggers aanspreken op hun verantwoordelijkheden (aanbeveling 12 aan de wetgever), ii) facilitering van stemmen op afstand door aandeelhouders (aanbevelingen 6, 7 en 8 aan de wetgever) en iii) beschermingsconstructies (aanbevelingen 10, 11 en 14 aan de wetgever).

- ad i): verantwoordelijkheden institutionele beleggers

Het succes van de Nederlandse corporate governance code is voor een groot deel afhankelijk van de monitoring van de naleving van de code door de institutionele beleggers. Het kabinet wil in deze problematiek de verantwoordelijkheid van de institutionele beleggers benadrukken. Zij hebben in het algemeen de positie, vanwege de omvang van hun aandelenpakketten, om te zorgen voor een substantiële verhoging van de participatiegraad. Zij hebben bovendien de fiduciaire verantwoordelijkheid jegens hun eigen klanten en deelnemers om dat ook te doen. Want als door een gebrek aan goede *checks and balances* 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.

Het kabinet is het daarom eens met principe IV.4 van de Tabaksblat code, dat stelt dat institutionele beleggers primair handelen in het belang van hun achterliggende begunstigen of beleggers en een verantwoordelijkheid hebben jegens hun achterliggende begunstigen of beleggers en de vennootschappen waarin zij beleggen om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen. Die zorgvuldige beoordeling van het gebruik maken van de zeggenschapsrechten op aandelen betekent naar de mening van het kabinet dat ook aandacht wordt besteed aan de kosten hiervan en de baten die redelijkerwijs kunnen worden behaald. Mochten de kosten van een (zorgvuldige) uitoefening van zeggenschapsrechten niet worden terugverdiend, dan betekent dit dat de uitoefening ten koste gaat van degenen die een economisch belang hebben in de institutionele belegger, zoals de deelnemers van een beleggingsinstelling of de (gewezen) deelnemers en andere belanghebbenden bij het pensioenfonds. Een kosten-batenanalyse door de institutionele belegger zelf 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). Het kabinet zal vanuit deze optiek institutionele beleggers niet verplichten om te stemmen op de aandelen die zij houden in beursgenoteerde vennootschappen.

Het kabinet zal de institutionele beleggers, dat wil zeggen: banken, verzekeringsmaatschappijen, beleggingsinstellingen en pensioenfondsen, evenwel wettelijk verplichten een beleid te hebben inzake de uitoefening van zeggenschapsrechten, dit bekend te maken en jaarlijks verslag te doen van de uitvoering van het beleid. Dit is in overeenstemming met de ontwerp herziene OESO corporate governance principes en het Actieplan vennootschapsrecht en corporate governance van de Europese Commissie.

De Europese Commissie heeft in dit Actieplan aangekondigd de institutionele beleggers op middellange termijn (2006-2008) dergelijke verplichtingen (door middel van wijziging van bestaande richtlijnen) op te leggen. In navolging van de Amerikaanse regels ten aanzien van beleggingsinstellingen zullen institutionele beleggers tevens worden verplicht jaarlijks te rapporteren hoe zij hebben gestemd op de algemene vergaderingen van aandeelhouders.

- ad ii): facilitering van stemmen op afstand door aandeelhouders

Voorts tracht het kabinet het functioneren van de algemene vergadering van aandeelhouders te verbeteren door het stemmen op afstand door aandeelhouders te faciliteren. Het zal daartoe wetgeving voorbereiden om het gebruik van moderne communicatietechnieken voor het (elektronisch) stemmen op afstand door aandeelhouders mogelijk te maken en om stemmen per volmacht (proxy voting) te vergemakkelijken. Ook de mogelijkheden voor communicatie tussen aandeelhouders (proxy solicitation) zullen worden verbeterd. Gelet op het feit dat het grootste deel van de aandeelhouders van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen van buitenlandse afkomst is (gemiddeld 66,5% in 2002)[\[19\]](#), zal het kabinet bij de Europese Commissie blijven aandringen op het spoedig ontwerpen van een richtlijn betreffende grensoverschrijdend stemmen door aandeelhouders.

- ad iii): beschermingsconstructies

Het kabinet heeft zich reeds eerder op het standpunt gesteld (zie onder andere de Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel inzake doorbreking beschermingsconstructies)[\[20\]](#) dat een vennootschap zich in principe tegen een vijandige overnamebod mag beschermen, zij het dat het zittende bestuur een ingrijpend gewijzigde economische machtsverhouding in de algemene vergadering van aandeelhouders niet voor onbepaalde tijd moet kunnen negeren (tijdelijkheidscriterium). De vormgeving van een wettelijke regeling inzake de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies in overnamesituaties kan niet los worden gezien van de implementatie van de Europese richtlijn betreffende openbare biedingen op effecten, die op 22 december 2003 na ruim 14 onderhandelen is aangenomen[\[21\]](#). De aanbevelingen van de commissie Tabaksblat betreffende beschermingsconstructies zullen bij de implementatie van deze richtlijn worden betrokken. De Tweede Kamer zal binnen afzienbare termijn worden geïnformeerd over de wijze van implementatie van de richtlijn.

#### ***D. Aandelenopties***

Met name in het laatste decennium van de vorige eeuw werden aandelenopties een populair instrument om het eerder genoemde belangenconflict tussen leiding en eigendom het hoofd te bieden. Aandelenopties worden toegekend om bestuurders en overige werknemers te motiveren, te honoreren en te binden. Opties kunnen een prikkel zijn om tot betere prestaties te komen. Presteren bestuurders en overige werknemers goed, dan heeft dat normaal gesproken een positief effect op de beurskoers van de aandelen en profiteren zowel de aandeelhouders als de bestuurders en de overige werknemers. De toekenning van opties kan aldus een bijdrage leveren aan de vergroting van de marktwaarde van de vennootschap. Aan het begin van deze eeuw werd echter duidelijk dat er ook nadelen zijn verbonden aan de toekenning van aandelenopties aan bestuurders en de overige werknemers. Het risico bestaat dat optiebezitters hun kortetermijnbelangen laten prevaleren zonder zich te verdiepen in de vraag naar de langetermijneffecten voor de vennootschap. Een dergelijke neiging kan met name ontstaan wanneer de uitoefenbaarheid van aandelenopties niet is gebonden aan de realisatie van lange termijn doelstellingen voor bestuur en vennootschap. Bestuurders kunnen in het geval van een slechte vormgeving van het aandelenoptieplan en ontoereikend toezicht een prikkel hebben om de winstverwachtingen te sturen teneinde zoveel mogelijk te profiteren van de aandelenopties.

Een mooi stabiel, voorspelbaar winstpatroon, waarbij telkenmale wordt voldaan aan marktverwachtingen, kan een gestaag stijgende beurskoers opleveren, zonder dat bestuurders zich verdiepen in de vraag naar de langetermijneffecten van hun gedrag. Bij de toekenning van opties kan er een potentieel belangenconflict zijn tussen aandeelhouders en bestuur[22]. Dit belangenconflict kan worden versterkt door het feit dat de kosten van aandelenopties niet verplicht hoeven te worden opgenomen in de resultatenrekening en in de balans van de vennootschap. Niet-geboekte optiekosten hebben geleid tot een overschatting van de gerapporteerde nettowinst die van vennootschap tot vennootschap sterk verschilt.

Volgens het in opdracht van het Ministerie van Financiën uitgevoerde onderzoek "Personeelsopties en andere vormen van variabele beloningen in Nederland" gaat het daarbij in een aantal gevallen om tientallen procenten. De code zal eraan bijdragen dat de negatieve effecten van aandelenopties worden teruggedrongen. Opties worden op grond van best practice bepaling II.2.1 nog slechts voorwaardelijk toegekend. De opties kunnen pas worden uitgeoefend wanneer bestuurders na een periode van ten minste drie jaar de vooraf vastgestelde prestatiecriteria hebben gerealiseerd. De gekozen prestatiecriteria moeten op grond van best practice bepaling II.2.10 worden verantwoord in het zogenoemde remuneratierapport.

In ontwerpartikel 2:135 BW (wetsvoorstel betreffende de aanpassing van de structuurregeling) is al bepaald dat aandelen- en optieplannen door de algemene vergadering van aandeelhouders moeten worden goedgekeurd. Voorts is van belang dat de International Accounting Standards Board (IASB) op 19 februari 2004 International Financial Reporting Standard (IFRS) 2 "Share-based payment" inzake de verwerking van de kosten verbonden aan het toekennen van optierechten in de winst- en verliesrekening en in de jaarrekening heeft gepubliceerd. Zoals bekend (zie hierna) zullen alle Europese beursgenoteerde ondernemingen hun geconsolideerde jaarrekening vanaf boekjaar 2005 moeten opstellen aan de hand van de IFRS[23]. De Europese Commissie en het Accounting Regulatory Committee (waarvan Nederland onderdeel uitmaakt) moeten in de komende maanden een besluit nemen over toepassing van deze standaard voor gebruik door de beursgenoteerde vennootschappen in de EU. Het kabinet staat in beginsel positief tegenover deze standaard (aanbeveling 4).

### ***E. Financiële verslaggeving***

De Europese richtlijnen inzake het jaarrekeningrecht[24] bieden momenteel een groot aantal opties voor de waardering van balansposten en de berekening van het financiële resultaat. Bij de implementatie van deze richtlijnen in titel 9 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek heeft Nederland er bewust voor gekozen niet verder te gaan dan wat de richtlijnen eisen, om de Nederlandse vennootschappen niet op een concurrentieachterstand met de andere Europese vennootschappen te plaatsen. Nadere uitwerking van de in de wet neergelegde regels gebeurt door de Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ). De richtlijnen van de RJ hebben geen wettelijke basis, maar bieden vennootschappen en externe accountants houvast bij het opstellen en controleren van de jaarrekening. De externe accountant dient op basis van de door de vennootschap aangedragen cijfers te controleren of de financiële verslaggeving de economische werkelijkheid weerspiegelt en aldus een getrouw beeld geeft van de financiële positie en resultaten van de vennootschap.

Het aantal keuzemogelijkheden voor de waardering van de balansposten en de berekening van het financiële resultaat zal in de nabije toekomst afnemen. Vanaf 1 januari 2005 dienen namelijk alle Europese beursgenoteerde ondernemingen de financiële verslaggeving volgens de IFRS op te stellen. De Europese verordening hieromtrent is op 19 juli 2002 aangenomen[25]. De IFRS zijn op mondiaal niveau ontwikkeld, hetgeen de internationale vergelijkbaarheid en transparantie van de financiële cijfers ten goede komt. Toepassing van de IFRS perkt het aantal opties voor de berekening van het financiële resultaat in.

Doordat de IFRS, vergeleken met de huidige Europese jaarrekeningrichtlijnen, om meer en gedetailleerdere informatie vragen, zal toepassing van de IFRS bovendien leiden tot een aanzienlijke uitbreiding van de informatieverstrekking in de toelichting op de balans en winst- en verliesrekening. De commissie Tabaksblat onderstreept het belang van goede interne controlesystemen om tot betrouwbare financiële verslaggeving te komen. Op grond van best practice bepaling II.1.4 van de code dient het bestuur in het jaarverslag te verklaren dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen adequaat en effectief zijn en geeft het bestuur een duidelijke onderbouwing hiervan. Bovendien dient het bestuur te rapporteren over de *werking* van het interne risicobeheersings- en controlesysteem in het boekjaar. Een dergelijke verklaring zal naar verwachting de verantwoordelijkheid van het bestuur voor de interne controlesystemen aanscherpen en zal leiden tot een vergrote zorgvuldigheid van de interne organisatie. Voorts bepaalt de code (V.1.2) dat het toezicht, zowel de raad van commissarissen als de externe accountant, meer betrokken dient te zijn bij de inhoud en publicatie van alle financiële berichten, dus niet alleen de jaarrekening.

De ontwerp Transparantierichtlijn[26] (periodieke informatieverstrekking) bepaalt onder andere dat beursgenoteerde vennootschappen sneller met hun jaarverslag moeten komen en dat het bestuur dient te tekenen voor de juistheid van de periodieke financiële rapportages[27]. Daarnaast is onlangs door de Ministers van Financiën en Justitie een voorontwerp van het wetsvoorstel betreffende het toezicht op de externe financiële verslaggeving van effecten uitgevende instellingen gepubliceerd[28]. Op basis van dit wetsvoorstel zal de Autoriteit Financiële Markten (AFM) toezicht gaan houden op de externe financiële verslaggeving van beursgenoteerde vennootschappen met een statutaire zetel in Nederland. De invoering van het toezicht sluit aan bij de eerder genoemde Europese verordening betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen.

Op grond van overweging 16 van deze verordening zijn de EU-lidstaten verplicht passende maatregelen te treffen om de nakoming van internationale standaarden voor jaarrekeningen te waarborgen. De invoering van het toezicht op de financiële verslaggeving door de AFM verkleint het risico dat IAS niet juist worden toegepast en zal naar verwachting het vertrouwen van andere landen in de kwaliteit van de verslaggeving van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen vergroten. De AFM zal, in het kader van deze nieuwe toezichtstaak, toetsen of elke beursgenoteerde vennootschap in het jaarverslag een beschrijving heeft opgenomen van haar corporate governance structuur en een verklaring over de naleving van de code.

De commissie Tabaksblat heeft het kabinet aanbevolen om te onderzoeken of een bepaling omtrent 'beroepsuitsluiting' van bestuurders en commissarissen die misleidende financiële informatie publiceren kan worden opgenomen in dit wetsvoorstel (aanbeveling 15 aan de wetgever). De commissie Tabaksblat wijst op een dergelijk voornemen van de Europese Commissie in het Actieplan vennootschapsrecht en corporate governance. De Europese Commissie heeft aangekondigd dit voornemen op middellange termijn (2006-2008) te implementeren in een Europese richtlijn. Het kabinet is niet voornemens om in dit wetsvoorstel het door de commissie Tabaksblat gewenste, zogenoemde bestuursverbod te regelen. Dat neemt niet weg dat het kabinet de invoering van het bestuursverbod in zijn algemeenheid zal onderzoeken. Onderzocht zal worden of het bestuursverbod als een sanctie zou kunnen worden geïntroduceerd op het opzettelijk publiceren van misleidende financiële informatie en/of bij andere vormen van financieel-economische criminaliteit, bijvoorbeeld faillissementsfraude, fraude bij openbare aanbestedingen, fraude met EU-subsidies, etc. Het kabinet is daarom voornemens om een interdepartementale werkgroep "Invoering bestuursverbod" te laten inventariseren op welke wijze en in welke wet invoering van een bestuursverbod zou kunnen worden geïmplementeerd.

Het kabinet heeft zich in dit kader tevens afgevraagd of de AFM een integriteitstoets zou moeten uitvoeren ten aanzien van bestuurders en commissarissen van beursgenoteerde vennootschappen. Het kabinet had dit ook toegezegd bij de plenaire behandeling van het wetsvoorstel aanpassing structuurregeling[29] in het kader van de (door deze toezegging niet in stemming gebrachte) motie-Douma[30]. Op grond van de Wet toezicht kredietwezen 1992, en de Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993, de Wet toezicht natura-uitvaartverzekeringsbedrijf, de Wet toezicht effectenverkeer 1995 en de Wet toezicht beleggingsinstellingen worden bestuurders en commissarissen van banken, verzekeringsmaatschappijen, effecteninstellingen en beleggingsinstellingen voorafgaand aan hun benoeming getoetst op betrouwbaarheid door de financiële toezichthouders De Nederlandsche Bank, de Pensioen- & Verzekeringskamer respectievelijk de AFM. Gedurende hun benoemingstermijn dienen ze ook betrouwbaar te blijven. De toetsing van deze personen aan de betrouwbaarheidseisen is ingegeven door het feit dat zij bestuurder of commissaris zijn van financiële instellingen die een fiduciaire verantwoordelijkheid hebben ten aanzien van hun achterliggende begunstigden of beleggers. Het publieke vertrouwen in het financiële systeem zou op het spel kunnen worden gezet wanneer de betrouwbaarheid en deskundigheid van deze personen in twijfel kunnen worden getrokken. Daarbij komt dat rekeninghouders en spaarders van banken, polishouders van verzekeringsmaatschappijen en beleggers van beleggingsinstellingen in het algemeen geen invloed op de benoeming van bestuurders en commissarissen hebben.

Beursgenoteerde vennootschappen hebben een ander karakter dan financiële instellingen. Aandeelhouders verschaffen risicodragend kapitaal aan de vennootschap, teneinde het bestuur van de vennootschap in staat te stellen met dit kapitaal te gaan ondernemen en rendement te genereren. Aan ondernemen zijn risico's verbonden; een niet-succesvol project kan gevolgen hebben voor de winst. Aandeelhouders van niet-structuurvennootschappen kunnen zelf de bestuurders en commissarissen benoemen en hen ook te allen tijde ontslaan. Toetsing op deskundigheid en betrouwbaarheid van bestuurders en commissarissen van beursgenoteerde vennootschappen door de AFM kan ertoe leiden dat bij aandeelhouders ten onrechte de indruk ontstaat dat een dergelijke toets een garantie is dat er niets mis zou kunnen gaan. Het besef van en de balans in de eigen verantwoordelijkheden zou kunnen worden verstoord indien de AFM de facto een vennootschappelijk orgaan wordt. De aandeelhouders zouden een prikkel kunnen hebben om niet aan een actieve monitoring van het bestuur en de raad van commissarissen te doen. Het kabinetsbeleid is er juist op gericht om van de algemene vergadering van aandeelhouders een actiever orgaan te maken, die haar rol als correctiemechanisme van slecht functionerend bestuur en toezicht kan waarmaken. Bij dit beleid past geen rol voor de AFM bij de benoeming of ontslag van bestuurders en commissarissen van beursgenoteerde vennootschappen.

#### ***F. Externe accountants***

De externe accountant heeft de wettelijke taak om te controleren of de vennootschap de jaarrekening heeft opgesteld conform de wettelijke vereisten en of de jaarrekening de economische werkelijkheid weerspiegelt en aldus een getrouw beeld geeft van de financiële positie en resultaten van de vennootschap. Accountantsorganisaties verrichtten in de laatste decennia van de vorige eeuw niet zelden een heel scala aan adviesdiensten voor de vennootschap waarvoor ook de wettelijke controle werd gedaan. Aangezien de inkomsten uit de adviesdiensten vaak hoger waren dan de inkomsten uit de controlewerkzaamheden kon de accountantsorganisatie in een spagaat terecht komen in het geval van opmerkingen over "agressieve accountingtechnieken" welke buiten de wettelijke kaders zouden vallen dan wel het doorvragen naar de aard en waardering van bepaalde posten[31]. Het bestuur kon dreigen om de lucratieve advieswerkzaamheden van de accountantsorganisatie voor de vennootschap stop te zetten. Daarmee kwam de onafhankelijkheid – in ieder geval in de perceptie van het maatschappelijk verkeer – van de externe accountant op het spel te staan.

De Tabaksblat code onderstreept het belang van een onafhankelijke positie van de externe accountant. Dit blijkt onder andere uit principe V.2 van de code, die stelt dat de externe accountant wordt benoemd door de algemene vergadering van aandeelhouders (in navolging van het beginsel van artikel 2:393 lid 2 BW). De externe accountant komt hierdoor meer in dienst te staan van de algemene vergadering van aandeelhouders; zij is binnen de vennootschap immers de expliciete opdrachtgever. In dat kader past het ook dat de externe accountant aanwezig behoort te zijn in de algemene vergadering van aandeelhouders en hij daarin, voorzover zijn geheimhoudingsplicht dit toelaat, kan worden bevraagd over zijn verklaring omtrent de getrouwheid van de jaarrekening (best practice bepaling V.2.1). De wet regelt momenteel niet expliciet de toelating van de externe accountant tot de algemene vergadering van aandeelhouders en het recht om daarin het woord te voeren. Daarom zal het kabinet in boek 2 BW een wettelijke grondslag voor toelating van de externe accountant tot de algemene vergadering van aandeelhouders van naamloze vennootschappen voorbereiden, alsmede de bevoegdheid van de externe accountant om daarin het woord te voeren (aanbeveling 13 aan de wetgever).

De Europese Commissie was, voordat de boekhoudaffaires zich in Europa aandienden, reeds bezig met het opstellen van onafhankelijkheidsregels voor externe accountants ter borging van het publieke belang van een onafhankelijk opererende externe accountant. Op 16 mei 2002 publiceerde de Europese Commissie haar aanbeveling inzake de onafhankelijkheid van de met de wettelijke controle belaste accountant in de EU: basisbeginselen<sup>[32]</sup>. Deze onafhankelijkheidsregels dienen te voorkomen dat externe accountants bij het verrichten van de wettelijke controles zich gevoelig tonen voor de belangen van cliënten. De aanbeveling van de Europese Commissie hanteert een *principle based approach* in tegenstelling tot de Amerikaanse wetgeving die *rule based* is. In de aanbeveling is opgenomen dat de externe accountant dient te voldoen aan het onafhankelijkheidsbeginsel. Hiertoe dient hij een inschatting te maken van alle risico's die zijn onafhankelijkheid zouden kunnen belemmeren en mogelijke bijbehorende maatregelen om deze risico's weg te nemen. Hieruit kan de conclusie voortvloeien dat de onafhankelijkheid per saldo voldoende gewaarborgd is en de opdracht kan worden aangenomen. Indien de onafhankelijkheid niet voldoende kan worden gewaarborgd, kan een opdracht niet worden aanvaard. In de *rule based* Sarbanes-Oxley Act is daarentegen een aantal expliciete verboden opgenomen. Dit kan echter het risico met zich meebrengen dat de wetgever bepaalde risicofactoren over het hoofd heeft gezien of onvoldoende heeft ingeschat. Zeker gezien de grote dynamiek van de hedendaagse economische markten is dat een reëel gevaar.

De onafhankelijkheidsregels uit de aanbeveling van de Europese Commissie zijn per 1 januari 2003 integraal opgenomen in de verordeningen van de publiekrechtelijke accountantsberoepsorganisaties het NIVRA en de NOvAA. Deze verordeningen hebben een bindende werking voor de registeraccountants en Accountants-Administratieconsulenten. De borging van de vakbekwaamheid, onafhankelijkheid en objectiviteit van deze accountants is thans uitsluitend een taak van het NIVRA en de NOvAA. Uit de evaluatie van de accountantswetgeving is de conclusie getrokken dat de combinatie van kwaliteitsbewaking en belangenbehartiging binnen een beroepsorganisatie de schijn tegen heeft en de combinatie van toezicht en belangenbehartiging niet houdbaar is<sup>[33]</sup>. Het kabinet heeft daarom besloten om de AFM aan te wijzen als onafhankelijk, publiek toezichthouder. De voorbereiding van een wetsvoorstel betreffende het toezicht op accountantsorganisaties zit in een afrondende fase<sup>[34]</sup>. Een belangrijk element uit dit wetsvoorstel is dat de onafhankelijke toezichthouder ook de interne kwaliteitbeheersingssystemen en andere relevante aspecten van de bedrijfsvoering van accountantsorganisaties in haar oordeel zal betrekken.

Het wetsvoorstel sluit aan bij het nog in voorbereiding zijnde voorstel van de Europese Commissie tot wijziging van de Achtste richtlijn vennootschapsrecht<sup>[35]</sup>, waarbij naar verwachting elke lidstaat wordt verplicht om een onafhankelijk, publiek toezichthouder op de externe accountants die wettelijke controles uitvoeren in te stellen. Dit is mede van belang gezien de extraterritoriale effecten van de Sarbanes-Oxley Act. De aanscherping van de Achtste richtlijn vennootschapsrecht en de gelijktijdige implementatie van de onderliggende beginselen via de Wet toezicht accountantsorganisaties impliceren namelijk dat in de praktijk deze extraterritoriale effecten beperkt kunnen blijven tot een registratieplicht. Verder kan worden volstaan met toezicht door de nationale toezichthouder. Uiteraard zijn de aanscherping van de Achtste richtlijn vennootschapsrecht en de invoering van de Wet toezicht accountantsorganisaties evenzeer van belang voor het herstellen van het vertrouwen in de accountantsverklaring en het functioneren van de kapitaalmarkten op Europees en nationaal niveau. Het sluitstuk van het onafhankelijke toezicht wordt – conform de ‘trias politica’-gedachte – gevormd door de onafhankelijke rechtsprekende macht. Daartoe zal voor de externe accountants een accountantskamer worden ingesteld.

### **G. Investment banks en financieel analisten**

Een hoge beurskoers van aandelen is niet alleen in het voordeel van de bestuurders zelf, maar maakt het ook gemakkelijker om overnames te plegen. Het einde van het vorige en het begin van het huidige millennium werden gekenmerkt door een grote fusie- en overnamegolf<sup>[36]</sup> en een groot aantal beursintroducties. De inkomsten van *investment banks* uit fusies, overnames en beursintroducties werden steeds belangrijker. *Investment banks* profiteerden niet alleen van deze ontwikkelingen, maar speelden ook een stimulerende rol. Het aanwakkeren van overnames kan zeer profijtelijk zijn. Aangezien in de wereld slechts een beperkt aantal *investment banks* de dienst uitmaakt, resulteerde dit soms ook in “overnamegevechten” met wederzijds voordeel voor de respectievelijke *investment banks* in dienst van de bieder en doelvennootschap. Belangenconflicten kunnen zich binnen deze banken voordoen, wanneer zich binnen de bank ook een afdeling bevindt die beleggers adviseert over de aan- of verkoop van aandelen. Er zou dan een neiging kunnen ontstaan om aandelen aan te prijzen van die vennootschappen, waarvoor de bank de beursintroductie of nieuwe aandelenemissie begeleidt. Was in de Verenigde Staten in 1991 nog 1 op de 6 adviezen om een aandeel te verkopen, in 2000 was dit nog maar 1 op de 100 adviezen<sup>[37]</sup>. Een dergelijke verandering hoeft niet noodzakelijkerwijs te duiden op belangenverstremgeling binnen banken, maar kan ook te maken hebben met economische en psychologische factoren. Ten tijde van een hoogconjunctuur ligt het ook in de rede dat meer koop- dan verkoopadviezen worden gegeven. Daarnaast dient te worden opgemerkt dat een financieel analist die zijn advies baseerde op een redelijke groei van omzet- en marktaandeelcijfers en andere bedrijfseconomische kenmerken in de jaren ‘90 van de vorige eeuw menigmaal werd gekarakteriseerd als terughoudend en te conservatief. Financieel analisten die hun advies over een aandeel vooral baseerden op het aantal “hits” op de internetpagina van de betreffende vennootschap hadden het maatschappelijke tij juist mee. De Nederlandse wet- en regelgeving bevat reeds bepalingen betreffende het tegengaan van verstremgeling van tegenstrijdige belangen bij onder andere *investment banks*<sup>[38]</sup>. Bovendien is er in de ontwerprichtlijn beleggingsdiensten (Investment Services Directive, ISD)<sup>[39]</sup> een zelfstandige bepaling opgenomen die ziet op het voorkomen van belangenconflicten. Voorbeelden van dergelijke conflicten betreffen de combinatie(s) van financiële analyse, het begeleiden van aandelen- of obligatie-emissies en het uitvoeren van effectenorders voor klanten.

De ontwerprichtlijn beleggingsdiensten verplicht effecteninstellingen ten eerste om belangenconflicten te identificeren. Een effecteninstelling dient te voorkomen dat dergelijke conflicten de belangen van de klant schaden door bijvoorbeeld organisatorische maatregelen te treffen (denk aan de zogenoemde *Chinese walls*). Voor zover deze maatregelen onvoldoende basis bieden om met redelijke zekerheid te voorkomen dat de belangen van de klant worden geschaad, dient een effecteninstelling haar diverse belangen aan de klant kenbaar te maken. Genoemde bepalingen in de richtlijn zullen nog worden nader worden ingevuld via meer gedetailleerde uitvoeringsmaatregelen (richtlijnen). De Europese effectentoezichthouders (voor Nederland de AFM) adviseren momenteel over de invulling van deze uitvoeringsmaatregelen.

Daar waar de ISD een algemeen raamwerk biedt voor het omgaan met belangenconflicten, bevat de richtlijn Marktmisbruik<sup>[40]</sup> specifieke bepalingen voor de uitvoering van financiële analyse. Ten aanzien van financieel analisten is in de richtlijn Marktmisbruik de basis gelegd om een breed scala aan regels op te leggen aan analisten. Het gaat dan om het uitbrengen van aanbevelingen (waaronder koop- of verkoopadviezen van specifieke aandelen) in meer algemene zin (bijvoorbeeld in analistenrapporten) en niet om de individuele relaties met cliënten. Deze regels zien op het tegengaan van misleiding van het publiek en behelzen met name transparantievereisten. Hierdoor kunnen beleggers zich een beter oordeel vormen over de kwaliteit van een aanbeveling en over de mogelijke belangenconflicten die er spelen.

De Tabaksblat code bevat ook enkele bepalingen omtrent financieel analisten. Zo mogen analistenrapporten en taxaties van analisten vooraf niet door de vennootschap worden beoordeeld, van commentaar voorzien of gecorrigeerd anders dan op feitelijkheden (best practice bepaling IV.3.2) en mag de vennootschap geen vergoeding(en) aan partijen voor het verrichten van onderzoek ten behoeve van analistenrapporten verstrekken, noch voor de vervaardiging of publicatie van analistenrapporten, met uitzondering van *credit rating agencies* (best practice bepaling IV.3.3).

#### **H. Credit rating agencies**

*Credit rating agencies* (CRA's) beoordelen vennootschappen die schuldpapier emitteren op de kapitaalmarkt. Deze ratings geven aan in hoeverre deze vennootschappen aan hun rente- en aflossingsverplichtingen kunnen voldoen. De beoordeelde vennootschappen betalen de CRA's voor de rating. Door middel van de ratings hebben CRA's een grote invloed op de kapitaalmarkt. Opvallend is overigens dat er slechts een beperkt aantal spelers actief is op de ratingmarkt (de belangrijkste spelers zijn de Amerikaanse bureaus Moody's, Standard & Poor's en Fitch Ratings). In Nederland zijn geen CRA's gevestigd.

Naar aanleiding van de boekhoudaffaires is de positie van CRA's onderwerp van discussie geworden. Volgens critici had de slechte financiële situatie bij deze vennootschappen veel eerder kunnen worden gesignaleerd door de CRA's. Het kan echter ook zijn dat de CRA's slachtoffer zijn geworden van mogelijk malafide praktijken van deze vennootschappen. Daarnaast staat het eerdergenoemde vergoedingssysteem ter discussie, omdat dit mogelijk tot belangenconflicten zou kunnen leiden. De Europese Commissie analyseert momenteel de positie van ratingkantoren<sup>[41]</sup>. Het internationaal orgaan van beurstoezichthouders, IOSCO, gaat gedragsregels voor CRA's opstellen.

Inmiddels heeft ook het Europees Parlement op 10 februari 2004 een resolutie aangenomen waarin zij de Europese Commissie, het Committee of European Securities Regulators (CESR) en het European Banking Committee (EBC) vraagt om uiterlijk 31 juli 2005 met aanbevelingen te komen ten aanzien van de transparantie van CRA's en te bezien of het stellen van regels noodzakelijk is<sup>[42]</sup>.

Marktwerking lijkt voldoende waarborg te bieden voor prudent gedrag van CRA's. Wanneer de kwaliteit van ratings niet goed genoeg zou zijn of CRA's te veel betrokken zouden raken bij affaires, wordt hun eigen positie ondermijnd. De markt en beleggers in het bijzonder zullen op dat moment immers minder of geen belang gaan hechten aan de ratings. Het kabinet wil de resultaten van het onderzoek van de Europese Commissie en de mening van CESR en het EBC in dit verband afwachten alvorens een definitief standpunt ten aanzien van eventuele regelgeving voor CRA's in te nemen. Overigens vraagt deze kwestie om een Europese visie, aangezien CRA's niet in elke lidstaat gevestigd zijn maar wel in elke lidstaat invloed uitoefenen.

## 5. Bezoldiging van bestuurders en commissarissen

Evenals in het buitenland, roepen de samenstelling en de omvang van de bezoldigingspakketten van de bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen ook in Nederland van tijd tot tijd discussie op. Juist bij de vaststelling van de bezoldiging van bestuurders kunnen belangenconflicten een rol spelen<sup>[43]</sup>. Het is vanuit het oogpunt van goede corporate governance niet wenselijk wanneer bestuurders en commissarissen van beursgenoteerde vennootschappen invloed zouden hebben op de omvang en samenstelling van hun eigen bezoldigingspakketten. Ter voorkoming van (de schijn van) belangenconflicten is het in de eerste plaats van belang dat volledige transparantie wordt verschaft van de hoogte en samenstelling van de bezoldigingspakketten.

### *Versterking "checks and balances"*

De volledige transparantie met betrekking tot de bezoldiging van individuele bestuurders en commissarissen van open naamloze vennootschappen is inmiddels wettelijk geregeld (artikel 2:383b tot en met e BW). Bij de keuze van het toepassingsbereik van de volledige transparantie rond de bezoldiging van bestuurders en commissarissen speelt het spanningsveld tussen privacy van de bestuurders en commissarissen en de mate waarin verantwoording moet worden afgelegd over de bezoldiging van deze personen. Bij de open naamloze vennootschappen staat de aandeelhouder in de regel op afstand: hij verschaft het risicodragend kapitaal waarmee het bestuur renderende activiteiten kan ondernemen. De ondernemingsleiding onderneemt, kort gezegd, met andermans geld. Aandeelhouders hebben dan recht op verantwoording op welke wijze hun kapitaal is aangewend en welk deel daarvan is opgesoupeerd door de ondernemingsleiding. Bij dergelijke vennootschappen kunnen aandeelhouders over het algemeen ook niet eenvoudig aan de informatie over de bezoldiging komen als de wet geen verplichting hiertoe geeft. Volledige transparantie op het gebied van de bezoldiging is bij deze vennootschappen dan ook op zijn plaats.

Dezelfde argumentatie geldt voor bestuurders en commissarissen/toezichthouders van (semi-)publieke instellingen. De gemeenschap verschaft kapitaal aan dergelijke instellingen en heeft ook dan ook recht op een deugdelijke verantwoording over hoe met dit kapitaal is omgegaan, inclusief het deel dat daarvan is besteed aan de bezoldiging. Vanuit dit oogpunt heeft het kabinet reeds aangekondigd om met wetsvoorstellen te komen om deze transparantie af te dwingen. Een wetsvoorstel betreffende de openbaarmaking van inkomens die in de publieke sector uitgaan boven het inkomensniveau van een minister, zoals aangekondigd in het Hoofdlijnenakkoord, zal binnen afzienbare termijn voor advies naar de Raad van State worden gestuurd. De Tweede Kamer zal voor het eind van dit voorjaar worden geïnformeerd over de afbakening van de semi-publieke sector, teneinde ook in deze sector de afspraak in het Hoofdlijnenakkoord over transparantie van de inkomens gestand te doen.

Voor wat betreft het directe tegengaan van belangenconflicten bij de vaststelling van de bezoldiging van bestuurders en commissarissen heeft het kabinet door middel van de eerder genoemde Nota van Wijziging bij het wetsvoorstel betreffende de aanpassing van de structuurregeling de algemene vergadering van aandeelhouders van naamloze vennootschappen hier meer invloed gegeven. Op grond van ontwerpartikel 2:145 BW dient de algemene vergadering van aandeelhouders de bezoldiging van individuele commissarissen vast te stellen.

In de Tabaksblad code is het principe (III.5) opgenomen dat elke raad van commissarissen die meer dan vier leden omvat verplicht is een remuneratiecommissie in te stellen. Deze remuneratiecommissie dient voor ten minste de meerderheid uit onafhankelijke commissarissen te bestaan (best practice bepaling III.5.1) en bevat maximaal één commissaris die bij een andere Nederlandse beursgenoteerde vennootschap bestuurder is (best practice bepaling III.5.12). De remuneratiecommissie maakt een voorstel betreffende het te voeren bezoldigingsbeleid en betreffende de bezoldiging van de individuele bestuurders (best practice bepaling III.5.10). Het bezoldigingsbeleid dient op grond van ontwerpartikel 2:135 BW ter vaststelling aan de algemene vergadering van aandeelhouders te worden voorgelegd, en de aandelen- en optieregelingen ter goedkeuring. De code bevat een bepaling (II.2.10) welke informatie het voorstel voor het te voeren bezoldigingsbeleid dient te bevatten (bijvoorbeeld het relatieve belang van het variabele en niet-variabele deel van de bezoldiging, alsmede een gemotiveerde verklaring voor deze verhouding, de prestatiecriteria, pensioenregelingen, etc.). Hierbij dient ook de bepaling betreffende de ontslagvergoeding in acht te worden genomen. Het kabinet verwelkomt codebepaling II.2.7 die stelt dat de ontslagvergoeding van een bestuurder niet meer mag bedragen dan éénmaal het jaarsalaris, tenzij dit in de omstandigheden van het geval kennelijk onredelijk is. Vennootschappen kunnen deze maximering toepassen door binnen de grenzen van de code een vergoeding met de bestuurder af te spreken. Het kabinet zal overigens een wettelijke, soberder richtlijn voor de ontslagvergoeding ontwerpen voor het geval bestuurders en werknemers zich tot de rechter wenden. Binnen de door de algemene vergadering van aandeelhouders vastgestelde kaders voor de bezoldiging van het bestuur, kan de raad van commissarissen de bezoldiging van de individuele bestuurders vaststellen.

Ontwerpartikel 2:135 lid 2 BW bepaalt dat de ondernemingsraad van alle naamloze vennootschappen op de hoogte wordt gesteld van het voorstel van het bezoldigingsbeleid gelijktijdig met de aanbieding daarvan aan de algemene vergadering van aandeelhouders. De Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid zal u, in het kader van het advies van de Sociaal-Economische Raad "Aanpassing van de Wet op de ondernemingsraden" van 19 december 2003<sup>[44]</sup>, binnenkort nader informeren over de reactie van het kabinet met betrekking tot de positie van de ondernemingsraad.

Een wettelijk raamwerk van transparantie en inspraak van de algemene vergadering van aandeelhouders bij het bezoldigingsbeleid en optieregelingen, aangevuld met codebepalingen om dat bezoldigingsbeleid in te vullen, is naar het oordeel van het kabinet van groot belang voor een versterking van de *checks and balances* binnen beursgenoteerde vennootschappen bij de bezoldiging van bestuurders en commissarissen. De gebeurtenissen in de afgelopen maanden bij een aantal beursgenoteerde vennootschappen hebben laten zien dat een dergelijk raamwerk handvatten biedt voor de betrokkenen bij de vennootschap om verantwoordelijkheid te nemen.

### *Fiscaal instrumentarium*

In het Hoofdlijnenakkoord is opgenomen dat zal worden gezien hoe het fiscale instrumentarium kan worden ingezet om bovenmatige belonings- en afvloeiingsregelingen te beperken. In de begroting voor het jaar 2004 van het Ministerie van Financiën<sup>[45]</sup> is dit voornemen nader gepreciseerd. Aangegeven werd dat de mogelijkheden van de inzet van het fiscale instrumentarium beperkt zijn. Enerzijds is het niet mogelijk om bij generieke tariefmaatregelen het bereik te beperken tot de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen. Het is niet aan het kabinet om een oordeel te vellen over de hoogte van de bezoldiging in de private sector. Voor de overheid is niet zozeer de hoogte van belang, maar de vraag of de bezoldiging op een evenwichtige wijze tot stand is gekomen.

Anderzijds zullen maatregelen die gericht zijn op specifieke bezoldigingscomponenten waarschijnlijk relatief gemakkelijk ontweken kunnen worden. In voornoemde begroting heeft het kabinet dan ook aangegeven te denken aan fiscale maatregelen in de sfeer van de optietoekenning. In deze sfeer heeft het kabinet twee maatregelen onderzocht: het beëindigen van de aftrekbaarheid van opties voor de vennootschapsbelasting en wijziging van het keuzeregime voor de belastbaarheid van opties voor de werknemer in de inkomstenbelasting. Hieronder zullen deze mogelijkheden worden besproken.

### *Afschaffen aftrekbaarheid opties voor de vennootschapsbelasting.*

In Nederland zijn de kosten van werknemersopties voor de ondernemer aftrekbaar van de vennootschapsbelasting (Vpb). Het beëindigen van de aftrekbaarheid van opties voor de Vpb maakt het toekennen van opties dus minder aantrekkelijk voor werkgevers. Bij de gedachtevorming over deze maatregel is een aantal negatieve bijeffecten gebleken.

In de eerste plaats heeft deze maatregel een breder effect dan beoogd. Naast de grote beursgenoteerde vennootschappen, waar de topbestuurders actief zijn, zullen ook andere vennootschappen worden getroffen. Het gaat hierbij bijvoorbeeld om startende ondernemingen, die nog niet in staat zijn volledige salarissen uit te betalen en derhalve hun werknemers door middel van optieregelingen belonen. De maatregel richt zich niet alleen op bestuurders, maar het zal voor de werkgever ook minder aantrekkelijk worden om aan andere werknemers opties toe te kennen. Voorts wordt de huidige fiscale neutraliteit tussen de verschillende bezoldigingsvormen doorbroken. Bovendien zal er naar verwachting een verschuiving optreden naar loonbestanddelen die wel aftrekbaar zijn, zoals vast salaris, bonussen, winstafhankelijke uitkeringen etc.

Tot slot kan worden opgemerkt dat het afschaffen van de Vpb-aftrek voor werknemersopties negatief kan uitwerken voor het Nederlandse vestigingsklimaat. Voor vennootschappen met grote optietoekenningen (aan zowel bestuurders als werknemers) is het qua beloning niet langer aantrekkelijk om in Nederland gevestigd te zijn. Een ander Europees land waar nog wel Vpb-aftrek mogelijk is, is dan aantrekkelijker.

### *Afschaffen keuzeregime voor de belastbaarheid van opties in de loonbelasting*

Een werknemer die opties krijgt toegekend, kan sinds 1 januari 2001 kiezen wanneer belastingheffing plaatsvindt. Hierbij zijn twee mogelijkheden: het genietingsmoment (toekennen van onvoorwaardelijke optie of het moment van onvoorwaardelijk worden van een voorwaardelijke optie) dan wel het realisatiemoment (vervreemding of uitoefening) van daadwerkelijk genoten voordeel van het optierecht. De waarde van het optierecht wordt op het genietingsmoment bepaald aan de hand van een waarderingsformule (tenzij het een beursgenoteerd optierecht is). Indien de opties binnen drie jaar worden uitgeoefend of vervreemd dan vindt er overigens een soort eindheffing plaats, over de nog niet in de heffing betrokken winst. Bij heffing op het realisatiemoment wordt het werkelijk gerealiseerde voordeel in de heffing betrokken. Volgens gegevens van de Belastingdienst kiest ruwweg tien procent van de werknemers met opties voor belastingheffing op het genietingsmoment. Het gaat hier dan met name om topbestuurders. Het werkelijke voordeel wordt dan niet belast. De

overige negentig procent van de werknemers met opties kiezen veelal voor heffing over het daadwerkelijk behaalde voordeel op het realisatiemoment, omdat er nog geen liquiditeiten aanwezig zijn op het genietingsmoment.

Het afschaffen van het keuzeregime betekent dat voortaan alleen nog op het realisatiemoment belasting geheven wordt bij de werknemer. Hiermee loopt Nederland internationaal meer in de pas, aangezien de meeste andere landen op het realisatiemoment heffen. Voorts wordt dan voorkomen dat bij vervreemding of uitoefening van het optierecht aanzienlijke onbelaste voordelen ontstaan, omdat al belasting is betaald op het genietingsmoment. Afschaffen van het keuzeregime is vanuit verschillende invalshoeken bepleit. De Universiteit van Tilburg heeft in haar eerder genoemde onderzoek over personeelsopties en andere vormen van variabele beloningen aangegeven voorstander te zijn van het afschaffen van het keuzeregime.

#### *Afweging*

Op grond van bovenstaande overwegingen kiest het kabinet ervoor om het keuzeregime voor de belastbaarheid van personeelsopties in de loonbelasting te laten vervallen, vooral omdat dan ook topbestuurders voor het werkelijk behaalde voordeel in de loonbelasting worden betrokken.

#### **6. Ten slotte**

De boekhoudaffaires in binnen- en buitenland en de perceptie van zelfverrijking aan de top van het beursgenoteerde bedrijfsleven hebben gezorgd voor een afnemend vertrouwen onder beleggers en het brede publiek. Er is algemene twijfel ontstaan aan het normbesef van het bestuur van en het toezicht op de beursgenoteerde vennootschappen en van de partijen op de financiële markten. De integriteit van het beursgenoteerde bedrijfsleven en van het financiële systeem is op het spel gezet. Het is het kabinet er veel aangelegen om het vertrouwen in het beursgenoteerde bedrijfsleven en in de financiële markten snel te doen herstellen. Zowel op Europees als op nationaal niveau zijn reeds de nodige maatregelen in voorbereiding of in uitvoering. Grofweg kan onderscheid worden gemaakt tussen de Europese initiatieven, die vooral zien op het herstel van het vertrouwen in de financiële markten, en de nationale initiatieven (maar mede gebaseerd op Europese ontwikkelingen), die vooral zijn gericht op het herstel van het vertrouwen in het bestuur van beursgenoteerde vennootschappen. Het werk van de commissie Tabaksblat kan hier een belangrijke bijdrage aan leveren. De code van de commissie Tabaksblat heeft bij veel beursgenoteerde vennootschappen reeds veranderingen bewerkstelligd of in gang gezet. Het kabinet neemt de Tabaksblat code daarom integraal en ongewijzigd over als gedragscode voor beursgenoteerde vennootschappen. De code kan echter niet functioneren zonder een stevig wettelijk kader. Het is de verantwoordelijkheid van de wetgever om een dergelijk kader neer te zetten. In deze brief is een overzicht gegeven van maatregelen die zijn genomen of in petto zijn om het wettelijk kader te verstevigen. Hieronder zijn ze nog een keer samengevat, met daarbij – voor zover passend – een tijdstip waarop de Tweede Kamer een wetsvoorstel tegemoet kan zien:

#### *Nationaal*

1. Indiening van het wetsvoorstel toezicht accountantsorganisaties: deze zomer;
2. Indiening van het wetsvoorstel toezicht financiële verslaggeving: deze zomer;
3. Voorhangprocedure om de Tabaksblat code aan te wijzen als gedragscode in de zin van artikel 2:391 lid 4 BW: na aanvaarding van het wetsvoorstel betreffende de aanpassing van de structuurregeling door de Eerste Kamer: naar verwachting deze zomer;
4. Instellen van de Monitoring Commissie Tabaksblat code: dit voorjaar;
5. Een wetsvoorstel betreffende het gebruik van moderne communicatiemiddelen bij besluitvorming in rechtspersonen is in voorbereiding;
6. Een wetsvoorstel facilitering proxy voting/solicitation is in voorbereiding;
7. Indiening beleidsnotitie implementatie overnamerichtlijn en beschermingsconstructies: dit voorjaar;
8. Onderzoek inzake invoering bestuursverbod;
9. Omzetting aantal aanbevelingen van de commissie Tabaksblat aan de wetgever in wetgeving:
  - a. Verplichtingen inzake verantwoordelijkheid institutionele beleggers;
  - b. Externe accountant toegang verschaffen tot de algemene vergadering van aandeelhouders;
  - c. Voordracht voor benoeming van bestuurder of commissaris hoeft niet meer dan één persoon te bevatten;
  - d. Wettelijke facilitering benoemingstermijn van maximaal vier jaar voor bestuurders, met mogelijkheid van herbenoeming.
10. Afschaffing keuzeregime opties: Belastingplan 2005;
11. Wettelijk verankerde, soberder richtlijn voor de ontslagvergoeding in het geval bestuurders en werknemers zich tot de rechter wenden;
12. Implementatie van de richtlijn Marktmissbruik; het wetsvoorstel dienaangaande zal rond de zomer naar de Tweede Kamer worden gestuurd;

### *Europees*

13. Afronding van de onderhandelingen over de ontwerp richtlijn beleggingsdiensten: naar verwachting dit voorjaar;

14. Afronding van de onderhandelingen over de ontwerp Transparantierichtlijn: naar verwachting dit voorjaar.

Mochten de monitoring resultaten van de naleving van de Tabaksblat code ertoe leiden dat de kabinetsdoelstelling om het Nederlandse bedrijfsleven in 2007 in internationale vergelijkingen in de "corporate governance kopgroep" te brengen gevaar loopt, dan kan het hiervoor genoemde wetgevingsprogramma nog worden aangevuld.

Risico nemen is een essentieel onderdeel van ondernemen. Wetgeving en codes zullen faillissementen en boekhoudaffaires in de toekomst niet kunnen uitsluiten. Oogmerk van de hiervoor genoemde maatregelen is om de risico's transparant, beheersbaar en verantwoordbaar te maken. De maatregelen zijn erop gericht om vennootschappen te stimuleren hun verantwoordelijkheid te nemen op het terrein van corporate governance en hiermee de kans op nieuwe boekhoudaffaires zo klein mogelijk te maken, en om een bijdrage te leveren aan het herstel van het vertrouwen bij beleggers en het brede publiek in de integriteit van bestuurders, commissarissen en financiële marktpartijen.

[1] Zie hierover ook de brief van de Minister van Financiën d.d. 10 april 2003 aan de Tweede Kamer (Kamerstukken II 2002/03, 28 122, nr. 14).

[2] Zie voor een beknopt overzicht van de inhoud van de Sarbanes-Oxley Act de antwoorden van de Minister van Financiën d.d. 2 september 2002 op de vragen van het Kamerlid Koenders (PvdA) over de boekhoudfraude (Aanhangsel Handelingen II 2001/02, nr. 1588).

[3] Financiële Diensten: Tenuitvoerlegging van het kader voor financiële markten: een actieplan. Mededeling van de Europese Commissie, COM (1999) 232, 11 mei 1999.

[4] Ninth Report Financial Services. The FSAP enters the Home straight, 25 november 2003.

[5] COM (2003) 284 definitief. De Tweede Kamer is bij brief d.d. 15 oktober 2003 door de Staatssecretaris van Buitenlandse Zaken over dit actieplan geïnformeerd (Kamerstukken II 2002/03, 22 112, nr. 289).

[6] De diensten van Directoraat-generaal Interne Markt van de Europese Commissie hebben op 23 februari 2004 een consultatiedocument over deze aanbeveling uitgestuurd (zie [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)).

[7] De in 1999 door de OESO ontwikkelde principes worden momenteel herzien. Een voorontwerp van de herziene principes is in januari 2004 door de OESO voor openbare consultatie uitgestuurd (DAFFE/CA/CG (2003)11/REV1; zie [www.oecd.org](http://www.oecd.org)). Het is de verwachting dat de nieuwe principes in mei 2004 door de Raad van Ministers worden vastgesteld.

[8] Het kabinet heeft een nota "Modernisering ondernemingsrecht" in voorbereiding, die hier verder op ingaat. Deze nota zal binnen afzienbare termijn naar de Tweede Kamer kunnen worden gestuurd.

[9] Euronext Amsterdam, het Nederlands Centrum van Directeuren en Commissarissen, de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen, de Vereniging van Effectenbezitters, de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen en de Vereniging VNO-NCW

[10] Nederlandse Corporate Governance Stichting, *Corporate Governance in Nederland; de stand van zaken*, 2002.

[11] Kamerstukken II 2002/03, 28 179, nr. 31.

[12] Het wettelijk raamwerk inzake de corporate governance structuur van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen wordt binnenkort versterkt na aanneming van het wetsvoorstel betreffende de aanpassing van de structuurregeling door de Eerste Kamer (Kamerstukken I 2002/03, 28 179, nr. 309). De kabinetsnota "Modernisering ondernemingsrecht" zal nader ingaan op de vraag wat bij wet en wat bij code kan worden geregeld.

[13] Zie de persberichten bij het verschijnen van de definitieve code van onder andere VNO-NCW, de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen, de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen en de Vereniging van Effectenbezitters.

[14] Verantwoording van het werk van de commissie, paragraaf 61.

- [15] Verantwoording van het werk van de commissie, paragraaf 31.
- [16] Zie in dit verband ook de beschikking van de Ondernemingskamer in de Laurus-zaak (OK 16 oktober 2003, JOR 2003, 260), waarin wordt geconcludeerd dat de raad van commissarissen medeverantwoordelijk is voor het geconstateerde wanbeleid.
- [17] Bij brief van 3 november 2003 (FIN 03-471) door de Minister van Financiën aan de Tweede Kamer aangeboden.
- [18] Veelal vinden deze inperkingen hun historie in de gedachte dat aandeelhouders niet voldoende alle belangen binnen de vennootschap kunnen wegen. De nota "Modernisering ondernemingsrecht" zal nader ingaan op de toekomst van de structuurregeling.
- [19] Euronext, "Share ownership structure in four Euronext countries (Belgium, France, The Netherlands and Portugal) 1997-2002".
- [20] Wetsvoorstel betreffende de invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de ondernemingskamer over zeggenschap in de naamloze vennootschap (Kamerstukken II 1997/98, 25 732, nr. 3).
- [21] Zie hierover de brieven van de Minister van Economische Zaken d.d. 6 en 20 februari 2004 (kamerstukken II 2003/04, 21 501-30, nrs. 35 en 36).
- [22] CentER Applied Research van de Universiteit Tilburg, "Personeelsopties en andere vormen van variabele beloningen in Nederland", mei 2003. Dit rapport is bij brief van de Minister van Financiën d.d. 10 juli 2003 aan de Tweede Kamer aangeboden (FIN 03-255).
- [23] Verslaggevingsstandaarden die voor 1 april 2001 zijn gepubliceerd worden aangeduid als International Accounting Standards (IAS).
- [24] Vierde richtlijn 78/660/EEG van de Raad van 25 juli 1978 op de grondslag van artikel 54, lid 3, sub g) van het Verdrag betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen (PbEG L 222) en Zevende richtlijn 83/349/EEG van de Raad van 13 juni 1983 op de grondslag van artikel 54, lid 3, sub g) van het Verdrag betreffende de geconsolideerde jaarrekening (PbEG L 193).
- [25] Verordening (EG) nr. 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad van 19 juli 2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen (PbEG L 243).
- [26] Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot harmonisatie van de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van de Richtlijn 2001/34/EG (COM 2003 (138)01
- [27] In Nederland reeds geregeld in artikel 2:101 BW.
- [28] Op 28 november 2003 ter openbare consultatie uitgestuurd (zie [www.minfin.nl](http://www.minfin.nl)).
- [29] Handelingen II 4 september 2003, 89-5147 t/m 89-5170.
- [30] Kamerstukken II 2002/03, 28 179, nr. 50.
- [31] J.C. Coffee, "Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid", Columbia Law & Economics Working Paper nr. 207, 2002.
- [32] PbEG L 191.
- [33] Kamerstukken II 2001/02, 28 090, nr. 1, p. 20.
- [34] Een voorontwerp van het wetsvoorstel betreffende het toezicht op accountantsorganisaties is op 19 september 2003 ter openbare consultatie uitgestuurd (zie [www.minfin.nl](http://www.minfin.nl)) en bij brief van 19 september 2003 door de Minister van Financiën aan de Tweede Kamer aangeboden (FIN 03-351).
- [35] Achtste richtlijn 84/253/EEG van de Raad van 10 april 1984 op de grondslag van artikel 54, lid 3, sub g) van het Verdrag inzake de toelating van personen, belast met de wettelijke controle van boekhoudbescheiden (PbEG L 126).
- [36] Zie bijvoorbeeld H. Schenk "Herpositionering van ondernemingen: inleiding" in *Herpositionering van ondernemingen*, Preadvies van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 2001, Utrecht: Lemma.
- [37] J.C. Coffee, "Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid", Columbia Law & Economics Working Paper nr. 207, 2002.

[38] Men zie de artikelen 22, 24a, 34 en 35a van het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 en de nadere uitwerking in de artikelen 19, 44a, en bijlage 4 onder punt 4.6 van de Nadere Regeling Gedragstoezicht effectenverkeer 2002.

[39] Op 28 november 2003 werd over de ISD een Gemeenschappelijk Standpunt tussen Commissie en Raad bereikt (Documentnummer 13421/03).

[40] Richtlijn nr. 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 12 april 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (PbEG L 96). Een voorontwerp van de uitvoeringswet ter implementatie van deze richtlijn is op 8 augustus 2003 ter openbare consultatie uitgestuurd (zie [www.minfin.nl](http://www.minfin.nl)).

[41] Europese Commissie, "Eerste reactie van de EU op de naar aanleiding van de Enron-affaire gerezen beleidsvraagstukken", Nota bestemd voor de Informele Raad (Ecofin) van Oviedo op 12 en 13 april 2002.

[42] Europees Parlement, "Report on Role and methods of rating agencies", A5-0040/2004.

[43] De commissie Winter wijst daar in haar rapport 'A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe' ook op.

[44] Adviesnummer 03/12.

[45] Kamerstukken II 2002/03, 29 200 IXB, nr. 2, pag. 11.