

Commissie Corporate Governance  
t.a.v. drs. R. Abma (secretaris)  
Postbus 20201  
2500 EE DEN HAAG

Datum	3 september 2003
Ons kenmerk	MW-EHRe-03070431
Telefoon	(020) 553 55 40
E-mail	Eugene.Rebers@afm.nl
Betreft	Reactie op conceptcode Tabaksblat

Geachte heer Abma,

Op 1 juli 2003 heeft de Commissie Corporate Governance onder voorzitterschap van de heer Tabaksblat ('Commissie') haar conceptcode openbaar gemaakt. De Autoriteit Financiële Markten ('AFM') gaat graag in op de uitnodiging om hierop te reageren. Daarbij wil de AFM allereerst haar waardering uitspreken voor het snelle en goede werk dat de Commissie reeds heeft geleverd.

De AFM plaatst in deze reactie met name opmerkingen bij de onderwerpen openbaarmaking, naleving en handhaving, omdat zij hiervoor gebruik kan maken van haar eigen toezichtservaringen. Daarnaast wordt ingegaan op één specifieke aanbeveling - te weten de beperking van het beleggingsgedrag van bestuurders en commissarissen. Vervolgens wordt kort ingaan op de oproep van de Commissie om een discussie te voeren over de mogelijkheid om bestuurders verantwoordelijk te houden voor het publiceren van misleidende financiële informatie. Tot slot vraagt de AFM aandacht voor de invoering van het verplichte bod in Nederland.

### **Openbaarmaking, naleving en handhaving**

De AFM deelt de mening van de Commissie dat naleving van de code in het huidige tijdsgewricht niet te vrijblijvend kan zijn. Wettelijke verankering van het internationaal steeds meer gangbare principe van 'comply or explain' in Boek 2 BW wordt daarom van harte ondersteund.

De passage in het jaarverslag over corporate governance kan aan het onderzoek van de externe accountant worden onderworpen en tevens onder het bereik komen van het binnenkort te introduceren toezicht op financiële verslaggeving door de AFM. Hierbij maakt de AFM de volgende opmerkingen:

'Comply or explain'. Ten behoeve van de rechtszekerheid die een wettelijke bepaling nu eenmaal vereist dient aandacht te worden besteed aan de vraag wat het begrip 'comply or explain' nu precies impliceert. Dient alleen te worden aangegeven *in hoeverre* men aan een specifieke aanbeveling voldoet, of moet in voorkomende gevallen ook worden aangegeven *waarom* niet (geheel) aan die aanbeveling wordt voldaan? In het eerste geval ligt het gevaar van een weinig verheffende 'box ticking' exercitie op de loer, in het tweede geval zal het soms moeilijk te

Datum	3 september 2003
Ons kenmerk	MW-EHRe-03070431
Pagina	2 van 4

bepalen zijn wanneer iets voldoende is uitgelegd. Om deze potentiële problemen het hoofd te bieden zou als norm moeten gelden dat de onderneming duidelijk inzicht verschaft in aard en werking van haar corporate governance structuur, net zoals de jaarrekening dat behoort te doen voor de financiële positie. De AFM acht het van groot belang dat - naast de zojuist genoemde norm - meer concreet wordt aangegeven welke onderwerpen in ieder geval in een corporate governance verslag moeten worden opgenomen; 'de hoofdlijnen van de corporate governance structuur, mede aan de hand van de principes die genoemd worden in de code' (best practice bepaling V.1) kan immers door de diverse vennootschappen zeer verschillend worden uitgelegd. Een dergelijke opsomming (waarvoor de aanbevelingen vanzelfsprekend als leidraad gelden) zal niet alleen behulpzaam zijn bij een volledigheidstoetsing, maar zal tevens zeer bevorderlijk zijn voor de onderlinge vergelijkbaarheid van de diverse corporate governance verslagen, zonder afbreuk te doen aan de benodigde flexibiliteit.

Rol accountant. Bij de exacte formulering van de aanpassing van Boek 2 BW zal duidelijk voor ogen moeten staan wat de beoogde rol van de accountant is. De accountant richt zich momenteel immers primair tot de jaarrekening, waarvoor uitgebreide regelgeving, richtlijnen en controleprocedures zijn opgesteld. Voor wat betreft het jaarverslag wordt alleen bekeken of deze conform Titel 9 Boek 2 BW is opgesteld, en of het jaarverslag niet evident strijdig is met de bijbehorende jaarrekening en/of relevante wet- en regelgeving. Naar het oordeel van de AFM is het wenselijk dat de accountant een duidelijke volledigheidstoets gaat doen inzake het corporate governance verslag, en dat hij niet alleen controleert *dat* er een verslag ingevoegd is. Het NIVRA en eventuele andere betrokken organisaties zouden hiertoe een procedure voor de beoordeling van het corporate governance verslag moeten opstellen, waarbij ook expliciet moet worden aangegeven of en hoe de accountant hiervan melding maakt in zijn verklaring die hij afgeeft. Met het oog op bovenstaande dient de Commissie overigens zorgvuldiger om te gaan met de begrippen jaarverslag en jaarrekening dan thans het geval is.

Rol AFM. In punt 19 van de brief van de voorzitter wordt gesteld dat 'er geen inhoudelijke toetsing plaats vindt door de AFM'. De AFM ondersteunt de gedachtegang dat het uiteindelijk de algemene vergadering van de aandeelhouders moet zijn die het bestuur en de raad van commissarissen ter verantwoording roepen over de inhoud van het corporate governance verslag en het daaraan ten grondslag liggende beleid. Het zal in dit verband dan ook niet aan de AFM zijn om uitspraken te doen over de toelaatbaarheid van bepaalde corporate governance structuren. Echter, indien de AFM vanuit haar toezichtstaak tegen evidente onjuistheden aanloopt inzake de *rapportage over* die corporate governance structuren, die het publieke belang van de aandeelhouders of overige stakeholders kunnen raken, dan zal zij daar een of andere wijze een vervolg aan moeten kunnen geven. Zo niet, dan zou zij in zekere zin 'medeplichtig' worden aan het verkeerd voorlichten van het publiek, hetgeen onacceptabel is. Over de vorm kan nog verder worden nagedacht; naast een vergelijkbare variant als bij het in voorbereiding zijnde toezicht op verslaggeving - waarbij de route van de Ondernemingskamer wordt gevolgd - is ook een meer toegesneden (lichter) sanctie-instrumentarium denkbaar.

Rol AvA. Als sluitstuk op de balans tussen wetgeving en zelfregulering zou de wetgever in overweging kunnen worden gegeven om de bespreking van het corporate governance verslag een verplicht agendapunt te laten zijn tijdens de jaarlijkse AvA. Aandeelhouders zouden nog sterkere rechten krijgen indien in Boek 2 BW wordt bepaald dat de AvA het corporate governance verslag (of het gehele jaarverslag) moet goedkeuren.

Datum 3 september 2003  
Ons kenmerk MW-EHRe-03070431  
Pagina 3 van 4

### **Beleggingen van bestuurders en commissarissen**

De beperkingen die opgelegd worden aan het beleggingsgedrag van bestuurders (en commissarissen) komen onnodig streng voor. Natuurlijk zullen bestuurders uit hoofde van hun functie geregeld over voorwetenschap kunnen beschikken, maar zolang deze bestuurders zich houden aan de voorwetenschapregels die voor hen gelden net als voor iedere andere burger, is er niets mis met individuele beleggingen. Voor beleggingen van bestuurders in hun eigen vennootschap zijn onlangs via een wetwijziging van de Wet melding zeggenschap verhoogde transparantie-eisen gesteld. Hierdoor worden deze transacties ook voor andere beleggers inzichtelijk, en kan iedere belegger deze informatie desgewenst meewegen bij zijn eigen beleggingsbeslissingen. Natuurlijk kan gepaste terughoudendheid van belang zijn om de schijn van misbruik te voorkomen, maar een zichtbaar en voorbeeldig - binnen de zojuist genoemde wettelijke vereisten - beleggingsgedrag van bestuurders en commissarissen zal door de voorbeeldfunctie juist het goede functioneren van en het vertrouwen in de kapitaalmarkten kunnen bevorderen. Indien dan toch aanvullende wet- of regelgeving wordt overwogen, zou wellicht eerder gedacht moeten worden aan verplichte invoering van een 'Regeling privé-beleggingstransacties' bij beursgenoteerde ondernemingen, zoals dat thans ook al geldt voor effecteninstellingen.

### **Sancties tegen bestuurders en commissarissen**

De AFM ondersteunt de aanbeveling van de Commissie dat de Nederlandse wetgever bij de voorbereiding van het wetsvoorstel inzake toezicht op financiële verslaggeving de mogelijkheid onderzoekt dat de Ondernemingskamer bij een constatering van misleidende financiële informatie de verantwoordelijke bestuurders en commissarissen uit hun functie kan zetten en hen voor korte of langere tijd kan uitsluiten van het zijn van bestuurder of commissaris.

De AFM zou deze discussie graag nog wat breder trekken. Gelet op de grote verantwoordelijkheid en voorbeeldfunctie van bestuurders en commissarissen zouden deze in feite bij alle soorten van wangedrag – de Europese Commissie<sup>1</sup> spreekt van 'misleading financial and non-financial statements and other forms of misconduct by directors' – uit hun functie moeten kunnen worden ontheven. Belanghebbenden zouden hiertoe indien zij goede gronden hebben een adres moeten hebben (bv. de Ondernemingskamer) waar zij hun klacht voor verder onderzoek kunnen indienen. Het huidige enquêterecht lijkt hiervoor niet de geëigende weg; verantwoordelijkheid van bestuurders en commissarissen kan immers alleen via indirecte weg worden aangetoond, namelijk via wanbeleid door de vennootschap. Dit is een hoge drempel, en bovendien zullen vele belanghebbenden eenvoudigweg niet altijd voldoende informatie hebben om te weten of en hoe zij de procedure moeten aanspannen. Een nieuwe procedure of rechtsgang lijkt dus gewenst.<sup>2</sup>

Het ligt in de rede dat ook de AFM als belanghebbende kan worden aangemerkt bij een nieuwe procedure zoals hierboven beschreven. De AFM zal vanuit haar toezichtstaak immers over gedetailleerde informatie kunnen beschikken over mogelijke misstanden bij ondernemingen en de eventuele individuele betrokkenheid of

---

<sup>1</sup> 'Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward', Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, 21.05.2003, p.16.

<sup>2</sup> Los van een procedure om bestuurders bij wangedrag uit hun functie te kunnen ontheffen zou ook onderzocht kunnen worden in hoeverre het wenselijk is om een eenvoudige, laagdrempelige rechtsgang te creëren voor beleggers om hun 'recht' te halen indien zij schade hebben geleden door het wangedrag van de bestuurders. Deze vraag staat echter weer één stap verder van de onderhavige discussie over corporate governance, en zal hier dus niet verder worden behandeld.

Datum 3 september 2003  
Ons kenmerk MW-EHRe-03070431  
Pagina 4 van 4

verantwoordelijkheid van bestuurders en commissarissen daarbij. Deze informatie zal in de nabije toekomst alleen maar groter worden, getuige bijvoorbeeld het reeds eerder genoemde toekomstige toezicht op verslaggeving, en de voortgang met de Europese Richtlijnen inzake het (beurs)prospectustoezicht en marktmanipulatie. Het kunnen zijn van belanghebbende sluit aan bij het standpunt van de AFM dat zij actie zal moeten kunnen ondernemen indien zij vanuit haar toezichtstaak aanloopt tegen evident wangedrag dat schadelijk is voor het goede functioneren van de markten.

### **Aandeelhoudersrechten en verplicht bod**

Wat betreft het creëren van de mogelijkheid om beschermingsconstructies ook in overnamesituaties (na bepaalde tijd) te doorbreken bestaat begrip voor het beroep dat de Commissie in deze doet op de wetgever; als het echt spannend wordt zal zelfregulering immers soms minder effectief blijken. De AFM is van oordeel dat de wetgever hierbij ook de invoering van het verplicht bod zou moeten betrekken. Bescherming van minderheidsaandeelhouders wordt immers urgenter naarmate de rechten van aandeelhouders worden versterkt, omdat de belangen van grootaandeelhouders niet noodzakelijkerwijs parallel lopen met die van de minderheidsaandeelhouders. Bovendien is het verplichte bod een internationaal zeer gangbare manier om minderheidsaandeelhouders te beschermen (binnen Europa zijn Griekenland en Nederland de enige twee lidstaten zonder verplicht bod).

Hoogachtend,  
Autoriteit Financiële Markten

mr. A.W.H. Docters van Leeuwen  
Voorzitter van het Bestuur

P.M. Koster RA  
Lid van het bestuur