

Richtlijnvoorstel jaarrekeningrecht en de corporate governance van de financieringsmaatschappij

Inleiding

Corporate governance wordt op Europees niveau wettelijk verankerd. In 2004 diende de Europese Commissie mede daartoe een richtlijnvoorstel in bij het Europees Parlement (hierna: het richtlijnvoorstel).¹ In deze bijdrage beschrijf ik de doelstelling van het richtlijnvoorstel en analyseer ik het deel daarvan over corporate governance. Daarbij richt ik mij op de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid (1) te wier laste uitgegeven obligaties zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt, (2) die niet verplicht is een geconsolideerde jaarrekening op te stellen, en (3) die geen werknemers heeft (hierna: de financieringsmaatschappij). Dit type financieringsmaatschappij komt veel voor op *debt capital markets*.

Doelstelling richtlijnvoorstel

Het richtlijnvoorstel strekt tot wijziging van de Vierde en de Zevende Richtlijn.² Het vloeit onder andere voort uit het door de Europese Commissie op 21 mei 2003 vastgestelde actieplan dat op zijn beurt een reactie is op de groeiende aandacht voor corporate governance.³ Als doel van het richtlijnvoorstel stelt de Commissie voorop dat het dient te leiden tot vergroting van het vertrouwen in de jaarverslaggeving van (beursgenoteerde) Europese ondernemingen. In dit opzicht behoeven aandeelhouders en andere stakeholders betrouwbare, volledige en gemakkelijk toegankelijke informatie.⁴ De gevolgen van het richtlijnvoorstel zullen ook een financieringsmaatschappij treffen. Dit leidt tot een aanvulling ten opzichte van de reikwijdte van de Code Tabaksblat (de gedragscode bedoeld in art. 2:391 lid 4 BW).⁵ Deze ontwikkeling vloeit voort uit een verbreding van het uitgangspunt van corporate governance.

1. Voorstel van Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijnen 78/660/EG en 83/349/EG betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen en de geconsolideerde jaarrekening (COM(2004)725 def.). Vlak voor het ter perse gaan van dit artikel werd bekend dat de Raad inmiddels het (geamendeerde) richtlijnvoorstel heeft goedgekeurd.
2. Richtlijn nr. 78/660/EEG van de Raad van de Europese Gemeenschappen van 25 juli 1978 betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen (PbEG 1978, L 222/11), zoals gewijzigd, en Richtlijn nr. 83/349/EEG van de Raad van de Europese Gemeenschappen van 13 juni 1983 betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen (PbEG 1983, L 193/1), zoals gewijzigd.
3. Zie de Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement van 21 mei 2003 met als titel: 'Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie – een actieplan' (COM(2003)284 def.).
4. Zie de Memorie van Toelichting bij het richtlijnvoorstel (COM(2004)725 def., p. 2).
5. Zie art. 1 van het Vaststellingsbesluit nadere voorschriften inhoud jaarverslag, Stb. 2004, 747 en de eerste alinea van de preambule van de zogenoemde Code Tabaksblat, Stert. 2004, 250.

Uitbreiding reikwijdte corporate governance

Onder huidige Nederlands recht is een besloten vennootschap niet gehouden in haar jaarverslaggeving mededelingen te doen over de Code Tabaksblat. Achterliggende gedachte daarvan is dat de commissie-Tabaksblat heeft voorgesteld de regel 'pas toe of leg uit' alleen voor beursgenoteerde vennootschappen wettelijk te verankeren. 'Beursgenoteerd' in deze context ziet op een naamloze vennootschap waarvan aandelen of certificaten van aandelen zijn toegelaten tot de officiële notering van een gereglementeerde effectenbeurs.⁶ Het gaat daarbij dus niet om obligaties of soortgelijke schuldbrieven. Dit valt terug te voeren op een van de voornaamste doelstellingen van het rapport van de High Level Group van de Commissie onder voorzitterschap van prof. mr. J.W. Winter en de daarop gebaseerde Mededeling van de Europese Commissie: versterking van de rechten van *aandeelhouders* en een betere bescherming van derden.⁷

Het inzicht is inmiddels voortgeschreden. Versterking van de rechten van *alle* Europese investeerders, inclusief obligatiehouders, op gereglementeerde effectenbeurzen is nu de ruimere doelstelling.⁸ Maar wordt die doelstelling optimaal verwezenlijkt door onder andere een financieringsmaatschappij te onderwerpen aan het richtlijnvoorstel en niet (zonder meer) haar (uiteindelijke) holding?

Het lijkt zinvoller dat op het hoogste niveau van de groep van de financieringsmaatschappij bestuurders en commissarissen verplicht worden verantwoording af te leggen over de naleving van door het bedrijfsleven zelf ontwikkelde gedragsregels of dat in ieder geval inzicht verschafft wordt in de naleving daarvan. Dit zou meer recht doen aan de overweging dat de middelen van bestaan van miljoenen Europeanen, hun pensioenen en hun beleggingen, in hoge mate afhankelijk zijn van de prestaties van de beursgenoteerde ondernemingen waarin zij investeren, en van de wijze waarop deze worden bestuurd.⁹ De vennootschap op het hoogste niveau valt nu niet onder de reikwijdte van het richtlijnvoorstel zolang zij niet beursgenoteerd is. Dit kan ertoe leiden dat uitsluitend de financieringsmaatschappijen waarvan zij (indirect) aandeelhouder is, ieder afzonderlijk verplicht zijn 'uit te leggen of toe te passen', terwijl voor de groep als geheel een dergelijke verplichting ontbreekt en dus ook het volledige inzicht in de corporate governance daarvan. Weliswaar is in de praktijk gebruikelijk dat deze informatie wordt opgenomen in een prospectus dat bij uitgifte van obligaties algemeen verkrijgbaar wordt gesteld, maar die

6. Art. 1 van het Vaststellingsbesluit nadere voorschriften inhoud jaarverslag.
7. Zie voetnoot 3.
8. Zie memorie van toelichting bij het richtlijnvoorstel, p. 2 en 6, onder C en het negende amendementsvoorstel van het Europees Parlement, A-Serie, Commissie-rapport, vierde parlementaire termijn, nr. 384 van 2005, p. 11.
9. Zie de Mededeling van voetnoot 3, p. 3 (Inleiding).

informatie is eenmalig, terwijl een corporate-governance-verklaring in de zin van het richtlijnvoorstel jaarlijks verstrekt dient te worden. In het licht van de doelstelling volledige en gemakkelijk toegankelijke informatie te doen verstrekken aan investeerders lijkt de reikwijdte van het richtlijnvoorstel daarom in dit opzicht te beperkt.

Inhoud richtlijnvoorstel

Globaal beschouwd bestaat het richtlijnvoorstel uit drie delen: (1) verduidelijking van verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid van bestuursleden voor financiële verslaggeving en belangrijke, niet-financiële, informatie, (2) vergroting van transparantie betreffende transacties met verbonden partijen en niet op de balans opgenomen regelingen, inclusief het gebruik van *special purpose entities* en *offshore centres*, en (3) openbaarmaking van corporate-governancepraktijken door uitgevende instellingen waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt.

Ik merk op dat, als het amendementsvoorstel van het Europees Parlement wordt overgenomen, het richtlijnvoorstel tevens de drempelwaarden voor SME's (*small and medium-sized enterprises*, vergelijk art. 2:396 en 397 BW) verhoogt met 20%. Hierna ga ik uitsluitend in op het derde deel betreffende corporate governance en de gevolgen daarvan voor een financieringsmaatschappij.¹⁰

Corporate Governance Statement

Volgens de Commissie is informatie over de structuur van de corporate governance van beursgenoteerde Europese ondernemingen van cruciaal belang voor de Europese kapitaalmarkten en Europese investeerders. Met het oog hierop, vervolgt de Commissie, dienen *alle* genoteerde Europese ondernemingen een 'Corporate Governance Statement' op te nemen in de enkelvoudige jaarrekening.¹¹ Wat een dergelijke verklaring inhoudt, volgt uit de tekst van artikel 1 lid 2 van het richtlijnvoorstel. Dat artikel beoogt een nieuw artikel 46a in te voegen in de Vierde Richtlijn. De (vrije) vertaling hiervan luidt, voorzover relevant:¹²

'Een onderneming waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in de zin van artikel 4, lid 14, van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad dient in haar jaarverslag een corporate-governanceverklaring op te nemen. Die verklaring dient te worden opgenomen in een specifieke

afdeling van het jaarverslag en dient onder meer het volgende in te houden:

1. verwijzing naar (a) de corporate-governancecode waaraan de onderneming onderworpen is, en/of (b) de corporate-governancecode voor toepassing waarvan de onderneming vrijwillig kan hebben gekozen, en/of (c) alle relevante informatie over de corporate-governancegebruiken toegepast in aanvulling op de eisen van nationaal recht. Voor zover sub (a) en (b) toepasselijk zijn, zal de onderneming tevens dienen aan te geven waar de betreffende teksten voor het publiek toegankelijk zijn, terwijl, als sub (c) toepasselijk is, de onderneming haar corporate-governancegebruiken openbaar dient te maken;
2. voor zover een onderneming, in overeenstemming met nationaal recht, afwijkt van een corporate-governancecode onder sub 1(a) of (b), vermelding van de delen van de corporate-governancecodes die niet in acht genomen worden en opgaaf van de redenen waarom. Voor zover een onderneming besloten heeft geen enkele bepaling van corporate-governancecodes als bedoeld in sub 1(a) of (b) toe te passen, dient zij opgaaf te doen van de redenen waarom;
3. een beschrijving van de belangrijkste onderdelen van de interne controle- en risicobeheersingssysteem, met betrekking tot het proces van de financiële verslaggeving;
4. de informatie vereist volgens artikel 10, lid 1, sub (c), (d), (f), (h), en (i) van Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad, als de onderneming onderworpen is aan die Richtlijn;
5. tenzij die informatie al volledig wordt geboden door nationale wetten of voorschriften, de wijze waarop de algemene vergadering van aandeelhouders functioneert en haar belangrijkste bevoegdheden, en een beschrijving van de rechten van aandeelhouders en hoe deze kunnen worden uitgeoefend;
6. de samenstelling en de wijze van functioneren van de beleidsmatige, besturende en toezichhoudende organen en hun commissies. (...)'

De gevolgen van dit artikel treffen de financieringsmaatschappij. Hierna beschrijf ik die gevolgen per onderdeel.

Pas toe of leg uit (sub 1 en 2)

In een voorkomend geval kan een financieringsmaatschappij volstaan met de mededeling dat besloten is de Code Tabaksblat niet toe te passen, vanwege het feit dat dit volgens die Code zelf en Boek 2 BW niet hoeft, mits zij opgaaf doet van de redenen waarom zij niet vrijwillig een corporate-governancecode toepast. Dit vloeit voort uit twee amendementsvoorstellen van het Europees Parlement.¹³ De financieringsmaatschappij zal het niet toepassen van de Code

10. Zie het dertiende amendementsvoorstel van het Europees Parlement (A6-0384/05, p. 14) en de daaraan op dit punt ten grondslag liggende Opinie van het Economisch en Sociaal Comité van de EG nr. 259, 2005, nr. 3.4.

11. Zie de memorie van toelichting bij het richtlijnvoorstel, p. 6.

12. Zie het zestiende amendementsvoorstel (A6-0384/05, p. 17-18). Charlie McCreavy, Europees commissaris van de Interne Markt, staat positief tegenover de voorgestelde amendementen; zie persbericht IP/05/1617 van 15 december 2005.

13. Zie het vijfde (m.b.t. de preambule) en zestiende amendementsvoorstel (m.b.t. art. 1 lid 2) van het Europees Parlement (resp. A6-0384/05, p. 8 en 18).

Tabaksblat kunnen uitleggen door aan te voeren dat:

1. zij een groot deel van die Code niet kan toepassen, omdat haar aandelen in handen zijn van één vennootschap, deze niet gecertificeerd zijn en er geen raad van commissarissen is ingesteld. Een groot deel van de Code bevat juist bepalingen die daarop zijn toegesneden;¹⁴ en
2. het richtlijnvoorstel voor wat betreft artikel 46a blijkens de tekst van met name de achtste considerans voornamelijk gericht is op het informeren van de aandeelhouders. De financieringsmaatschappij heeft vaak slechts één aandeelhouder waarvan een medewerker in de praktijk tevens bestuurslid is van de financieringsmaatschappij. Een dergelijke aandeelhouder heeft geen behoefte aan een 'pas toe of leg uit'-verklaring, vanwege de invloed die zij heeft op het bestuur van de financieringsmaatschappij en de mogelijkheid tot informatievergaring met betrekking tot de bedrijfsprocessen van de financieringsmaatschappij. Een ander argument is dat de financieringsmaatschappij geen werknemers heeft, terwijl het richtlijnvoorstel volgens de Commissie mede bedoeld is ter bescherming van de belangen van deze stakeholders.

De toegevoegde waarde van sub 1 en 2 lijkt dus beperkt voor obligatiehouders van een financieringsmaatschappij, omdat zij in de regel zal kunnen volstaan met een korte (standaard)uitleg waarom geen corporate-governancecode toegepast wordt.

Interne controle- en risicobeheersingssysteem (sub 3)

De bedrijfsprocessen van een financieringsmaatschappij zijn relatief overzichtelijk. In de praktijk doet haar bestuur niet veel meer dan het beraadslagen en besluiten over, en het (doen) ondertekenen van transactiedocumenten, het binnen haar groep rentedragend, (nagenoeg) *back to back* uitzetten van de opbrengst van een transactie en het betalen van rente en aflossing aan obligatiehouders. Voor de beschrijving van de belangrijkste onderdelen van de 'interne controle- en risicobeheersingssysteem, met betrekking tot het proces van de financiële verslaggeving' in het licht van artikel 46a sub 3 biedt de Code Tabaksblat de financieringsmaatschappij bruikbare aanknopingspunten. Zij zal kunnen volstaan met een beschrijving van de (belangrijkste) instrumenten van het interne risicobeheersings- en controlesysteem zoals opgesomd in best-practicebepaling II.1.3 onder c en d van de Code Tabaksblat, voorzover die betrekking hebben op de financiële verslaggeving. De tekst van deze bepaling luidt, voorzover relevant:

'In de vennootschap is een op de vennootschap toegesneden intern risicobeheersings- en controlesysteem aanwezig. Als instrumenten van het interne risicobeheersings- en controlesysteem hanteert de vennoot-

schap in ieder geval: (...) c) handleidingen voor de inrichting van de financiële verslaggeving en de voor de opstelling daarvan te volgen procedures; d) een systeem van monitoring en rapportering.'

Voorts kan men aanknopingspunten vinden in de regelgeving van De Nederlandsche Bank op grond van hoofdstuk II, afdeling 3, van de Wet toezicht kredietwezen 1992 en de nadere regelingen gedragstoezicht beleggingsinstellingen (NRgtb 2005) en effectenverkeer (NRgte 2002).¹⁵ De financieringsmaatschappij zal naar mijn mening kunnen volstaan met een korte beschrijving van de belangrijkste instrumenten daarvan. Bij een financieringsmaatschappij zal immers de afstand tussen het bestuur en de bedrijfsprocessen relatief klein zijn en zullen die processen zelf relatief overzichtelijk zijn. Bovendien ziet het richtlijnvoorstel slechts op de belangrijkste onderdelen (*main features*) van interne controle- en risicobeheersingssysteem met betrekking tot de financiële verslaggeving. Als de financieringsmaatschappij verplicht is haar jaarrekening te laten onderzoeken door een accountant, dient dat onderzoek overigens tevens betrekking te hebben op de informatie die volgens sub 3 van artikel 46a verschaft dient te worden.¹⁶

Openbaar overnamebod (sub 4)

Deze bepaling verbindt het richtlijnvoorstel met Richtlijn 2004/25/EG door te bepalen dat het slechts van toepassing is op aan die richtlijn onderworpen vennootschappen.¹⁷ Mijns inziens zal deze bepaling de financieringsmaatschappij niet treffen, omdat artikel 2 lid 1 sub e Richtlijn 2004/25/EG effecten definieert als overdraagbare effecten waaraan stemrechten in een vennootschap zijn verbonden. Dat is bij obligaties in de regel niet het geval.

Informatie over aandeelhoudersrechten (sub 5)

Dit artikel raakt de financieringsmaatschappij niet zolang haar statuten niet afwijken van Boek 2 BW voor wat betreft de wijze waarop de algemene vergadering van aandeelhouders functioneert, haar belangrijkste bevoegdheden, haar rechten en de wijze van uitoefening daarvan. Informatie daarover wordt immers in Nederland in de regel al geboden door nationale wetten (het BW). De toegevoegde waarde van sub 5 lijkt daarom beperkt voor obligatiehouders van een financieringsmaatschappij.

14. Vgl. resp. hoofdstuk IV.1, hoofdstuk IV.2 en hoofdstuk III Code Tabaksblat.

15. Regeling organisatie en beheersing, Handboek Wtk, januari 2004, p. 4201/1-46; art. 2 (Nadere regels ter uitvoering van artikel 8, vierde lid, van het besluit, inzake de bedrijfsvoering) van de NRgtb 2005 (Stcr. 2005, 153); en met name voorschrift 4.4 (Vastlegging van rechten en verplichtingen) en voorschrift 4.10 (Administratie van interne en externe bescheiden) van bijlage 4 (Bijlage ter uitvoering van artikel 24 van deze regeling, houdende nadere regels voor de administratieve organisatie en het systeem van interne controle) van de NRgte 2002 (Stcr. 2003, 243).

16. Vgl. het zestiende amendementsvoorstel van het Europees Parlement (A6-0384/05, p. 19, eerste alinea).

17. Richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (PbEG 2004, L 142/12).

Samenstelling en functioneren van de belangrijkste organen (sub 6)

De financieringsmaatschappij zal mijns inziens kunnen volstaan met het noemen van haar bestuurder(s) en eventuele commissaris(sen), alsmede de commissies van die organen. Voorzover een orgaan is bekleed met het recht als omschreven in artikel 2:239 lid 4 BW, dient de financieringsmaatschappij de leden daarvan te noemen. Artikel 2:239 lid 4 BW ziet op het recht bindende aanwijzingen te geven die de algemene lijnen van het te voeren beleid op nader in de statuten aangegeven terreinen betreffen. Het omschrijven van de wijze van functioneren van de beleidsmatige, besturende en toezichthoudende organen zal beperkt kunnen blijven tot een samenvatting van relevante bepalingen in de statuten, een eventueel directiereglement en eventueel afwijkende afspraken en/of bestendige praktijken.

Ook de toegevoegde waarde van sub 6 lijkt daarom beperkt voor obligatiehouders van een financieringsmaatschappij. Immers, de bestuurders (en eventuele commissarissen) dienen ingeschreven te zijn in het handelsregister, en een financieringsmaatschappij heeft in het algemeen geen raad van commissarissen en evenmin commissies in de zin van artikel 46a, sub 6. Bovendien zal een financieringsmaatschappij veelal niet gebruikmaken van artikel 2:239 lid 4 BW. Evenmin zullen afwijkende afspraken en/of bestendige praktijken vaak voorkomen.

Vrijstelling

Het Europees Parlement heeft in mijn ogen een verstandig amendement voorgesteld op artikel 1 lid 2 van het richtlijnvoorstel.¹⁸ Op grond daarvan kunnen lidstaten vennootschappen vrijstelling verlenen van de verplichtingen ex artikel 46a sub 1, 2, 5 en 6. Deze vrijstellingsmogelijkheid geldt alleen voor vennootschappen die uitsluitend andere effecten hebben uitgegeven dan aandelen die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt. Het is te hopen dat Nederland van deze vrijstelling gebruik zal maken om de administratieve lasten van financieringsmaatschappijen te beperken. Bovendien kan hiermee worden voorkomen dat financieringsmaatschappijen een weinigzeggende standaardtekst zullen moeten opnemen om uit te leggen waarom zij niet vrijwillig een corporate-governancecode toepassen (sub 1 en 2). Voorts lijkt een vrijstelling van sub 5 en 6 zinvol vanwege de beperkte toegevoegde waarde daarvan voor obligatiehouders van een financieringsmaatschappij. Ten slotte zou een vrijstelling recht doen aan de praktijk waarin obligatiehouders veelal door de financieringsmaatschappij heen kijken.

Conclusie

Wanneer men de gevolgen van het richtlijnvoorstel overziet, lijkt het voor de financieringsmaatschappij wel mee te vallen. De toegevoegde waarde van het richtlijnvoorstel

voor de obligatiehouders van een financieringsmaatschappij is overigens beperkt, omdat de corporate-governanceverklaring slechts betrekking heeft op de financieringsmaatschappij en niet op de groep waarvan zij onderdeel uitmaakt. Inzicht in de groep kan daardoor ontbreken wanneer de holding van de groep geen effecten heeft uitgegeven die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt. De Code Tabaksblat zal de financieringsmaatschappij niet hoeven toe te passen (art. 46a sub 1 en 2), maar zij zal wel moeten uitleggen waarom niet. Het is te verwachten dat deze uitleg in de praktijk zal neerkomen op weinigzeggende standaardformuleringen en de toegevoegde waarde lijkt daarom beperkt voor obligatiehouders van een financieringsmaatschappij. Zij zal wel informatie dienen te verstrekken over haar interne controle- en risicobeheersingssystemen, met betrekking tot het proces van de financiële verslaggeving (art. 46a sub 3). De informatieplicht in het kader van een openbaar overnamebod is mijns inziens niet van toepassing op de financieringsmaatschappij vanwege het feit dat haar aandelen niet genoteerd zijn (art. 46a sub 4). Ten slotte lijkt de toegevoegde waarde van de informatie tot verstrekking waarvan sub 5 en 6 van artikel 46a verplichten, eveneens beperkt voor obligatiehouders van een financieringsmaatschappij, omdat die informatie in de praktijk in de wet staat of uit het handelsregister blijkt. In verband met de beperkte betekenis van de verplichtingen van artikel 46a sub 1, 2, 5 en 6 voor obligatiehouders is het te hopen dat vrijstelling daarvan mogelijk wordt voor financieringsmaatschappijen.

*Mr. M. Moutaanh
NautaDutilh*

¹⁸ Zie de laatste alinea van het zestiende amendementsvoorstel van het Europees Parlement (A6-0384/05, p. 19).