

d e m i n o r

De Commissie Corporate Governance
P/a Postbus 20201
2500 EE Den Haag

per e-mail naar r.abma@minfin.nl

Amsterdam, 22 juli 2003

Mijne heren,

Hierbij geven wij gehoor aan Uw oproep om te reageren op de gepresenteerde concept-code.

Deminor is een Europees werkend adviesbureau dat sinds 12 jaar minderheidsaandeelhouders bijstaat bij de behartiging van hun belangen. Meer over ons kunt U vinden op onze website www.deminor.com.

Allereerst onze complimenten voor de inhoud en vorm van de code, met name de elegante oplossing die gevonden is om de aanbevelingen niet vrijblijvend te maken. Door middel van het principe 'comply or explain' legt U beursgenoteerde ondernemingen de taak op om hun positie ten opzichte van corporate governance duidelijk te maken. Alleen resteert natuurlijk de vraag wie controleert of een onderneming die zegt de aanbevelingen te volgen dat ook echt doet. Mocht U van mening zijn dat hier een taak ligt voor de externe accountant van de onderneming, die zou moeten verklaren of de onderneming zich in het verslagjaar geheel aan de code heeft gehouden, dan zou het aanbeveling verdienen dat in de definitieve versie op te nemen.

U richt zich primair tot Nederlandse vennootschappen. Maar behalve tot ondernemingen en hun besturen richt Uw code zich ook tot de institutionele belegger. Dat doet ons vooral genoeg omdat uit de taakopdracht van Uw commissie niet geheel duidelijk blijkt wie U heeft gevraagd om een hernieuwde 'code of best practice' op het terrein van corporate governance op te stellen,

noch wie de onderwerpen heeft geselecteerd die in ieder geval aan de orde moesten komen.

Het ons inziens belangrijkste onderwerp is echter in het hoofdstuk III.5 genoemd. Al is dat hoofdstuk een van de kortste, daarin stelt U ten principale terecht: “Institutionele beleggers hebben een verantwoordelijkheid jegens hun achterliggende begunstigden(..).”

Maar dan vervolgt U met “(..) om (..) te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen.”

Dat laatste lijkt onjuist. Een aandeelhouder in een beursgenoteerde vennootschap heeft twee belangrijke rechten. Recht op winst en recht op zeggenschap. Deze rechten moet hij gebruiken.

U zult toch de stelling billijken dat het niet de verantwoordelijkheid van de institutionele belegger is om te beoordelen of hij gebruik wil maken van zijn recht op winst. Een begunstigde die merkt dat een institutionele belegger het hem toekomend dividend niet incasseert, zou ons inziens terecht kunnen stellen dat deze institutionele belegger, dat uit hoofde van zijn fiduciaire plicht moet doen; dat hij de begunstigde tekort doet als hij zijn winstrecht niet activeert. Het is dus niet aan de institutionele belegger om te beoordelen of hij van zijn winstrecht gebruik moet maken. (Hooguit in het geval dat hij kan kiezen hoe hij dat recht te benutten, bijvoorbeeld bij de keuze tussen contant en stockdividend). De institutionele belegger moet het dividendrecht uitoefenen.

Wat geldt voor het ene recht van de aandeelhouder, in casu het dividendrecht, geldt, bij afwezigheid van argumenten contra, ook voor een ander recht, in casu het zeggenschapsrecht. De achterliggende begunstigde moet erop kunnen rekenen dat de institutionele belegger dit recht namens hem uitoefent. Dit is een plicht van de institutionele belegger.

Terecht doet U vele voorstellen die het de aandeelhouder faciliteren om van zijn stemrecht gebruik te maken. Stemmen op afstand – al dan niet elektronisch – is daarbij van grote waarde.

Maar de kern van de corporate governance problematiek is nu net dat aandeelhouders van hun stemrecht geen gebruik maken. Zelfs niet als ze dat wel kunnen. Daarom is er een machtsvacuüm ontstaan, juist bij de grote beursgenoteerde onderneming met gespreid aandelenkapitaal, die het primaire onderwerp van zorg is na de schandalen van de laatste jaren. In de vakliteratuur is het bestaan van dit vacuüm al bijna 100 jaar lang onderkend. Wij mogen verwijzen naar Thorstein Veblen's Absentee Ownership (1923) en het standaardwerk op dit gebied, het boek van Berle en Means getiteld 'The modern corporation and private property' uit 1932.

Omineus is dat deze analyses verschenen rond de grote beurskrach van 1929, welke gepaard ging met financiële schandalen, die toen, net als nu, aanleiding waren met extra aandacht de corporate governance problematiek te bestuderen.

Natuurlijk kan de commissie de particuliere aandeelhouder niet verplichten om van zijn stemrecht gebruik te maken. Maar de institutionele belegger, die fiduciaire plichten heeft jegens zijn achterliggers moet daartoe toch wel verplicht kunnen worden. Een dergelijke plicht lijkt zelfs eenvoudiger wettelijk te verankeren, dan een plicht aan het bedrijfsleven om goede corporate governance in praktijk te brengen.

Institutionele beleggers, beheerders van andermans geld, oefenen hun taken immers uit op basis van een (soort) vergunning die hen toestaat bij het publiek gelden aan te trekken. Het zou voor de hand liggen dat in alle vergunningen die institutionele beleggers hun 'licence to operate' geven, op te nemen dat zij hun stemrecht op aandelen moeten (laten) uitoefenen in het belang van hun achterliggers. Nu als gevolg van de institutionalisering van het effectenbezit de meeste aandelen worden gehouden door institutionele beleggers, zou een dergelijke maatregel ons inziens daadwerkelijk bijdragen aan de oplossing van het kernprobleem van corporate governance en ook aansluiten bij een van de onderwerpen die getuige Uw taakopdracht (zoals verwoord in het gezamenlijk persbericht dd 10 maart 2003 van het ministerie van Financiën en VNO-NCW) "De daadwerkelijke uitoefening van rechten van aandeelhouders en het functioneren van de algemene aandeelhoudersvergadering."

Naar onze mening gaan uw aanbevelingen aan institutionele beleggers voorbij aan het eerste deel van dit tweeledige onderwerp en met name aan het woord 'daadwerkelijk' daarin. De huidige voorstellen faciliteren slechts. Zij maken het makkelijker het stemrecht uit te brengen, maar dragen er niet toe bij dat dit ook echt gebeurt. En dit laatste is waar alles om draait.

Dat het noodzakelijk is ervoor te zorgen dat institutionele beleggers daadwerkelijk hun stemrecht uitoefenen, wordt in Nederland, maar ook internationaal onderkend. In het eind vorig jaar verschenen rapport van de Nederlandse Corporate Governance Stichting (NCGS) getiteld 'Corporate Governance in Nederland 2002, de stand van zaken', waarin nieuwe regelgeving wordt bepleit omdat zelfregulering te weinig vruchten had afgeworpen, wordt op pagina 41 ten aanzien van pensioenfondsen, verzekeraar en andere vermogensbeheerders geconcludeerd:

"Indien deze instellingen geen gebruik maken van de rechten die aan aandeelhouders toekomen, zullen verbeteringen op het gebied van recht- en regelgeving voor beursfondsen weinig zoden aan de dijk zetten."

Wij onderschrijven deze analyse, welke verder gaat met:

"Regelgeving op het gebied van Corporate Governance voor beursfondsen, zal dus moeten worden geflankeerd door regelgeving ten aanzien van het gedrag van professionele vermogensbeheerders, die op hun eigen fiduciaire verantwoordelijkheid kunnen en moeten worden aangesproken."

Wij menen dat dit in de conceptcode onvoldoende gebeurt. U vraagt in de best practice bepalingen III.5.1, III.5.2. en III.5.3 van institutionele beleggers slechts enige 'disclosure' ten aanzien van hun stembeleid en beveelt de wetgever aan deze bepalingen ten aanzien van 'disclosure' wettelijk te verankeren. U biedt daarmee geen regelgeving die aanzet tot daadwerkelijk gebruik van het stemrecht.

Internationaal gezien blijft het ontwerp daarmee achter bij wat als 'best practice' mag worden beschouwd. In datzelfde rapport van de NCGS stond al te lezen: "Ten aanzien van de rol van institutionele beleggers is internationaal een beweging gaande om hen erop aan te spreken van hun aandeelhoudersrechten gebruik te maken." (Pagina 42)

De opdracht die het ministerie van financiën en de werkgeversorganisatie Uw commissie meegaven, was dat de te formuleren code in de pas moest lopen met internationale ontwikkelingen.

Uw aanbevelingen in III.5 doen dat niet volledig. In de preambule valt te lezen dat de commissie zich vooral heeft gebaseerd op bestaande, Nederlandse, wetgeving, Nederlandse jurisprudentie, Nederlandse wetsvoorstellen, Nederlandse kabinetsvoornemens en als internationale stuk: Het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het openbaar overnamebod.

Juist ten aanzien van een stemplicht (mandatory proxy voting) voor institutionele beleggers bestaan er echter buiten Nederland vele documenten, welke wij gaarne onder Uw aandacht zouden willen brengen. Deze variëren van wetsvoorstellen die institutionele beleggers verplichten hun stemrecht te gebruiken (bv in Frankrijk) en de sinds 1974 daartoe bestaande wettelijke plicht voor publieke sector pensioenfondsen in de Verenigde Staten, via door de toezichthouder op de beurzen uitgevaardigde richtlijnen (bv de SEC in de Verenigde Staten) tot zelfregulering in de beroepsgroep.

Wat betreft dat laatste mogen wij U bijvoorbeeld attent maken op:

- het ICGN Statement on Institutional Shareholder Responsibilities, dat onlangs op de jaarvergadering van deze groep in Amsterdam met algemene stemmen is aangenomen.
- De principes van de Council of Institutional Investors.
- De publicatie van het International Shareholders' Committee getiteld 'The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents'.
- De Recommendations for Best Practice on Corporate governance van FEFSI getiteld 'Investment Fund Managers as Shareholders.'

Samenvattend menen wij dat de effectiviteit van de code substantieel zou toenemen indien U institutionele beleggers dwingender zou voorschrijven hun aandeelhoudersrechten uit te oefenen, in plaats van hen slechts op te roepen om te beoordelen of ze dat al dan niet willen doen. Met het door de minister van financiën in ontvangst genomen rapport van de NCGS uit 2002 in de hand, willen wij U erop wijzen dat zulks zelfs onontbeerlijk is willen de overige voorstellen uit de concepcode werkelijk 'zoden aan de dijk zetten'.

Hoewel wij een warme sympathie koesteren voor de gebruiken in de oude stad Locri, waar wie een nieuwe wet in wilde dienen, dat moest doen met een strop om zijn nek, die onmiddellijk kon worden aangetrokken als de volksvertegenwoordiging niet na het horen van zijn argumenten ter plekke zijn voorstel aanvaardt, menen wij dat een minder vrijblijvende aanpak ook in de praktijk te verwezenlijken is en in de pas loopt met internationale ontwikkelingen.

Wij mogen onder Uw aandacht brengen dat enkele van de grootste Nederlandse institutionele beleggers hebben laten weten actiever van hun stemrecht gebruik zullen te maken. De Stichting Pensioenfonds ABP loopt samen met de collegae van PGGM en SPF Beheer hierin voorop, maar ook andersoortige beleggers als ING, Robeco en Fortis Investment Management hebben reeds initiatieven genomen of aangekondigd op het gebied van het uitoefenen van stemrecht.

Wij menen dat wanneer Uw code zulks ook aan achterblijvers voorschrijft, daarmee een bijdrage kan worden geleverd aan de versnelling van een trend, waarvan het jammer zou zijn als deze door laksheid van achterblijvers onder de institutionele beleggers niet zou doorzetten. Dan zouden de 'goeden' die wel kosten maken en inspanningen leveren, een concurrentienadeel hebben ten opzichte van de 'slechten'. Dat kan toch niet de bedoeling zijn van de meer vrijblijvende benadering in de conceptcode. (Zeker niet wanneer het gaat om instituten waarvan de begunstigden verplicht zijn hun premies te betalen en het concurrentiemechanisme dus geen soelaas biedt.)

Tot een nadere toelichting zijn wij vanzelfsprekend gaarne bereid. Mocht ons commentaar bij U in vruchtbare aarde vallen, dan zijn wij ook gaarne bereid U op basis van onze langjarige internationale ervaring met dit onderwerp te assisteren bij de praktische uitwerking van het bovenstaande.

Hoogachtend,

Paul Frentrop

Bernard Thuysbaert

Directie Deminor Nederland