

Stemplicht institutionele beleggers schiet doel voorbij

Dinsdag 29 Juli 2003

Met haar voorstel om institutionele beleggers uitsluitend een verantwoordingsplicht over hun stemgedrag te geven, loopt de commissie-Tabaksblat volgens Cees Visser wel degelijk in de pas met internationale ontwikkelingen

In Het Financieele Dagblad van afgelopen zaterdag stelt Paul Frentrop, directeur van Deminor Nederland, dat de Tabaksblat-code pas echt zoden aan de dijk zou zetten indien deze de institutionele beleggers ook zou verplichten om stemrechten op door hen gehouden aandelen uit te oefenen. Dat zou bovendien beter aansluiten bij internationale ontwikkelingen op dit punt. Hoewel ik zeker onderschrijf dat institutionele beleggers een grotere bijdrage zouden kunnen en moeten leveren aan het goed functioneren van aandeelhoudersvergaderingen, ben ik van mening dat door de invoering van een stemplicht aan dat doel voorbijgeschoten wordt.

De verplichtingen die de conceptcode-Tabaksblat aan institutionele beleggers oplegt, zijn overigens ingrijpender dan de verregaande vrijblijvendheid die Frentrop in zijn artikel suggereert. Institutionele beleggers krijgen namelijk niet alleen de formele verantwoordelijkheid om te beoordelen of zij gebruikmaken van stemrecht op door hen gehouden aandelen. Zij moeten bovendien hun beleid ten aanzien van de uitoefening van dat stemrecht op hun website publiceren en ten minste eenmaal per jaar aan hun begunstigen gemotiveerd rapporteren over de feitelijke uitvoering van dat beleid. Geen stemplicht derhalve, maar wel een uitgebreide verantwoordingsplicht. Me dunkt een hele verandering en verbetering ten opzichte van de huidige situatie.

Volgens Frentrop kan de particuliere belegger 'natuurlijk' niet verplicht worden van zijn stemrecht gebruik te maken, maar voor institutionele beleggers zou een dergelijke plicht wel juridisch verankerd moeten worden. Echter, net als particuliere beleggers kunnen institutionele beleggers zeer legitieme redenen hebben om niet op al hun aandelen te stemmen. In de eerste plaats kan het zo zijn dat aandeelhouders van mening zijn dat het door hen behaalde rendement al goed is en/of dat hun zeggenschap - bijvoorbeeld als gevolg van beschermingsconstructies - te beperkt is om daarin verbetering aan te brengen.

In de tweede plaats zullen rationele beleggers altijd een afweging maken tussen de opbrengsten en de kosten van het gefundeerd uitoefenen van zeggenschap. Dit argument zal zwaarder wegen naarmate de belegger kleinere belangen houdt; het kan hem doen concluderen dat de behaalde en verwachte rendementen wellicht niet maximaal maar wel optimaal zijn.

Ten slotte hebben aandeelhouders nog de mogelijkheid van 'free riding'. Hiervan is sprake wanneer andere (groepen) aandeelhouders, voor wie uitoefening van zeggenschap wel zinvol is, deze zeggenschap uitoefenen, en daarmee ook de belangen van de overige aandeelhouders behartigen.

De door Frentrop getrokken analogie tussen de vanzelfsprekendheid van het gebruik van winstrecht met dat van het gebruik van stemrecht, gaat dus mank. Het invoeren van een onvoorwaardelijke stemplicht voor institutionele beleggers zou hen, op basis van bovengenoemde overwegingen, zeer wel kunnen forceren tot het uitbrengen van blanco stemmen of, nog erger, tot ongefundeerd en willekeurig stemgedrag. Het is onwaarschijnlijk dat dit zal bijdragen aan de goede corporate governance van de ondernemingen waarin zij beleggen. Ook de belangen van de institutionele beleggers zelf en hun achterban worden er niet mee gediend.

Het bovenstaande gaat impliciet uit van de situatie waarin Nederlandse beleggers aandelen houden in alhier genoteerde ondernemingen. Zeker na de komst van de euro zijn institutionele beleggers echter steeds meer Europees gaan beleggen. Realisatie van de door Frentrop voorgestelde stemplicht zou vereisen dat de wetgeving van een aantal lidstaten wordt aangepast en dat de huidige juridische en praktische problemen van grensoverschrijdend, indirect aandeelhouderschap worden opgelost. Daarbij is het vaak moeilijk vast te stellen wie nu precies gerechtigd is te stemmen. Tot dan kunnen institutionele beleggers dus sowieso geen volledige invulling geven aan die stemplicht.

Door het ontbreken van een stemplicht voor institutionele beleggers, blijft de conceptcode-Tabaksblat volgens Frentrop achter bij internationale 'best practice'. Hij verwijst daarbij naar

ontwikkelingen van wetsvoorstellen daartoe in andere landen. Het is jammer dat hij daarbij niet ook de desbetreffende landen noemt. Wel geeft hij een opsomming van een viertal door internationale belangenorganisaties van institutionele beleggers uitgevaardigde zelfreguleringsrichtlijnen waarin die stemplicht zou zijn verankerd. Nalezing van de genoemde richtlijnen doet mij tot de conclusie komen dat zij institutionele beleggers weliswaar oproepen vooral actief gebruik te maken van hun stemrechten maar hen daartoe zeker niet dwingen. Als acceptabele gronden voor niet-stemmen worden vaak expliciet één of meer van de bovengenoemde redenen genoemd. De genoemde zelfreguleringsrichtlijnen stimuleren institutionele beleggers overigens wel om hun achterban periodiek te voorzien van gedetailleerde informatie over hun stemgedrag en daarover verantwoording af te leggen. Het lijkt er dus op dat de conceptcode van commissie-Tabaksblat wel degelijk goed aansluit bij internationale ontwikkelingen.

Drs C.A. Visser is partner Business Risk Services bij Ernst & Young Accountants.
Visser, Visser, C.

(c) Het Financieele Dagblad 2003 alle rechten voorbehouden