
De Tabaksblat-code “compared”

Symposium SCGOP

27 augustus 2003

Prof. mr S.R. Schuit
steven.schuit@allenoververy.com

I Het overzicht

- NL - UK - G - F
- Wat zijn de grote verschillen?

(met name van belang voor institutionele beleggers)

II Te veel of te weinig regels?

III L'apprenti sorcier? (Dukas)

I

Historie

- ◆ UK Combined Code is product van ruim 10 jaar
 - geïnitieerd door accountants!
 - breed gedragen
 - bijlage van de Listing Rules
- ◆ Duitsland
 - 6 jaar
 - druk vanuit de overheid/politiek
 - thans 1 code (Cromme)
 - geen institutionele/wettelijke basis

◆ Frankrijk

- 8 jaar
- geen *directe* overheidsinmenging
- 2 codes (Viénot en Bouton)
- geen institutionele/wettelijke basis

◆ Nederland

- Peters (1997)
- druk vanuit de overheid/politiek
- behoefte aan een inhaalslag
- wettelijke verankering van “comply or explain”

Wettelijk/institutioneel kader

- ◆ UK
 - Anglo-Amerikaans vennootschapsrecht
 - typisch product van de City (self regulation)
 - UK Listing Authority ziet toe op naleving
 - “shareholders are the owners”
 - verplicht openbaar bod
 - geen beschermingsconstructies
 - “shareholders’ activism”
- ◆ Duitsland
 - 2-tier board
 - Mittbestimmung
 - aandeelhouders geven de doorslag
 - beperkte beschermingsconstructies
 - “shareholders’ activism”
 - blijvende invloed van de banken

◆ Frankrijk

- meestal: unitary board, met “PDG”
- relatief veel wetgeving over corporate governance
 - New Economic Regulations Act 2001
 - Act on Financial Security (1 augustus 2003)
- referentie-aandeelhouders/kruisparticipaties binnen Frankrijk
- frequente acties van minderheidsaandeelhouders
- gevarieerde beschermingsconstructies

◆ Nederland

- structuurregime
- nadruk op stakeholders: belangenafweging
- beperkt “shareholders’ activism”
- naleving via de wet (en de rechter?)
- cultuur van beschermingsconstructies

Two Tier / One Tier

- ◆ Niet écht belangrijk
- ◆ De belangrijkste verschilpunten:
 - hebben de non-executives/commissarissen wezenlijke invloed op:
 - het beleid
 - de strategie
 - de benoemingen en de honorering
 - de interne controle mechanismen
 - de financiële verantwoording
 - krijgen de non-executives/commissarissen de noodzakelijke informatie
- ◆ Het gaat om de kwaliteit van de mensen en hun onderlinge samenwerking

Aandeelhouders

◆ UK:

- “institutional shareholders” model
- regelmatig informeel overleg met institutionele beleggers, ook over benoemingen

Institutional shareholders should enter into a dialogue with companies based on their mutual understanding of objectives.

- maar: alle aandeelhouders gelijk behandelen

◆ Duitsland

- invloed van de banken

◆ Frankrijk

- veel referentie-aandeelhouders
- veel kruisparticipaties
- invloed van de Staat

◆ Nederland

- geen invloed van de banken
- weinig referentie-aandeelhouders
- weinig kruisparticipaties
- certificering

Aandeelhoudersvergadering (AvA)

◆ UK

- AvA heeft het laatste woord over alles (“owners”)
- feitelijk effect: toetsing vooraf aan de haalbaarheid
- stemmen bij volmacht is wijd verbreid

◆ Duitsland

- commissarissen benoemd door AvA, maar: *Mitbestimmung*
- bestuur benoemd door RvC

◆ Frankrijk

- in theorie idem als U.K., maar in praktijk:
→ veel referentie-aandeelhouders en kruisparticipaties

◆ Nederland

- structuurregime

- wetsontwerp, met een wonderlijk compromis
- Tabaksblat code:
 - “doorzakken”, als mogelijk
 - belangrijke bestuursbesluiten naar AvA

- Tabaksblat code:

De algemene vergadering van aandeelheelhouders dient zodanige invloed te kunnen uitoefenen op het beleid van de raad van bestuur en de raad van commissarissen van de vennootschap, dat zij, met inachtneming van de toepasselijke wettelijke bepalingen, een volwaardige rol speelt in het systeem van “checks and balances” in de vennootschap.

De algemene vergadering van aandeelhouders van niet-structuurvennootschappen benoemt en ontslaat de leden van de raad van bestuur en van de raad van commissarissen.

- stemrechten certificaathouders en AK
- informatieverstrekking
- dividendbeleid
- honoreringsbeleid

Stemmen door institutionele beleggers

◆ UK

- Via de Combined Code is de Statement of Principles van toepassing:

Institutional shareholders should vote all shares held directly or on behalf of clients whenever practicable to do so (paragraph 4)

- geen stemverplichting, wel (gebruikelijke) dialoog
- “institutional investors” zijn:
 - pensioenfondsen
 - verzekeringsmaatschappijen
 - banken
 - asset managers
- UK Combined Code heeft apart hoofdstuk voor institutionele beleggers:
 - geen comply or explain

◆ Nederland

● III.5 Verantwoordelijkheid institutionele beleggers

*Principe: Institutionele beleggers hebben een
of
verantwoordelijkheid jegens hun achterliggende begunstigen
beleggers en de vennootschappen waarin zij beleggen om op
zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik
willen maken van hun rechten als aandeelhouders van
beursgenoteerde vennootschappen.*

- Wat zijn institutionele begunstigen of beleggers? III.5
 - pensioenfondsen
 - verzekeraars
 - beleggingsinstellingen

● Waarom: “of”

-
- *III.5.2: Institutionele beleggers rapporteren aan hun begunstigen of beleggers tenminste éénmaal per jaar gemotiveerd over de uitvoering van hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht in het betreffende verslagjaar.*
 - *Beleid staat centraal: moet op website (III.5.1)*
 - *Motivering: per (type) belegging?*
 - *uitvoering van beleid*
 - *ook niet-beursgenoteerde vennootschappen*

-
- *III.5.3: Een institutionele belegger maakt op verzoek van een begunstigde of een belegger aan deze begunstigde of belegger bekend hoe hij in een concreet geval heeft gestemd.*
 - Wie is een begunstigde of belegger?
 - elke potentieel pensioengemachtigde?
 - elke verzekerde?
 - elke belegger in de verzekeraar, beleggingsinstelling, [bank]?

II Te veel of te weinig regels?

- ◆ Grote stap vooruit
 - brede discussie met grote betrokkenheid
 - overall: zeer constructieve kritiek
- ◆ Code is té uitgebreid
 - een code moet codificeren wat **algemeen** geldende normen zijn
 - comply or explain: iedereen moet te veel gaan uitleggen
 - niet iedereen heeft tijd/kennis/kunde om afwijkingen van de code te begrijpen: box ticking

-
- ◆ Pas op: normen zijn er ook (juist) voor de rechter
 - jaarrekeningprocedure: iedere aandeelhouder
 - enquêteprocedure

 - ◆ Gemiste kansen?
 - structuurregime
 - aanpassing vóór 1/1/2004!
 - politiek lastig onderwerp, zeker nu
 - discussie wordt voortgezet

Voorstel:

◆ Nu:

1

Best Practice bepalingen

- internationaal geaccepteerde regels
- beperkingen op structuurregime
- beperkt in aantal
- comply or explain

Aanbevelingen (Good Practice)

- Best Practice “in the making”
- geen comply or explain

→ spoedige herziening (binnen 3 jaar)

2

III L'apprenti sorcier? (Dukas)

- ◆ *Comply or explain* veronderstelt:
 - een goed functionerende AvA
 - aandeelhouders die de “owners” zijn
 - haalbaarheid (op korte termijn)?
 - belangrijk voor de positie van Nederlandse bedrijfsleven en financiële instellingen
- ◆ Er is geen weg terug!
- ◆ Hebben de institutionele beleggers een verantwoordelijkheid voor deze ontwikkeling (die zij ambiëren)?