

# Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen

---

## Algemeen

De Commissie Tabaksblat (de “Commissie”) heeft het concept van haar rapport over goed ondernemingsbestuur gepresenteerd. De Commissie heeft verzocht daarop te reageren. Door middel van deze notitie wil Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen (“SCGOP”) aan dat verzoek voldoen.

SCGOP bepleit dat pensioenfondsen een corporate governance-beleid voeren dat is gericht op de bescherming van hun aandelenbezit c.q. de verbetering van het risicorendementsprofiel van hun beleggingen in aandelen. Door te beleggen in aandelen betalen aandeelhouders de toekomstige kasstromen van een onderneming. Daaruit volgt dat de verhouding tussen de onderneming en haar aandeelhouders *princiepief* een lange termijn relatie is. Voorwaarden voor deze “geduldige” financieringsrelatie zijn:

- eenduidige doelstellingen van de onderneming;
- een transparante ondernemingsstructuur; en
- een krachtige ondernemingsleiding die binnen de onderneming voldoende tegenwicht ontmoet van de zijde van de raad van commissarissen (“rvc”) en de algemene vergadering van aandeelhouders (“ava”).

Stabiele en betrouwbare ondernemingsstructuren zijn derhalve noodzakelijk om het vertrouwen te winnen dat noodzakelijk is in de financieringsrelatie tussen aandeelhouders en onderneming.

Daarmee is corporate governance niet alleen een essentiële pilaar van de duurzaamheid van de onderneming doch ook van het beleggingsbeleid van pensioenfondsen en wellicht zelfs de pensioenvoorziening zoals wij die thans in Nederland kennen.

Dit belang van corporate governance, zo stelt SCGOP verheugd vast, komt tot uitdrukking in de aanbevelingen die de Commissie heeft ontwikkeld. De Commissie is erin geslaagd voorstellen te doen die leiden tot verbetering van een transparante gang van zaken en versterking van checks and balances in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. De hoofdlijnen van deze voorstellen worden dan ook door SCGOP ondersteund.

SCGOP verwacht dat de nieuwe code en de acceptatie daarvan zullen bijdragen aan het vertrouwen in een integere en transparante gang van zaken binnen Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. Daarmee kan worden bewerkstelligd dat de kwaliteit van de corporate governance in Nederland op korte termijn beantwoordt aan internationaal levende opvattingen.

Dit gezegd hebbend brengt SCGOP de volgende punten van commentaar onder de aandacht van de Commissie.

1. De pas-toe-of-leg-uit-benadering zal in veel gevallen een gepaste druk voor ondernemingen opleveren om zich te conformeren aan wat door de Commissie is geformuleerd als best practice, zeker in combinatie met de wettelijke plicht om afwijkingen uit te leggen.  
SCGOP concludeert dat de pas-toe-of-leg-uit-benadering ook geldt voor de best practice bepalingen die de Commissie heeft opgesteld voor institutionele beleggers. Het ware wenselijk dit te verduidelijken, in het bijzonder ten aanzien van best practice bepalingen III.5.1, III.5.2 en III.5.3, mede in het licht van Aanbeveling 13 in Annex 1.
2. De code is erg gedetailleerd. Dat kan ten koste gaan van de vereiste flexibiliteit voor ondernemers en kan kwaadwillenden aanzetten tot ontwijkend gedrag. Wellicht kan op onderdelen beter volstaan worden met het beschrijven van algemene principes. Er is weinig aandacht besteed aan de wijze waarop in de pas-toe-of-leg-uit-benadering uitleg zou moeten plaatsvinden. De code zou aan effectiviteit winnen als enerzijds meer voor algemene principes wordt gekozen terwijl anderzijds de verplichting wordt opgelegd om een passende en beargumenteerde uitleg te geven indien de onderneming een principe niet implementeert.
3. De benadering ten aanzien van de beloning van bestuurders is gedetailleerd en teveel gefocust op de hoogte ervan. Het beloningssysteem dient rekening te houden met de geldende maatschappelijke normen en waarden, mede om te voorkomen dat de uitkomsten als excessief worden ervaren, zo heeft SCGOP vastgesteld in haar Aanbevelingen Bestuurdersbeloning (uitgebracht in maart 2003). Het vooraf voorschrijven van gedetailleerde en precieze grenzen bergt het gevaar in zich van inflexibiliteit en staat mogelijk op gespannen voet met het realiseren van de ondernemingsdoelstelling.  
Wat naar het inzien van SCGOP ontbreekt is een aanbeveling dat de remuneratiecommissie beloningsinstrumenten dient vast te stellen die bijdragen aan de realisatie van eenduidige strategische ondernemingsdoelstellingen.  
SCGOP is voorstander van het verantwoorden van de economische waarde van opties als kosten in de resultatenrekening (Annex 1 punt 4). Een duidelijke uitspraak van de Commissie hierover zou een belangrijk signaal geven aan ondernemingen en andere bij het debat betrokkenen over het belang van dit onderwerp.
4. De voorgestelde versterking van de onafhankelijkheid van de RvC (II.5) valt toe te juichen, zij het dat in navolging van het Rapport van de Commissie Winter van november 2002 aan II.5.3 nog toegevoegd zou moeten worden dat de onderneming ook moet aangeven op welke gronden commissarissen wel of niet als onafhankelijk

kunnen worden beschouwd. Wij zouden willen aansluiten bij de criteria die de Commissie Winter dienaangaande heeft gegeven.

5. Aandeelhouders zullen concrete zeggenschapsmiddelen moeten hebben om effectieve controle te kunnen uitoefenen en om een reële rol te kunnen spelen in een systeem van checks en balances. Wij stelden reeds vast dat de Commissie dit terecht onderkent (p. 22). Bij de uitwerking kunnen echter enkele kanttekeningen worden geplaatst. Op zichzelf is het mechanisme voor besluitvorming t.a.v. benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen zoals dat wordt voorgesteld in III.1.1 misschien niet ideaal, maar als praktische oplossing wel acceptabel vanuit een beleggersoogpunt. Er kan immers mee worden bereikt dat dergelijke besluiten met een normale meerderheid genomen kunnen worden, zonodig in tweede termijn. Dat overigens ook in tweede termijn slechts een normale meerderheid vereist is, wordt niet met zoveel woorden gesteld, maar mag vermoedelijk impliciet worden aangenomen. Het ware beter dit te verduidelijken. Verder zal nog verduidelijkt moeten worden dat het mechanisme ook werkt t.a.v. besluiten tot ontslag die slechts genomen kunnen worden op voorstel van een ander orgaan dan de ava. Consequente toepassing van het principe brengt met zich dat ook dan de ava een dergelijk besluit – ook als het op eigen initiatief is genomen – kan nemen met een normale meerderheid, desnoods in tweede termijn. Een belangrijke kanttekening is verder dat de bepaling zich zou moeten uitstrekken tot alle vennootschappen.
6. Het voorstel van de Commissie om de onevenredigheid tussen kapitaal en zeggenschap te neutraliseren (III.1.2) steunen wij van harte. Overigens zou nog verduidelijkt moeten worden dat dit alle besluiten betreft, en niet slechts benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen. Verder zou gewaarborgd moeten worden dat ook anderszins, bijvoorbeeld via %-regelingen en piramidestructuren geen afbreuk wordt gedaan aan de regel dat bestuurders en commissarissen in ieder geval in tweede termijn met een normale meerderheid kunnen worden benoemd en ontslagen.
7. Belangrijk zijn de principes over besluitvorming t.a.v. belangrijke bestuursbesluiten (III.1.3) en dividendbeleid (III.1.5 en III.1.6). De bepaling dat wijzigingen in het dividendbeleid ter goedkeuring aan de ava moeten worden voorgelegd is vanuit beleggersoogpunt essentieel. Winsten komen primair aan de aandeelhouders toe. Zij zijn het die moeten beslissen of het opportuun is winst in te houden, in ieder geval voor zover het doel daarvan is uitbreiding van de bedrijfsactiviteiten al dan niet door middel van overnames of wijziging van de strategie. In dat geval zal het bestuur de ava moeten overtuigen van de noodzaak tot winstinhouding. Overigens lijkt het

SCGOP nuttig te bepalen dat ook het thans bestaande dividendbeleid ter goedkeuring aan de ava wordt voorgelegd.

8. De voorgestelde verbeteringen t.a.v. certificering zijn stappen in de goede richting. Anders dan de Commissie suggereert is absentisme echter geen rechtvaardiging voor een zo ingrijpende maatregel als certificering. Aangezien de vergadering ook na implementatie van de voorgestelde maatregelen gedomineerd blijft worden door het AK dat stemt op alle aandelen waarvoor de certificaathouders geen stemvolmacht hebben aangevraagd, blijft het middel ook dan ingrijpend. Er zijn voldoende ondernemingen in Nederland die in vergelijkbare situaties kunnen volstaan met een veel opener structuur. Als men de certificeringsstructuur echter handhaaft vanwege absentisme, dan veronderstelt dit dat zodra daarvan geen sprake meer is en de opkomst een goede weerspiegeling vormt van de gehele aandeelhouderspopulatie, de noodzaak en legitimatie voor dit ingrijpende middel komt te vervallen. SCGOP acht het daarom wenselijk aan te bevelen dat het bestuur van het administratiekantoor het bestaansrecht van de certificeringsstructuur evalueert, in het licht van een - hopelijk groeiend - opkomstpercentage, en daarover verantwoording aflegt aan de certificaathouders.
9. Wat de consequenties zijn als het bestuur van het AK niet langer het vertrouwen geniet van de certificaathouders is niet uitgewerkt. Best practice zou moeten zijn dat het desbetreffende bestuur in dat geval aftreedt. Hiertoe zou een vergadering van certificaathouders belegd moeten kunnen worden.
10. Bij de uitwerking van het werven van stemvolmachten (III.3.1) zal gewaarborgd moeten worden dat er een "level playing field" is t.a.v. de gegevens van te bereiken aandeelhouders of certificaathouders. Anders gezegd: de toegang tot de communicatie met aandeelhouders en certificaathouders moet voor alle direct belanghebbenden op acceptabele voorwaarden openstaan.
11. III.5.1 en III.5.2 vormen een belangrijke erkenning van de fiduciaire verantwoordelijkheid van de institutionele beleggers. Dit sluit aan bij internationale ontwikkelingen. Helderheid over het stembeleid en rapportage over dat beleid tegenover beleggers en begunstigden zal de rol van de institutionele beleggers en hun invloed in de ava's verhelderen.
12. De Commissie Tabaksblat stelt in III.5.3 voor dat de institutionele belegger op verzoek van individuele beleggers of begunstigden bekend maakt hoe in een concreet geval is gestemd. Deze mate van openheid vergt een adequate organisatorische inrichting die waarborgen bevat voor een consistent en beredeneerd stemgedrag.

Institutionele beleggers dienen volgens de Commissie Tabaksblat op verzoek van een begunstigde of een belegger aan deze begunstigde of belegger bekend te maken hoe zij in een concreet geval hebben gestemd. SCGOP gaat ervan uit dat de Commissie daarmee bedoelt dat een institutionele belegger, bijvoorbeeld op zijn website, rapporteert omtrent het stemgedrag per afa. Van de meeste institutionele beleggers kan immers niet worden gevergd dat zij hun begunstigten of beleggers individueel te woord staan of met hen corresponderen omtrent de wijze waarop zeggenschapsrechten op ondernemingsniveau zijn uitgeoefend. Dat zou bij veel pensioenfondsen op onoverkomelijke organisatorische problemen stuiten.

Overigens verschillen de pensioenfondsen, verbonden in SCGOP, van mening over de vraag of de belangen van (gewezen) deelnemers en gepensioneerden zodanig in het geding zijn dat zij de in III.5.3 gevraagde transparantie rechtvaardigen.

Er zijn pensioenfondsen die dit voorstel van de Commissie ondersteunen vanuit de gedachte dat ten aanzien van *alle* institutionele beleggers helderheid dient te bestaan over (potentiële) belangenconflicten. Zij zouden toegevoegd willen zien dat de institutionele belegger procedures implementeert om te voorkomen dat tegenstrijdige belangen de positie van de begunstigten of beleggers schaden.

Voorts ware te overwegen een financiële tegemoetkoming toe te kennen aan aandeelhouders die door de uitoefening van het stemrecht hun rol in het systeem van checks & balances serieus vervullen. Een zodanige vergoeding in de vorm van een “attendance fee” of “stemdividend” kan ertoe bijdragen dat free rider-gedrag wordt bestreden.

Er zijn echter ook pensioenfondsen die bezwaren hebben tegen III.5.3. Zij wijzen op verschillen tussen pensioenfondsen en andere institutionele beleggers, alsmede op verschillen tussen pensioenfondsen onderling. Er is sprake van een diversiteit aan rechtsverhoudingen waarin voor begunstigten of beleggers uiteenlopende risico's besloten liggen. Zo is bij een aantal pensioenfondsen sprake van een pensioentoezegging die onafhankelijk is van het rendement van individuele beleggingen, zodat gedifferentieerd kan worden in de mate van transparantie die pensioenfondsen dienen te betrachten ten aanzien van hun stemgedrag in individuele beleggingen.

13. In Annex 1 punt 15 wordt de wetgever aangespoord werk te maken van een wettelijke regeling over de doorbreking van beschermingsconstructies. Dat is inderdaad noodzakelijk nu de verwachting niet is dat op dit vlak op Europees niveau binnen afzienbare tijd bevredigende resultaten worden geboekt.

(030903)