

Commissie corporate governance
De heer drs. R. Abma
Postbus 20201
2500 EE DEN HAAG

Onze referentie
2003abz/1125/chiel

Den Haag
4 september 2003

Betreft
Reactie Verbond van Verzekeraars op conceptcode Corporate Governance

Geachte heer Abma,

In zijn algemeenheid staat het Verbond van Verzekeraars positief tegenover de Code Corporate Governance van de commissie Tabaksblat, mede gezien de bepalingen in de eigen Gedragscode Verzekeraars over transparantie op het gebied van beleggingsbeleid en beleggingscriteria.

Wel vindt het Verbond dat de commissie Tabaksblat in zijn gedetailleerdheid en uitgebreidheid te veel de richting van 'rules based' in plaats van 'principles based' opgaat en in dat licht moeten ook de door het Verbond hierna gemaakte opmerkingen worden bezien.

Het merendeel van de hoofdstukken is gericht op de beursgenoteerde vennootschap zelf en bevat principes en aanbevelingen terzake van de Raad van Bestuur, de Raad van Commissarissen en de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Een klein gedeelte is nadrukkelijk gericht op de verantwoordelijkheid van de institutionele beleggers.

De hoofdrichting die de commissie met haar beginselen opgaat is in lijn met internationale ontwikkelingen, maar op een aantal onderdelen lijkt de commissie ietwat door te slaan in gedetailleerdheid, normering en inhoudelijke inmenging in de vrijheid van ondernemingen.

Omdat (beursgenoteerde) verzekeraars zowel als onderneming als ook als institutioneel belegger worden aangesproken is het commentaar gesplitst in een algemeen deel, de gevolgen voor de beursgenoteerde ondernemingen, de rol van de aandeelhouder en meer specifiek de positie van de institutionele belegger. Op de gevolgen voor de beursgenoteerde ondernemingen gaan wij in deze brief niet verder in omdat wij ons commentaar daarop hebben ingebracht bij VNO-NCW. Het gedeelte hierna gaat dan ook alleen in op de rol van verzekeraars als aandeelhouder/institutioneel belegger.

Algemeen

In Europees verband heeft de High Level Group of Company Law Experts, die onder leiding stond van Jaap Win ter, op 4 november 2002 een rapport gepubliceerd onder de titel 'A mo-

den regulatory framework for company law in Europe', waarin een apart hoofdstuk betrekking had op corporate governance. De door de commissie Tabaksblat voorgesteld Code sluit ons inziens aan bij dit gedeelte van het Europese rapport, dat onder andere aanbeveelt geen overkoepelende Europese code in te voeren, maar wel een actieve en coördinerende rol voor de Europese Unie voorziet in het faciliteren van de convergentie van nationale initiatieven van de lidstaten op het gebied van corporate governance codes, die door alle lidstaten zouden moeten worden opgesteld.

In zijn algemeenheid kan worden gesteld dat na de diverse 'schandalen' in de Verenigde Staten (Enron, WorldCom e.d.) waar bedrijfsleiding en intern toezicht niet naar behoren hebben gefunctioneerd, met als gevolg een vermindering van het vertrouwen van aandeelhouders en andere betrokkenen (stakeholders), een krachtige politieke reactie onvermijdelijk was. In de Verenigde Staten heeft dit geleid tot de Sarbanes-Oxley Act (2002), in Europa tot het al eerder genoemde rapport van de Groep onder leiding van Jaap Winter en in Nederland, als uitvloeisel daarvan, de Code van de commissie Tabaksblat.

Dit betekent dat het politieke klimaat zodanig is dat het niet echt mogelijk is tegen een dergelijke Code te zijn, vooral ook omdat de Sarbanes-Oxley Act nog veel verder gaat en Europa het zich niet kan veroorloven om met vrijblijvende en in de ogen van de Amerikanen 'slappe' maatregelen te komen. Het commentaar richt zich dan ook op de - door de tijdsdruk toch wel enigszins in het gedrang gekomen - kwaliteitⁱ en uitvoerbaarheid van een en ander. In dit kader moet worden opgemerkt dat de Code 23 principes, 124 aanbevelingen en 16 voorstellen voor ondersteunende wetgeving bevat, zodat de vraag gewettigd is of de commissie - voorbijgaand aan haar taakomschrijving waarin expliciet gevraagd werd om een meer 'principle-based' code dan een 'rule-based'code - hiermee niet te ver is doorgeschooten. Ook de door de commissie voorziene terugwerkende kracht over boekjaar 2003 lijkt een brug te ver. Gezien de complexiteit van een en ander is het aan te bevelen meer tijd te nemen voor nader onderzoek naar de uitvoerbaarheid en implementatie.

Corporate Governance Code en de aandeelhouder

In hoofdstuk 3 van de Code staan de bevoegdheden van de (algemene vergadering van) aandeelhouders omschreven, alsmede bepalingen over certificering van aandelen, stemmen op afstand en informatieverstrekking aan aandeelhouders.

Aanbeveling III.1.2. heeft betrekking op het stemrecht op preferente financieringsaandelen. Aanbevolen wordt om dit te baseren op de reële waarde van de kapitaalbreng. Vermoedelijk heeft de commissie bezwaar tegen de verwatering van zeggenschap van preferente financieringsaandelen die optreedt bij een uitgifte tegen een koers die aanmerkelijk ligt beneden de beurskoers van gewone aandelen, hetgeen wel als een schending van het beginsel 'one share, one vote' wordt gezien.

Voor verzekeraars zijn preferente financieringsaandelen aantrekkelijke beleggingsinstrumenten omdat zij de mogelijkheid geven om met een relatief kleine investering van een vennootschapsbelasting vrijgestelde deelneming op te bouwen of een deelneming in gewone aandelen tot een vrijgestelde deelneming uit te bouwen.

Opvolging van de aanbeveling van de Code zal leiden tot vermindering van het stemrecht dat is verbonden aan preferente financieringsaandelen.

Opgemerkt moet worden dat de problematiek van de meervoudige stemrechten aan de orde is

ⁱ Zo wordt in aanbevelingen I.1.8 en II.2.4 eraan voorbijgegaan dat de term 'beursgenoteerde vennootschappen' is gedefinieerd (in overweging 1 van de Preambule) met als - onbedoeld? - gevolg dat commissariaten bij buitenlandse vennootschappen slechts meetellen voorzover deze kunnen gelden als 'grote rechtspersonen' (voor de invulling van welk begrip criteria ontbreken).

geweest bij de voorbereiding van de nieuwe versie van de 13e EG-Richtlijn Vennootschapsrecht. Tot nu toe heeft de Europese Commissie ervan afgezien om over te gaan tot inkorting van meervoudige stemrechten in een overnamesituatie omdat dit zou neerkomen op een ont-eigening, waarvoor op grond van de Europese mensenrechtenverdragen in ieder geval een schadeloosstelling is vereist. Opvallend is dat de Europese Commissie zich hierdoor niet heeft laten weerhouden en het zelfs niet eens nodig heeft gevonden om hieraan expliciet aandacht te besteden.

Corporate Governance en de institutionele belegger

Aanbeveling III.5 van hoofdstuk 3 beschrijft de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers en adresseert nadrukkelijk verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsinstellingen.

Het leidende principe is dat institutionele beleggers een verantwoordelijkheid jegens hun achterliggende begunstigden of beleggers en de vennootschappen waarin zij beleggen hebben om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen. Het principe dat institutionele beleggers, anders dan 'gewone' aandeelhouders, een bijzondere verantwoordelijkheid hebben jegens de vennootschappen waarin zij beleggen, onderschrijven wij in de absolute vorm zoals het in de Code Tabaksblad is geformuleerd niet zonder meer. Wij vragen ons af of dit onderscheid überhaupt in de Code thuishoort en willen graag de volgende nuancering aanbrengen om te voorkomen dat een en ander leidt tot rechtsongelijkheid tussen institutionele beleggers en andere aandeelhouders. Verzekeraars hanteren immers sinds 2002 een eigen Gedragscode Verzekeraars, waarin ook bepalingen over beleggingsbeleid en transparantie zijn opgenomen. Zo stelt § M.g van die Gedragscode dat de verzekeraar in zijn rol als institutioneel belegger de ontvangen gelden solide en rendementsbewust zal beleggen, waarbij in het beleggingsbeleid ook de maatschappelijke verantwoordelijkheid wordt betrokken, ook als de klant zelf een keuze maakt waarin hij wil beleggen. § T.d van de Gedragscode stelt vervolgens dat de verzekeraars zullen streven naar beleggingscriteria die transparant zijn voor verzekeren, aandeelhouders/leden en publiek.

In dit opzicht lopen verzekeraars dus vooruit op de aanbevelingen van de commissie Tabaksblad inzake het transparant maken van het beleggingsbeleid.

De Code Tabaksblad vraagt van institutionele beleggers dat zij jaarlijks in ieder geval op hun website hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht op aandelen die zij houden publiceren.

Vervolgens moeten zij aan hun begunstigden of beleggers tenminste eenmaal per jaar gemotiveerd rapporteren over de uitvoering van hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht in het betreffende verslagjaar.

Tenslotte moet een institutioneel belegger op verzoek van een begunstigde of belegger aan hen bekend maken hoe hij in een concreet geval heeft gestemd.

Ook indien men ondanks de impliciete aansporing van de commissie Tabaksblad aan zijn aandeelhoudersrechten geen actieve invulling zou geven, brengen deze bepalingen in concreto extra werk met zich mee. Zeker indien begunstigden de beleggingsafdeling gaan benaderen om informatie over concreet stemgedrag. Nog gecompliceerder wordt het wanneer de verzekeraar als institutionele belegger zijn beleggingsactiviteiten vervolgens aan een derde (buitenlandse) vermogensbeheerder heeft uitbesteed en dus zelf als belegger op 'arm's length' komt te staan. Dan zullen vooraf bij het vastleggen van het mandaat ook afspraken moeten worden gemaakt over stembeleid, uitvoering ervan en rapportage over concreet stemgedrag. Zeker bij aandelenportefeuilles die over een groot aantal beursfondsen zijn verspreid, met een klein belang per onderneming, zal dit tot een uitgebreide administratie kunnen leiden.

De commissie heeft niet voor een stemplicht voor institutionele beleggers gekozen, maar zet hen wel onder druk door hen te dwingen transparant te zijn over het al of niet gebruik maken van hun rechten als aandeelhouder. In aanbeveling 13 aan de wetgever stelt de commissie dat ter facilitering van deze 'best practice'-bepalingen ze wettelijk verankerd moeten worden zodat ook niet-beursgenoteerde institutionele beleggers (die niet onderworpen zijn aan de Code) onder de verplichting vallen. Minister Zalm heeft in een eerste reactie overigens laten weten alle aanbevelingen van de commissie over te zullen nemen en waar nodig in wetgeving te verankeren. Politiek heeft hij het tij mee, omdat zoals eerder aangevoerd zowel in Europa als in de Verenigde Staten de roep om een strengere aanpak alleen maar luider wordt.

Ook de verzekeraar in zijn rol als institutioneel belegger zal dus onder het regime van 'pas toe of leg uit' gaan vallen, ongeacht of hij zelf beursgenoteerd is of niet. Gezien de uitgangspunten van de eigen Gedragscode Verzekeraars zullen zij aan de eerste twee aanbevelingen waarschijnlijk zonder al te grote problemen invulling kunnen geven. Met betrekking tot de derde aanbeveling (concreet stemgedrag bekend maken) achten wij nadere studie naar de praktische uitvoerbaarheid en het kostenaspect ervan dringend gewenst voordat dit onderdeel wordt van de Code Tabaksblad. Het rapporteren over het gevoerde beleid en het aan begunstigden bekend maken hoe in concrete gevallen is gestemd, zal immers tot extra administratieve lasten leiden die per institutionele belegger kunnen verschillen, maar niet onaanzienlijk zullen zijn, aangezien het stemgedrag over het hele boekjaar zal moeten worden bijgehouden, ook al wordt geen verzoek om informatie ingediend.

Een complicerende factor voor financiële conglomeraten (bank/verzekeraar) met een beursnotering en een hoofdvestiging in zowel Nederland als een ander EU-land en vallend onder twee verschillende rechtstelsels is, dat de Code Tabaksblad geen of nauwelijks rekening houdt met dergelijke cross border regimes. Dit kan in concreto betekenen dat het voldoen aan de Nederlandse regels tegelijkertijd een overtreding van de regels van het land van de andere hoofdvestiging met zich meebrengt. Een vergelijkbare situatie kan zich voordoen met dochterondernemingen van buitenlandse moederondernemingen die elders een beursnotering hebben. De Code Tabaksblad is derhalve zeer sterk vanuit een Nederlands gezichtspunt geschreven zonder rekening te houden met de steeds meer voorkomende transnationale c.q. multinationale ondernemingen.

Uiteraard zijn wij graag bereid een en ander nader toe te lichten.

Met vriendelijke groet,

E.J. Fischer