

**CONCEPT CODE CORPORATE GOVERNANCE  
DE COMMISSIE TABAKSBLAT**

Enkele Aantekeningen en Suggesties  
Met Betrekking tot Hoofdstuk III

\*

Mr. R.J. Laan

*26 augustus 2003*

## **I - Inleiding**

- Ik stel het zeer op prijs om hier als internationale bankier, maar ook als board member van verschillende Nederlandse maar ook buitenlandse bedrijven, enkele opmerkingen te mogen maken over de conceptcode corporate governance van de Commissie Tabaksblad.
- Ik heb grote bewondering voor de hoeveelheid werk die deze Commissie in ijltempo heeft verzet en het is duidelijk dat het doel van de Commissie om de discussie in deze op gang te brengen, ruimschoots verwezenlijkt is.
- Ik wil hier ook van de gelegenheid gebruik maken om mijn waardering uit te spreken over het soms misschien wel wat irritante maar uiteindelijk bijzonder nuttig gebleken werk dat verricht wordt door organisaties als de VEB (de Vries hier aanwezig), ADAM (geanimeerd door Colette Neville, Sophie Elias, etc...)
- Zoals verzocht door de organisator van deze dag, zal ik mijn opmerkingen beperken tot het onderwerp van deze morgen, dat wil zeggen hoofdstuk III van de code betreffende de algemene vergadering van aandeelhouders.

## **II – Algemene opmerkingen**

Alvorens specifiek in te gaan op de in hoofdstuk III gedane suggesties, enkele opmerkingen van algemene aard.

1. Het enthousiasme van privé ondernemingen om een beursnotering aan te vragen, wordt met de dag geringer. De belangrijkste redenen die dit fenomeen verklaren zijn ;
  - ten eerste dat het hier om een zeer tijdrovende besogne gaat, zowel de beursnotering zelf als met name de daarop volgende financiële communicatie en bijkomende beursproblematiek (deze laten tezamen met de oplossing van “mensenproblemen” dikwijls weinig tijd meer over aan een CEO om nog zaken te doen)
  - en ten tweede dat een beursnotering enorme verantwoordelijkheden en daarmee verbonden aansprakelijkheids risico's met zich mee brengt.

Hoe meer regels hoe geringer dit enthousiasme. Als bankier/financieel adviseur raad ik mijn cliënten in de regel af om een beursnotering aan te vragen tenzij het werkelijk niet anders kan.
2. De functies van de beurs worden in toenemende mate overgenomen door “private equity providers” zoals KKR, TPG, CVC, NIB Capital.... Dit niet alleen omdat deze organisaties doorgaans redelijke prijzen betalen, maar in belangrijke mate omdat het hier om actieve, kundige aandeelhouders gaat die strenge controle en dikwijls direct ingrijpen combineren met een voor het management zeer aantrekkelijke beloningstelsel dat een veelvoud bevat van de door de Commissie Tabaksblad gesuggereerde beloning niveaus.

In het kort : hoe meer regels en a fortiori hoe meer gedetailleerde voorschriften, hoe groter het risico dat bedrijven de beurs verlaten of alternatieve financierings bronnen aanspreken.

3. Mondige, actieve en invloedrijke aandeelhouders zijn groot “asset” voor succesvolle bedrijfsvoering. Recente studies wijzen uit dat genoteerde (en naar mijn ervaring ook anderzijds gecontroleerde bedrijven) het gemiddeld beter doen dan niet gecontroleerde bedrijven. Grootaandeelhouders zoals Warren Buffett, Heineken, Fentener van Vlissingen, van der Vorm, Pinault, Arnault, Frère, Haniel, Mohn, hebben over het algemeen een zeer positieve invloed op de bedrijven die zij controleren. Grootaandeelhouders denken meestal lange termijn in tegenstelling tot management dat een kortere prestatie horizon voor ogen heeft en de institutionele belegger die van nature opportunistisch is. De in Nederland gangbare opinie dat grootaandeelhouders en in zekere zin aandeelhouders in het algemeen, buiten de organen van toezicht gehouden dienen te worden, begrijp ik dan ook niet goed. In Frankrijk en de latijnse landen over het algemeen, gaat het zelfs zover dat een invloedrijke referentie aandeelhouder wenselijk geacht wordt.
4. De in de conceptcode voorgestelde “comply or explain” regel is ogenschijnlijk een zeer praktische en soepele regel die ook elders met name in Groot Britannië van toepassing is. Het typisch Nederlandse fenomeen van de Ondernemerskamer maakt dit mijns inziens veel minder vanzelfsprekend ; met name omdat de Ondernemerskamer haar oordeel zo dikwijls baseert op algemeen aanvaarde beginselen van goed ondernemerschap. Met de recente exponentiële toename van bij de Ondernemerskamer aanhangig gemaakte zaken, ben ik bang dat geen ondernemer meer het risico zal durven te nemen om de in de gedragscode vastgelegde beginselen van goed ondernemerschap, niet integraal over te nemen. Zelfs als goed ondernemerschap in de zin van risico's nemen in plaats van voorzichtig besturen, een dergelijke afwijking wel zou rechtvaardigen.
5. Het valt mij op dat de Commissie Tabaksblat inclusief de voorzitter (maar exclusief twee beambten die als secretaris fungeren) elf leden telt waarvan slechts twee leden een operationele functie in het bedrijfsleven hebben vervuld en dan nog bij bedrijven waar legers van accountants, auditors, bedrijfsjuristen, bankiers en andersoortige adviseurs de door de CEO en RvC te nemen risico's op singuliere manier helpen te beperken. Het leiden van een “midcap” met een dikwijls minder dan perfecte financiële, boekhoudkundige en juridische infrastructuur is echter een geheel andere zaak. De Franse corporate governance commissies (Vienot en Bouton) bestaan bijvoorbeeld vrijwel uitsluitend uit CEO's van beursgenoteerde bedrijven en financiële instellingen. Dit houdt trouwens niet noodzakelijkerwijs kritiek in op de kwaliteit van de in de conceptcode gedane suggesties, maar het vermindert de credibiliteit van de aanbevelingen bij hen die ze moeten toepassen, natuurlijk wel. Dit is waarschijnlijk ook de reden waarom vele van de principiële aanbevelingen in hun praktische uitwerking te ver in de details treden en ben ik bang, niet altijd gemakkelijk uitvoerbaar zijn.
6. Ik begrijp dat de Commissie snel en doortastend wilde optreden. Dit was immers haar opdracht. De combinatie van snelheid en detail, heeft echter geleid tot een resultaat dat

dikwijls niet gemakkelijk te harmoniseren zal zijn met soortgelijke codes in andere landen.

Ik denk dat harmonisering, althans op Europees niveau, essentieel zal zijn. Om dit te vergemakkelijken dient de code mijns inziens, meer in de vorm van algemene principes geformuleerd te worden en minder in de gedetailleerde uitwerking daarvan.

7. Vrijheid van ondernemen met zo min mogelijk regels moet de norm zijn. Te veel regels doden òf de onderneming òf de beurs of beide. Vrijheid impliceert echter adequate en betrouwbare informatie en eventueel strenge sancties. Goed en verantwoordelijk ondernemerschap is gebaseerd op competentie, integriteit en het vertrouwen van werknemers en aandeelhouders in de bestuursorganen van de onderneming. Indien deze vertrouwensband verbroken wordt, hebben de werknemers doorgaans voldoende sociale hefboomen ter beschikking om zich te laten horen. Aandeelhouders moeten in een dergelijk geval van vertrouwensbreuk, in staat zijn bestuur en commissarissen naar huis te sturen. Dit moet mijns inziens ter alle tijden kunnen, via een eenvoudige, meerderheid tijdens een normale of speciaal bijeengeroepen algemene vergadering en niet via omwegen zoals de Ondernemerskamer. Nogmaals het gaat hier om verbreking van de noodzakelijke vertrouwensband tussen bestuursorganen en aandeelhouders en niet om mijns inziens ongewenste inmenging in bedrijfsbeslissingen, zoals acquisities, desinvesteringen en het vaststellen van beloningen en exit regelingen van topbestuurders, ofschoon zulke beslissingen natuurlijk wel tot een dergelijke vertrouwenscrisis kunnen leiden.

### **III - Specifieke Commentaren**

Deze laatste stellingname brengt mij regelrecht tot mijn grootste kritiek op de in de conceptcode vervatte aanbevelingen met betrekking tot de algemene vergadering van aandeelhouders.

Waarom wordt het structuurregime in de conceptcode gehandhaafd?

Dat dit buiten de regeringsopdracht viel is denk ik, geen goede reden. Gaat het hier op een vrijwillige gedragscode die zo mogelijk door het bedrijfsleven geaccepteerd wordt of gaat het om een door de regering gesuggereerd stelsel van regels. Het structuur regime is een verouderd concept dat zeker zijn waarde gehad heeft, maar dat niet meer in deze tijd past. Als ik het met veel moeite aan mijn buitenlandse cliënten en collega's uitleg variëren de reacties van volledig onbegrip tot meewarig hoofdschudden.

Hoofdstuk III zou mijns inziens dan ook moeten beginnen met de aanbeveling het structuurregime af te schaffen en de algemene vergadering het exclusieve recht te geven de RvC te benoemen en te ontslaan, ter alle tijden en met een eenvoudige meerderheid van stemmen. Voordrachten worden gedaan door de zittende commissarissen maar eventueel ook door aandeelhouders en waarom niet, de werknemers, maar de uiteindelijke beslissing dient bij de aandeelhouders te liggen.

Het bestuur dient door de Commissarissen benoemd te worden en deze laatsten bepalen discretionair de beloning en eventuele ontslagregeling van de bestuurders. Als zij hier echter de vertrouwensband met de aandeelhouders mee verbreken, moet eventueel ontslag door de aandeelhouders de onmiddellijke sanctie kunnen zijn.

Wat belangrijke beslissingen betreft het volgende :

Ik zou belangrijke beslissingen over het algemeen aan Bestuur en RvC overlaten. Zij weten waar het om gaat en zij kunnen de tactische aspecten van een onderhandelings situatie beter beoordelen dan de aandeelhouders die dikwijls niet van de gehele context op de hoogte zijn of gebracht kunnen worden. Mocht de Commissie niettemin besluiten om belangrijke beslissingen aan de prealabele goedkeuring van de aandeelhouders voor te leggen dan zou ik suggereren om bij de waarde bepaling van een transactie nette schuld in plaats van bruto schuld te hanteren en convocatie termijnen zoveel mogelijk in te krimpen.

Ik ben echter geheel tegen de bepaling ten aanzien van onderhandse biedingen op bedrijfsonderdelen. Deze aanbeveling vindt waarschijnlijk haar grond in de HBG casus en is mijns inziens niet in het belang van een goede bedrijfsvoering.

Bestuur en Commissarissen moeten een onderhands bod op haar merites kunnen beoordelen en eventueel afwijzen zonder dat daar noodzakelijkerwijs een publieke discussie over gevoerd wordt. Onderhandse biedingen zijn naar mijn ervaring, dikwijls losse flodders en worden in fine zelden in hun originele vorm geconfirmeerd. Alle grote bedrijven ontvangen voortdurend min of meer serieuze biedingen op onderdelen ; indien daar iedere keer publiekelijk en gemotiveerd op ingegaan moet worden ben ik bang dat dit een zeer tijdrovende en destabiliserende exercitie gaat worden. Dit zijn ook dikwijls veel te genuanceerde en gecompliceerde kwesties om aandeelhouders daar in een algemene vergadering over te laten beslissen. Maar nogmaals, indien hierdoor de vertrouwensband tussen bestuursorganen en aandeelhouders verbroken wordt, moeten de aandeelhouders het laatste woord hebben. De Ondernemerskamer zoals in de HBG casus, is daar niet de geschikte instantie voor.

Wat certifiering betreft het volgende :

Ik begrijp ten eerste niet erg goed hoe gesteld kan worden dat “certifiering niet gebruikt wordt als beschermingsmaatregel” terwijl het in discussiezijnde wetsvoorstel tot een aanpassing van het structuurregime specifiek voorziet in de ontneming van stemrecht aan de certificaathouders in geval van een dreigende overname. Dit gezegd zijnde, zolang certifiering de regel blijft, met of zonder volmacht, waar ik trouwens “faute-de-mieux” geheel voor ben, zullen algemene vergaderingen meestal weinig interessante aangelegenheden blijven. Zogenaamde toevallige meerderheden komen naar mijn buitenlandse ervaringen in deze, zelden voor ; zeker indien de terecht in de code aanbevolen stemmingen op afstand en proxi voting, reële mogelijkheden worden. Toevallige meerderheden zijn trouwens sowieso niet zo’n ramp aangezien onverhoedse beslissingen meestal snel teruggedraaid kunnen worden. We moeten ons echter wel realiseren dat certifiering historisch door de aandeelhouders werd goedgekeurd. Niettegenstaande en ook met het oog op de wenselijkheid om internationale kapitaalmarkten te harmoniseren, geloof ik dat aandeelhouders, eventueel met een gekwalificeerde meerderheid, certificering moeten kunnen afschaffen.

Een absoluut essentiële voorwaarde voor zowel de afschaffing van het structuurregime als de afschaffing van certificering, zou zijn dat de wetgever voorziet in de verplichting voor aandeelhouders die hetzij individueel hetzij “in concert” meer dan bijvoorbeeld 30% (bij voorkeur 25%) van de stemmen verkrijgen, een openbaar bod uit te brengen op de rest van de

aandelen op voorwaarden die door de beursautoriteiten op basis van onafhankelijk advies vastgesteld worden.

Ingeval van afschaffing van certificering verliezen de bepalingen die de conceptcode formuleert ten aanzien van het administratiekantoor veel van hun belang. Ik kan me er over het algemeen vrij goed mee verenigen maar ben bang dat we ons hiermee toch een klein beetje voor de gek houden. Ik ben er trouwens van overtuigd dat de meeste administratiekantoren zich, in de context van het huidige corporate governance systeem, met competentie en integriteit van hun taak kwijten.

De bepalingen met betrekking tot het stemmen op afstand en proxyvoting lijken mij geheel op hun plaats.

Hetzelfde geldt met betrekking tot het verstrekken van informatie aan aandeelhouders. De adder in het gras zit hier natuurlijk in de relatie tussen bedrijven en financiële analisten. Deze laatsten zoeken een vertrouwensrelatie met het bestuur die eventuele bijstellingen van prognoses en toekomst voorspellingen mogelijk maken.

Dit zal immer een zeer delicaat en gevaarlijk punt blijven met name waar een CFO zich in “one-to-one” ontmoetingen middels toespelingen en “body language”, tot het verstrekken van niet publieke informatie laat verleiden. Dit komt voor en zal in de toekomst blijven voorkomen, alle regelgeving ten spijt. Alleen een hoge graad van integriteit gekoppeld met karaktersterkte aan de kant van de CFO, kan dit voorkomen.

Wat de informatie aan de algemene vergadering betreft, kan ik mij met de meeste bepalingen verenigen. Het is mij echter niet goed duidelijk hoe ingeval van een beroep op zwaarwichtig belang, dit beroep in de praktijk, zoals door de code vereist wordt, expliciet kan worden toegelicht. Hoe kan je iets expliciet toelichten zonder althans gedeeltelijk op het onderwerp in te gaan?

Wat de laatste sectie van hoofdstuk III betreft, begrijp ik niet echt waarom deze bepalingen in de conceptcode staan. Het gaat hier niet om corporate governance maar om verplichtingen die een bepaalde trouwens niet erg precies gedefinieerde categorie van beleggers dient na te komen. Ik zou zeggen dat zij dit eventueel onder elkaar moeten regelen ; ondernemingen hebben daar per definitie niets mee te maken. Ik vroeg me ook af hoe je dit in de praktijk zou kunnen opleggen aan buitenlandse institutionele beleggers, die zo langzamerhand een groot gedeelte van de Nederlandse aandelen in handen hebben.

Institutionele beleggers zijn geen grootaandeelhouders met een lange termijn visie. Hun taak is om resultaten te tonen, ieder jaar en zij zijn daardoor van nature meestal opportunistisch. Zij hebben noch de tijd noch de mensen om zich met het beleid van de bedrijven waar zij investeren bezig te houden en een verplichting om jaarlijks te rapporteren waarom ze wel of niet op vergaderingen komen en waarom ze voor of tegen bepaalde beslissingen stemmen, zal deze beleggers alleen maar huiverig maken om in zulke bedrijven te investeren. Indien bepaalde beleggers, individueel of gezamenlijk, op een punctuele of meer permanente basis, hun stemgedrag willen coördineren dan kan dat natuurlijk altijd. Het is echter niet aan de Nederlandse wetgever, zelfs in de vorm van een door de wetgever ge cautioneerde corporate governance code, om het gedrag van een bepaalde categorie beleggers onnodig te

reglementeren, alleen omdat de algemene vergaderingen niet voldoende geanimeerd zijn. Zoals

eerder gezegd heeft dit meer te maken met het structuurregime en met certificering van aandelen.

#### **IV - Conclusies**

- a. Zo min mogelijk regels. Liever algemene principes waarvan de concrete uitwerking aan de bedrijven zelf overgelaten wordt. Dit maakt ook toekomstige harmonisering op Europees niveau minder moeilijk.
- b. Meer echte ondernemers, ook CEO's van "midcaps" in de Commissie.
- c. Afschaffing van het structuurregime en van certificering van aandelen, maar alleen als van tevoren de verplichting gecreëerd wordt een bod uit te brengen op de resterende aandelen in geval van overschrijding van een bepaalde deelnemingsgrens.
- d. Commissarissen dienen benoemd en eventueel ontslagen te worden door de aandeelhouders met een eenvoudige meerderheid van stemmen. Directieleden worden benoemd en ontslagen door de Commissarissen.
- e. Zeer belangrijke en precies gedefinieerde beslissingen worden eventueel ter goedkeuring aan de aandeelhouders voorgelegd ; zo mogelijk met verkorting van de convocatie termijnen.
- f. Geen verplichting om publiekelijk op onderhandse biedingen op onderdelen te reageren.
- g. Geen verplichting om expliciet een beroep op zwaarwichtig belang toe te lichten.
- h. Het stemgedrag van een bepaalde categorie beleggers, dient indien wenselijk, elders geregeld te worden dan in een corporate governance code.