

## **Speech van Jan H.M. Hommen t.g.v.het Eumedion seminar “4 jaar Code Tabaksblad: ervaringen en vooruitblik”, 8 mei 2008, Amsterdam**

(Hoogwaardigheidsbekleders), Dames en Heren,

Het is mij een waar genoeg vanmiddag mijn bijdrage te leveren aan de discussie over de Code Tabaksblad. Ik realiseer me dat ik op dit seminar van Eumedion als commissaris en voormalig bestuurder in zekere zin in het hol van de leeuw sta. Ik wil de leeuw natuurlijk niet in z'n hempie laten staan, dus laat ik maar van wal steken.

Vier jaar Code Tabaksblad. Een mooi moment om even terug te blikken. De Code betekende een flinke uitdaging. Voor Morris en zijn commissie, die onder stevige maatschappelijke en politieke druk een Code moesten afleveren. En daarna natuurlijk voor de bedrijven en de beleggers, die ervoor moesten zorgen dat de Code goed zou werken.

Al met al kunnen we na vier jaar constateren dat de harde arbeid van de Commissie Tabaksblad, de Commissie Frijns, de ondernemingen en de beleggers niet voor niets geweest is. De Code heeft redelijk goed gewerkt en heeft gezorgd voor belangrijke verbeteringen in het ondernemingsbestuur. Zoals de commissie-Frijns onlangs nog eens constateerde hebben de meeste ondernemingen serieus hun best gedaan om aan de Code te voldoen. Er is nu meer transparantie dan vijf jaar geleden, iets waar beleggers hun voordeel mee doen. Ondernemingen hebben hun interne processen en organisatie versterkt, bijvoorbeeld op het gebied van risicomanagement.

Er is echter geen reden voor euforie. Toen de Code Tabaksblad van start ging, waren er bij sommigen wellicht overspannen verwachtingen over wat een corporate governance Code kan bereiken. De verwachting bijvoorbeeld, dat bestuur en aandeelhouders permanent in harmonie kunnen leven. De harde praktijk leert dat zich altijd momenten van spanning kunnen en zullen voordoen tussen bestuurders, commissarissen en aandeelhouders. Wetten, codes en mores kunnen die spanning kanaliseren, maar niet vermijden of elimineren.

Een even naïeve verwachting was dat bedrijven niet in de problemen kunnen komen zolang het maar goed zit met hun corporate governance. In werkelijkheid is goede corporate governance geen garantie voor mooie financiële prestaties van een onderneming. Een bedrijf kan de beste corporate governance hebben, maar een verkeerde strategie of zwak leiderschap. Het succes van een onderneming is afhankelijk van moeilijk voorspelbare markt- en technologische ontwikkelingen, van doortastend management, van een verantwoorde kostenstructuur en van een positieve ondernemingscultuur, om maar een paar factoren te noemen. Dat geldt ook voor een bedrijf met een voorbeeldige corporate governance.

We moeten een corporate governance Code zien in zijn juiste context en properties. De context is dat een onderneming waarde moet creëren voor zijn aandeelhouders. Dat is en blijft voor mij de enige echte doelstelling van een onderneming. Daarnaast zijn er een aantal voorwaarden waaraan goed ondernemerschap zal moeten voldoen en die kunnen bijdragen aan het creëren van aandeelhouderswaarde: perfecte bediening van de klant,

goed gemotiveerde en opgeleide mensen, solide relaties met leveranciers, respect en sterk imago in de maatschappij. Ook goede corporate governance hoort in dit rijtje thuis. De echte doelstelling van de onderneming blijft echter de creatie van waarde voor aandeelhouders.

Vanuit dit licht moeten we ook een corporate governance Code bekijken. De relaties tussen aandeelhouders, commissarissen en bestuurders vormen een belangrijk oordeel van het totale krachtenveld waarin een onderneming opereert. Deugdelijk ondernemingsbestuur is echter een middel, geen doel. Corporate governance moet helpen om beter te ondernemen.

Goed ondernemen, het creëren van waarde voor de aandeelhouders, betekent dat je risico's durft te nemen, flexibel bent, snel kunt reageren. Teveel regels kunnen in dat opzicht verstikkend werken. We moeten bij regels altijd uitkijken voor 'overkill'; dat geldt ook voor regels op het gebied van corporate governance.

Het kan toch nooit de bedoeling zijn van een corporate governance Code om ondernemerschap te verstikken en efficiënt, alert bedrijfsmanagement te belemmeren. Het is niet goed wanneer bestuurders en commissarissen teveel bezig zijn met corporate governance en te weinig met de strategie van de onderneming, met het verbeteren van de operationele en financiële resultaten, met het versterken van de positie van het bedrijf op de markt. Vergelijk Europa eens met Azië. Wij hebben de laatste paar jaar enorm veel energie besteed hebben aan goed ondernemingsbestuur, inclusief 'in-control' statements, terwijl er in Azië een enorme slag plaatsvindt in groeiende welvaart en vermogensopbouw, deels als overdracht van West naar Oost.

Nogmaals: corporate governance regels zijn geen doel, maar een middel. We moeten kijken naar hun voor- én nadelen. Wat zijn de kosten in tijd, energie en geld om een regel op te volgen? Welk risico wordt er in feite mee geëlimineerd? Hoe belangrijk is in feite de extra informatie die het volgen van de regel oplevert? Gaat alle moeite niet ten koste van het ondernemen?

We moeten hier in Europa de durf hebben om ons eigen model te volgen. We hebben ons hier in de zakenwereld altijd verlaten op vertrouwen en principes, veel meer dan in de VS waar alles is vastgelegd in wettelijke regels. Ik denk dat vertrouwen veel beter werkt dan regels. Regels lokken overtredingen uit, trucjes om die regels te omzeilen. Er is een voorbeeld van twee bedrijven die ieder een ander model hebben voor de betaling in de bedrijfskantine. Het ene bedrijf vertrouwt op zijn medewerkers en laat het aan hen zelf over om de consumpties in te tikken. Het andere bedrijf werkt met een traditionele caissière waar je alles moet afrekenen. Het bedrijf zonder caissière dat op z'n eigen mensen vertrouwt heeft een kantine-fraude die veel lager ligt dan het bedrijf met een uitgebreid controle-apparaat. Als je een open cultuur met je mensen ambieert zul je natuurlijk ook je personeels en je aanname beleid daarop moeten afstemmen.

Het is goed dat wij voor corporate governance met een Code werken en niet met een rigide wet als Sarbanes-Oxley. Onze Code Tabaksblat is een combinatie van beginselen en best-practice bepalingen, van principes en regels. De Code is gebaseerd op het motto 'Pas toe of leg uit'. Ik ben echter bang dat de nadruk de laatste tijd toch teveel aan het verschuiven is naar het nakomen van de regeltjes. Het principe 'Pas toe of leg uit' wordt

in Nederland in tegenstelling tot Groot-Brittannië onvoldoende gerespecteerd, met name door een aantal corporate governance consultants.

In punt 5 van de Preambule van de Code staat dat beursgenoteerde vennootschappen af kunnen wijken van de best practice bepalingen in de Code en dat zo'n afwijking gerechtvaardigd kan zijn gezien de omstandigheden waarin een vennootschap verkeert. De Code stelt vervolgens, en ik citeer:

“Aandeelhouders, media en bedrijven die zijn gespecialiseerd in rating van de corporate governance structuur van beursgenoteerde vennootschappen dienen afwijkingen van de codebepalingen dan ook niet automatisch als negatief aan te merken, maar dienen zich zorgvuldig een oordeel te vormen omtrent de redengeving voor elk van de afwijkingen”.

Einde citaat.

De werkelijkheid is nu vaak anders. Morris waarschuwde al in 2003, nog voor de Code officieel van start ging, voor 'afvinkgedrag', maar voor een aantal partijen lijkt dat toch de norm te worden. Vooral bij instituten en consultants die bedrijven op hun corporate governance beoordelen. Juist van hen zou je de meest serieuze aandacht voor het 'leg uit' alternatief mogen verwachten: corporate governance is hun specialiteit!

Die consultants brengen echter maar weinig begrip op voor afwijkingen van de letter van de regels. Ze hebben weinig geduld voor uitleg. Ze vormen zich niet altijd het 'zorgvuldig oordeel', waar de Code om vraagt.

Nog ernstiger is het dat ze zelfs bij het afvinken vaak onnauwkeurig te werk gaan. Ik heb dat aan den lijve ondervonden. Om onduidelijke redenen wilde zo'n instituut mij onlangs kwalificeren als 'niet onafhankelijk commissaris', terwijl dat pertinent onjuist was. Het heeft enige moeite gekost om die fout recht te zetten. Verder heb ik door omstandigheden meer commissariaten dan volgens de Code wenselijk is. Ik ben er mee bezig om het aantal commissariaten terug te brengen. Dat is zelfs via een persbericht bekendgemaakt en dat moeten de consultants toch ook gelezen hebben, maar toch willen consultants die informatie niet meenemen in hun rapporten. Dat komt hen kennelijk niet uit.

Op zich zouden het afvinkgedrag en de feitelijke fouten van corporate governance consultants allemaal niet zo'n ramp zijn als ze niet zoveel invloed hadden. Maar in de praktijk blijkt dat de stemadviezen van deze consultants vaak één op één worden opgevolgd door institutionele beleggers. Terwijl niet altijd duidelijk is wie die consultants vertegenwoordigen, wat hun deskundigheid is, of zij echt onafhankelijk zijn.

Dit tast het wezen van de Code aan. In de Code accepteerden we allemaal een lange reeks gedetailleerde voorschriften, omdat we met uitleg van die 'best practice' bepalingen af kunnen wijken. Dat was de gulden middenweg tussen totale vrijblijvendheid – daar waren beleggers bang voor - en verstikkende regelgeving, waar bestuurders angst voor hadden. Als vertegenwoordigers of adviseurs van beleggers de uitleg niet serieus nemen en simpelweg iedere afwijking van de letter van de best practice bepalingen als negatief bestempelen, zijn we op de verkeerde weg. Zeker als grote beleggers het stemadvies van die corporate governance instituten vervolgens klakkeloos overnemen.

We hebben hier te maken met een nieuw verschijnsel. Een beursgenoteerde onderneming wordt door grote institutionele beleggers nu op twee niveau's gevolgd. Aan de ene kant zijn er de traditionele portfoliomanagers met een lange termijn horizon. Net als analisten hebben zij regelmatig contact met het topmanagement. In dat overleg wordt intensief aandacht besteed aan feiten: aan de financiële cijfers, aan de operationele resultaten, aan de strategie én – last but not least – aan de kwaliteit en de track record van het management, daarin zijn ze uitermate geïnteresseerd. Ik denk dat beide kanten dat contact waarderen en ook nodig hebben.

De portfoliomanagers houden zich weinig bezig met vraagstukken van ondernemingsbestuur. Zij vormen zich een opinie over het hoofdonderwerp, namelijk, of de onderneming nu en in de toekomst voldoende waarde voor de aandeelhouders kan genereren. Het domein van corporate governance laten deze portfoliomanagers over aan de andere experts, vaak de corporate governance consultants.

Daarmee is er een apart, tweede niveau ontstaan waarop de onderneming gevolgd wordt: het niveau van ondernemingsbestuur. Corporate governance is als het ware uitgesneden uit de totale beoordeling van de onderneming; het is het exclusieve jachtgebied geworden van een groeiende groep specialisten die hun eigen territorium verdedigen. Zij hebben de discussie over corporate governance naar zich toe getrokken en geven er een eigen uitleg aan .

In tegenstelling tot de traditionele portfoliomanagers en analisten treden deze externe corporate governance instituten maar weinig in contact met de onderneming om hun kritiek vooraf te bespreken. En als het gebeurt, blijkt dat de uitleg geen invloed heeft op de beoordeling in hun rapporten. Bovendien hebben ze als groep een onevenredig grote invloed op het stemgedrag van de institutionele beleggers.

Daarmee zijn we uitgekomen op een situatie dat een niet-aandeelhouder zonder directe band met de onderneming en met niet altijd even duidelijke motieven het stemgedrag van de aandeelhouder gaat bepalen. Willen we dat wel? Ik heb daar problemen mee, ik voel me er erg onbehaaglijk bij.

De Code was ondermeer bedoeld om ervoor te zorgen dat beleggers meer invloed kregen, zodat ze er beter op konden letten dat het management bij de les blijft, de les van waardecreatie op lange termijn voor de aandeelhouders. Dat fundamentele idee wordt nu bedreigd.

Aan de ene kant hebben we allemaal gezien hoe beleggers met een korte termijn horizon met een strategie van aandeelhoudersactivisme ondernemingen het leven proberen zuur te maken en tijdelijke problemen of onderwaardering gebruiken om een bedrijf op z'n kop te zetten. Deze beleggers denken alleen aan geld op de korte termijn, ze hebben soms weinig scrupules voor wat betreft de middelen die ze willen inzetten om hun doel te bereiken, en ze voelen geen enkele loyaliteit jegens de onderneming of enige andere stakeholder. Zij hebben maar weinig weg van de verantwoordelijke langetermijnbelegger die de opstellers van de Code waarschijnlijk in gedachten hadden en waarop zij het nieuwe systeem van 'checks and balances' baseerden. Een bedrijf dat tijdelijk wat tegenwind heeft of een onderdeel heeft dat in de problemen is gekomen, al dan niet door eigen schuld, kan plotseling aangevallen worden uit onverdachte hoek. Heeft de Code deze bedrijven uit het oog verloren?

Jan Timmer, de CEO die Philips in de jaren 90 van de ondergang redde schreef onlangs in zijn column voor Tilburgse studenten dat met het korte termijn denken van vandaag Philips ten dode opgeschreven zou zijn geweest. En kijk eens wat voor bedrijf er nu staat.

In de tweede plaats zien we nu dus dat institutionele beleggers het hele onderwerp van corporate governance voor een groot deel uit handen gegeven hebben aan externe consultants. Het is niet gezond als institutionele beleggers bij de beoordeling van de corporate governance van een onderneming blind varen op wat de corporate governance instituten zeggen. Zo'n standpunt over ondernemingsbestuur moet – zeker bij twijfels en vragen - toch mede gebaseerd zijn op een tijdige, eigen dialoog van de belegger zelf met de onderneming?

Het is mijns inziens even onwenselijk dat corporate governance aspecten een onevenredig grote invloed hebben op het stemgedrag van aandeelhouders. Ik ben de laatste om het belang van goed ondernemingsbestuur te ontkennen. En ik heb geen enkel probleem als activisten management wat harder laten lopen.

We zijn in het verleden door schade en schande wijs geworden. We moeten zoals de commissie Frijns heeft voorgesteld iets doen aan 'Pay for failure'. Maar laat ik een simpele vraag stellen: gaat het bij het stemmen over een bestuurder nu alleen over de hoogte en structuur van zijn beloningspakket of ook en vooral over de vraag hoe hij presteert, welke bijdrage hij al dan niet geleverd heeft en nog kan leveren aan waardecreatie door de onderneming? Hebt U wel eens nagegaan hoeveel bladzijden tegenwoordig nodig zijn om het belonings beleid in alle details te beschrijven in het jaarrapport? En hoeveel mensen begrijpen wat er staat? Ook insiders?

Dames en heren,

Door de ontwikkelingen die ik zojuist beschreven heb zitten we nu in Nederland qua corporate governance met teveel aandacht voor formele regeltjes. AFM, IFRS, Tabaksblat, VEB, Eumedion, diverse consultants, iedereen heeft wel iets dat zij zouden willen. En daar komen de diverse belangen groeperingen nog bij. En iedereen vindt de eigen wensen van het allergrootste belang. Er dreigen nieuwe codes naast en boven de Code Tabaksblat te komen.

Misschien ligt dat wel aan onze cultuur. Toen Morris begon aan zijn zware klus, nam hij Groot-Brittannië als belangrijkste voorbeeld. Dat was mijns inziens volstrekt juist. Om Churchill te parafraseren, het Britse 'Pas toe of leg uit' is de slechtst mogelijke benadering van corporate governance behalve alle andere.

Maar de Britten hebben een cultuur waarin dit 'Pas toe of leg uit' principe beter kan gedijen dan in Nederland. Er is een omvangrijke, half formele, half informele infrastructuur waarin hun Combined Code is ingebed. Het contact tussen beleggers en ondernemingen, ook over kwesties die met corporate governance te maken hebben, wordt bijvoorbeeld gefaciliteerd door de corporate brokers, iets wat wij in Nederland niet kennen.

In Groot-Brittannië is er ook meer informele sociale controle op aspecten van Corporate Governance. Neem bijvoorbeeld de 'Chairmen's Club', waar zo'n 25 chairmen van

Britse ondernemingen een paar keer per jaar bij elkaar komen en ervaringen uitwisselen over beloningspakketten voor bestuurders en andere aspecten van corporate governance. Dat gaat heel ver, ze vertellen elkaar precies hoe hoog de beloningen van hun topmanagers zijn en hoe die zijn samengesteld. Er gaat duidelijk sociale controle op beloningspakketten uit van deze uitwisselingen in de 'Chairmen's Club'. Niemand wil het 'te gek maken'. Wij proberen ook in Nederland een soortgelijk clubje van voorzitters van Raden van Commissarissen te vormen, maar dat gaat erg moeizaam. Wij zijn waarschijnlijk teveel individualistisch daarvoor.

Wellicht denken wij Nederlanders te veel als dominees dat regeltjes altijd het antwoord zijn op alle vragen. Als een regel niet goed werkt, is de eerste reflex in Groot-Brittannië: 'Laten we die regel afschaffen'. De eerste reflex in Nederland: 'Laten we er een tweede regel bijmaken, zodat die eerste wel goed gaat werken'. Groot-Brittannië heeft veel ervaring met zelfregulering en met overheden en toezichthouders die faciliteren. Wij hebben wat dat betreft in Nederland nog het een en ander te leren. Wij zijn ook erg gauw geneigd een initiatief als de Code te politiseren: inkomensbeleid met Balkenende normen, fiscale straffen, en nu het aantal vrouwen in de top.

Een zakelijke cultuur is niet een, twee, drie veranderd, maar we moeten er in ieder geval aan werken. Wanneer onze zakelijke cultuur niet aansluit bij onze corporate governance principes van zelfregulering en 'Pas toe of leg uit', dan missen wij een kans.

Ik zou hier een paar concrete suggesties willen doen, die ervoor kunnen zorgen dat corporate governance weer in een betere context geplaatst wordt, de context van waardecreatie op de lange termijn door ondernemingen. Daarmee keren we volgens mij ook weer terug naar de oorspronkelijke bedoeling van de Code Tabaksblat.

We moeten snel aandelen aan toonder afschaffen en overgaan op aandelen op naam. Het is anno 2008 niet meer normaal dat een onderneming niet weet wie z'n aandeelhouders zijn. Er zou ook een systeem moeten komen om short posities in aandelen - en ook het lenen van aandelen puur om stemrecht te verwerven - te registreren. Die informatie moet toegankelijk zijn voor het bedrijf dat de aandelen heeft uitgegeven. Daarmee doen we niet meer dan het creëren van een 'level playing field' voor een bedrijf. Ik begrijp dat dit in de praktijk niet eenvoudig is, maar dit is een wezenlijk punt wanneer we het over transparantie hebben. Het is nu te gemakkelijk voor korte termijn activisten om misbruik te maken van omstandigheden en dat moet worden beperkt.

Voor wat betreft corporate governance consultants, die moeten hun weergave van de feiten goed controleren. Ze moeten hoor en wederhoor toepassen. Ze moeten pro-actief en tijdig in contact treden met een bedrijf om hun vragen, twijfels en suggesties voor te leggen. Ze moeten uitleg van het bedrijf serieus nemen. Bovendien moeten die corporate governance consultants tijdig aan het bedrijf bekend maken wat hun advies is en aan welke beleggers zij dat advies toezenden. Dan kan het bedrijf zijn eigen mening geven. Het is een goed idee als de corporate governance consultants die mening van het bedrijf met hun eigen rapport meesturen naar hun klanten.

Wat mij betreft mogen al deze principes worden vastgelegd in een Code van Goed Gedrag voor deze corporate governance consultants. In zo'n code zou ook kunnen staan dat corporate governance consultants hun eigen missie, achtergrond en financiering openbaar moeten maken.

Maar zelfs als al deze concrete voorstellen worden uitgevoerd, blijf ik me onbehaaglijk voelen.

Mijn schrikbeeld is dat een bedrijf dat het even moeilijk heeft de speelbal wordt van op geld beluste korte termijn beleggers en onbezonnen corporate governance consultants.