

Rol institutionele beleggers in relatie tot bestuur en commissarissen

Een driehoeksverkenning

Door:

Prof. dr. A.G.Z. (Angelien) Kemna (Erasmus School of Economics Rotterdam)

Prof. dr. E.L.H.M. (Erik) van de Loo (Vrije Universiteit Amsterdam/INSEAD)



Rol institutionele beleggers in relatie tot bestuur en commissarissen

Een driehoeksverkenning

Door:

*Prof. dr. A.G.Z. (Angelien) Kemna (Erasmus School of Economics Rotterdam)**

Prof. dr. E.L.H.M. (Erik) van de Loo (Vrije Universiteit Amsterdam/INSEAD)

Oktober 2009

Deze verkenning is vervaardigd in opdracht van Eumedion. Wij willen iedereen die we hebben geïnterviewd bedanken voor hun bereidwilligheid ons openhartig te woord te staan en ons te voorzien van nuttige inzichten en tips. Daarnaast hebben we door preview presentaties bij INSEAD en het Studiegezelschap voor Economische Politiek en de round table bij Eumedion waardevolle aanmerkingen gehad op onze verkenning. Tot slot danken wij ook diverse individuen die met ons hebben meegelezen en gedacht. Uiteraard zijn wij verantwoordelijk voor onjuistheden in deze verkenning.

*Deze verkenning is verricht in de periode dat beide auteurs onafhankelijk waren.

INHOUDSOPGAVE

	Samenvatting	1
Hoofdstuk 1	Aanleiding en gevolgde werkwijze	3
Hoofdstuk 2	Bevindingen	5
	2.1 Eenvoudig sociaal systeem	5
	2.2 Veranderingen in rol van bestaande participanten	6
	2.3 Toetreding nieuwe spelers	10
	2.4 Conclusie	12
Hoofdstuk 3	Invalshoek vanuit de organisatie psychologie	14
Hoofdstuk 4	Gedragsaanbevelingen voor de korte termijn	17
Hoofdstuk 5	Discussie en aanbevelingen lange termijn betrokken aandeelhouderschap	22
	5.1 Lange termijn betrokkenheid	22
	5.2 Compensatie voor lange termijn betrokkenheid	24
Hoofdstuk 6	Conclusie en vervolg	28
Hoofdstuk 7	Bronnen	29
	Literatuurlijst	30
Bijlage A	Onderzoeksopdracht	32
Bijlage B	Lijst met aanbevelingen	34

SAMENVATTING

De kwalitatieve verkenning naar de verhoudingen tussen institutionele beleggers (IB-ers), bestuurders en commissarissen is gebaseerd op interviews met diverse participanten, preview presentaties, een round table en literatuuronderzoek. Bij de bespreking van de bevindingen en aanbevelingen wordt bij de heterogene groep aandeelhouders gefocust op de deelnemers van Eumedion.

Nog geen tien jaar geleden was het bestuurlijke systeem van een onderneming over het algemeen overzichtelijk: een veelal dominante rol voor bestuurders en vrij passieve rollen voor commissarissen en IB-ers. In korte tijd is dit mede door nieuwe wetgeving, de invoering van Code Tabaksblat en de Angelsaksische invloed veranderd in een complex sociaal systeem. Bestaande spelers kregen meer (IB-ers en commissarissen) of minder macht (bestuurders) en nieuwe spelers (externe toezichthouders, politiek en media, belangenorganisaties) betraden het speelveld zonder dat bij alle spelers voldoende begrip was over de eigen en andermans rollen. Dit heeft veel spanningen veroorzaakt en vrijwel iedereen vat dit op als onvoldoende begrip en vertrouwen in de samenwerking.

In de organisatiepsychologie staat dit bekend als het ‘multi-party’ vraagstuk, waarbij geen enkele partij het alleen aankan en men dus afhankelijk is van goede samenwerking. Het gedrag van een enkele partij kan het geheel sterk beïnvloeden. Partijen staan voor de opgave om een balans te vinden tussen eigenbelang, het belang van anderen en het respecteren van de onderlinge afhankelijkheid. Bewustwording van de eigen en andermans rol in het licht van het geheel is een cruciale eerste stap. Vervolgens zal men moeten leren samen te werken in dit nieuwe speelveld. Werkbare oplossingen om de complexiteit te verlagen moeten multi-disciplinair worden aangepakt en waar nodig is het zaak te differentiëren.

De eerste groep aanbevelingen richt zich op de gedragsondersteuning in de huidige situatie en gaat ervan uit dat met kleine stappen de verhoudingen binnen de driehoek IB-ers, bestuurders en commissarissen al kunnen worden verbeterd. Ze kunnen dan ook - voor zover dat nog niet is gebeurd - onmiddellijk worden ingevoerd. De lijst is niet uitputtend en is bedoeld als bron van ideeën. Voor de RvB is het van belang dat zij de zwaardere rol van de RvC respecteren. De RvC moet zich explicieter organiseren niet alleen wat betreft allerlei commissies, maar ook wat betreft de vertrouwensrol en de toezichtsrol. De IB-er zou al een serieuze stap maken als intern de governance teams en de fund managers een integraal oordeel zouden vormen over de onderneming.

De tweede groep aanbevelingen levert een bijdrage aan de discussie over een aanpassing van de huidige situatie. Wij zijn van mening dat elke serieuze aanpassing met terughoudendheid moeten worden beschouwd, maar willen desalniettemin bijdragen aan de huidige discussie over het veranderen van de rol van IB-ers naar een lange termijn betrokken aandeelhouders oriëntatie. In de discussie komen de consequenties voor de onderlinge verhouding van de participanten aan de orde evenals de randvoorwaarden om een dergelijke rol succesvol in te vullen. Het stelt nog veel zwaardere eisen aan de kwaliteit en intensiteit van de dialoog tussen bestuur, commissarissen en IB-ers. Dit kost allen tijd, geld en inspanning. De AFM zal duidelijke ‘best practices’ moeten afgeven rondom koersgevoelige informatie en ‘acting in concert’ om intensievere dialogen te accommoderen. Om met name pensioenfondsen over te halen de noodzakelijke investeringen te doen is de aanbeveling dit te zoeken in een prudentiële voorkeursbehandeling en dit zal in samenwerking met de DNB nader kunnen worden beschouwd.

Eumedion zou de coördinatie van deze inspanningen op zich kunnen nemen om zodoende de discussie een stap verder te brengen.

1. AANLEIDING EN GEVOLGDE WERKWIJZE

De recente financiële crisis heeft grote schade aangericht bij institutionele beleggers. Institutionele beleggers zijn geconfronteerd met forse dalingen van de koersen van de aandelen van de ondernemingen waarin zij beleggen en met verliezen op obligaties. Verder zijn verschillende beursgenoteerde ondernemingen ertoe overgegaan om minder dividend te betalen aan aandeelhouders of om de dividendbetaling helemaal te schrappen.

In de media wordt ter verklaring van de oorzaken van de financiële crisis echter mede gewezen op de rol van aandeelhouders. Sommige aandeelhouders zouden vooral geïnteresseerd zijn geweest in het behalen van korte termijn resultaten, en geen oog hebben gehad voor waardecreatie op de lange termijn. Ook de politiek heeft aandeelhouders aangesproken op hun verantwoordelijkheden. Minister Bos van Financiën heeft 3 maart 2009 tijdens het internationale Eumedion/ICGN-congres aandeelhouders van financiële instellingen verweten dat zij te veel focus hebben gehad op risico nemen en winsten maken. Bos toonde zich overigens in de toespraak niet alleen kritisch over de rol van de aandeelhouders, maar ook over de - in zijn ogen - tekortschietende rol van commissarissen. Hij pleitte dan ook voor een versteviging van hun toezichhoudende rol.

Bovenstaande was aanleiding voor het Eumedion-bestuur om een onafhankelijke kwalitatieve verkenning te laten verrichten naar enerzijds de gedefinieerde rollen tussen bestuurders en commissarissen van beursgenoteerde ondernemingen en aandeelhouders en anderzijds de gepercipieerde rollen tussen deze participanten.¹ Aangezien aandeelhouders een sterk heterogene groep vormen zal in het vervolg van deze verkenning vrijwel uitsluitend gekeken worden naar de groep institutionele beleggers (IB-ers) die deelnemer is van Eumedion. Dit zijn vooral IB-ers die het geld niet voor eigen rekening en risico beheren - zoals pensioenfondsen, verzekeraars en fondsbeheerders - maar voor derden (eindklanten) die het geld aan hen hebben toevertrouwd. Hoewel ook buitenlandse partijen deelnemer zijn van Eumedion zal vooral de rol van de Nederlandse IB-ers worden belicht.

Deze verkenning moet aantonen of er sprake is van een verwachtingskloof bij de participanten en zo ja, hoe deze kloof kan worden overbrugd. Dit mondt uit in aanbevelingen richting institutionele beleggers (IB-ers), bestuurders, commissarissen, toezichhouders en belangenorganisaties. De aanbevelingen zijn onder andere gebaseerd op interviews met bovengenoemde participanten. Het gaat niet om kwantitatief onderzoek, maar om een kwalitatieve verkenning naar het gedrag van de participanten die betrokken zijn bij Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen.²

Bij de interviews kwamen onder andere de volgende thema's aan de orde:

- Wat zijn de rollen tussen bestuurders en IB-ers aan de ene kant en tussen commissarissen en IB-ers aan de andere kant? Zijn deze rollen de afgelopen jaren gewijzigd?
- Kennen de beursgenoteerde ondernemingen de activistische beleggers en andere, belangrijke IB-ers?
- Zijn IB-ers vooral op de korte termijn gericht? Is dit in de afgelopen jaren toegenomen en zo ja, hoe komt dat? Wat was de wisselwerking tussen de lange en korte termijnbeleggers?
- In hoeverre bestaat er een spanningsveld tussen bestuurders en commissarissen bij het vorm en inhoud geven van de aandeelhoudersbelangen en hoe gaat men daarmee om?
- Wat verwachten IB-ers van ondernemingen opdat zij weer meer een lange termijnbinding met deze ondernemingen (kunnen) krijgen?

¹ In bijlage A is de onderzoeksopdracht opgenomen.

² Voor een kwantitatief onderzoek onder institutionele beleggers wordt verwezen naar een recentelijk onderzoek dat is uitgevoerd op verzoek van de Monitoring Commissie (http://www.commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/Report_institutional_investors.pdf).

- Hoe kan eventueel gestimuleerd worden dat IB-ers voor langere tijd worden gebonden aan de onderneming?

Naast interviews is gebruik gemaakt van een round table, een preview presentatie, recente onderzoeken in Nederland en het Verenigd Koninkrijk (VK), recente opinieartikelen uit de Nederlandse governance literatuur en inzichten uit de organisatiepsychologie. De bevindingen worden beschreven tegen de achtergrond van de recente historie van de afgelopen tien jaar. De motivatie is dat de situatie waarbinnen de driehoek IB-ers, bestuur en commissarissen moeten functioneren sterk is veranderd door een verscheidenheid aan oorzaken.

Uit de gebruikte bronnen blijkt dat participanten onbekendheid en onbegrip tonen over hun eigen en andermans rollen hetgeen rechtstreeks toe te wijzen is aan de veelheid van veranderingen in de afgelopen jaren. Het eens zo eenvoudige systeem heeft plaatsgemaakt voor een complex sociaal systeem waarbinnen de driehoek IB-ers, commissarissen en bestuur moet zien te functioneren. In combinatie met de huidige crisis leidt dit tot misverstanden, verwijten over en weer en daarmee in het algemeen tot een slechte verstandhouding.

Om te komen tot aanbevelingen ter verbetering van deze situatie maken we gebruik van ideeën uit de organisatiepsychologie voor het scheppen van een kader. Uitgangspunt hierbij is dat kleine veranderingen binnen het huidige systeem al tot een betere verstandhouding tussen de participanten kunnen leiden en daarmee tot een verbetering van het huidige systeem. Dit vormt de basis voor de in dit kader gepresenteerde aanbevelingen. De lijst van aanbevelingen is niet uitputtend, maar geeft een idee waarmee de huidige situatie met relatief eenvoudige gedragsbevorderende maatregelen kan worden verbeterd. Om al te veel doublures te voorkomen worden talloze andere belangrijke aanbevelingen³, die zijn gedaan in het gebruikte materiaal alleen genoemd voor zover ze passen als illustratie.

Een andere gedachte is dat verbetering kan worden bewerkstelligd door het huidige systeem op onderdelen aan te passen. Aangezien een deel van de problemen is ontstaan door al te veel veranderingen tegelijkertijd door te voeren, is enige terughoudendheid op zijn plaats. Voorafgaand aan de invoering van maatregelen, die hebben geleid tot het huidige systeem, is uitvoerig gediscussieerd. Omdat deze maatregelen nog onvoldoende zijn verwerkt, moet de aandacht allereerst uitgaan naar verbeteringen op dit vlak. Voorstellen tot aanpassing van het huidige systeem moeten alvorens ze uit te voeren, eerst vanuit alle gezichtspunten goed doordacht worden.

Aanpassingen van het systeem kunnen worden doorgevoerd op het niveau van het bestuur, commissarissen en IB-ers. Hoewel er ook veel kritiek is op de manier waarop commissarissen functioneren, richten wij richten onze discussie op IB-ers. Zowel op nationaal als op internationaal niveau wordt als mogelijke (deel)oplossing voor het huidige systeem gezien dat er naast korte termijn aandeelhouders meer lange termijn betrokken aandeelhouders ('shareholder engagement') komen. In onze discussie wordt ingegaan op voor- en nadelen van deze systeemwijziging en welke randvoorwaarden noodzakelijk zijn om dit succesvol te bewerkstelligen. Ook hier formuleren we enkele in dit kader passende aanbevelingen.⁴

³ Zie in dit verband bijvoorbeeld: Adviescommissie Toekomst Banken, 2009; Bos et al. 2009; Cools, 2005; Hall & O'Malley, 2009 en Walker, 2009.

⁴ In bijlage B is een lijst van alle aanbevelingen opgenomen.

Paragraaf 2 bevat de bevindingen van de door ons gehouden interviews, presentaties en round table. Paragraaf 3 verschaft een organisatiepsychologische invalshoek voor de door ons gepresenteerde aanbevelingen. In paragraaf 4 betreft dat vooral gedragsaanbevelingen voor de korte termijn, zonder dat er nog substantiële aanpassingen van het systeem als zodanig plaats moeten vinden. Paragraaf 5 gaat in op een systeemwijziging door middel van een discussie en aanbevelingen over lange termijn betrokken aandeelhouderschap. Tot slot zullen de conclusie en mogelijke vervolgstappen in paragraaf 6 worden verwoord. Paragraaf 7 vermeldt de gehanteerde bronnen. Bijlage A geeft de letterlijke weergave van onze onderzoeksopdracht. Bijlage B biedt de afzonderlijke lijst met alle aanbevelingen.

2. BEVINDINGEN

2.1 Eenvoudig sociaal systeem

De bevindingen kunnen het best worden beschreven door ze te plaatsen in het perspectief van de gebeurtenissen van de afgelopen tien jaar. Bij de beschrijving van wat die jaren is gebeurd wordt vooral datgene genoemd wat relevant is voor de rollen van en relaties tussen de participanten die betrokken zijn bij de besturing van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Er wordt dan ook niet naar volledigheid van de historische analyse gestreefd⁵.

Tot aan de internet/boekhoudfraude crisis rond 2000/2001 kenden we bij de besturing van een beursgenoteerde onderneming een betrekkelijk eenvoudig sociaal systeem met drie participanten: de Raad van Bestuur (RvB), de Raad van Commissarissen (RvC) en de Institutionele Beleggers (IB-ers). Hieronder worden de belangrijkste gedragingen zoals die toen golden geformuleerd:

RvB

Het bestuur was van de drie participanten de dominante speler. Het kenmerkte zich als een collegiaal bestuur, waarbij de voorzitter van het bestuur een tijdelijke rentmeester van een college was. Het bestuur was gezamenlijk verantwoordelijk voor de strategie van de onderneming en voelde zich ook echt de eigenaar van de onderneming. Het bestuur had het in die tijd qua strategie voor het zeggen en had allerm minst behoefte aan toezicht, noch van commissarissen noch van aandeelhouders. Dit kwam onder andere omdat bestuurders zich echt eigenaar voelden, maar ook omdat ze zich door de beschermingsconstructies niet zoveel zorgen maakten over vijandige acties van concurrenten of aandeelhouders.

RvC

De RvC was een wat terughoudende speler bestaande uit voormalig bestuurders uit het 'old boys' netwerk. Oud bestuurders fungeerden als klankbord bij de strategie en stelden hun eigen netwerk ter beschikking van het bestuur van de onderneming. De kennis van de sector was over het algemeen niet groot, maar werd gedekt door de benoeming van oud bestuurders uit de onderneming zelf als commissaris. Het leek qua rol en gedrag meer op een Raad van Advies. Zowel de RvB als de RvC was tevreden met deze situatie, omdat men precies wist van elkaar wat wel en niet te verwachten was. Er was in die tijd nauwelijks sprake van een relatie tussen de RvC en IB-ers.

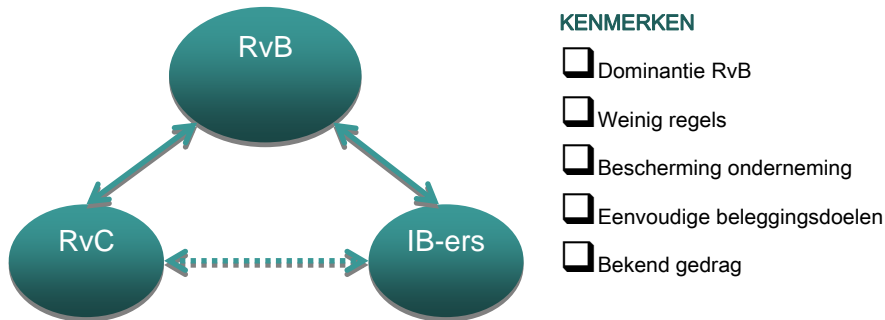
Institutionele Beleggers

De IB-ers waren enigszins passieve spelers en bestonden grotendeels uit Nederlandse verzekeraars, pensioenfondsen en grote vermogensbeheerders. De pensioenfondsen en vermogensbeheerders voelden zich als aandeelhouders niet echt betrokken bij de onderneming. Daarvoor waren de belangen te klein. Vermogensbeheerders belegden al jaren wereldwijd en pensioenfondsen mochten ook buiten Nederland in aandelen beleggen. Zij hadden vaak nog wel een belangrijk deel van hun vermogen in Nederlandse aandelen, maar bouwden dat steeds verder af. Alleen de verzekeraars, die door de fiscale vrijstelling voor 5%-deelnemingen grote belangen hadden opgebouwd in Nederlandse aandelen, voelden zich nadrukkelijk betrokken bij de strategie van de onderneming. Zij hadden een intensieve dialoog met het bestuur van de onderneming. De macht lag uiteindelijk bij het bestuur, wat in de toenmalige Nederlandse verhoudingen werd geaccepteerd.

⁵ Zie voor een uitvoerig (historisch) overzicht bijvoorbeeld Fentrop (2002) en Winter (2009).

De kenmerken van dit relatief eenvoudige sociale systeem zijn:

- weinig spelers met één dominante speler
- weinig regels (juridisch/governance) en bescherming voor de onderneming
- eenvoudige beleggingsdoelen (fiscaal/prudentieel) en vooral lange termijn gericht
- bekend gedrag want de verandering in de rollen en relaties onderling was laag



Figuur 1 Eenvoudig sociaal systeem

2.2 Veranderingen in rol van bestaande participanten

Na de internet/boekhoudfraudecrisis zijn de verhoudingen sterk veranderd. Dit komt onder andere door:

- a. nieuwe wet- en regelgeving, mede als gevolg van de boekhoudschandalen, zoals de aanpassing van het structuurregime, meer transparantieregels en de Code Tabaksblad,
- b. strengere externe toezichthouders,
- c. de globalisering en de daarmee toenemende Angelsaksische invloed.⁶

De volgende veranderingen zijn relevant voor de huidige situatie, die we verderop zullen beschrijven als een complex sociaal systeem.

RvB

Ten eerste is de RvB door de toegenomen macht van zowel commissarissen, aandeelhouders en externe toezichthouders geen dominante speler meer. Ten tweede is door de toegenomen invloed van het Angelsaksische model het collegiaal bestuur onder druk komen te staan en in de praktijk heeft dit geleid tot een invloedrijkere positie van de CEO in de RvB.⁷ De voorzitter van het bestuur is een goed zichtbare leider, een CEO, de enige functionaris die met gezag de onderneming kan vertegenwoordigen (Kalff, 2009). De CEO zal niet alleen weinig tegenspraak dulden van commissarissen en aandeelhouders, maar evenmin van zijn eigen bestuursleden. De 'checks and balances' binnen het bestuur verdwijnen en daarmee ligt Zonnekoninggedrag van de CEO op de loer. Tot slot heeft de onderneming te maken gekregen met het ingrijpend veranderen van hun aandeelhoudersbestand; een afname van de belangen van Nederlandse IB-ers, een toename van de

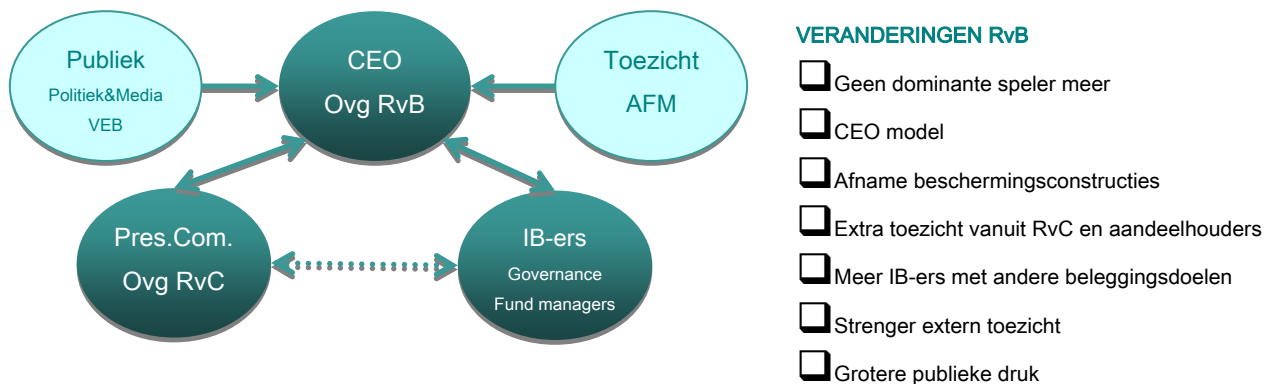
⁶ Zie ook de recente studie van Boot (2009) waar hij uitgebreid ingaat op oorzaken en gevolgen van de ontwortelde onderneming.

⁷ Kees Cools (2005) heeft het gedrag uitstekend beschreven en in dit onderzoek blijven veel van zijn observaties over het gedrag van bestuurders in het algemeen en de CEO in het bijzonder overeind. Hierbij zij wel aangetekend dat de CEO door publiek en aandeelhouders aangemoedigd wordt om nadrukkelijk aanwezig te zijn. Van Geest, Commandeur en Meijer (2009) verschaffen eveneens inzicht in de diepere drijfveren van leiders.

belangen van Angelsaksische IB-ers en een grotere spreiding van aandeelhouders met kleinere belangen.⁸

Onder druk van de crisis en de daaruit resulterende code Tabaksblat begrijpt de CEO dat meer toezicht van de commissarissen moet worden geaccepteerd, maar verandering in gedrag komt maar moeizaam tot stand. Verzoeken van commissarissen om extra informatie worden veelal met wantrouwen tegemoet getreden en ook gesprekken buiten de CEO om worden niet gewaardeerd en/of niet toegestaan. De CEO vindt dat commissarissen zich te veel laten leiden door de druk van aandeelhouders, die naar zijn mening alleen maar geïnteresseerd zijn in governance kwesties en weinig in de strategie van de onderneming. De mate van vertrouwen tussen bestuurders en commissarissen is een bepalende factor of bestuurders bij zorgen, vragen of twijfels contact zoeken met een commissaris. Bepalend is dat dit zich later niet tegen de bestuurder keert als het als een teken van zwakte wordt opgevat. Daarom vormt de toezichtsrol van de RvC in zekere zin een tegenstelling met de oorspronkelijke rol van de RvC, die meer op vertrouwen was gebaseerd.

De meeste fund managers werden en worden niet serieus genomen mede omdat naar de perceptie van de CEO weinig zinvolle vragen over de strategie worden gesteld, en deze als ze al gesteld worden, nogal korte termijn zijn gericht. Door diezelfde IB-ers, maar dan door aparte governance teams, worden wel veel vragen gesteld over corporate governance. Dit wordt door de CEO niet als essentieel voor het reilen en zeilen van de onderneming gepercipieerd, maar meer als 'hygiënefactoren' die noodzakelijkerwijs horen bij een beursnotering. Normaliter zou meer dialoog deze situatie kunnen verbeteren, maar juist deze mogelijkheid is verder beperkt door de invoering van wetgeving rondom koersgevoelige informatie en de strenge opstelling van de AFM hieromtrent.



Figuur 2 Veranderingen RvB

Door alle negatieve invloeden ontstaat bij de CEO het gevaar dat hij zich niet langer eigenaar van de onderneming voelt, en diensgevolge meer gaat voor zijn korte termijn eigenbelang dan voor het belang van de onderneming. In dat kader wordt internationaal wel gesproken van een 'ownerless company' waar niemand zich meer eigenaar van de onderneming voelt en dus ook niet voor de belangen opkomt van de stakeholders van de onderneming.

⁸ Zie www.fese.eu/_lib/files/Share_Ownership_Survey_2007_Final.pdf voor statistieken. In Cheffins (2003) wordt al gewezen op het overwaaien van aandeelhoudersdispersie vanuit de VS en het VK.

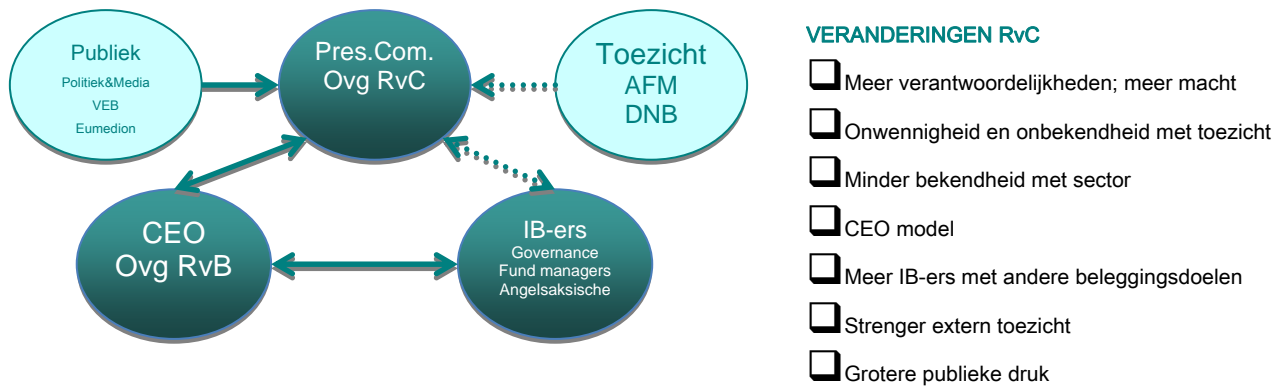
RvC

Ten eerste heeft de RvC met de code Tabaksblat in de hand meer ruimte om echt toezicht te houden op het bestuur, waardoor de RvC een meer gelijkwaardige speler kan worden. Ten tweede wordt de RvC en vooral de president-commissaris geconfronteerd met een bestuur waarbij de - vaak door hem zelf benoemde - CEO dominant is en er geen goede 'checks and balances' meer zijn binnen het bestuur. Ten slotte voelt de RvC ook de toegenomen druk van aandeelhouders die eveneens in invloed zijn gegroeid. En dit manifesteert zich des te meer door een verschuiving in het aandeelhoudersbestand, omdat Angelsaksische IB-ers meer van commissarissen eisen dan deze gewend waren van Nederlandse IB-ers. Men zou kunnen concluderen dat er eigenlijk te weinig tijd heeft gezeten tussen de invoering van de code naar aanleiding van de internet/boekhoudfraude crisis en de huidige kredietcrisis om werkelijk alle veranderingen te verwerken.

Door de druk van politiek, media, belangenorganisaties en aandeelhouders richt de gehele RvC zich bijna krampachtig op toezicht en wordt geconfronteerd met een toevloed aan informatie die de RvB ter beschikking stelt. De RvC wil dit ook goed doen want zij is zich er in toenemende mate van bewust dat uiteindelijk niet de aandeelhouder maar de RvC aansprakelijk is. Het commissariaat heeft ook wat van haar glans verloren. Er wordt steeds meer van de commissaris gevergd. En dat tegen een relatief geringe vergoeding met nog kans op aansprakelijkheid en reputatieschade ook. Qua samenstelling is de RvC slechts sporadisch veranderd. De verandering heeft veelal te maken met de wens om meer kennis aanwezig te hebben met betrekking tot intern toezicht, waarvoor merendeels specialisten met accountancy kennis zijn aangesteld. Dat betekent dat de oude RvC die op een bepaalde manier met de RvB omging, zich nu moet hergroeperen omdat zij meer toezichtmacht heeft gekregen. De keerzijde hiervan is dat de klankbordfunctie met betrekking tot de strategie van de onderneming verloren dreigt te gaan. En doordat het niet langer gewenst is dat oud bestuurders van de onderneming zelf nog zitting hebben in de RvC gaat ook kennis van de sector verloren, waardoor het tegenspel richting CEO inhoudelijk aan kracht inboet.

In relatie tot de CEO wordt overigens ervaren dat deze zich niet comfortabel voelt bij meer toezicht van de RvC. Als de RvC bij bepaalde zaken doorvraagt, wordt dat vaak gezien als een motie van wantrouwen, vooral als men elkaar al langer en goed kent en de CEO zelf heeft benoemd. Het draait bij het functioneren van de RvC in relatie tot de RvB niet zozeer om de structuur (one-tier versus two-tier), maar vooral om de kwaliteit en het vertrouwen in de onderlinge relaties en samenwerking. In veel gevallen ontbreken daartoe de benodigde randcondities: de RvC is te groot, zij komt te weinig en te kort bijeen en men ontmoet elkaar zelden tot nooit apart van de RvB. Bovendien signaleert men een gebrek aan sector kennis en schiet de evaluatie van de eigen effectiviteit tekort, zowel op individueel als teamniveau. Dit is geheel in lijn met de luide roep die ook internationaal klinkt om de effectiviteit van non-executive boards drastisch te verbeteren (Conger & Lawler, 2009).

Tot slot loopt de relatie van de RvC met alle stakeholders en met de IB-ers in het bijzonder alleen via de CEO. Het is ongebruikelijk en het wordt veelal als ongewenst beschouwd dat de RvC los van de CEO een dialoog voert met afzonderlijke stakeholders. Hierdoor heeft de RvC onvoldoende zicht op hoe deze relaties daadwerkelijk zijn. Met name als er al problemen zijn worden signalen niet tijdig genoeg opgevangen. Bij ontbreken van een eigen directe relatie met aandeelhouders blijft er voor de RvC dan vaak weinig meer over dan de eigen CEO te steunen. Hierdoor stijgt de kans dat conflicten polariseren en vrijwel onoplosbaar worden. Dit heeft zich de laatste jaren nog het meest expliciet geuit in de contacten met de (Angelsaksische) IB-ers als stakeholders van de onderneming. Hoewel de meer gematigde Nederlandse IB-ers ook al ongenoegen uiten over de gevolgde strategie richting de CEO, is daar door de RvC niets mee gedaan. Zij waren zelf immers niet aanwezig bij deze gesprekken en hadden evenmin een separate dialoog met deze stakeholders.



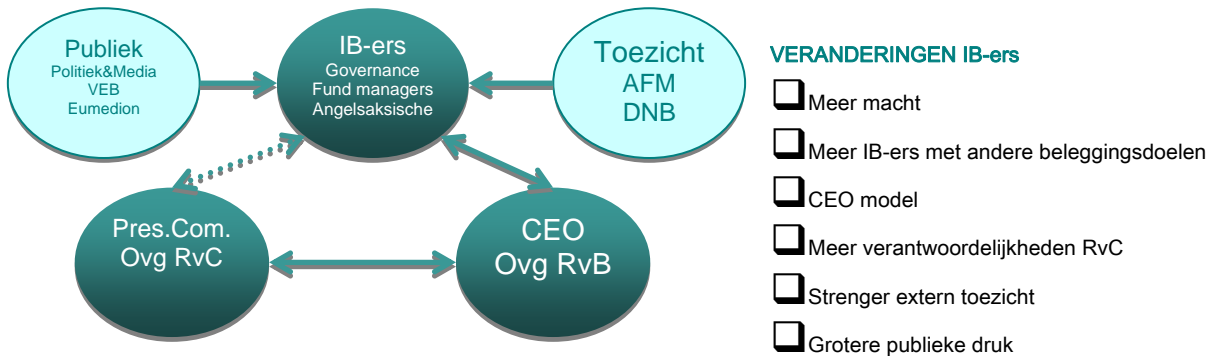
Figuur 3 Veranderingen RvC

Institutionele beleggers

Ten eerste hebben IB-ers door de invoering van de Code Tabaksblat meer invloed gekregen. Daarnaast zijn er ook meer mogelijkheden gekomen omdat veel ondernemingen hun beschermingsconstructies hebben afgeschaft. Gezien de initiële onbekendheid van Nederlandse IB-ers met deze nieuwe invloed heeft Eumedion zich o.a. ten doel gesteld het onderhoud en de naleving van de vereiste corporate governance regels ten behoeve van haar deelnemers te monitoren. Bij de IB-ers zelf zijn veelal aparte governance teams opgericht waarin juridisch geschoolde mensen de overhand hebben. Zij richten zich vooral op de verantwoordelijkheden die aandeelhouders hebben verkregen met betrekking tot controle van governance regels. Zij opereren in de praktijk veelal los van fund managers, die vaak niet eens weten wat de governance teams gaan stemmen op de AVA. Dit levert uiteraard niet alleen frustratie op bij de bestuurders en commissarissen van de onderneming. Dit langs elkaar heen werken leidt bij de IB-ers zelf ook tot interne wrijving intern.

Ten tweede is de komst van vooral op korte termijn gerichte actieve Angelsaksische IB-ers van invloed geweest op het gedrag van Nederlandse IB-ers. Omdat deze Angelsaksische IB-ers hoge korte termijn winsten konden laten zien werd de van oorsprong lange termijn IB-er door hun klanten en de media gedwongen om vergelijkbare rendementen te behalen. Hierdoor is er weinig overgebleven van de lange termijn IB-er met goede kennis van lange termijn waardecreatie van een onderneming. Ze hebben niet de mindset van eigenaren en worden door hun eindklanten ook niet als zodanig geïncentiveerd. Zij zijn meer 'aandeelhebbers' dan 'aandeelhouders'. In de opleiding wordt aandacht besteed aan begrippen zoals de moderne portefeuilletheorie en diversificatie waarbij ze met korte termijn aan- en verkopen de benchmark proberen te verslaan. De afstand tot de onderneming waarin men belegt is dan ook vrij groot. Het onderlinge begrip tussen IB-er en bestuurder is daarmee verder verslechterd en de strenge handhaving van de wet koersgevoelige informatie drijft deze partijen alleen maar verder uit elkaar. De komst van Angelsaksische IB-ers heeft de nauwelijks bestaande relatie tussen RvC en IB-ers overigens ook geen goed gedaan. Het enige serieuze contact doet zich voor in tijden van een conflict en dat leidt in het algemeen niet tot een langdurig duurzame relatie.

Ten slotte wordt de commerciële druk die men als IB-ers ervaart om voor de eindklanten korte termijn performance te genereren, verder versterkt door andere krachten. Ten eerste geldt voor pensioenfondsen dat de prudentiële toezichthouder DNB met haar Financieel Toezicht Kader (FTK) een incentive geeft om op de korte termijn te beleggen. Ten tweede zijn ook bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen korte termijn georiënteerd doordat hun bonus is gebaseerd op korte termijn koersresultaten en, 'last but not least', wordt door de media de aandacht vooral gericht op korte termijn beleggingsresultaten. Nu alle krachten richting korte termijn resultaat gaan zullen deze IB-ers pas weer lange termijn betrokken aandeelhouders willen worden als daar wat tegenover staat.



Figuur 4 Verandering IB-ers

2.3 Toetreding nieuwe spelers

Het einde van de internet bubble en de wereldwijde boekhoudschandalen hebben er toe geleid dat de tot dan toe betrekkelijk rustige omgeving rondom Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen vol in de publieke belangstelling kwam te staan. Maatregelen konden niet uitblijven. Sinds de internet/boekhoudfraude crisis staan de participanten van de Nederlandse beursgenoteerde onderneming blijvend en onder verscherpt toezicht van het publiek, de toezichthouders en de belangenorganisaties.

Politiek en media

Politiek en media hebben in deze periode een rol gespeeld door bij tijd en wijle populistische en karikaturale beschrijvingen van de participanten te geven. Nietsontziende aandeelhouders die alleen maar uit zijn op korte termijn winst en die geen oog hebben voor de lange termijn strategie. Slapende commissarissen die noch begrijpen wat aandeelhouders willen noch in staat zijn bestuur en CEO in bedwang te houden. Zonnekoning CEO's, zonder oog voor de onderneming en haar stakeholders, die alleen maar uit zijn op eigen roem en een eigen goed gevulde beurs. En tot slot toezichthouders die alles veel te lang hebben laten lopen en niet hard genoeg zijn opgetreden.

Door de situatie versimpeld voor te stellen is het risico groot dat oplossingen gezocht worden in een snelle fix in een deelgebied zonder de gevolgen daarvan voor alle participanten te doorzien. Wel legt men naar aanleiding van die verandering een overmatig vertrouwen bij een enkeling en is er de onrealistische verwachting dat het hierdoor op korte termijn beter gaat.

Toezichthouders

Door politiek en media ingegeven is de houding van toezichthouders richting aandeelhouders verscherpt. In het kader van deze verkenning is met name van belang hoe de DNB omgaat met pensioenfondsen. De korte termijn druk die uitgaat van het FTK wordt door veel IB-ers ervaren als druk om alleen op de korte termijn te kunnen beleggen.

De houding van de gedragstoezichthouder AFM leidt tot onduidelijkheid bij zowel aandeelhouders als de onderneming. De wettelijke bepaling over gelijke en gelijktijdige informatieverschaffing door de onderneming aan de beleggers⁹ wordt – in ieder geval in de perceptie van ondernemingen - strikt

⁹ artikel 5:25i, tweede lid, Wft

gehandhaafd door de AFM. Hierdoor zijn veel ondernemingen kopschuw geworden. Omdat ze geen last willen hebben van de AFM kiest het bestuur voor een wat afstandelijker investor relations contact en vindt overleg met de grootaandeelhouders bij belangrijke zaken minder plaats. Daardoor is men ook niet in staat om de echt belangrijke informatie en twijfels over de strategie te delen. Dit strikte gedrag is natuurlijk gedreven door de angst op handel met voorkennis, maar ook door discussies over de (on)wenselijkheid dat Nederlandse ondernemingen kunnen worden overgenomen. Bovendien is er de druk vanuit de VEB dat kleine beleggers worden benadeeld als IB-ers meer informatie krijgen dan zij.

Daarnaast is er ook onwennigheid met de zogenaamde ‘acting in concert’-regels, waardoor IB-ers terughoudend zijn met onderlinge contacten. Het samen optrekken met andere institutionele beleggers kan onder omstandigheden namelijk aanleiding geven tot de verplichting op samenwerkende partijen om een zeggenschapsmelding te doen in het geval een meldingsdrempel wordt overschreden¹⁰ of om een openbaar bod op alle aandelen van de vennootschap uit te brengen in het geval het gezamenlijke belang ten minste 30 procent bedraagt.¹¹ De criteria voor het voldoen aan de definitie van ‘acting in concert’ leiden tot onduidelijkheden. Er is een angst om publiekelijk in opspraak te komen als door de tegenpartij wordt beweerd dat een wettelijke regel niet is nageleefd, met alle reputatie-effecten voor de IB-er van dien. Dit kan ertoe leiden dat IB-ers terughoudender worden om met elkaar te overleggen in de aanloop naar AVA’s evenals in het anderszins samen optrekken zowel buiten als in de AVA. Dit kan de uitvoering van het door de IB-er geformuleerde corporate governance beleid belemmeren en een effectief engagement in de weg staan. IB-ers die nog steeds lange termijn betrokken aandeelhouders zijn gebleven worden zo niet adequaat ondersteund. Het zou goed zijn wanneer de AFM respectievelijk de wetgever meer guidance geven bij de ‘acting in concert’-regels.

Belangenorganisaties

In Nederland hebben de meeste IB-ers zich wat betreft corporate governance zaken verenigd in Eumedion. Eumedion bestaat sinds 2006 en is de uitbouw van de vroegere Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen (SCGOP). Eumedion behartigt de belangen van de bij haar aangesloten IB-ers op het terrein van corporate governance. Eumedion stelt zich ten doel om voor haar deelnemers corporate governance te onderhouden en door te ontwikkelen en acceptatie en naleving van standaarden hiervan door beursgenoteerde ondernemingen te bevorderen, vooral in Nederland. Bij de AVA’s heeft Eumedion een coördinerende en signalerende rol. Verder heeft Eumedion met en voor haar deelnemers handvatten opgesteld voor de beoordeling van AVA-agendapunten. Eumedion probeert zoveel mogelijk achter de schermen te opereren en schuwt daarbij niet om – unaniem gesteunde – standpunten in te nemen op beleidsmatig terrein (commentaren op wetsvoorstellen, consultatiedocumenten, richtlijnvoorstellen en rapporten van de Monitoring Commissie, alsmede het opstellen van position papers).

Er bestaat een gemengd beeld en een gemengde beleving van de rol die Eumedion speelt. Sommigen ervaren Eumedion als een instantie die om nog meer regels en aanscherpingen van codes vraagt. Ook bestaat er tijdens de AVA nog steeds onduidelijkheid bij RvC en RvB namens wie deelnemers van Eumedion nu eigenlijk spreken. Anderen zijn juist blij met het tegenwicht dat Eumedion in Nederland kan bieden tegen een instantie als RiskMetrics, die bijna meer invloed heeft dan de rating agencies. Het wordt als nuttig ervaren dat Eumedion haar rol oppakt om namens alle aandeelhouders wet- en regelgeving te volgen, zaken te signaleren en van commentaar te voorzien.

Hoewel de particuliere belegger buiten deze verkenning is gebleven is de belangenvereniging voor de particuliere belegger, de VEB, wel degelijk een beïnvloedende factor op het gedrag van en de

¹⁰ artikel 5:45, vijfde lid, Wft

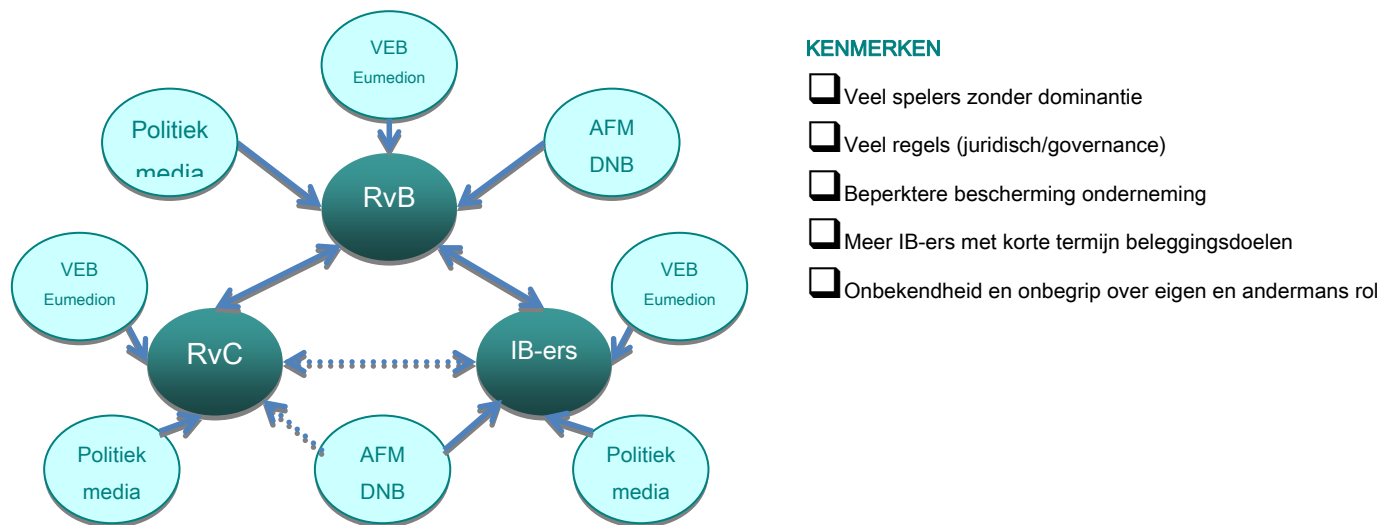
¹¹ artikel 5:70, eerste lid, jo. art. 1:1 Wft

verhouding tussen de IB-ers, bestuur en commissarissen. Onder andere door middel van het zoeken van publiciteit, juridische acties en nadrukkelijke aandacht vragen voor corporate governance zaken tijdens de AVA probeert de VEB haar particuliere beleggers te ondersteunen om het rendement op hun geïnvesteerd kapitaal te maximaliseren. Vooral de media-aandacht zorgt ervoor dat bestuur en RvC zich aangevallen voelen en mede daardoor in de tegenaanval gaat richting alle aandeelhouders.

2.4 Conclusie

Uit de interviews bleek dat de standpunten over elkaars gedragingen de afgelopen jaren zijn verscherpt. De eerder beschreven veranderingen in het speelveld van de Nederlandse beursgenoteerde onderneming zijn meer dan voldoende om de toegenomen onderlinge spanning te verklaren. In een paar jaar tijd is het eenvoudige sociale systeem veranderd in een complex sociaal systeem met de volgende kenmerken:

- toegenomen aantal spelers zonder dat er een of enkele dominant zijn
- veel regels met meer nadruk op juridische en governance kwesties en minder bescherming van de onderneming
- veelvoud van beleggingsdoelen door nieuwe participanten en invloed van prudentieel toezicht (FTK) waardoor de korte termijn gerichtheid sterk is toegenomen
- onbekendheid en onbegrip over eigen rol en andermans rol omdat de snelheid van verandering in rollen en relaties hoog is geweest



Figuur 5 Complex sociaal systeem

Bovenstaande bevindingen kunnen ook worden beschreven met behulp van een metafoor uit de sport. De gemiddelde Nederlandse beursgenoteerde onderneming kan worden geassocieerd met een voetbalteam dat voor het eerst meespeelt in de Champions League. Hier zijn strengere scheidsrechters die met hun regels niet alleen spelbeschermend maar ook spelbepalend zijn geworden, een kritisch en luidruchtig publiek en een internationale tegenstander van formaat. De onderneming zelf is nog een lokaal team met beperkte middelen, waarbij zowel oude als nieuwe spelers een nieuw spelsysteem moeten spelen zonder de tijd gehad te hebben om op elkaar ingespeeld te raken. Dan kan niet worden verwacht dat men de wedstrijd wint zonder eerst de tijd te nemen om te oefenen. Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen kunnen de internationale competitie alleen aan als zijzelf en haar participanten de tijd nemen en bereid zijn om onderlinge relaties op te bouwen en te stoppen met elkaar de schuld te geven van het wedstrijdverlies.

3. INVALSHOEK VANUIT DE ORGANISATIEPSYCHOLOGIE

De complexiteit van het huidige systeem laat zich ook beschrijven als een ‘multiparty’ vraagstuk (Prins, 2006). In een ‘multiparty’ situatie gaat het om het samenspel van meerdere partijen, elk met een onderscheiden rol en belang. Geen enkele partij kan het vraagstuk alleen oplossen of een duurzame oplossing afdwingen. Voor een goede oplossing is men op elkaar aangewezen en van elkaar afhankelijk. Het gedrag en de opstelling van een afzonderlijke partij kan het geheel wel sterk beïnvloeden.

Hoewel de bestudering van ‘multiparty’ situaties zich nog in een beginfase bevindt, is er toch al een aantal relevante complexiteiten en valkuilen in kaart gebracht. Voor onze verkenning biedt deze analyse een kader waarbinnen de aanbevelingen kunnen worden geplaatst. Een ‘multiparty’ situatie bevat vier onderscheidende vormen van complexiteit:

1. Strategische complexiteit

Men is niet alleen bezig de eigen strategie en rol te zoeken en te ijken, maar tevens kent, begrijpt of gelooft men de strategie van de anderen nog niet. De eigen strategie kan men beter bepalen als men weet waar de andere partijen op uit zijn. Ingewikkeld is hier ook dat men met partijen moet samenwerken met wie de belangen niet steeds parallel lopen, of met partijen die men soms als tegenstander kan zien of treffen.

De ervaring leert dat een ‘multiparty’ situatie enorm geholpen wordt als alle betrokken partijen zicht hebben op en respect hebben voor het belang van iedereen en tegelijkertijd een gemeenschappelijk overkoepelend belang onderkennen.¹² Allen moeten ernaar streven om de afzonderlijke en de gemeenschappelijke belangen zoveel als mogelijk recht te doen. Wanneer men dat niet wil of daar niet in slaagt, ontstaat er ofwel een situatie die vastloopt (de samenwerking faalt, een crisis treedt op), ofwel men forceert op basis van macht een oplossing met winnaars en verliezers.

2. Informatie complexiteit

Er is een overvloed aan informatie beschikbaar over partijen, thema's en vraagstukken. Wat is daarvan relevant? Hoe weet je dat je voldoende weet wat je moet weten? Hoe weet je wat je nog niet weet? Hoe weet je hoe je moet wegen wat je weet?

3. Procedurele complexiteit

Partijen hebben met elkaar te maken, maar staan niet in een eenduidige gezagsrelatie tot elkaar. Ze vormen samen geen formele organisatie en daarmee zijn er aanvankelijk geen regels bepaald over besluitvorming, conflicthantering, uitwisseling van informatie, het wel of niet toelaten of uitsluiten van partijen, etc. Het wordt als cruciaal gezien dat een ‘multiparty’ systeem zich tijdig organiseert.

De wijze waarop men het eens wordt over de benodigde wijze van organiseren en opereren, is zeker zo beslissend voor de werkzaamheid ervan als de uiteindelijke organisatievorm zelf. Partijen moeten het proces van besluitvorming over regels, rollen en belangen als eerlijk en rechtvaardig ervaren (Van der Heyden en Limberg, 2007). Partijen zijn geneigd om in complexe situaties ‘fairness’ met ‘fairness’ te beantwoorden. Waargenomen ‘unfairness’ lokt doorgaans vijandigheid en obstructie uit.

¹² Mintzberg, Simons & Bau (2002) bieden een kritische analyse van economische verhoudingen waarbij zij doorgeschoten eigenbelang van partijen identificeren als een bedreiging van overkoepelende en dieper liggende belangen en waarden.

4. Sociaal emotionele complexiteit

In een dergelijke onoverzichtelijke situatie, waar de afzonderlijke en gezamenlijke belangen en risico's groot zijn, lopen spanningen en emoties vaak snel op. Partijen kunnen zich bijvoorbeeld in een oogwenk miskend, beschuldigd, achtergesteld of buiten gesloten voelen. Hoe effectief gaan partijen hiermee om? Door deze enorme complexiteit en de veelal tekortschietende organisatie en adressering ervan, zijn 'multiparty' samenwerkingsverbanden buitengewoon kwetsbaar: in korte tijd kan een enkel incident een groot ontregelend effect hebben. Hierop dient men voorbereid te zijn in termen van communicatie, organisatie en conflictoplossing.

Samenwerkingsverbanden kennen bewuste en onbewuste processen, rationele en niet rationele dimensies waar veel leiders en beslissers onhandig en ondeskundig mee omgaan (Van de Loo, 2007), met alle gevolgen van dien. Daarmee kenmerken 'multiparty' situaties zich door een sterke instabiliteit en een grote volatiliteit: een kleine verandering kan het geheel onder omstandigheden ernstig ontregelen.

Wanneer partijen binnen een sociaal systeem zich bedreigd voelen door een complexiteit die hen te boven gaat, dan is er een natuurlijke geneigdheid om de complexiteit te reduceren. Klassieke voorbeelden zijn het vormen van voortijdige deelcoalities, het uitsluiten of in staat van beschuldiging stellen van een of meerdere partijen of het eenvoudig loochenen van de situatie. Partijen die de onoverzichtelijkheid niet goed weten te hanteren nemen hun toevlucht tot wat genoemd wordt 'social defenses' (Hirschhorn, 1999). Dat zijn collectief en onbewust gehanteerde strategieën om zich tegen oplopende angsten teweer te stellen. Klaarblijkelijk is er een onvermogen om gezamenlijk de lastigheid en het risico onder ogen te zien. Veelal komt dan het focus eenzijdig op een deelvraagstuk te staan (bijv. de beloning van bestuurders, het invoeren van een code) of gelden er onrealistisch hoge verwachtingen van enkelen die geacht worden de integriteit van het systeem als geheel te kunnen en moeten redden.

In onze verkenning hebben wij ons niet zozeer gericht op technisch inhoudelijke aspecten maar hebben wij gedrag, waarneming en beleving van de verschillende participanten als ingang gekozen om de werking van het systeem als geheel beter te begrijpen. Bij herhaling hebben zowel bestuurders als commissarissen als IB-ers als toezichthouders aangegeven dat zij gedrag en onderling vertrouwen als cruciale factoren zien waar veel werk aan de winkel is.

De aanbevelingen gaan uit van de complexiteit van het sociale systeem waar wij mee te maken hebben. Hoe kunnen participanten afzonderlijk en in hun onderlinge samenspel doordachter en effectiever met de toegenomen complexiteit omgaan? Wij wijzen hiervoor op vier belangrijke aspecten die noodzakelijk zijn om aanbevelingen succesvol te implementeren :

- **Bewustwording:** alle participanten dienen zich van de complexiteit bewust te worden en te blijven. Dat betekent eigen rol, taak en gedrag kunnen zien in de context van het grotere geheel in wisselwerking met anderen. Technische voorstellen, aanpassingen van rollen, regels en codes, dienen ook doordacht te worden op hun (mogelijke) effect in het systeem als geheel. Integraal, doordacht en stapsgewijs veranderen, levert daarbij de grootste kans op succes (Ten Have, et al, 2009).
- **Multidisciplinaire benadering:** de geschetste complexiteit vraagt om een benadering die gebruik maakt van de combinatie van juridische, beleggingstechnische, fiscale, prudentiële, politieke, bedrijfseconomische, sociaalpsychologische en ethische perspectieven. Gedrag, waarneming en beleving zijn hierbij een essentieel onderdeel. Vertegenwoordigers van deze uiteenlopende disciplines moeten in grotere gezamenlijkheid dan tot nu toe, naar werkbare oplossingen streven.
- **Differentiatie:** waar mogelijk dient de complexiteit verlaagd te worden door rollen (Borwick, 2006), taken en regels meer en beter te differentiëren, zowel naar soorten beleggers (Coyne & Witter,

2002), soorten ondernemingen als naar bijvoorbeeld verschillende rollen binnen een partij zoals RvC (zie bijvoorbeeld Conger & Lawler, 2009).

- Training en opleiding: juiste tijd en ruimte scheppen om de eigen en andermans rol beter te begrijpen. Dit betekent aandacht voor de gedragsvertaling om met bedachte regels, rollen en structuren ook daadwerkelijk uit de voeten te kunnen. Partijen moeten de tijd nemen om aan rollen te wennen, rolconflicten te leren bespreken en gedrag en rollen daarop aan te passen. Dit zal helpen om gedrag, vertrouwen- en communicatievraagstukken op een juiste wijze te adresseren. Hier is belangrijk werk te verrichten zowel binnen de verschillende participanten (RvB, RvC, IB-er, Toezichthouder), als tussen participanten. Dat vraagt onder meer om het opnieuw doordenken van opleidingstrajecten en andere manieren van evalueren van de kwaliteit en effectiviteit van spelers en rollen. Samenwerking komt niet uit de lucht vallen (Hansen, 2009).

In het vervolg van de verkenning zullen wij op twee niveaus aanbevelingen geven. Op het eerste niveau kiezen wij het huidige systeem van participanten betrokken bij de beursgenoteerde onderneming als uitgangspunt. Ook van hieruit is het nodig en mogelijk om tot wezenlijke verbeteringen te komen zonder dat er eerst een systeemwijziging heeft plaatsgevonden. Deze aanbevelingen vallen onder de noemer kleine stappen maar zijn daarom niet minder betekenisvol. Wij streven hier ook zeker geen volledigheid na, maar geven enkele voorbeelden.

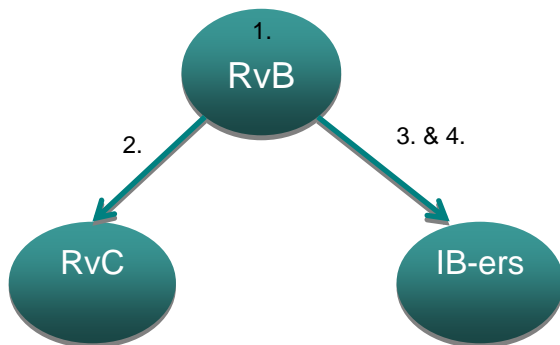
Op het tweede niveau bespreken wij aanbevelingen die een systeemverandering impliceren in het kader van de discussie over lange termijn betrokken aandeelhouderschap. Het feit dat wij hier op ingaan moet niet uitgelegd worden als dat wij deze richting bepleiten of ontraden. Wij adresseren dit als een afzonderlijk onderwerp, omdat het naar ons oordeel een nieuwe en grotere vorm van complexiteit vertegenwoordigt. Alle eerder door ons geïdentificeerde valkuilen met betrekking tot complexiteit van systeem, rollen en regels, is hier volop van toepassing. Om dit enigermate recht te doen, vraagt dit tweede niveau om een uitvoeriger bespreking. Wij zijn op basis van onze bevindingen van mening dat een dergelijke discussie over de RvC eveneens op z'n plaats zou zijn, maar dat valt buiten de scope van deze verkenning.

Met de suggesties van het eerste niveau kan, voor zover dat al niet het geval is, zonder uitstel een begin worden gemaakt. Tegelijkertijd kunnen en moeten participanten de tijd nemen om de hier besproken suggesties van het tweede niveau, nader te doordenken. Voorkomen moet worden dat verwachtingen worden gewekt ten aanzien van de effectiviteit van lange termijn betrokken aandeelhouderschap, zonder dat men zich er voldoende van bewust is wat de gevolgen voor een ieder in het systeem is.

4. GEDRAGSAANBEVELINGEN VOOR DE KORTE TERMIJN

In deze paragraaf presenteren we aanbevelingen die tot doel hebben om het huidige systeem met kleine stappen te verbeteren en die – voor zover dat niet al het geval is - per direct ingevoerd kunnen worden. Per participant presenteren we een of meerdere aanbevelingen die illustreren hoe de verhoudingen binnen en/ of tussen de participanten kunnen worden verbeterd.

RvB



Figuur 6 Aanbevelingen RvB

Door de overgang van een collegiaal model naar een CEO model zijn de ‘checks and balances’ binnen de RvB verlaagd. Er is wel gestreefd naar een zwaardere rol voor de CFO, maar in de praktijk blijkt dat toch onvoldoende tegenwicht te bieden. Zonder een sterke rol van de president-commissaris zullen leden van de RvB zich loyaal betonen aan hun baas. De volgende aanbeveling komt tegemoet aan het gebrek aan ‘checks and balances’ binnen de RvB zelf.

Aanbeveling 1:

Laat de president-commissaris binnen de RvB een “360-gradenbeoordeling” organiseren en die in vertrouwen bespreken met de afzonderlijke leden van de RvB.

Ook in de relatie met de RvC ontstaan wrijvingen, bijvoorbeeld bij het verzoek om extra informatie of het spreken van personen in de organisatie. Veelal is de angst voor verlies aan controle van de RvB, maar ook de onbekendheid met de toezichtsrol van de RvC de oorzaak. Als reactie wordt dan gecontroleerd veel informatie verstrekt in plaats van dat er voor gezorgd wordt dat de RvC separaat kan spreken met de relevante deskundige.

Aanbeveling 2:

Accepteer als RvB de vragen van de RvC als een gevolg van de rol die de RvC geacht wordt te spelen en verschaft zo efficiënt en open mogelijk de gevraagde informatie.

De meeste wrijvingen ontstaan in relatie tot de aandeelhouders en met name op de AVA. De jaarlijkse AVA is een bijeenkomst waarop formele zaken moeten worden afgewikkeld en waar voornamelijk de discussie wordt gevoerd over corporate governance zaken. Dit formele karakter verdraagt zich slecht met een open discussie over de stand van zaken met betrekking tot bijvoorbeeld de strategie en het risicomanagement.¹³ En dit is juist zo nodig voor aandeelhouders om

¹³ Zie ook Breukink en Slagter (2009)

tot een beter begrip te komen van de onderneming waarin men heeft belegd. In dit licht is het raadzaam om jaarlijks enkele bijeenkomsten voor alle aandeelhouders te houden waarin dieper op inhoudelijke thema's zoals strategie en risicomanagement kan worden ingegaan. Ook al zullen niet alle aandeelhouders hierbij aanwezig (kunnen en willen) zijn, deze extra toelichting op cruciale onderwerpen kan mogelijk toch iets van de druk van de AVA weghalen.

Aanbeveling 3:

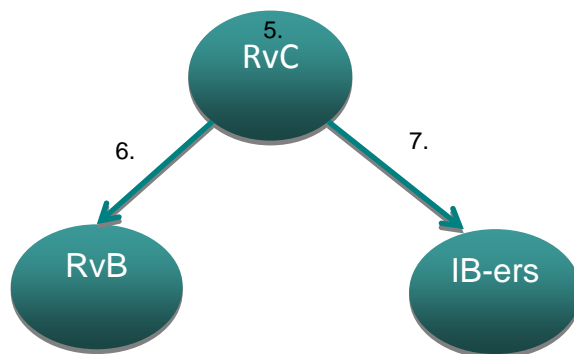
Organiseer als RvB jaarlijks informatiebijeenkomsten, opengesteld voor alle aandeelhouders, waar inhoudelijke thema's op bijvoorbeeld het terrein van strategie en risicomanagement toegelicht en besproken kunnen worden.

Er is bij de RvB een gebrek aan begrip voor de motieven van de heterogene groep van aandeelhouders (Coyne & Witter, 2002). Omgekeerd vindt de RvB dat de IB-ers weinig geïnteresseerd zijn in de strategie van de onderneming. Het is echter voor de RvB van belang om de veranderingen in het aandeelhoudersbestand van de onderneming nauwlettend in de gaten te houden. Door de verschillende motieven van aandeelhouders kan het zijn dat aandelen verkocht worden om benchmark redenen, maar toch ook vanwege het gebrek aan vertrouwen in de strategie. Dit laatste kan een belangrijke indicator vormen voor potentiële problemen in de toekomst. De volgende aanbeveling kan helpen meer inzicht te krijgen in geval de onderneming te maken heeft met substantiële veranderingen in het aandeelhoudersbestand.

Aanbeveling 4:

Verricht als RvB permanent onderzoek naar de motieven van aandeelhouders-groepen die aan- en met name verkopen doen in de onderneming. Probeer in ieder geval bij elke serieuze exit van een groot aandeelhouder een exit gesprek te voeren.

RvC



Figuur 7 Aanbevelingen RvC

Door de omvang van de RvC, en het gebrek aan tijd en mogelijkheid om samen te komen (zeker bij buitenlandse commissarissen) is de RvC geen team en kan daardoor niet voldoende tegenwicht bieden aan de RvB (Conger & Lawler, 2009).

Aanbeveling 5:

Investeer als RvC expliciet in het beter functioneren als een eigenstandig team door:

- voorafgaand of na afloop van elke vergadering met de RvB een separate vergadering met de voltallige RvC te organiseren;
- jaarlijks een externe sessie te organiseren met het voltallige RvC met als doel de kwaliteit en effectiviteit als team te verhogen;
- voor ondersteuning van staf (secretaris) te zorgen, die alleen werkt voor de RvC.

Binnen de RvC is er één voor de hand liggende persoon die mogelijk Zonnekoninggedrag van de CEO kan corrigeren en dat is de president-commissaris. Het moet expliciet duidelijk zijn voor alle betrokken stakeholders dat de president-commissaris deze rol heeft en dat hij er alles aan zal doen om deze rol goed te vervullen. Dit betekent dat het normaal gevonden moet worden dat de president-commissaris op regelmatige basis gesprekken voert met alle stakeholders zowel in als buiten de aanwezigheid van de CEO. Dit geldt zowel voor interne als voor externe stakeholders. De president-commissaris kan door participatie zien wat de reacties zijn op voorstellen en gedrag van de CEO en kan hem daar ook later op aanspreken.

Als de president-commissaris zich op dit onderdeel van het toezicht richt, dan ligt het voor de hand dat iemand anders binnen de RvC zich vooral bezig houdt met 'compliance-technische' zaken (waaronder de interne governance structuur). Dit zou de vicevoorzitter of de voorzitter van het audit comite kunnen zijn. Dit houdt geen verandering in van de verantwoordelijkheden van de RvC (het gehele college heeft de wettelijke taak toezicht te houden op het beleid van het bestuur en om het bestuur met raad ter zijde te staan), alleen een duidelijker taakafbakening binnen het team.¹⁴

Aanbeveling 6:

Overweeg een taakverdeling binnen de RvC zodanig dat de president-commissaris zich focust op het gedrag van de CEO in relatie tot de interne en externe stakeholders. De 'compliance-technische' zaken kunnen dan vooral bij de vicevoorzitter of de voorzitter van het audit comite komen liggen.

Het ontbreken van een serieuze relatie met aandeelhouders en een tot de AVA beperkte communicatie wreekt zich in geval het in de ogen van de IB-ers misloopt met de onderneming. Als er een conflict is, belandt de brief van de IB-ers ook op de deurmat van de president-commissaris. Aangezien deze bij gebrek aan contact niet of nauwelijks heeft ervaren wat er is gepasseerd tussen CEO en aandeelhouders en hij/zij dat ook altijd zo heeft gelaten, rest geen andere keuze dan pal achter de CEO te gaan staan. Ook in situaties waar IB-ers een punt hebben.

Deze aanbeveling sluit dan ook aan bij de vorige, namelijk dat de president-commissaris in zijn vertrouwensrol richting de CEO ook zelf minimaal een keer per jaar een separaat gesprek heeft en daarnaast bij het gesprek van de CEO aanschuift met de groot aandeelhouders. Op deze manier kan hij/zij proeven wat er leeft onder deze aandeelhouders en ook zelf zien hoe de CEO hierop reageert.

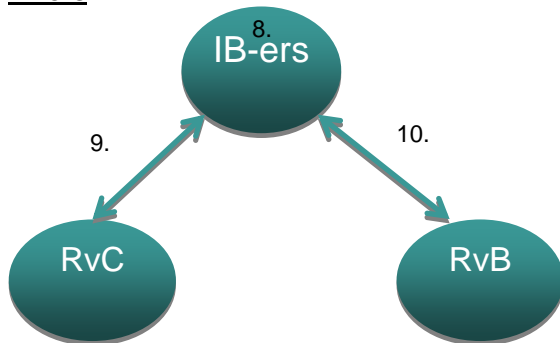
¹⁴ Dit is niet bedoeld als pleidooi voor een 'one-tier'-bestuursstructuur.

Problemen met aandeelhouders tekenen zich doorgaans al een paar jaar eerder af, daarmee is best te voorzien wanneer en uit welke hoek de wind of storm kunnen opsteken.

Aanbeveling 7:

Laat de president-commissaris minstens een keer per jaar zowel apart als in gezelschap van de CEO en/of CFO met groot aandeelhouders spreken. Dit geldt zeker voor groot aandeelhouders die hun belang in dat jaar hebben verkocht.

IB-ers



Een van de grootste ergernissen bij alle participanten is het los van elkaar opereren van fund managers en governance teams binnen dezelfde vermogensbeheerder. Hoewel het ontstaan van een apart governance team naar aanleiding van de code Tabaksblat vanuit een efficiency oogpunt te begrijpen valt, is het in toenemende mate onwenselijk dat zij de onderneming apart beoordelen op hun governance los van de strategie en risicomanagement. Dit leidt tot de volgende aanbeveling.

Aanbeveling 8:

Creëer als IB-er interne samenwerking tussen de governance teams en de fund managers en integreer de beide invalshoeken in een enkel eindoordeel.

Vanuit de IB-ers is eveneens geen sprake van een serieuze relatie met de RvC of de president-commissaris. De IB-er ziet commissarissen op de AVA en verder nooit, behalve als er problemen zijn ontstaan bij het beloningsbeleid of een potentiële vijandige overname. Op dat moment vormt de president-commissaris een verlengstuk van het bestuur en daarmee is hij dan niet meer de vertegenwoordiger van alle belangen en ook niet die van de aandeelhouder. Als de president-commissaris echter wel poogt om een meer duurzame relatie op te bouwen met groot aandeelhouders, dan moet de IB-er er wel klaar voor zijn en geen onervaren en onvoorbereide fund managers als gesprekpartners sturen. Eigenlijk kan hetzelfde worden geconcludeerd ten aanzien van de relatie met de bestuurders. Onvoorbereide gesprekken, het ontbreken van een integraal oordeel in samenwerking met het governance team en onvoldoende belangstelling voor de strategie van de onderneming vormen geen basis voor een goede relatie. Hoewel de strikte toepassing van de wet koersgevoelige informatie een werkelijke dialoog met het bestuur heeft beperkt, kan een goede voorbereiding wel degelijk leiden tot meer onderling begrip.

Aanbeveling 9:

Door de IB-ers – senior fund managers in samenwerking met het governance team - dienen gesprekken met de president-commissaris en/of CEO en CFO over strategie, risico management en kwaliteit van bestuur degelijk te worden voorbereid. Dit geldt zowel voor individuele gesprekken als voor groepsbijeenkomsten.

Tot slot verdient de rol van Eumedion in relatie tot enerzijds bestuur en RvC en anderzijds stemadviesbureaus, zoals RiskMetrics en Glass Lewis aandacht. Bij bestuur en RvC bestaat de perceptie dat stemadviesbureaus hun adviezen baseren op algemene stemgedragrichtlijnen, die vervolgens als standaarden gelden voor individuele ondernemingen. Deze door de Commissie Tabaksblat verworpen 'afvinkmentaliteit' wordt impliciet bewaarheid. Een gerelateerde zorg is dat de van origine Amerikaanse stemadviesbureaus de voorstellen vanuit een Amerikaans normenkader behandelen. Eumedion zou de onrust die bij ondernemingen hierover leeft kunnen verminderen door vanuit de kennis die zij van de Nederlandse praktijk heeft als bruggenbouwer tussen de ondernemingen en de stemadviesbureaus op te treden. Eumedion zou zich dan ruim voordat de agenda van de aandeelhoudersvergadering wordt uitgestuurd in verbinding met de onderneming kunnen stellen om mogelijke controversiële voorstellen die later ook een rol kunnen spelen in de stemadviezen van stemadviesbureaus te bespreken. Van de kant van de onderneming betekent dit dat er ook sprake moet zijn van een vroegtijdige informatie-uitwisseling teneinde de periode van dialoog zo lang mogelijk te maken. Eumedion is dan in samenwerking met de onderneming enerzijds in staat om te zoeken naar oplossingen en anderzijds beter in staat haar standpunten ten aanzien van individuele ondernemingen te delen met de stemadviesbureaus, zodat meer individuele nuance mogelijk is.

Aanbeveling 10:

Laten Eumedion en ondernemingen, ruim voordat de agenda van de aandeelhoudersvergadering wordt uitgestuurd, in dialoog treden over mogelijk controversiële punten voor IB-ers, zodat die mogelijk tot een oplossing worden gebracht voordat de definitieve agenda wordt uitgestuurd. Dit geldt evenzeer ten aanzien van eventuele stemadviezen van de stemadviesbureaus.

Samenvattend hebben deze aanbevelingen tot doel om de eigen en elkaars rollen beter te begrijpen door het opzetten van een constructieve dialoog met alle betrokken participanten: IB-ers, bestuur en commissarissen.

5. DISCUSSIE EN AANBEVELINGEN LANGE TERMIJN BETROKKEN AANDEELHOUDERSCHAP

Gezien de toegenomen complexiteit in de besturing van de onderneming ligt het voor de hand om de complexiteit die de heterogene groep aandeelhouders met zich meebrengt terug te dringen. Het concentreren op werken met een paar grote lange termijn georiënteerde aandeelhouders past in die strategie. Vanuit de politiek en maatschappij komt eveneens een uitdrukkelijk roep om meer betrokkenheid ('shareholder engagement' in het VK) van IB-ers en een lange termijn oriëntatie.¹⁵ Het idee van lange termijn betrokken aandeelhouderschap is ontleend aan de notie dat men bij familiebedrijven en bij investeringen door private equity huizen (oude stijl) veel beter in staat is om het 'agency' probleem tussen eigenaar en vermogensverschaffer op te lossen. De vermogensverschaffers hebben meestal een eigen commissaris, zijn actief bezig met de strategie van de onderneming en proberen veel meer samen met het management waarde te creëren.

Hoewel wij eerder in onze verkenning reeds hebben aangegeven terughoudendheid te betrachten ten aanzien van systeemveranderingen, willen wij hier in ieder geval bijdragen aan de discussie en aangeven wat volgens ons de consequenties en de noodzakelijke voorwaarden zijn van een dergelijke verandering.

Afgezien van de inhoudelijke discussie over de eventuele wenselijkheid, haalbaarheid en werkzaamheid van wijzigingen aan het systeem om lange termijn betrokken aandeelhouderschap te bevorderen, bepleiten wij om op grond van het eerste deel van onze verkenning hierbij enkele cruciale criteria voor het proces van dialoog en besluitvorming in acht te nemen. Er moet tenminste voldoende aandacht en ruimte zijn om vooraf het effect van maatregelen op rol, gedrag en beleving van de verschillende betrokken participanten te doordenken en deze in de besluitvorming te betrekken.

5.1 Lange termijn betrokkenheid

Het allerbelangrijkste bij lange termijn betrokken aandeelhouders is vertrouwen in:

- de lange termijn strategie van de onderneming,
- de mate waarop het bestuur in staat is dit te realiseren,
- de wijze waarop en de regelmaat waarmee het bestuur hierover communiceert,
- de wijze waarop commissarissen het bestuur hierin kunnen steunen en controleren,
- de betrokkenheid van IB-ers in dit geheel.

De wijze waarop lange termijn betrokken aandeelhouderschap succesvol kan zijn¹⁶ vraagt een veel intensievere relatie tussen de IB-ers, bestuur en commissarissen. Dat betekent een forse investering in tijd en geld van alle participanten.

¹⁵ In beide landen wordt onder betrokkenheid van IB-ers min of meer hetzelfde bedoeld, maar de roep komt vanuit een verschillend perspectief. In Nederland wordt vooral de IB-er tot de orde geroepen om zich weer maatschappelijk verantwoord te gedragen en met een aantal betrokken IB-ers er voor te zorgen dat activisten geen kans krijgen de onderneming te belagen. In het VK wordt vooral de onderneming tot de orde geroepen en ziet men de betrokken IB-ers als belangrijke partijen die middels scherp toezicht en dialoog de ondernemers weer in het gareel kunnen krijgen.

¹⁶ In een onderzoek van De Jong et al (2007) wordt ter discussie gesteld of het in Nederland niet meer een symboolpolitiek is in plaats van echt waarde toevoegen aan de onderneming.

Bij lange termijn betrokkenheid hoort dat de IB-er zijn interne organisatie op orde heeft. Dit gaat verder dan de bij de aanbevelingen genoemde maatregel dat de fondsmanagers en het governance team samenwerken per onderneming en dat dit dient uit te monden in een geïntegreerde beslissing. Het vergt onder andere extra investeringen in mensen, omdat per fund manager minder ondernemingen gevolgd kunnen worden. Er moet tijd, aandacht en kwaliteit worden geïnvesteerd in kennis om een inhoudelijke strategische dialoog met de onderneming te voeren en er zal meer juridische ondersteuning nodig zijn. Die noodzakelijke dialoog met de onderneming zal met meer lange termijn betrokken IB-ers georganiseerd moeten worden om zo met voldoende stem te kunnen spreken.

Aanbeveling 11:

De IB-er die lange termijn betrokken aandeelhouderschap nastreeft investeert substantieel in mensen en opleiding binnen de eigen organisatie om zodoende een volwaardig gesprekspartner te zijn voor de ondernemingen.

Dit vereist ook weer dat nauwkeurig wordt voldaan aan alle toezichteisen met betrekking tot koersgevoelige informatie en 'acting in concert'. Voordat AFM de touwtjes strakker aantrok was er een goede communicatie tussen vooral grote verzekeraars en Nederlandse ondernemingen. Dat verliep compliance technisch gezien ordentelijk. De reacties van AFM richting ondernemingen en IB-ers heeft beide partijen kopschuw gemaakt en er voor gezorgd dat er geen sprake meer is van informatie-uitwisseling die nodig is om het vertrouwen te krijgen en te behouden.

Aanbeveling 12:

Als noodzakelijke randvoorwaarde voor lange termijn betrokken aandeelhouders verdient het aanbeveling dat de AFM heldere 'best practice' regels voor de markt ontwerpt, zodanig dat een intensieve (collectieve) dialoog mogelijk is tussen bestuur en commissarissen met lange termijn betrokken aandeelhouders. Eumedion kan namens haar deelnemers een coördinerende rol op zich nemen.

Aan de andere kant zit lang niet elke onderneming op bemoeizuchtige IB-ers te wachten. In Nederland hoort men steeds vaker bij ondernemingen de roep om lange termijn aandeelhouders, maar niet noodzakelijkerwijs **betrokken** aandeelhouders. De code Tabaksblat en de vermindering van het aantal beschermingsconstructies hebben geleid tot nadrukkelijke bemoeienis van korte termijn actieve aandeelhouders en daar wil men zich nu tegen wapenen. Men moet zich echter wel bedenken dat in die periode in veel gevallen grootaandeelhouders al waren afgehaakt als aandeelhouders (stemmen met de voeten). Dit mede omdat het gevoel bestond dat het bestuur zich nog onvoldoende bewust was van het feit dat de bestaande ondernemingsstrategie de toenemende globalisering niet kon doorstaan. Hierdoor kregen activisten hun kans met alle gevolgen van dien. Het alleen zoeken naar lange termijn aandeelhouders zonder betrokkenheid te accepteren zal bij deze potentiële grootaandeelhouders dan ook niet (meer) werken.

De recente ervaringen van verzekeraars en gespecialiseerde vermogensbeheerders met lange termijn betrokkenheid bij kleinere en enkele middelgrote ondernemingen zijn wel bemoedigend. Initieel hebben bestuur en RvC geen zin in bemoeizuchtige IB-ers, maar als de IB-ers zich meer 'ondernemend' opstellen, groeit het onderlinge vertrouwen. De ondernemingen zelf zullen zich moeten verzekeren van het feit dat de president-commissaris naast de CEO en/of CFO het contactpunt is voor de IB-ers. Ook zij zullen meer tijd en energie moeten steken om duidelijker over governance, risicomanagement en strategie te communiceren zonder externe toezichteisen te schenden. Commissarissen moeten zich beter informeren en echt weten wat er gaande is zowel qua inhoud als qua besturing. Kortom, ook voor bestuurders en commissarissen een forse extra investering.

Aanbeveling 13:

Bestuur en commissarissen die behoud van lange termijn betrokken aandeelhouders nastreven,, staan open voor de suggesties van deze aandeelhouders en investeren tijd en energie om zinvol – binnen de door de AFM gestelde grenzen – te communiceren over strategie, risicomanagement en governance.

Voor de multinationals met een omvangrijke marktkapitalisatie – bijvoorbeeld Shell of Unilever – is het de vraag of lange termijn betrokken aandeelhouders een nieuw evenwicht verschaffen tussen korte en lange termijn oriëntatie. De omvang van de onderneming en daarmee de omvang van de investering voor de IB-er en de diversiteit van doelen tussen diverse internationale IB-ers kan er voor zorgen dat dit instrument van betrokkenheid niet krachtig genoeg is. De bij grotere ondernemingen relatief omvangrijke aanwezigheid van Angelsaksische beleggers compliceert het begrip over rolverdeling tussen onderneming en aandeelhouders nog eens extra. Angelsaksische beleggers hebben een hele andere rol voor ogen voor het bestuur en de RvC dan continentaal-Europese beleggers. Zij hangen ook meer het sterke CEO model aan, waar in continentaal Europa steeds meer vragen bij gesteld worden. Zij hebben ook veel minder moeite met de in hun ogen bescheiden remuneratie van bestuurders in continentaal Europa. Ofwel, de ideeën over hoe een bestuur en RvC moet opereren om succesvol te zijn, verschillen sterk vanuit Angelsaksische IB-ers of IB-ers uit continentaal Europa.

Het bevorderen van lange termijn betrokken aandeelhouderschap bij grote (beursgenoteerde) ondernemingen is complexer en de toegevoegde waarde minder vanzelfsprekend. Dit vraagt meer tijd en overleg en daarom bepleiten wij een gedifferentieerde aanpak. Hoewel wij niet uitsluiten dat op termijn lange termijn betrokken aandeelhouders ook succes kunnen behalen bij grotere ondernemingen, ligt het voor de hand om eerst ervaringen met een dergelijk ingrijpende systeemverandering op te doen bij kleine en middelgrote ondernemingen.¹⁷

Aanbeveling 14:

Focus in eerste instantie de aandacht voor het invoeren van lange termijn betrokken aandeelhouderschap bij Nederlandse pensioenfondsen op de kleinere en middelgrote beursgenoteerde ondernemingen.

5.2 Compensatie voor lange termijn betrokkenheid

Om dit concept überhaupt succesvol te laten zijn is het nodig om IB-ers een vorm van **compensatie** te bieden voor alle impliciete en expliciete kosten die moeten worden gemaakt, terwijl andere IB-ers – die zich hier niet aan willen committeren – een ‘free ride’ hebben. De expliciete kosten zijn al genoemd, de impliciete kosten zijn het potentieel aantrekkelijke korte termijn rendement. Het is niet een empirisch eenduidig bewezen feit dat actief aandeelhouderschap meer rendement oplevert (Karpoff, 2001) en er is per definitie meer potentieel rendement op de korte termijn. Vasthouden aan de meer korte termijn georiënteerde strategie heeft het grote voordeel dat de IB-er geen grote veranderingen binnen haar eigen organisatie hoeft door te voeren. Ze hoeft haar eindklant dan ook niet uit te leggen dat er iets verandert. Als er niet een wezenlijke compensatie staat tegenover lange termijn aandeelhouderschap, zullen bij tegenvallende rendementen op de korte termijn onvermijdelijk zowel intern als extern discussies over dit beleid ontstaan.

¹⁷ Dit strookt overigens met de filosofie dat de toegevoegde waarde van aandelenselectie groter is bij kleinere en middelgrote – minder bekende – ondernemingen dan bij grotere ondernemingen, omdat de markt voor grotere aandelen efficiënter is.

De afgelopen twee tot drie jaar is veel geschreven over mogelijke instrumenten die kunnen dienen als compensatie (of incentive) voor de lange termijn betrokken aandeelhouder. De discussie is hiermee ook nog niet afgerond.¹⁸ Wij focussen in ons commentaar heel specifiek op het nut van het instrument voor Nederlandse pensioenfondsen, omdat zij van nature lange termijn beleggers zouden kunnen zijn en omdat zij ook de politieke druk het meeste voelen om hiertoe over te gaan. Dat betekent ook dat we voorbijgaan aan voordelen die bepaalde instrumenten kunnen hebben voor de andere participanten. Uiteraard trachten wij voor zover mogelijk aan te sluiten op eerdere nationale en internationale discussies, daarom beperken wij ons hier tot de belangrijkste instrumenten met hun voor en nadelen. Vanuit de gehanteerde bronnen worden grofweg de volgende mogelijkheden – al dan niet in combinatie met elkaar – aangedragen:

- A. Stewardship¹⁹: comply or explain
- B. Loyaliteitsstemrecht en/of loyaliteitsdividend
- C. Verdienen van stemrecht
- D. Opkomst/stemfee
- E. Prudentiele voorkeursbehandeling voor 5% belangen

A. Stewardship : comply or explain

In het VK wil men komen tot lange termijn betrokken aandeelhouderschap door IB-ers te dwingen door middel van een code expliciet aan te geven of ze wel of niet meedoen ('comply or explain') en diegenen die mee willen doen een 'Stewardship' verklaring te laten tekenen naast de 'combined code'. De redenering is dat de uiteindelijke eindklant zelf zal kiezen voor betrokken fondsmanagers of pensioenfondsen. Aangezien nog helemaal niet duidelijk is dat eindklanten hier voor zullen kiezen, is dit ook geen echte compensatie.

De discussie in het VK loopt en richt zich qua oplossing richting meer stemrecht of een belastingverlaging op dividend. Inmiddels is meer stemrecht met behulp van twee soorten aandelen zwaar bekritiseerd, omdat men de ervaring in Euroland als slecht ervaart en richt de aandacht zich op fiscale verlichting van de dividendbelasting.²⁰ De gedachte hierbij is dat aandeelhouders die aandelen langere tijd vasthouden een fiscaal voordeel krijgen op dividendbelasting. Voor Nederlandse pensioenfondsen, die volledig fiscaal zijn vrijgesteld, is dit instrument niet relevant.

B. Loyaliteitsstemrecht en/of loyaliteitsdividend

Zowel extra stemrecht als extra dividend is in het verleden meerdere malen naar voren gebracht. Het idee is dat als aandeelhouders langere tijd aandelen vasthouden ze recht krijgen op extra stemrecht of extra dividend. In principe zou dit een incentive moeten geven om de aandelen dan langer vast te houden om deze privileges te krijgen. Technisch wordt dit opgelost door de onderneming twee soorten aandelen te laten uitgeven en de aandelen waar dit loyaliteitsvoordeel op wordt gegeven zijn op naam gesteld. Zo weet de onderneming ook precies wie de lange termijn aandeelhouders zijn.

Geredeneerd vanuit een compensatiegedachte voor IB-ers vormen extra dividenden een directer voordeel voor het rendement van de portefeuille dan extra stemrecht. Meer macht uit kunnen oefenen leidt niet direct tot meer rendement, extra dividend wel. Het grootste nadeel is echter dat beleggingsbeslissingen niet meer uitsluitend worden genomen op basis van strategie, risicomangement en kwaliteit van bestuur en commissarissen want dat is en blijft de kerntaak van de IB-er. Dit fundamentele nadeel – naast de technische problemen van invoering en de afwijking

¹⁸ Maatman (2007), Abma (2009), de Jongh (2009)

¹⁹ Myners (2009), Walker (2009), Hall, J. & Th. O'Malley (2009)

²⁰ Opposition grows to 'two-tier' share plan (FT August 2, 2009) en Shareholder rights (FT August 3, 2009)

van het ‘one share, one vote’ principe – is te groot om dit te zien als een duurzame compensatie voor lange termijn aandeelhouderschap.

C. “Verdiene” van stemrecht

Hierbij zouden aandeelhouders pas na verloop van tijd stemrecht krijgen. Het stemrecht moet eerst verdiend worden en bevoordeelt lange termijn aandeelhouders ten opzichte van korte termijn aandeelhouders. Dit vormt als het ware een ‘straf’ voor korte termijn gedrag en zou IB-ers moeten bewegen om lange termijn belegger te worden. Hier geldt echter hetzelfde als bij het vorige punt. Meer of minder macht uitoefenen via stemrecht leidt niet direct tot een beter rendement. Daarnaast bestaat ook daar het nadeel dat beleggingsbeslissingen niet meer uitsluitend worden genomen op basis van strategie, risicomangement en kwaliteit van bestuur en commissarissen.

D. Opkomst/stemfee

Een opkomst of stemfee is een beperkte bonus die wordt uitgekeerd als de aandeelhouder zijn stemrecht uitoefent, zodat er een meer representatieve besluitvorming plaats kan vinden op de AVA. Eigenlijk zou bij lange termijn betrokken aandeelhouderschap geen extra incentive gegeven moeten hoeven worden om te komen stemmen. Dat moet een triviale zaak zijn. Het is dan ook eerder een nuttige aanvulling die er op de korte termijn voor kan zorgen dat veel meer IB-ers hun technische problemen oplossen om te stemmen, omdat er een vergoeding voor de te maken kosten tegenover staat. Het biedt gezien de beoogde omvang echter onvoldoende compensatie voor de transitie naar lange termijn aandeelhouderschap.

E. Prudentiële voorkeursbehandeling voor 5% belangen

Het grote verschil tussen pensioenfondsen en andere Nederlandse IB-ers is dat fiscaal gezien pensioenfondsen reeds zijn vrijgesteld van belasting op beleggingsresultaat en dat de andere Nederlandse IB-ers dat pas kunnen bereiken door te beleggen in een 5% belang van de onderneming (deelnemingsvrijstelling). Kort door de bocht geredeneerd zou men kunnen stellen dat de andere Nederlandse IB-ers al een compensatie krijgen voor lange termijn betrokken aandeelhouderschap en pensioenfondsen nog niet. De redenatie is dan dat beleggen in 5% deelnemingen equivalent is met lange termijn betrokken aandeelhouderschap.

Uit ervaringen met dit soort beleggingen blijkt dat het hebben en houden van een 5% belang zo omvangrijk is, dat betrokkenheid wel moet omdat er teveel vermogen op het spel staat. Er hoeft dan geen extra regel bedacht te worden wat lange termijn eigenlijk is. Immers, het op- en afbouwen van een dergelijk belang is langdurig en kostbaar. Voor een beslissing tot investering in een 5% belang is een beleggingshorizon nodig van minstens tien jaar. Maar men hoeft er geen tien jaar of zelfs geen twee jaar aan vast te zitten. Als de strategie van de onderneming niet werkt en herhaaldelijke dialoog met bestuur en president-commissaris niet leidt tot het gewenste resultaat, dan kan men afbouwen en een belang in een andere onderneming opbouwen. Het voordeel van het gelijkscharen van lange termijn betrokkenheid met een 5% deelneming is dat de IB-er de beleggingsbeslissing neemt op basis van strategie, risicomangement en kwaliteit van bestuur en commissarissen voor de lange termijn.

Het is wenselijk om met een prudentiële voorkeursregeling te komen die beide groepen IB-ers (wel en niet baat hebbend van de 5% deelnemingsvrijstelling) zoveel mogelijk dezelfde beleggingshouding geeft, want dat maakt collectief lange termijn aandeelhouderschap eenvoudiger. Immers, alleen het collectief zal een zwaar genoeg belang op kunnen bouwen om echt invloed te hebben op het bestuur van de onderneming.

Aanbeveling 15:

Biedt compensatie aan pensioenfondsen aan en overweeg dit te doen in de vorm van een prudentiële voorkeursbehandeling door het risico voor een portefeuille opgebouwd uit 5% belangen te verlagen in het FTK model van DNB ten opzichte van het risico voor aandelen algemeen.

Hierdoor vormt een portefeuille die bestaat uit deze 5% belangen een andere beleggingscategorie waarin het vanuit een risicoperspectief gunstiger wordt om in te beleggen. Dat betekent dat – zelfs als het rendement van een dergelijke portefeuille in bepaalde periodes achterblijft bij brede marktindices – het risicoreductie argument sterk genoeg is om vast te houden aan het lange termijn beleid. Dit is een relatief eenvoudig te implementeren maatregel waarmee eenzelfde soort voorkeur voor 5% belangen wordt gecreëerd als voor andere Nederlandse IB-ers die wel het fiscale voordeel kennen.

De portefeuille zal zowel vanuit de pensioenfondsen als vanuit DNB aan randvoorwaarden moeten voldoen. Voor pensioenfondsen vanuit beleggingstechnische overwegingen, voor DNB vanuit de FTK. De meeste randvoorwaarden lopen parallel. Het belangrijkste is dat het een portefeuille moet zijn waarin de risico's ten aanzien van sectoren, landen en valuta's worden beperkt. Dat betekent dat er randvoorwaarden moeten komen ten aanzien van een minimaal aantal aandelen, een minimale sectorrepresentatie, niet alleen Nederlandse aandelen maar ook aandelen uit Euroland, etc. Het nadeel dat hieraan kleef is dat de investering in een dergelijke portefeuille dermate omvangrijk is dat de meeste pensioenfondsen zich die niet kunnen veroorloven. Dat betekent dat een dergelijke strategie eigenlijk alleen haalbaar is voor investeringen in 5% belangen van kleine en middelgrote ondernemingen uit continentaal Europa. Zelfs dan nog kan de investering te groot blijken en zal deze prudentiële voorkeursbehandeling moeten gelden voor gepoolde portefeuilles en/of portefeuilles die worden uitbesteed aan derden.

Aanbeveling 16:

Laat DNB met de industrie in overleg treden om de invulling van een dergelijke voorkeursbehandeling concreet gestalte te geven. Eumedion kan namens de pensioenfondsen een coördinerende rol op zich nemen.

6. CONCLUSIE EN VERVOLG

In de afgelopen jaren zijn door de gevolgen van twee achtereenvolgende crises de spanningen toegenomen in de relatie tussen institutionele beleggers, commissarissen en bestuur. Met deze kwalitatieve verkenning is een bijdrage geleverd aan de discussie welke maatregelen genomen kunnen worden om de onderlinge relatie te verbeteren.

De belangrijkste bevinding is dat IB-ers, commissarissen en bestuur moeite hebben om te begrijpen en te respecteren hoe de eigen en elkaars rollen de afgelopen jaren zijn veranderd. Dat heeft geleid tot onbegrip en onderling wantrouwen. Hoewel de neiging bestaat om als oplossing te kiezen voor een aanpassing van de rollen, zal dit naar onze mening niet leiden tot een goed resultaat als er niet expliciet tijd en aandacht wordt besteed aan het onderling uitleggen van en wennen aan de nieuwe rollen. Daarom zijn de meeste aanbevelingen gericht op het op korte termijn verbeteren van de onderlinge relaties onderling door een goede dialoog op gang te brengen.

Bijkomende aanbevelingen zijn geformuleerd naar aanleiding van de discussie omtrent de verandering van de rol van IB-ers naar lange termijn betrokken aandeelhouders. De redenering is dat met deze nieuwe rol de IB-er beter zou begrijpen wat een onderneming drijft en daardoor in staat is om een beter team te vormen met bestuur en commissarissen van die onderneming. Andere – meer korte termijn georiënteerde aandeelhouders – kunnen dan minder invloed uitoefenen op het beleid van de onderneming. Dit geheel kan werken als de toezichhouders (en wetgevers) voorwaarden scheppen waardoor dit nieuwe geheel ook kan functioneren.

Lange termijn aandeelhouderschap vergt veel tijd en inspanning van alle participanten en moet daarom, wil het kans van slagen hebben, door iedereen worden omarmd. De noodzakelijke voorwaarden voor succes zijn gedefinieerd voor de IB-ers zelf, het bestuur en RvC, de toezichhouders en Eumedion. Een belangrijke noodzakelijke voorwaarde vormt de compensatie die IB-ers krijgen voor de tijd en inspanning voor lange termijn betrokken aandeelhouderschap.

In deze verkenning doen we een voorstel voor een prudentiële voorkeursbehandeling. Het verdient aanbeveling dit voorstel en eventuele andere prudentiële voorkeursbehandelingen verder te verkennen in samenwerking met DNB. Daarnaast is samenwerking met AFM noodzakelijk om te komen tot best practice afspraken met betrekking tot dialoog van IB-ers met de onderneming en 'acting in concert' voor de groep collectieve lange termijn aandeelhouders. Bij lange termijn aandeelhouderschap is de noodzaak tot intensieve communicatie en samenwerking noodzakelijk om het te laten slagen. Eumedion zou met haar deelnemers initiatief kunnen nemen tot overleg met beide partijen.

Tot slot bevelen wij aan om een echte discussie te starten over de rol van commissarissen in de huidige situatie. Hoe zouden eventuele verdergaande veranderingen over samenstelling, tijdsbesteding en wijze van functioneren van de RvC eruit kunnen en moeten zien? Vrijwel alle door ons geïnterviewden gingen hier op in en bestempelden dit als een belangrijk thema en agendapunt. In deze verkenning hebben wij ons beperkt tot aanbevelingen in de huidige situatie, maar wij kunnen ons ingrijpender veranderingen voorstellen. Wij zouden dan ook betrokken partijen (vereniging van president-commissarissen) willen oproepen hier gehoor aan te geven.

7. BRONNEN

In overleg met de opdrachtgever Eumedion is een keuze gemaakt voor het interviewen van vertegenwoordigers van institutionele beleggers, bestuurders, commissarissen, toezichthouders en belangenorganisaties. Naast de formele interviews is gebruik gemaakt van preview presentaties voor INSEAD en SEP, een round table georganiseerd door Eumedion en talloze gedachtewisselingen met individuen.

Interviews

Naam	Rollen
Ir. A.P. (Annet) Aris, MBA	Adjunct Hoogleraar Strategie en Management INSEAD, diverse commissariaten/toezichtsfuncties
Drs A. (Adri) Baan	Voormalig bestuurder, diverse commissariaten/toezichtsfuncties
Drs F.W.H. (Frederik) van Beuningen	Belegger Teslin Capital Management BV, bestuurder Eumedion
Dr Ir R.J.A. (Rene) van der Bruggen	Voorzitter RvB Imtech
Prof. dr K. (Kees) Cools	Hoogleraar Corporate Finance Rijksuniversiteit Groningen, partner Booz & Company
Prof. dr J. (Jean) Frijns	Voormalig belegger APG, oud voorzitter Monitoring Commissie, hoogleraar Beleggingsleer Vrije Universiteit Amsterdam
Prof. drs C.A.J. (Cor) Herkströter	Voormalig bestuurder, diverse commissariaten/toezichtsfuncties
Drs P.C. (Piet) Klaver	Voormalig bestuurder, diverse commissariaten/toezichtsfuncties
Prof. mr R.H. (Rene) Maatman	Bestuurder AFM, hoogleraar vermogensbeheer Radboud Universiteit Nijmegen
Drs R. (Roderick) Munsters	Bestuursvoorzitter Robeco, voorzitter Eumedion
Mr J.M. (Jan Maarten) Slagter	Directeur VEB
Drs J.B.M. (Jos) Streppel	Voormalig bestuurder, diverse commissariaten/toezichtsfuncties, voorzitter Monitoring Commissie
A.P.M.(Ada) van der Veer - Vergeer	Onafhankelijk bestuursadviseur, diverse commissariaten/toezichtsfuncties
Dr N. (Nout)Wellink	Voorzitter RvB DNB
Ir. K.S. (Klaas) Wester	Voorzitter RvB Fugro
Prof. mr J. (Jaap) Winter	Hoogleraar Internationaal Ondernemingsrecht UvA, partner De Brauw Blackstone Westbroek

LITERATUURLIJST

- Abma R. (2009). De verander(en)de rol van de private aandeelhouder binnen de vennootschap, verschijnt in: opstellenbundel van de Radboud Universiteit Nijmegen over de kredietcrisis.
- Adviescommissie Toekomst Banken (2009). Naar herstel van vertrouwen (www.nvb.nl).
- Breukink H. & J.M. Slagter (2009). Herstel vertrouwen zaak van bestuur en aandeelhouder. Het Financieele Dagblad, 1 oktober.
- Boot A.W.A. (2009). De ontwortelde onderneming. Ondernemingen overgeleverd aan financiers? Stichting Management Studies, uitgeverij: van Gorcum.
- Borwick, I. (2006). Organizational Role Analysis: managing strategic change in business settings. In: J.Newton, S.Long & B.Sievers (eds). Coaching in depth. The Organizational Role Analysis Approach. London: Karnac, 3-28.
- Bos, A. de, H. Dijkstra, A.Klaassen & H.Rijken (red.) (2009).Commissarissen willen verbeteren en leggen de lat hoger. FINEM
- Cheffins B.R. (2003). Will executive pay globalise along American lines?, Corporate governance: an international review, Vol. 11, nr. 1, 8-24.
- Conger, J.A. & E.E. Lawler III (2009). Sharing Leadership on Corporate Boards: A Critical Requirement for Teamwork at the Top. Organizational Dynamics, Vol. 38, No. 3, 183–191.
- Cools, K. (2005). Controle is goed vertrouwen nog beter. Assen: van Gorcum.
- Cools, K. & J. Winter (2009). Columns WinterCools. Het Financieele Dagblad.
- Coyne, K.P. & J.W. Witter (2002). Taking the mystery out of investor behavior. Harvard Business Review, September, 68-78.
- Frentrop P. (2002). Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC, Corporate governance 1602-2002, uitgeverij Prometheus.
- Geest, P. van , H. Commandeur & M. Meijer (red.) (2009). Inzicht in drijfveren. Themanummer Management en Organisatie, 63, (2), maart-april.
- Hall, J. & Th. O'Malley (2009). Corporate Governance and the Effectiveness of Shareholder Engagement. A study of investor, company and adviser perspectives conducted by the JCA Group for the Financial Reporting Council.
- Hansen, M. (2009). Collaboration: how leaders avoid the traps, create unity and reap big results. Boston: Harvard Business Press.
- Have, S. ten, W. ten Have & B. Janssen (2009). Het veranderboek. Amsterdam: Mediawerf Uitgevers.
- Heyden, L. van der & Th. Limberg (2007). Why Fairness Matters. International Commerce Review, Volume 7 (2), 93-101.

Hirschhorn, L. (1999). The primary risk. *Human Relations*, Vol. 52, (1).

Jong A. de, G.M.H. Mertens, J. Van Oosterhout & H.M. Vletter-van Dort (2007). Substance or symbolism? Corporate governance practices of institutional investors. April .
http://www.eumedion.nl/page/downloads/Eumedion_20rapport_20EUR_20_2823-04-2007_29_1_.pdf

Jongh, J.M. de (2009). Het loyaliteitsstemrecht – een terreinverkenning. Working Paper.

Kalff, D. (2009). Topman kan toegenomen macht niet aan. *Het Financieele Dagblad*. 13 juni.

Karpoff J.M. (2001). The impact of shareholder activism on target companies: a survey of empirical findings. Available at SSRN (Abstract = 885365).

Loo, E. van de (2007). Bewuste en onbewuste processen van samenwerken. *Management en Organisatie*, (3-4), 219-227.

Maatman, R.H. (2007). Integriteit van de Onderneming – Aandeelhouder en Integriteit. In: *Onderneming en Integriteit*, uitgegeven door het Onderzoekcentrum Onderneming & Recht.

Monitoring Commissie Corporate Governance Code. (2008). Rapport over de evaluatie en actualisering van de Nederlandse corporate governance code, Juni.

Mintzberg, H., R. Simons & K. Basu (2002). Beyond Selfishness. Working Paper.

Myners, P. (2009). IMA annual dinner. Speech by the UK Financial Services Secretary, May 19.

Prins, S. (2006). The systems psychodynamics of collaborative work: issues in direction setting of the process. Diss. K.U. Leuven.

Walker Sir D. (2009). A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities, July 16.

Winter, J. (June 2009). The evolution of Corporate Governance Systems. Working Paper.

Bijlage A ONDERZOEKSOPDRACHT EUMEDION



Erasmus Universiteit Rotterdam
T.a.v. prof. dr. A. Kemna (H14-21)
Postbus 1738
3000 DR ROTTERDAM

Phyleon
T.a.v. prof. dr. E. van de Loo
Jan van Nassastraat 16
2596 BT Den Haag

Betreft: Onderzoeksopdracht Eumedion
Ons kenmerk: 2009.022
Schiphol, 27 april 2009

Geachte mevrouw Kemna en geachte heer Van de Loo,

De recente financiële crisis heeft grote schade aangericht bij institutionele beleggers. Institutionele beleggers zijn geconfronteerd met forse dalingen van de koersen van de aandelen van de ondernemingen waarin zij beleggen en met verliezen op obligaties. Verder hebben verschillende beursgenoteerde ondernemingen aangekondigd om minder dividend te betalen aan aandeelhouders of om de dividendbetaling helemaal te schrappen. In de media wordt ter verklaring van de oorzaken van de financiële crisis echter mede gewezen op de rol van aandeelhouders. Sommige aandeelhouders zouden vooral geïnteresseerd zijn geweest in het behalen van korte termijn resultaten, en geen oog hebben gehad voor waardecreatie op de lange termijn

Tegen de hiervoor beschreven achtergrond heeft het bestuur van Eumedion behoefte aan een kwalitatief onderzoek naar enerzijds de in de wet en in de Code Tabaksblat gedefinieerde rollen tussen bestuurders en commissarissen van beursgenoteerde ondernemingen en aandeelhouders en anderzijds gepercipieerde rollen tussen deze vennootschappelijke organen aan de andere kant.

Vragen die hierbij aan de orde kunnen komen, zijn:

- Wat zijn de rollen die bestuurders, commissarissen en aandeelhouders volgens de wet en de Code Tabaksblat (horen te) spelen en hoe pakt dit in de praktijk uit?



- Wat zijn de rollen tussen bestuurders en aandeelhouders aan de ene kant en tussen commissarissen en aandeelhouders aan de andere kant? Zijn deze rollen de afgelopen jaren gewijzigd?
- Hoe verlopen de contacten tussen beursgenoteerde ondernemingen en hun aandeelhouders? Zijn er wettelijke of praktische belemmeringen bij deze contacten?
- Kennen de beursgenoteerde ondernemingen de activistische beleggers en andere, belangrijke aandeelhouders?
- Welke factoren hebben eraan bijgedragen dat bestuurders en commissarissen het streven naar waardecreatie op lange termijn soms uit het oog hebben verloren?
- Zijn aandeelhouders vooral op de korte termijn gericht? Is dit in de afgelopen jaren toegenomen en zo ja, hoe komt dat?
- In hoeverre bestaat er een spanningsveld tussen bestuurders en commissarissen bij het inhoud geven van de aandeelhoudersbelangen en hoe gaat men daarmee om?
- Wat verwachten beleggers van ondernemingen opdat zij weer meer een lange termijnbinding met deze ondernemingen (kunnen) krijgen?
- Hoe kan eventueel gestimuleerd worden dat beleggers voor langere tijd worden gebonden aan de onderneming?

Uiteindelijk moet het onderzoek aantonen of er sprake is van een verwachtingskloof aan beide zijden en hoe deze kloof kan worden overbrugd. Dit kan erin resulteren dat er aanbevelingen worden gedaan richting (institutionele) beleggers, richting bestuurders, richting commissarissen en richting de wetgever en toezichhouders.

Bedoeling is dat u een aantal bestuurders en commissarissen van beursgenoteerde ondernemingen interviewt, alsmede een aantal institutionele beleggers en analisten en de Nederlandse financiële toezichhouders. Het gaat dus niet om fundamenteel, academisch onderzoek, maar onderzoek naar het gedrag van de actoren rond beursgenoteerde ondernemingen.

Hoogachtend,

Drs. Riets Abma
Directeur

Bijlage B LIJST VAN AANBEVELINGEN

B.1 Aanbevelingen ter ondersteuning van huidige situatie

Aanbeveling 1:

Laat de president-commissaris binnen de RvB een “360-gradenbeoordeling” organiseren en die in vertrouwen bespreken met de afzonderlijke leden van de RvB.

Aanbeveling 2:

Accepteer als RvB de vragen van de RvC als een gevolg van de rol die de RvC geacht wordt te spelen en verschaft zo efficiënt en open mogelijk de gevraagde informatie.

Aanbeveling 3:

Organiseer als RvB jaarlijks informatiebijeenkomsten, opengesteld voor alle aandeelhouders, waar inhoudelijke thema's op bijvoorbeeld het terrein van strategie en risicomanagement toegelicht en besproken kunnen worden.

Aanbeveling 4:

Verricht als RvB permanent onderzoek naar de motieven van aandeelhouders-groepen die aan- en met name verkopen doen in de onderneming. Probeer in ieder geval bij elke serieuze exit van een groot aandeelhouder een exit gesprek te voeren.

Aanbeveling 5:

Investeer als RvC expliciet in het beter functioneren als een eigenstandig team door:

- *voorafgaand of na afloop van elke vergadering met de RvB een separate vergadering met de voltallige RvC te organiseren;*
- *jaarlijks een externe sessie te organiseren met het voltallige RvC met als doel de kwaliteit en effectiviteit als team te verhogen;*
- *voor ondersteuning van staf (secretaris) te zorgen, die alleen werkt voor de RvC.*

Aanbeveling 6:

Overweeg een taakverdeling binnen de RvC zodanig dat de president-commissaris zich focust op het gedrag van de CEO in relatie tot de interne en externe stakeholders. De ‘compliance-technische’ zaken kunnen dan vooral bij de vicevoorzitter of de voorzitter van het audit comite komen liggen.

Aanbeveling 7:

Laat de president-commissaris minstens een keer per jaar zowel apart als in gezelschap van de CEO en/of CFO met groot aandeelhouders spreken. Dit geldt zeker voor groot aandeelhouders die hun belang in dat jaar hebben verkocht.

Aanbeveling 8:

Creëer als IB-er interne samenwerking tussen de governance teams en de fund managers en integreer de beide invalshoeken in een enkel eindoordeel.

Aanbeveling 9:

Door de IB-ers – senior fund managers in samenwerking met het governance team - dienen gesprekken met de president-commissaris en/of CEO en CFO over strategie, risico management en kwaliteit van bestuur degelijk te worden voorbereid. Dit geldt zowel voor individuele gesprekken als voor groepsbijeenkomsten.

Aanbeveling 10:

Laten Eumedion en ondernemingen, ruim voordat de agenda van de aandeelhouders-vergadering wordt uitgestuurd, in dialoog treden over mogelijk controversiële punten voor IB-ers, zodat die mogelijk tot een oplossing worden gebracht voordat de definitieve agenda wordt uitgestuurd. Dit geldt evenzeer ten aanzien van eventuele stemadviezen van de stemadviesbureaus.

B.2 Aanbevelingen in de discussie over lange termijn betrokken aandeelhouderschapAanbeveling 11:

De IB-er die lange termijn betrokken aandeelhouderschap nastreeft investeert substantieel in mensen en opleiding binnen de eigen organisatie om zodoende een volwaardig gesprekspartner te zijn voor de ondernemingen.

Aanbeveling 12:

Als noodzakelijke randvoorwaarde voor lange termijn betrokken aandeelhouders verdient het aanbeveling dat de AFM heldere ‘best practice’ regels voor de markt ontwerpt, zodanig dat een intensieve (collectieve) dialoog mogelijk is tussen bestuur en commissarissen met lange termijn betrokken aandeelhouders. Eumedion kan namens haar deelnemers een coördinerende rol op zich nemen.

Aanbeveling 13:

Bestuur en commissarissen die behoud van lange termijn betrokken aandeelhouders nastreven,, staan open voor de suggesties van deze aandeelhouders en investeren tijd en energie om zinvol – binnen de door de AFM gestelde grenzen – te communiceren over strategie, risicomanagement en governance.

Aanbeveling 14:

Focus in eerste instantie de aandacht voor het invoeren van lange termijn betrokken aandeelhouderschap bij Nederlandse pensioenfondsen op de kleinere en middelgrote beursgenoteerde ondernemingen.

Aanbeveling 15:

Biedt compensatie aan pensioenfondsen aan en overweeg dit te doen in de vorm van een prudentiële voorkeursbehandeling door het risico voor een portefeuille opgebouwd uit 5% belangen te verlagen in het FTK model van DNB ten opzichte van het risico voor aandelen algemeen.

Aanbeveling 16:

Laat DNB met de industrie in overleg treden om de invulling van een dergelijke voorkeursbehandeling concreet gestalte te geven. Eumedion kan namens de pensioenfondsen een coördinerende rol op zich nemen.