

Schriftelijke inbreng van Rients Abma, directeur Eumedion¹ voor het rondetafelgesprek van de Tweede Kamer over langetermijnwaardecreatie, 30 oktober 2019

Het concept van langetermijnwaardecreatie is verankerd in de Nederlandse Corporate Governance Code

1. De in 2016 herziene Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: herziene code) stelt langetermijnwaardecreatie centraal. De herziene code bepaalt dat het bestuur zich richt op langetermijnwaardecreatie en dat het daartoe de in aanmerking komende belangen van *stakeholders* weegt. De Monitoring Commissie Corporate Governance Code (hierna: de commissie) heeft zich niet gewaagd aan het geven van een heldere definitie van het begrip langetermijnwaardecreatie. Dat is ook niet zo vreemd; de commissie heeft vooral voor een mentaliteitsverandering onder bestuurders en commissarissen willen zorgen, met nadrukkelijk minder focus op het aandeelhoudersbelang.
2. Eumedion is één van de zogenoemde schragende partijen van de herziene code en steunt de nadruk die de code legt op langetermijnwaardecreatie. Institutionele beleggers onderschrijven dat het (langetermijn)waardecreatieproces van een beursonderneming een continu en dynamisch bedrijfsproces is. Een proces waarin de ondernemingsleiding inspeelt op de wensen en behoeftes van de klanten van de onderneming door vroegtijdig kansen en risico's te onderkennen die onder meer gedreven zijn door economische, geopolitieke, ecologische, duurzame, sociaal-maatschappelijke en technologische trends en ontwikkelingen. Ondernemerschap en talentontwikkeling van medewerkers zijn belangrijke thema's voor ondernemingen om de (langetermijn)waardecreatie continu te kunnen blijven realiseren. De meeste institutionele beleggers zullen het erover eens zijn dat voor de realisatie van ondernemingswaarde (zowel op de korte als op de lange termijn) niet alleen het door de beleggers beschikbaar gestelde 'financiële kapitaal' van belang is, maar ook het menselijk, intellectueel, sociaal & relationeel, natuurlijk en productiekapitaal; de zogenoemde zes 'kapitalen' van de International Integrated Reporting Council (IIRC).

Wetgeving en zelfregulering die bijdragen aan langetermijnwaardecreatie

3. Er zijn verschillende initiatieven genomen om institutionele beleggers te prikkelen zich als *stewards* of rentmeesters van beursondernemingen op te stellen. Zo heeft Eumedion zelf de **Nederlandse Stewardship Code** opgesteld waaraan sinds 1 januari 2019 alle deelnemers van Eumedion zijn onderworpen. Deze code bevat elf concrete handvatten voor institutionele beleggers om zich als

¹ Eumedion is het samenwerkingsverband van 60 Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers – pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders – op het terrein van corporate governance en duurzaamheid. Tezamen hebben zij meer dan 6000 miljard euro belegd vermogen onder beheer en vertegenwoordigen zij gemiddeld tussen de 25 en 30 procent van de aandelen van een Nederlandse beursonderneming.

verantwoorde en betrokken aandeelhouders van Nederlandse beursondernemingen op te stellen. Een grotere betrokkenheid bij de ondernemingen waarin wordt belegd is één van de manieren om bij te dragen aan langetermijnwaardecreatie door deze ondernemingen. Het gaat dan om het effectief volgen van de ondernemingen waarin wordt belegd, het voeren van dialogen met deze ondernemingen en met andere *stakeholders* van deze ondernemingen (zoals werknemers en NGO's) en het geïnformeerd stemmen op de aandeelhoudersvergaderingen. Via de Stewardship Code kunnen pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders daarnaast ook aan hun deelnemers en klanten beter verantwoording afleggen over de wijze waarop zij via de uitoefening van hun aandeelhoudersrechten hebben bijgedragen aan de bescherming van de waarde van de beleggingsportefeuille. Eind dit jaar zullen wij onze eerste monitoring rapport over de naleving van deze code publiceren.

4. Daarnaast hebben de verzekeringssector en de pensioenfondssector convenanten met de Nederlandse overheid, vakbonden en NGO's gesloten over Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen (IMVB). Met deze convenanten spannen Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars zich in om te voorkomen dat beursondernemingen waarin wordt belegd sociale en milieumisstanden veroorzaken. Dit doen zij door middel van het aangaan van dialoog en het stemgedrag op aandeelhoudersvergaderingen. Geëxpliciteerd is dat de aanpak gericht dient te zijn op het stimuleren van langetermijnwaardecreatie bij beursondernemingen.
5. Anno 2019 is het al gemeengoed dat er reguliere, constructieve dialogen tussen Nederlandse beursondernemingen en institutionele beleggers worden gevoerd. Deze reguliere dialogen worden in de regel gevoerd met bestuurders en het senior management. Helaas doen de enige serieuze contactmomenten met commissarissen zich voor als het beloningsbeleid moet worden gewijzigd, wanneer er crisissituaties zijn en in tijden van conflict. Dat leidt in het algemeen niet tot een langdurig duurzame relatie met commissarissen. Het zou daarom goed zijn als ook commissarissen meer open staan voor een reguliere, constructieve dialoog met beleggers.²
6. De Nederlandse 'rentmeesterschapscode' is in lijn met de aankomende *stewardship*verplichtingen uit de **herziene Europese richtlijn aandeelhoudersrechten**. Deze richtlijn had in de zomer van dit jaar al had moeten zijn omgezet in de Nederlandse wet- en regelgeving, maar wacht nog op goedkeuring door de Eerste Kamer. De richtlijn heeft onder meer tot doel de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders bij de beursondernemingen waarin zij beleggen te bevorderen. Daartoe bevat de richtlijn onder meer de volgende bepalingen:

² Deze oproep sluit goed aan bij de door de Tweede Kamer op 12 februari 2019 aangenomen motie-Van der Lee over de invulling van langetermijnwaardecreatie en maatschappelijk verantwoord ondernemen (Kamerstukken II 2018/19, 32 637, nr. 353).

- a. Elke institutionele belegger wordt geacht een 'betrokkenheidsbeleid' te hebben en publiek te maken op welke wijze dit is uitgevoerd. De richtlijn verwacht in dat kader dat institutionele beleggers onder meer "toezicht uitoefenen" op de strategie, de financiële en niet-financiële prestatie en risico's, de kapitaalstructuur, maatschappelijke en ecologische effecten en de corporate governance structuur (zoals bestuur en raad van commissarissen). "Toezicht uitoefenen" kan niet effectief plaatsvinden als het kabinet zijn voornemen doorzet om bepaalde aandeelhoudersrechten te schorsen als aandeelhouders juist van deze rechten gebruik willen maken. Het voorgenomen wetsvoorstel 'bedenktijd voor beursondernemingen' staat haaks op het concept van lange termijn betrokken aandeelhouderschap. Aandeelhoudersbetrokkenheid creëren en aandeelhouders op afstand houden zijn twee onvereenigbare doelstellingen.
- b. Pensioenfondsen en verzekeraars moeten openbaar maken hoe hun beleggingsstrategie is afgestemd op hun langetermijnverplichtingen en moeten ook aangeven hoe de afspraken met hun vermogensbeheerders hierop aansluiten. Vermogensbeheerders moeten op hun beurt aan de institutionele klanten aangeven hoe hun beleggingsstrategie bijdraagt aan de prestaties op middellange tot lange termijn van de activa van deze klanten.
- c. Om in dialoog te kunnen gaan met hun aandeelhouders wordt ondernemingen de mogelijkheid geboden om al hun aandeelhouders te identificeren. Nederland heeft ervoor gekozen om gebruik te maken van de lidstaatoptie om ondernemingen alleen de mogelijkheid te bieden om aandeelhouders met een belang van ten minste 0,5% te identificeren. Met deze identificatiemogelijkheid is een extra meldingsplicht in de Wft voor aandeelhouders met een 2%-belang (zoals het kabinet wil) overbodig.
- d. Het wordt aandeelhouders gemakkelijker gemaakt om te stemmen op de aandeelhoudersvergaderingen.

Trends onder institutionele beleggers die bijdragen aan langetermijnwaardcreatie

7. De **trend naar meer duurzaam beleggen** door institutionele beleggers draagt verder bij aan langetermijnwaardcreatie door de beursondernemingen. Een institutionele belegger stelt zich vanouds ten doel om op zijn beleggingen een goed financieel rendement te behalen tegen een verantwoord risico. Hieraan is mede door het toenemende belang dat pensioengerechtigden, werknemers, polishouders, klanten en de samenleving als geheel aan duurzaam beleggen hechten door steeds meer institutionele beleggers een ander criterium toegevoegd: ondernemingen moeten ten minste aan de eigen gestelde minimumeisen op het gebied van milieu, sociaal beleid en

governance ('ESG') voldoen.³ In sommige gevallen wordt een deel van de totale beleggingsportefeuille bestemd voor die ondernemingen die een reële bijdrage leveren aan de realisatie van de duurzame ontwikkelingsdoelen van de Verenigde Naties (*Sustainable Development Goals*; SDG's). Maar ESG-informatie wordt niet alleen gebruikt om het beleggingsuniversum af te bakenen, institutionele beleggers gebruiken deze informatie ook om te beoordelen of de ondernemingen waarin is belegd in staat zijn om op de lange termijn waarde te creëren. Een goed duurzaamheidsbeleid van de onderneming vermindert het risico op onverwachte negatieve resultaten. Het is hierbij van groot belang dat ondernemingen relevante, betrouwbare en vergelijkbare ESG-informatie verschaffen. Momenteel schort het hier nog aan. Er is daarom dringend behoefte aan een internationale gerespecteerde organisatie die internationale niet-financiële verslaggevingsstandaarden gaat uitvaardigen, zodat er bruikbare en vergelijkbare ESG-informatie wordt gepubliceerd. Zodra eenmaal uniforme verslaggevingsstandaarden zijn ontwikkeld, moet de gepubliceerde informatie ook worden gecontroleerd door de accountant.

8. Een tweede trend onder institutionele beleggers is de **trend om meer indexmatig te beleggen**. Sinds de financiële crisis beleggen steeds meer institutionele beleggers in zogeheten indexfondsen. Indexfondsen zijn – kort gezegd – beleggingsinstellingen die een vooraf vastgestelde index volgen. De index die wordt gevolgd, kan bijvoorbeeld de AEX Index, de Euro STOXX 50 of de MSCI World Index zijn. De samenstelling – en daarmee de prestatie – van het indexfonds komt (vrijwel) overeen met die van de gekozen index. Indexbeleggen is een zogenaamde passieve beleggingsstrategie. De fondsbeheerder koopt of verkoopt immers niet actief op basis van zijn verwachtingen over de marktwaardering van en de financiële en niet-financiële informatie over de beursonderneming, maar puur op basis van de indexsamenstelling. De indexfondsen zijn in korte tijd erg populair geworden omdat tegen relatief lage kosten gespreid kan worden belegd en de rendementen in de regel weinig onderdoen voor die van zogenaamde actieve beleggingsstrategieën. De trend naar meer indexmatig beleggen zal leiden tot een toename van de gemiddelde houdtermijn van de aandelen. Zolang de aandelen in de gevolgde aandelenindex zijn opgenomen, blijven de indexbeleggers immers aandeelhouder van de desbetreffende beursonderneming. Meer indexmatig beleggen leidt daarom in beginsel tot stabielere en meer langetermijnaandeelhouderschap. Bovendien stellen indexbeleggers zich meer en meer op als betrokken aandeelhouder. Aangezien indexbeleggers steeds meer vermogen van pensioenfondsen, verzekeraars en particulieren direct of indirect beleggen, zien zij het uitoefenen van aandeelhoudersrechten namelijk als onderdeel van hun fiduciaire verantwoordelijkheid om de economische waarde van de activa te beschermen. Onderdeel van deze

³ Volgens de mondiale koepelorganisatie van duurzame beleggingsverenigingen GSIA is de hoeveelheid wereldwijd beheerd vermogen die rekening houdt met ESG-factoren tussen 2012 en 2018 meer dan verdubbeld: van \$ 13,3 biljoen naar \$ 30,7 biljoen (zie Global Sustainable Investment Alliance, *Global Sustainable Investment Review, 2012/2018*). Het totale vermogen van alle Europese en Amerikaanse duurzame beleggingsfondsen is tussen 2013 en 2019 met meer dan 67% toegenomen tot \$ 760 miljard (zie BlackRock, *Sustainability: The future of investing*, februari 2019).

fiduciare verantwoordelijkheid is het uitoefenen van het stemrecht verbonden aan de aandelen en het in dialoog gaan met het bestuur van de beursvennootschappen over het langetermijnwaardcreatiemodel en de langetermijnstrategie, de effectiviteit van de governancestructuur en het gevoerde duurzaamheidsbeleid. Wellicht juist omdat indexbeleggers niet over de 'nucleaire optie' beschikken om hun aandelen te verkopen, zien zij het als hun taak om door middel van het stemmen en het voeren van dialogen de waarde van hun beleggingen te beschermen en te verhogen.