

20

Handboek corporate governance

SCGOP

04

Handboek corporate governance

SCGOP

Inhoudsopgave

	Voorwoord	6
1	De missie van de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen en het doel van dit handboek	8
2	Corporate governance in de Nederlandse praktijk	10
3	Basisprincipes van corporate governance	14
4	Corporate governance en performance	17
5	Institutionele beleggers en corporate governance	19
6	Formulering van een stembeleid	23
7	Uitoefening van het stemrecht	27
8	Verslaglegging over de uitvoering van het stembeleid en het stemgedrag	30
9	Pension fund governance	31
10	Maatschappelijk verantwoord beleggen	32
11	Over SCGOP	35
	Bijlage: Aanbevelingen Bestuurdersbeloning	38

Voorwoord

Pensioenfondsen streven er naar om de uitkeringen van pensioengerechtigden zo goed mogelijk tegen de gevolgen van inflatie te beschermen. Daarom beleggen ze ondermeer in aandelen. De boekhoudschandalen van de afgelopen jaren hebben echter het vertrouwen van beleggers in aandelen sterk aangetast. Herstel van dit vertrouwen heeft alom hoge prioriteit gekregen. Van pensioenfondsen en andere institutionele beleggers wordt verwacht dat zij aan dit herstel hun bijdrage leveren.

In de Nederlandse Corporate Governance Code die op 9 december 2003 is vastgesteld door de Commissie Tabaksblat, wordt de rol van de aandeelhouders als volgt beschreven:

"De algemene vergadering van aandeelhouders dient zodanige invloed te kunnen uitoefenen op het beleid van het bestuur en de raad van commissarissen van de vennootschap dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van 'checks and balances' in de vennootschap." Het is enerzijds aan bestuur en raad van commissarissen en anderzijds aan de wetgever om de algemene vergadering van aandeelhouders die invloed te geven. Vervolgens zijn dan de aandeelhouders en dan met name de pensioenfondsen en de andere institutionele beleggers aan zet. De Code geeft aan dat er van een volwaardige deelname van aandeelhouders aan de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders sprake moet zijn. Ook is in de Code het principe opgenomen dat het in belang van de vennootschap is dat zoveel mogelijk aandeelhouders deelnemen aan de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders.

Omdat een aantal pensioenfondsen al veel eerder beseftte dat een verbetering van de corporate governance leidt tot een beter rendementsrisicoprofiel van de desbetreffende onderneming, richtten deze pensioenfondsen in maart 1998 de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen (SCGOP) op. SCGOP heeft sindsdien bijdragen geleverd aan het door de aangesloten pensioenfondsen verbeteren van de governance van beursgenoteerde ondernemingen. Omdat SCGOP de conclusie onderschreef dat eind 2002 op dit terrein nog steeds sprake was van een aantal knelpunten, heeft de Stichting graag meegewerkt aan het instellen van de Commissie Tabaksblat.

Ervan uitgaande dat ondernemingen en wetgever de taken die de Code hun oplegt overeenkomstig de bedoeling van de commissie Tabaksblat zullen uitvoeren, zal SCGOP de pensioenfondsen en de andere institutionele beleggers graag ondersteunen bij het invullen van hun rol van aandeelhouder. Daarom was het noodzakelijk dat het in 2001 uitgegeven Handboek Corporate Governance van de Stichting aan te passen aan de principes en de best practice bepalingen van de Nederlandse Corporate Governance Code. Ik spreek graag de verwachting uit dat de nieuwe versie van het Handboek de pensioenfondsen en de andere institutionele beleggers in staat zal stellen hun bijdrage te leveren aan het zo noodzakelijk herstel van het vertrouwen in de financiële markten en ondernemingen.

Mr. P.P. de Koning, voorzitter

1 De missie van de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen en het doel van dit handboek

Pensioenfondsen beleggen ten behoeve van hun deelnemers omvangrijke sommen geld in effecten van beursgenoteerde ondernemingen. Mede bepalend voor de ontwikkeling van de waarde van die beleggingen is de kwaliteit van de corporate governance van de onderneming. De governance van een onderneming is dus één van de rendementsrisicofactoren die een belegger in beschouwing moet nemen.

Onder corporate governance wordt verstaan het stelsel van omgangsvormen voor bij de vennootschap en haar onderneming betrokken direct belanghebbenden, met name bestuurders, commissarissen en kapitaalverschaffers.

Deze omgangsvormen worden geleidelijk aan vastgelegd in regels voor goed bestuur en goed toezicht, en regels voor een verdeling van taken, verantwoordelijkheden en bevoegdheden, die een evenwichtige invloed bewerkstelligen van bij de vennootschap en haar onderneming betrokkenen. Uitgangspunt daarbij is dat bestuurders en commissarissen over hun taakuitoefening verantwoording dienen af te leggen.

De Stichting heeft de taak om het de aangesloten pensioenfondsen mogelijk te maken de governance van de ondernemingen waarin pensioenfondsen beleggen kritisch te volgen en te beoordelen en waar wenselijk bij te dragen aan de verbetering ervan.

De Stichting hanteert het uitgangspunt dat ondernemingen regels op het gebied van corporate governance niet alleen 'naar de letter', maar ook naar de strekking moeten volgen.

De Stichting verricht haar taak vanuit de overtuiging dat een goed geregelde corporate governance het goede functioneren van ondernemingen bevordert en daardoor bijdraagt aan een hoger rendement en/of een lager risico. Tegen die achtergrond luidt de missie van de Stichting als volgt:

De missie van SCGOP is het ten behoeve van haar deelnemers onderzoek te doen naar en het stimuleren van verbetering van de governance van beursgenoteerde ondernemingen, in het bijzonder in Nederland, dit in de overtuiging dat daardoor het rendementsrisicoprofiel van die ondernemingen verbetert.

De Stichting stimuleert en subsidieert in dat kader onderzoek naar corporate governance karakteristieken in relatie tot financiële performance.

Een dergelijk onderzoek is in 2002 gestart door prof. G. Mertens (Erasmus Universiteit Rotterdam), samen met de heren D. Dejong (University of Iowa), A. de Jong (Erasmus Universiteit) en C. Wasley (University of Rochester). Dit onderzoek zal in de loop van 2004 zijn afgerond.

In 1999 heeft prof. D. Duffhues een eerste onderzoek naar de toepassing van optieregelingen verricht. In 2003 heeft hij een vervolgonderzoek afgerond.

SCGOP is ook facilitator en overlegpartner. Faciliterend werkt SCGOP door een platform te bieden voor discussie over corporate governance zaken. Deelnemers krijgen via de Stichting periodiek informatie welke ze aan kunnen wenden voor eigen beleidsontwikkeling. Zo worden de deelnemers door middel van een 'Alert Service' op de hoogte gehouden van actuele ontwikkelingen bij Nederlandse beursfondsen, welke van invloed zouden kunnen zijn op de rechten van aandeelhouders.

SCGOP is overlegpartner voor nationale en internationale organisaties die van belang zijn voor de ontwikkeling van het corporate governance gedachtegoed en voor beleidsmakers op nationaal en internationaal niveau. De Stichting zal deze organisaties gevraagd en ongevraagd advies geven. Bij monde van haar voorzitter en haar directeur draagt zij haar standpunt uit.

Met het ter beschikking stellen van dit handboek wil SCGOP bondig aangeven wat corporate governance in de praktijk betekent en waarom het onderwerp voor pensioenfondsen van groot belang is. De Stichting hoopt dat dit handboek (potentiële) deelnemers kan assisteren bij de formulering en uitvoering van hun corporate governance beleid.

2 Corporate governance in de Nederlandse praktijk

Corporate governance gaat over het besturen en beheersen van ondernemingen, over verantwoordelijkheid en zeggenschap, en over verantwoording en toezicht. Integriteit en transparantie spelen hierbij een grote rol.¹

In Nederland wordt als uitgangspunt gehanteerd dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse betrokken partijen. De belanghebbenden (stakeholders) zijn de groepen en individuen, die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of erdoor worden beïnvloed: werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers, maar ook de overheid en andere maatschappelijke groeperingen. Het bestuur en de raad van commissarissen behoren met de belangen van de verschillende belanghebbenden rekening te houden.²

Indirect zijn huidige en toekomstige pensioengerechtigden in steeds belangrijker mate afhankelijk van de waarde die beursgenoteerde ondernemingen op de lange termijn creëren. Deze pensioengerechtigden behoren dus tot de belanghebbenden die erop moeten kunnen vertrouwen dat hun belangen bij de onderneming worden behartigd.

"Goed ondernemerschap, waaronder inbegrepen integer en transparant handelen door het bestuur, evenals toezicht hierop, waaronder inbegrepen het afleggen van verantwoording over het uitgeoefende toezicht, zijn essentiële voorwaarden voor het stellen van vertrouwen in het bestuur en het toezicht door de belanghebbenden. Dit zijn de twee steunpilaren waarop goede corporate governance rust." zo stelde de Commissie Tabaksblat eind 2003.³

Het begin van de discussie over corporate governance in Nederland is terug te leiden tot de in 1986 - naar aanleiding van het rapport van de Commissie van der Grinten - gevoerde discussie tussen de Vereniging voor de Effectenhandel, toen verantwoordelijk voor het functioneren van de beurs, en de speciaal voor dat doel opgerichte Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO). Deze discussie betrof aanvankelijk alleen de aard en omvang van beschermingsconstructies tegen het bestuur van beursfondsen onwelgevallige overnamepogingen.

Tien jaar later bereikten beide verenigingen een compromis, dat uitmondde in een tweesporen traject. De beschermingsconstructies voor 'oorlogstijd' zouden overgelaten worden aan de wetgever, ten aanzien van de perikelen 'in vrede' zouden beide verenigingen een aparte commissie instellen.

¹ Corporate governance In Nederland, De Veertig Aanbevelingen (1997), pagina 9.

² De Nederlandse Corporate Governance Code, Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen (2003), pagina 3.

³ Idem.

Aldus geschiedde. Op 7 november 1997 werd het wetsvoorstel 'Invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de ondernemingskamer over de zeggenschap in de naamloze vennootschap' aan de Tweede Kamer voorgelegd. Het is daar sindsdien blijven liggen in afwachting van een nieuwe 13e EU richtlijn, waarover eind 2003 een compromis werd bereikt. Op 25 juni 1997 publiceerde de Commissie Corporate Governance, welke onder leiding stond van Jaap Peters, zijn definitieve verslag, getiteld Corporate governance in Nederland: de veertig aanbevelingen.

Het jaar daarop moesten ondernemingen hun aandeelhouders vertellen hoe zij deze veertig aanbevelingen hadden opgevolgd en het jaar daarop verscheen een monitoring rapport dat de opvolging van de aanbevelingen eenmalig vastlegde. Eind 2002 publiceerde de Nederlandse Corporate Governance Stichting, onder leiding van Jaap Peters, een rapport getiteld: Corporate governance in Nederland 2002, de stand van zaken.

Die stand van zaken bleek vijf jaar na het uitbrengen van de veertig aanbevelingen niet bevredigend. Ondernemingen hadden meer gereageerd en geanticipeerd op nieuwe wetgeving dan dat zij uit eigen beweging de veertig aanbevelingen hadden gevolgd.

Bovendien leidden die reacties van ondernemingen niet enkel tot veranderingen ten goede.

Een hernieuwde code met strak toezicht op de naleving ervan werd noodzakelijk geacht:

"Want vijf jaar na het uitbrengen van het eerste Rapport Corporate governance in Nederland moet worden geconcludeerd dat het niet aan het bedrijfsleven zelf kan worden overgelaten zijn Corporate governance te verbeteren."⁴

In de tussentijd had het rapport uit 1997 geïnspireerd tot nieuwe wetgeving:⁵

- Art 2: 101/210, lid 3 BW bepaalt nu dat goedkeuring van de jaarrekening niet strekt tot kwijting aan een bestuurder of commissaris.
- In het wetsvoorstel structuurregeling is een agenderingsrecht voor aandeelhouders (of certificaathouders) verwerkt. Als zij een belang van 1% of een belang van € 50 miljoen vertegenwoordigen mogen ze een punt op de agenda van de algemene vergadering plaatsen (mits 60 dagen tevoren ingediend).
- In datzelfde wetsvoorstel hebben certificaathouders (in vrede) stemrecht gekregen en mogen aandeelhouders zich uitspreken over majeure wijzigingen in de aard en omvang van de onderneming.
- Ook hebben aandeelhouders meer te zeggen gekregen over de benoeming en het ontslag van commissarissen.

⁴ Corporate governance in Nederland, de Stand van Zaken (2002), pagina 42.

⁵ Ook de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam heeft in een aantal belangrijke uitspraken aansluiting gezocht bij ideeën die in het rapport van de Commissie Peters te vinden zijn.

- Art 2: 119 BW staat nu het systeem van 'record date' toe, zodat aandeelhouders hun aandelen niet langer geblokkeerd hoeven te zien, als zij hun stemrecht willen uitoefenen.
- Ten aanzien van de bezoldiging van individuele bestuurders en commissarissen is sinds 1 september 2002 een wettelijke regeling van kracht die tot openbaarheid dwingt.
- Bestuurders en commissarissen moeten ook aan de Autoriteit Financiële Markten melding doen van hun aandelenbezit, wat in een publiek register wordt bijgehouden.

Tevens heeft een High Level Group of Company Law Experts in zijn aan de Europese Commissie aangeboden rapport 'A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe' aanbevolen dat iedere Lidstaat een nationale code over corporate governance zou moeten opstellen, waaraan beursgenoteerde ondernemingen zouden moeten voldoen of transparant zouden moeten zijn over de onderdelen van zo'n code die niet worden nagevolgd. "Ook hebben zich onlangs bij ondernemingen in de Verenigde Staten, maar ook in Europa, (boekhoud)schandalen voorgedaan die mede tot gevolg hebben gehad dat het vertrouwen in het bestuur van en het toezicht op ondernemingen die opereren op de financiële markten is ondermijnd. Een deugdelijk en transparant stelsel van checks and balances in ondernemingen is een belangrijk middel voor een goed vertrouwen in de op de kapitaalmarkt opererende ondernemingen.

Naar aanleiding van voornoemde ontwikkelingen hebben VNO-NCW, NCD, VEUO, VEB, Euronext en SCGOP, op uitnodiging van de minister van Financiën een aantal personen verzocht om zitting te nemen in een nieuwe commissie corporate governance."⁶ Zo werd op 10 maart 2003 de Commissie corporate governance geïnstalleerd, welke onder leiding van de heer Tabaksblat op 1 juli 2003 een concept van een Nederlandse corporate governance code presenteerde en op 9 december van dat jaar een definitieve versie. Het vertrekpunt van de werkzaamheden van de commissie waren de 40 aanbevelingen van de Commissie Peters uit 1997. Onderwerpen die de commissie Tabaksblat zeker aan de orde moest stellen waren:

- De positie van de individuele commissaris en het functioneren van de raad van commissarissen.
- De daadwerkelijke uitoefening van rechten van aandeelhouders en het functioneren van de algemene aandeelhoudersvergadering.
- Het functioneren van de raad van bestuur.
- De relatie met en de rol van de accountant bij de ondernemingen.

⁶ Taakopdracht nieuwe commissie corporate governance, persbericht Ministerie van Financiën 10 maart 2003.

De commissie Tabaksblat heeft zich binnen de gestelde termijn van die taak gekweten en een code met best practice bepalingen geformuleerd. Om te zorgen dat die code beter wordt nageleefd dan de aanbevelingen van de commissie Peters bestaat het voornemen dat de wetgever via een algemene maatregel van bestuur deze code aan zal wijzen als gedragscode waaraan vennootschappen in hun jaarverslag moeten refereren. Tevens zullen ondernemingen aan moeten geven in hoeverre zij de bepalingen van de code naleven.

Om de code in de toekomst te actualiseren naar aanleiding van de maatschappelijke ontwikkelingen, heeft de commissie Tabaksblat de ministers van Financiën en Economische Zaken aanbevolen om een panel op te richten, dat indien daartoe aanleiding is, besluit over de aanpassing van de code. De commissie heeft ook andere aanbevelingen aan de wetgever gedaan voor wetwijzigingen ter facilitering van enkele best practice bepalingen.

Bovenstaande mag indiceren dat corporate governance, na een wat haperende start, een onderwerp is dat op de agenda zal blijven staan. SCGOP stelt zich ten doel eraan bij te dragen dat pensioenfondsen hun rol in dit verband optimaal kunnen uitoefenen, zowel in Nederland als in andere landen.

3 Basisprincipes van corporate governance

Over wat de beste vorm van corporate governance voor een onderneming is, lopen de meningen in de wereld uiteen. Wel is de laatste jaren alom het belang van goede corporate governance onderkend. De aanleiding die de aandacht op het onderwerp vestigde, verschilde echter van land tot land. In de Verenigde Staten ontstond aandacht voor corporate governance als nasleep van de grote fusie- en overnamegolf van de jaren tachtig. In het Verenigd Koninkrijk kwam het onderwerp aan de orde toen enkele grote schandalen de financiële markten verrasten. In Frankrijk gebeurde dit toen geprivatiseerde staatsbedrijven moesten leren omgaan met de wensen van (buitenlandse) institutionele beleggers. In het Verre Oosten werd het belang van goede corporate governance onderkend, toen de Azië-crisis na 1997 aantoonde dat snelle groei zonder behoorlijk bestuur grote risico's inhoudt.

De manier waarop beursfondsen worden bestuurd, varieert van land tot land. De oorzaak voor de verscheidenheid ligt onder andere in verschillen in historie en cultuur, in nationale wet- en regelgeving, in de mate van spreiding van het aandelenbezit en de daarmee verband houdende structuur van de nationale kapitaalmarkten.

In de literatuur wordt wel onderscheid gemaakt tussen het Rijnlandse en het Angelsaksische corporate governance model. Het laatste zou zich slechts richten op de belangen van aandeelhouders. Het eerste zou de belangen van alle 'stakeholders' meewegen.

Maar ook binnen continentaal Europa, waar het Rijnlandse systeem geacht wordt te functioneren, bestaan tussen landen grote verschillen. Ook de Britse en Amerikaanse praktijk, hoewel in naam beide Angelsaksisch, wijken van elkaar af.

Van praktischer nut is het onderscheid tussen marktgeoriënteerde systemen en controle georiënteerde systemen. In het eerste geval is sprake van een wijd verspreid aandelenbezit. In het tweede geval bestaan grootaandeelhouders die controle kunnen uitoefenen en zo het management van ondernemingen disciplineren. In die situatie is de aandacht vooral gericht op de bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders.

Voor Nederland is het onderscheid tussen zogenaamde 'one tier' en 'two tier' systemen van belang. 'Two tier' wil zeggen dat een apart orgaan (de raad van commissarissen) toezicht houdt op de directie. In een 'one tier' systeem bestaat slechts één 'board'.

Nederland kent een 'two tier' systeem. In Nederland zal de belegger voor het toezicht op het bestuur van een onderneming dus allereerst zijn vertrouwen in commissarissen moeten stellen. In landen met een 'one tier' systeem is de toezichthouder op de effectenmarkt de partij in wie beleggers moeten vertrouwen, hoewel ook daar een groeiende rol is weggelegd voor de onafhankelijke non-executive directors.

Al die verschillen maken het moeilijk internationale gedragsregels voor goede corporate governance op te stellen. Begin 1999 is door de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) daartoe toch een eerste poging gedaan. Deze publiceerde een document getiteld 'Beginselen van Corporate Governance' om een algemeen internationaal begrip van de elementen van een goed corporate governance regime te ontwikkelen. De richtlijnen van de OESO waren bedoeld ter flankering van de voorwaarden die het Internationale Monetaire Fonds (IMF) stelde aan de financiële steun aan enkele Aziatische landen, die niet armlastig waren te noemen, maar door onvoldoende corporate governance bij grote ondernemingen, toch een beroep moesten doen op steun van de internationale gemeenschap. De OESO wil haar beginselen van tijd tot tijd heroverwegen en aanpassen aan nieuwe ontwikkelingen. In 2004 wordt een nieuwe versie verwacht.

Beleggers verenigd in het International Corporate Governance Network (ICGN) hebben op basis van deze OESO richtlijnen het 'ICGN Statement on Global Corporate Governance Principles (1999)' opgesteld. Dit Statement is in juli 2003 geactualiseerd en mede op basis hiervan is in september 2003 het ICGN 'Statement on Institutional Shareholder Responsibilities' gepubliceerd.⁷

Dergelijke algemene richtlijnen kunnen niet altijd ingaan op de specifieke eigenschappen van het corporate governance systeem per land, dat mede gevormd wordt door de wet, de noteringsvoorwaarden die een beurs stelt en de jurisprudentie, maar ook aan individuele ondernemingen voorbehouden eigenheden als statutaire voorschriften of overeenkomsten met of tussen aandeelhouders. Dus hebben de meeste landen eigen corporate governance codes. Een overzicht van al deze codes is te vinden op de website van SCGOP (www.scgop.nl). De Universiteit van Tilburg heeft op verzoek van SCGOP een vergelijkende studie gemaakt naar al deze codes. Ook deze studie is op de website van SCGOP te vinden. Uit deze veelheid van rapporten zijn vier basisprincipes van corporate governance te distilleren:

1. Rechten van aandeelhouders

Aandeelhouders moeten tijdig kunnen beschikken over alle relevante financiële informatie om te kunnen beoordelen of het ondernemingsbeleid aan zijn doelstelling heeft beantwoord. Belangrijke onderwerpen moeten ter goedkeuring aan aandeelhouders worden voorgelegd. Aandeelhouders moeten in de gelegenheid zijn op de algemene vergadering op eenvoudige wijze hun stem uit te brengen.

⁷ Dit statement is te vinden op www.icgn.org.

4 Corporate governance en performance

2. Beschermingsconstructies

Beschermingsconstructies kunnen van nut zijn om de continuïteit van de onderneming in bijzondere situaties te waarborgen. Beschermingsconstructies dienen echter niet te worden gebruikt om het management in de gelegenheid te stellen langdurig de mening van de meerderheid van de aandeelhouders naast zich neer te leggen.

3. Bestuursstructuur

In het Nederlandse systeem dienen commissarissen onafhankelijk toezicht uit te oefenen. Dat betekent dat commissarissen niet gelieerd moeten zijn aan een bepaalde aandeelhouder, aan het bestuur of aan andere belanghebbenden. Ook moet de bestuursstructuur transparant zijn.

4. Inzicht/transparantie

De onderneming moet duidelijkheid verschaffen over het gevoerde beleid, de strategie, de wijze van besluitvorming binnen de vennootschap en de remuneratie van bestuurders en commissarissen.

In ieder systeem, hoe verschillend ook van land tot land, zullen deze hoofdpunten goed geregeld moeten zijn. Het gaat er niet om welk systeem het beste is. Het gaat erom dat de structuur voldoet aan de basisprincipes. Vervolgens is het aan beleggers om ervoor te waken dat die basisprincipes ook goed worden ingevuld. Hierbij hoort dat de bestuurders van ondernemingen en hun toezichthouders op adequate wijze verantwoording afleggen over hun beleid en het toezicht daarop. De vennootschap legt op verschillende wijzen verantwoording af aan de diverse belanghebbenden bij de onderneming. Corporate governance regelt met name hoe deze verantwoording wordt afgelegd aan de uiteindelijke verschaffers van risicodragend kapitaal: de aandeelhouders.

Pensioenfondsen streven naar het behalen van een optimaal beleggingsrendement binnen van tevoren vastgestelde risicoparameters. Ieder corporate governance beleid moet voldoen aan deze primaire doelstelling. Omdat aan het uitvoeren van een corporate governance beleid altijd kosten zijn verbonden, moet duidelijk zijn dat daar voldoende opbrengsten tegenover staan.⁸

De stelling dat een actief gebruik van aandeelhoudersrechten hogere beleggingsresultaten op zal leveren is geen nieuwe. Reeds de oude Grieken kenden het spreekwoord dat het oog van de meester het paard vet maakt. Ondernemingen die weten dat hun doen en laten door beleggers aandachtig wordt gevolgd, zullen zich meer inspanningen getroosten dan ondernemingen die deze tucht ontberen. De opkomst van private equity kan mede in dit licht worden beschouwd.

Maar het heeft enige tijd geduurd voordat de wetenschap deze stelling ook op basis van empirisch onderzoek kon onderbouwen. Aanvankelijk richtte dat wetenschappelijk onderzoek zich vooral op de relatie tussen één of enkele corporate governance karakteristieken en de ontwikkeling van respectievelijk de beurskoers, de waardering en de winst van de onderneming. In het algemeen werd een positieve relatie gevonden.⁹ Veelomvattender is de studie van Gompers, Ishii en Metrick (2001): *Corporate Governance and Equity Prices*, (NBER, 2001), die 24 verschillende corporate governance criteria gebruikten voor gemiddeld 1500 ondernemingen per jaar in de periode september 1990 tot december 1999. Hun conclusie was dat het rendement van beleggen in Amerikaanse ondernemingen met een goede corporate governance significant (achteneneenhalf procentpunt op jaarbasis) hoger is dan het rendement van beleggen in Amerikaanse ondernemingen met een slechte corporate governance score.

Geïnspireerd door de studie van Gompers, Ishii en Metrick hebben Rob Bauer en Nadja Günster de rendementen van een portefeuille van Europese ondernemingen met goede governance karakteristieken¹⁰ vergeleken met rendementen van portefeuilles met slechte governance karakteristieken. Ook zij constateerden dat de portefeuilles van bedrijven met een goede governance structuur beter presteren dan portefeuilles van bedrijven met een 'slechte' structuur. Het rendementsverschil dat zij in Europa vonden is na correctie voor

⁸ Overigens kunnen de kosten verbonden aan stemmen op afstand beperkt blijven, zo heeft de Amerikaanse SEC berekend in het kader van de aan beleggingsfondsen opgelegde verplichting tot een actief stembeleid. Daarbij moet wel onderscheid gemaakt worden tussen de kosten voor het daadwerkelijk stemmen en de kosten gemoeid met het inwinnen van informatie, die 'informed' stemmen mogelijk maken.

⁹ Een overzicht van studies op dit gebied is te vinden op de website van de Stichting: www.scgop.nl.

¹⁰ Goed bestuur loont voor beleggers, ESB 2 mei 2003, ook te vinden op www.abp.nl.

5 Institutionele beleggers en corporate governance

sectorinvloeden ongeveer drie procentpunt op jaarbasis. Zij concludeerden dat corporate governance loont. Iets wat de markt al langer onderkent. Goed geleide ondernemingen worden door beleggers significant hoger gewaardeerd.¹¹

Behalve naar rendement kijken pensioenfondsen ook naar risico's. Goede corporate governance leidt niet alleen tot hoger rendement. Slechte corporate governance is ook een risicofactor. De ervaring van de laatste jaren heeft geleerd dat onvoldoende toezicht, gebrekkige verantwoording, ondoorzichtige structuren en een ondernemingsleiding die niet bloot staat aan de tucht van de markt, een negatieve impact hebben op het risicoprofiel van aandelenbeleggingen.

Vanouds hielden pensioenfondsen bij het beleggen in aandelen vooral rekening met financiële en economische factoren. Geleidelijk aan groeit echter de rol van ook andere factoren, bij de afweging van rendement en risico. Zo is de liquiditeit van een fonds een steeds belangrijker selectiecriteria geworden. Voldoende verhandelbaarheid geeft de belegger een ruime exit-mogelijkheid, in casu de mogelijkheid om te stemmen met de voeten. In hetzelfde licht wordt de corporate governance structuur van een onderneming steeds meer als een rendementsrisicofactor gezien. Deze indiceert de mogelijkheid die aandeelhouders hebben om door middel van hun stemrecht bij te dragen aan de 'checks and balances' die van belang zijn voor goed ondernemingsbeleid. In de Engelse terminologie biedt verhandelbaarheid 'exit' en biedt corporate governance 'voice'. Beide, zowel 'exit' als 'voice', zijn instrumenten om risico's te beperken.

Aandeelhouders spelen een belangrijke rol op het gebied van corporate governance. In 1997 stelde de commissie Peters al: "Het is van essentieel belang dat alle betrokkenen, dus ook kapitaalverschaffers, gebruik maken van hun invloedsmogelijkheden."

De institutionalisering van het aandelenbezit maakt dat een steeds groter deel van de aandelen wordt gehouden door institutionele beleggers als beleggingsfondsen, verzekeraars en pensioenfondsen. De afgelopen jaren wordt steeds duidelijker dat institutionele beleggers een specifieke verantwoordelijkheid wordt toebedeeld bij de verbetering van corporate governance. Minister Zalm zei op het SCGOP symposium van 9 januari 2002: "Van institutionele beleggers mag worden verwacht dat zij hun rechten daadwerkelijk zullen gaan benutten om de corporate governance in Nederland te verbeteren." Tot voor kort vulden institutionele beleggers hun verantwoordelijkheid vooral in door te stemmen met de voeten. Maar al in 1997 stelde de Commissie Peters: "Afstoten van het aandelenbelang (met de voeten stemmen) is met name voor institutionele beleggers geen adequaat middel om invloed uit te oefenen en ook niet steeds mogelijk of wenselijk." Dat laatste geldt vooral voor institutionele beleggers die een index volgen en dus een aandelenbelang niet willen afstoten. Ook kan de omvang van het belang dat een institutionele belegger houdt dusdanig zijn dat afstoting ervan niet plaats kan vinden zonder aanzienlijke prijsconcessies.

Geleidelijk aan klinkt in de maatschappij steeds luider de oproep aan institutionele beleggers om daadwerkelijk hun stemrecht te gebruiken. En niet alleen in Nederland. In het Verenigd Koninkrijk adviseerde het Myners Committee in 2001 de regering al om institutionele beleggers te verplichten openbaar te maken hoe ze hun stemrecht gebruiken. In het in 2003 door de Europese Commissie geformuleerde Corporate Governance Actieplan, wordt deze gedachte gevolgd.¹²

Separaat heeft de Amerikaanse Securities and Exchange Commission in 2003 als onderdeel van de invulling van de bepalingen van de Sarbanes-Oxley-wet, alle bij haar geregistreerde vermogensbeheerders verplicht hun stembeleid en stemgedrag te openbaren. Dit alles is onderdeel van de internationale toenemende aandacht voor de vraag hoe pensioenfondsen en andere institutionele beleggers omgaan met de aan aandelen verbonden zeggenschapsrechten. "Zeggenschapsrechten zijn te beschouwen als 'asset', als onderdeel van de totale waarde die aandelen vertegenwoordigen. Gelijk de aandelen zelf zullen de zeggenschapsrechten op zorgvuldige wijze moeten worden beheerd. (...) Met betrekking tot het 'beheer' van zeggenschapsrechten is bij een 'fiduciary relationship' van de institutionele beleggers met haar 'beneficiaries', de institutionele belegger verantwoording verschuldigd."¹³

¹² Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A plan to Move forward (21 mei 2003).

¹³ Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdig belang. Mr. A.F. Verdam, Inaugurale rede (2003).

¹¹ Zie: "Global Investor Opinion Survey: Key Findings", McKinsey & Company, July 2002: www.mckinsey.com

Ook de in december 2003 vastgestelde Nederlandse Corporate Governance Code legt een specifieke verantwoordelijkheid bij institutionele beleggers, waaronder pensioenfondsen.

Pensioenfondsen hebben de wettelijke verplichting hun vermogen solide te beleggen om in staat te zijn de toegezegde pensioenen uit te keren. Om die reden willen pensioenfondsen zich een eigen mening vormen over de onderneming waarin zij beleggen en de door bestuurders genomen beslissingen beoordelen.

Dit betekent niet dat pensioenfondsen zich met de strategie of de dagelijkse gang van zaken van de onderneming willen bemoeien. Pensioenfondsen zullen echter wél beoordelen of het ondernemingsbeleid aan zijn doelstelling heeft beantwoord en voldoet aan de door hen gestelde financiële risico- en rendementseisen. Dit vergt een alert en slagvaardig optreden.¹⁴

Ook in de Nederlandse Corporate Governance Code wordt onderkend dat aandeelhouders een belangrijke rol vervullen op het gebied van corporate governance. Principe IV.1 van de Code stelt:

Goede corporate governance veronderstelt een volwaardige deelname van aandeelhouders aan de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders. Het is in het belang van de vennootschap dat zoveel mogelijk aandeelhouders deelnemen aan de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders. De vennootschap stelt, voor zover het in haar mogelijkheid ligt, aandeelhouders in de gelegenheid om op afstand te stemmen en om met alle (andere) aandeelhouders te communiceren. De algemene vergadering van aandeelhouders dient zodanig invloed te kunnen uitoefenen op het beleid van het bestuur en de raad van commissarissen van de vennootschap, dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van 'checks and balances' in de vennootschap. De besluiten van het bestuur over een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming zijn aan de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders onderworpen.

SCGOP stelde in haar reactie op de Code het toe te juichen dat de positie van de aandeelhouder door de Code Tabaksblat wordt versterkt. SCGOP meent dat in de Code terecht is opgenomen dat de algemene vergadering van aandeelhouders een volwaardige rol moet spelen in het systeem van 'checks and balances' van de beursgenoteerde ondernemingen. Institutionele beleggers, waaronder pensioenfondsen, hebben daarbij een eigen rol.

¹⁴ Beleidsplan SCGOP 2003.

De Nederlandse Corporate Governance Code stelt als principe IV.4:

Institutionele beleggers handelen primair in het belang van hun achterliggende begunstigden of beleggers en hebben een verantwoordelijkheid tegenover hun achterliggende begunstigden of beleggers en de vennootschappen waarin zij beleggen om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen.

Naast de oproep om van hun (stem)rechten gebruik te maken, hebben institutionele beleggers nog een andere speciale taak toebedacht gekregen in het kader van de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code. Het tweede deel van principe IV.4 van de Code stelt:

Institutionele beleggers zijn bereid om een dialoog met de vennootschap aan te gaan, wanneer zij de uitleg van de vennootschap ten aanzien van een afwijking van een best practice bepaling uit deze code niet aanvaarden. Uitgangspunt daarbij is de erkenning dat corporate governance een kwestie van maatwerk is en dat afwijkingen van individuele bepalingen door een vennootschap zeer wel gerechtvaardigd kunnen zijn.

SCGOP meent dat een dialoog heel effectief kan zijn als aan de uitkomsten ervan consequenties kunnen worden verbonden. Nu is dat in veel gevallen slechts het stemmen met de voeten. Dat is echter niet in het belang van de aandeelhouders zelf, van de ondernemingen en van corporate governance in het algemeen. SCGOP wil dan ook benadrukken dat het een gezamenlijke verantwoordelijkheid is van ondernemers, wetgever en aandeelhouders om de Code tot een succes te maken en de governance van de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen te verbeteren.

SCGOP gaf de afgelopen jaren al invulling aan deze dialoog door de aangesloten pensioenfondsen attent te maken op belangrijke ontwikkelingen ten aanzien van corporate governance welke op algemene vergaderingen aan de orde kwamen en het bezoek van deze vergaderingen door deelnemers te coördineren. De Stichting is immers van mening dat de algemene vergadering het platform is, waar deze dialoog over de corporate governance van een onderneming gevoerd moet worden.

In voorgaande jaren heeft de Stichting ten behoeve van de bij haar aangesloten pensioenfondsen steeds concrete onderwerpen (speerpunten) geformuleerd, die deze pensioenfondsen konden hanteren bij het aangaan van een dialoog met de ondernemingsleiding op de algemene vergadering. Deze speerpunten werden ook steeds tevoren aan de besturen van de grote Amsterdamse beursfondsen bekend gemaakt.

6 Formulering van een stembeleid

Naast het voeren van een dialoog over corporate governance wordt van pensioenfondsen verwacht dat zij zich verantwoorden over de manier waarop zij omgaan met de stemrechten die hen toekomen. De Nederlandse Corporate Governance Code heeft ten aanzien van het gebruik van het stemrecht door institutionele beleggers drie best practice bepalingen geformuleerd. Pensioenfondsen kunnen dus ook worden aangesproken op de naleving van die bepalingen. Deze luiden:

- IV.4.1 Institutionele beleggers publiceren jaarlijks in ieder geval op hun website hun beleid ten aanzien van uitoefenen van het stemrecht op aandelen die zij houden in beursgenoteerde vennootschappen.
- IV.4.2 Institutionele beleggers doen jaarlijks op hun website en/of in hun jaarverslag verslag van de uitvoering van hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht in het betreffende verslagjaar.
- IV.4.3 Institutionele beleggers brengen ten minste éénmaal per kwartaal op hun website verslag uit of en hoe zij als aandeelhouders hebben gestemd op de algemene vergaderingen van aandeelhouders.

Op het niet naleven van deze bepalingen zijn geen sancties gesteld. De commissie Tabaksblat heeft de wetgever echter wel aanbevolen om deze best practice bepalingen wettelijk te verankeren.¹⁵ In de hierna volgende hoofdstukken zal op ieder van deze ‘best practice’ bepalingen worden ingegaan.

Ieder pensioenfonds zal zelf een beleidsbesluit moeten nemen om de stemrechten op aandelen al dan niet te gebruiken. De fiduciaire verantwoordelijkheid zal bij die beslissing moeten worden meegewogen. Minimalisatie van kosten en tijdsbeslag zal een randvoorwaarde zijn.

Indien een pensioenfonds overweegt om stemrechten uit te oefenen zullen allereerst de volgende beleidsmatige vragen beantwoord moeten worden:

Op welke aandelen ga ik stemmen

Een pensioenfonds kan besluiten om te stemmen op alle aandelen in portefeuille of kan om praktische redenen restricties aanbrengen. Die restricties kunnen geografisch van aard zijn. Een pensioenfonds kan bijvoorbeeld besluiten om (in eerste instantie) alleen te stemmen op aandelen in Nederlandse bedrijven, of in Europese bedrijven.

Een ander restrictief criterium kan de omvang van het aandelenpakket zijn. Een pensioenfonds kan besluiten om (in eerste instantie) alleen te stemmen op die fondsen welke een bepaald deel van het belegd vermogen uitmaken, of alleen op een belang dat een bepaalde marktwaarde vertegenwoordigt. Een pensioenfonds kan zijn beslissing om al dan niet te stemmen ook laten afhangen van de aard van de te behandelen agendapunten en een keuze maken tussen stemmen op alle algemene vergaderingen of alleen op die vergaderingen waar majeure besluiten moeten worden genomen.

Hoe ga ik om met extern beheerde portefeuilles

De meeste pensioenfondsen hebben het beheer over een deel van hun vermogen uitbesteed aan derden. Ten aanzien van het zelf beheerde deel van het vermogen ligt de uitvoering van het stembeleid direct bij het pensioenfonds zelf. Bij het door derden beheerde vermogen kan die uitvoering worden opgedragen aan de externe vermogensbeheerder, waarbij het pensioenfonds zelf natuurlijk verantwoordelijk blijft voor het stembeleid, want uitvoering kan gedelegeerd worden, maar verantwoordelijkheid niet.

De Stichting kan aangesloten pensioenfondsen over deze problematiek adviseren.

Bijvoorbeeld over de rol van de custodianbank, die het pensioenfonds in staat moet stellen (op afstand) te stemmen op de door hem gehouden aandelen. Hiertoe stelt de Stichting desgewenst een standaardbepaling ten behoeve van de custody overeenkomst ter beschikking. Verder informeert de Stichting pensioenfondsen in geval van uitbestede vermogensbeheeractiviteiten over de vastlegging van de contractuele verplichting van externe vermogensbeheerder om namens het pensioenfonds te stemmen. Ook hier stelt de Stichting desgewenst een standaardbepaling ten behoeve van de vermogensbeheerovereenkomst ter beschikking.

¹⁵ Code pagina 64, punt 12.

Hoe ga ik om met juridische beperkingen

Voor aan grensoverschrijdend stemmen zijn tal van juridische haken en ogen verbonden. Daarnaast zal een pensioenfonds zich ervan willen vergewissen dat het gebruik maken van het stemrecht de liquiditeit van de beleggingen niet onaanvaardbaar beperkt. Per onderneming waarin wordt gestemd zal bekeken moeten worden of er sprake is van een blokkeringstermijn en zo ja, of het blokkeren van de aandelen zwaarder moet wegen dan de fiduciaire plicht tot uitoefening van het stemrecht. Een separate problematiek doet zich voor ten aanzien van 'stocklending'. Per onderneming zal moeten worden bekeken of de aandelen verbonden aan het uitlenen van aandelen opwegen tegen het verlies van het stemrecht als de betreffende aandelen op het verplichte moment van deponering zijn uitgeleend.

Bezoek ik zelf de vergadering of stem ik op afstand (per volmacht)

Een pensioenfonds zal moeten bepalen of het in alle of in sommige gevallen zelf aanwezig wil zijn op de vergadering om het stemrecht uit te oefenen. Bij dit besluit zal mede moeten worden overwogen of het gewenst is op die vergadering van aandeelhouders een dialoog met het bestuur van de onderneming te voeren, zoals de Nederlandse Corporate Governance Code bepleit. Maar ook zal het tijdsbeslag en de locatie van de algemene vergadering daarbij een rol spelen. Wanneer fysieke deelname aan de algemene vergadering niet noodzakelijk wordt geacht, heeft een pensioenfonds tenminste drie alternatieven:

- Stemmen via een ander pensioenfonds (volmacht verlening). Binnen SCGOP is het al enkele jaren gebruikelijk dat aangesloten pensioenfondsen elkaar volmacht verlenen om namens elkaar op vergaderingen in Nederland te stemmen. Ook in internationaal verband zijn er zulke afspraken tussen pensioenfondsen te maken.
- Stemmen via de Stichting Communicatiekanaal Aandeelhouders of Algemeen Nederlands Trustkantoor. Dit is een efficiënte wijze van stemmen, welke echter alleen mogelijk is bij die (Nederlandse) ondernemingen die dit toe staan.
- Stemmen op afstand via een internationale voting service. Dit is een relatief nieuwe ontwikkeling. De Stichting heeft voor 2004 een arrangement getroffen waaronder aangesloten pensioenfondsen met korting van deze dienst gebruik kunnen maken.

Hoe ga ik om met publiciteit naar aanleiding van mijn stemgedrag

Wanneer een pensioenfonds van zijn stemrecht gebruik maakt, kan dat aanleiding geven tot belangstelling van de media. Pensioenfondsen zullen tevoren moeten besluiten of ze hier reactief of pro-actief mee om zullen gaan.

Wanneer het bestuur bovenstaande vragen heeft beantwoord, besloten heeft dat het nuttig is om te stemmen en besloten heeft waar gestemd zal worden, dan zullen richtlijnen moeten worden opgesteld op grond waarvan (in de meeste gevallen) tevoren kan worden bepaald hoe in individuele gevallen gestemd zal worden. Daarvoor kan een handreiking worden gevonden in internationale en nationale corporate governance codes (OESO, ICGN, De Nederlandse Corporate Governance Code).

Voor de Nederlandse praktijk adviseert SCGOP de volgende standpuntbepaling bij de meest voorkomende agendapunten. Daarbij wordt ervan uitgegaan dat punten op de agenda door de raad van bestuur met goedkeuring van de raad van commissarissen zijn voorgedragen.¹⁶

Agendapunt

Goedkeuring jaarverslag	Voor	Tenzij de onderneming niet voldoet aan (internationale) accounting standards, de accounting principes zonder voldoende toelichting zijn veranderd, de externe accountant geen goedkeurende verklaring geeft of een voorbehoud heeft gemaakt.
Winstverdeling	Voor	Tenzij deze zonder afdoende toelichting afwijkt van het bestaande dividendbeleid.
Decharge	Voor	Tenzij er dringende redenen zijn om geen decharge te verlenen.
Delegatie emissiebevoegdheid gewone aandelen	Voor	Tenzij de gevraagde termijn langer is dan 18 maanden, of het aantal aandelen waarvoor de delegatie zonder voorkeursrecht wordt gevraagd meer bedraagt dan 10 procent van het op dat moment uitstaande aantal.
Delegatie emissiebevoegdheid preferente aandelen	Voor Tegen	Tenzij het bestuur onvoldoende verantwoording aflegt over de daaraan verbonden financieringsvoordelen of als daardoor een onevenwichtige verhouding ontstaat tussen kapitaalbreng en zeggenschap. De uitgifte van opties op gewone of beschermingspreferente aandelen, die een langere looptijd hebben dan de delegatie van de emissiebevoegdheid voor deze aandelen.
Inkoop eigen aandelen	Voor	Tenzij niet wordt gemotiveerd voor welke doeleinden deze machtiging zal worden gebruikt, de aandelen niet via de markt zullen worden ingekocht, of de maximale inkoopprijs teveel afwijkt van de marktprijs.

¹⁶ Wanneer aandeelhouders punten voor de vergadering hebben geagendeerd zal niet ten principale vóór worden gestemd, maar van geval tot geval een oordeel worden gevormd.

Benoeming bestuurders	Voor	Tenzij de criteria van het beloningsbeleid fundamenteel afwijken van de aanbevelingen bestuursbeloning van SCGOP (bijlage, pagina 38).
	Tegen	Indien zonder afdoende motivering wordt afgeweken van wat de Code over benoeming van bestuurders bepaalt.
Benoeming commissarissen	Voor	Tenzij zonder afdoende motivering wordt afgeweken van wat de Code over benoeming van commissarissen bepaalt.
Beloning	Voor	Tenzij deze zonder afdoende motivering afwijkt van het gestelde in de Code of van de aanbevelingen bestuurdersbeloning van SCGOP (bijlage, pagina 38).
Statutenwijziging	Voor	Tenzij deze afbreuk doet aan de bestaande rechten van gewone aandeelhouders.
Benoeming accountant	Voor	Tenzij de voorgestelde accountants(firma) onvoldoende antwoord geeft op tijdens de algemene vergadering aan hem gestelde vragen.
Majeure transacties	-	Hierbij zal van geval tot geval besloten moeten worden hoe gestemd zal worden. In ieder geval zal niet voor worden gestemd als in het voorstel niet duidelijk wordt aangetoond hoe het belang van de aandeelhouders is gewogen in verhouding tot andere belangen, ook in verhouding tot de belangen van eventuele grootaandeelhouders.
Rondvraag	-	Bij dit agendapunt wordt niet gestemd, maar het kan worden gebruikt in het kader van de aanbevolen dialoog tussen aandeelhouders en bestuur.

Bovenstaande beleidsuitgangspunten zullen natuurlijk nooit blindelings moeten leiden tot het geven van gerichte stemvolmachten. Steeds zal het pensioenfonds zich - eventueel op basis van deskundig extern advies per onderneming per agendapunt - een oordeel moeten vormen over zijn stemgedrag. Een 'afvinkmentaliteit' is uit den boze.

De Stichting beijvert zich aangesloten pensioenfondsen tegen gereduceerd tarief via internet te doen voorzien van stemadvies ten aanzien van de agenda's van de algemene vergaderingen van in Nederland beursgenoteerde ondernemingen.¹⁷

¹⁷ Zie voor het aanbod www.scgop.nl.

7 Uitoefening van het stemrecht

Uitoefening van het stemrecht wordt nationaal en internationaal van wezenlijk belang geacht in het systeem van 'checks and balances' in een vennootschap. Een belangrijk onderdeel van de taakopdracht van de commissie die de Nederlandse Corporate Governance Code opstelde was dan ook de daadwerkelijke uitoefening van rechten van aandeelhouders. Ook het Statement on Institutional Shareholder Responsibilities van ICGN legt grote nadruk op het belang van de uitoefening van stemrecht.

Gezien de internationale spreiding van beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen is het in de meeste gevallen ondoenlijk om alle vergaderingen van aandeelhouders te bezoeken. Om te stemmen zullen pensioenfondsen dus veelal een stemvolmacht (proxy) geven aan een derde. Die derde kan iedereen zijn. In de praktijk is hij doorgaans een vermogensbeheerder, een custodian, een gespecialiseerde partij (bijvoorbeeld het communicatiekanaal aandeelhouders, een administratie- of trustkantoor), of het bestuur van de onderneming.

De stemvolmacht kan 'open' zijn, wat impliceert dat de gevolmachtigde zelf mag besluiten hoe hij stemt, of 'gesloten' waarbij tevoren aan de gevolmachtigde wordt opgedragen hoe te stemmen. Op deze manier stemmen bij volmacht heet in het Engels 'proxy voting'. Dat is dus een vorm van 'stemmen op afstand'. Andere vormen zijn stemmen via de post of via internet, e-voting. Dat laatste is in de praktijk formeel meestal niet mogelijk. Daarom beveelt de Commissie Tabaksblat aan om de Wet Giraal Effectenverkeer en Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek zodanig te wijzigen dat het stemmen op afstand en het werven van stemvolmachten worden gefaciliteerd. En de Stichting bepleit al enkele jaren de invoering van een praktisch goed hanteerbaar systeem van stemmen op afstand.

Europees commissaris Bolkestein heeft in zijn Action Plan on Company Law and Corporate Governance prioriteit gegeven aan het mogelijk maken van stemmen op afstand. Maar totdat de Europese wetgeving is aangepast zullen aandeelhouders die niet zelf naar de algemene vergadering gaan dus bij volmacht moeten stemmen.

Communicatiekanaal aandeelhouders

In het vergaderseizoen 2000 bestond in Nederland voor het eerst de mogelijkheid om per volmacht te stemmen via het Communicatiekanaal Aandeelhouders. Dit communicatiekanaal biedt aandeelhouders een gemakkelijke en efficiënte wijze om hun stem uit te brengen. Formeel gezien geven zij de volmacht aan een centrale gevolmachtigde, die in de vergadering namens hen stemmen uitbrengt. De centrale gevolmachtigde is willoos.

Hij is een volmachtverzamelaar, die blindelings stemt volgens gerichte instructie. Inhoudelijk gezien gaat het daarom eigenlijk om 'stemmen op afstand' (zonder fysiek op de aandeelhoudersvergadering aanwezig te zijn.)¹⁸

Het communicatiekanaal kent echter beperkingen. Een is dat slechts een klein aantal ondernemingen deelneemt. De tweede is dat in de praktijk alleen houders van Nederlandse effectenrekeningen worden bereikt. Dat zijn dus wel particulieren die een effectenrekening aanhouden bij een van de deelnemende Nederlandse banken, maar institutionele beleggers die een rekening bij een niet-Nederlandse custodianbank aanhouden, kunnen in de praktijk niet of moeilijk via het communicatiekanaal stemmen. De reden hiervoor is het grotendeels onontgonnen terrein van eigendomsaanspraken op effecten in internationale ketens van intermediairs.¹⁹

De Stichting meent echter dat het communicatiekanaal ook voor pensioenfondsen een geschikt middel kan zijn om te stemmen bij Nederlandse ondernemingen, zeker als meer ondernemingen zich bij het communicatiekanaal aansluiten.

Internationale praktijk

De aandelenportefeuille van een pensioenfonds zal voor het grootste deel bestaan uit niet-Nederlandse ondernemingen. De custodianbank(en) van een pensioenfonds hebben doorgaans een relatie met een internationale voting service. Pensioenfondsen die hun stemrechten verbonden aan die niet-Nederlandse aandelen willen uitoefenen, kunnen dat doen door gebruikmaking van de internetmogelijkheden die door die internationale voting services worden aangeboden. Het is vervolgens aan de custodian om er als gevolmachtigde voor te zorgen dat de stem de onderneming ook daadwerkelijk bereikt.

Een recente ontwikkeling is dat via die internetmogelijkheid niet alleen stemmen kunnen worden uitgebracht, maar ook per agendapunt stemadviezen kunnen worden verkregen van het adviesbureau met wie het pensioenfonds een relatie heeft.

Op deze wijze kan een pensioenfonds een groot deel van het stemproces uitbesteden en op efficiënte wijze beredeneerd zijn stem doen gelden. SCGOP biedt aangesloten pensioenfondsen de mogelijkheid om met korting op de tarieven van een dergelijk systeem gebruik te maken. Het pensioenfonds zal wel vast moeten stellen wie binnen de eigen organisatie verantwoordelijk is voor het uitvoeren van het stembeleid. Daarbij moet worden bedacht

dat in veel gevallen op korte termijn beslissingen moeten worden genomen, aangezien de periode tussen het publiceren van de agenda en het registreren van de uitgebrachte stem beperkt is. Ook moet worden bedacht dat stemmen, vanwege de koppeling tussen de datum van sluiting van het boekjaar en die van de algemene vergadering, veelal een seizoensgebonden activiteit is, met als zwaartepunt de periode maart-juli.

Pensioenfondsen die werken met externe vermogensbeheerders kunnen met deze overeenkomen dat ze op analoge wijze het stemrecht op de aandelen in portefeuille uitoefenen, conform het door het pensioenfonds opgestelde stembeleid. Dit is in de beheerovereenkomst vast te leggen. Daarbij zal het wel noodzakelijk blijven dat het pensioenfonds zich ervan vergewist dat dit beleid ook daadwerkelijk wordt uitgevoerd.

Proxy solicitation

Een actief pensioenfonds zal niet alleen zelf willen stemmen, maar zich indien nodig ook met andere aandeelhouders in verbinding willen stellen om gezamenlijk tot grotere stemmenmacht te komen, door stemvolmachten te verzamelen (proxy solicitation). Dat werd al aanbevolen door de Commissie Peters die in zijn rapport van 1997 (pagina 26) stelde: "Gestreefd moet worden naar een efficiënt proxy solicitation systeem met gebruikmaking door de vennootschappen en (groepen van) aandeel- en certificaathouders, tegen betaling van redelijke kosten." Het communicatiekanaal aandeelhouders heeft een dergelijk systeem van proxy solicitation nog niet kunnen verwezenlijken. De commissie Tabaksblat meende in zijn rapport van 2003 (pagina 63) eveneens dat aandeelhouders voorafgaand aan de algemene vergadering de mogelijkheid moeten hebben om met elkaar te communiceren en schreef: "De commissie ondersteunt derhalve het voornemen van de ministers van Financiën en Justitie tot wettelijke facilitering op korte termijn van proxy voting en proxy solicitation." SCGOP coördineert vooruitlopend hierop in voorkomende gevallen al inspanningen van deelnemers op dit gebied, waarbij een van de deelnemers aan andere pensioenfondsen stemvolmachten vraagt.

¹⁸ M.P. van de Hoek, Resultaten Communicatiekanaal 2000 en 2001, Ondernemingsrecht 2002-1 pagina 25-31.

¹⁹ Zie voor dit onderwerp J.W. Winter, Grensoverschrijdend Stemmen. Oratie, Rotterdam (2000).

8 Verslaglegging over de uitvoering van het stembeleid en het stemgedrag

Uitvoering van het stembeleid

Op grond van de best practice bepaling IV.4.2 in de Code wordt van institutionele beleggers verwacht dat zij ten minste jaarlijks op hun website en/of in hun jaarverslag, verslag doen van de uitvoering van hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht in het betreffende verslagjaar.

Bij de invulling van deze verantwoordelijkheid is praktisch voorstelbaar dat een pensioenfonds (of een andere institutionele belegger) ervoor kiest het stembeleid niet op alle aandelenbeleggingen toe te passen, of het stembeleid gefaseerd uitvoert, bijvoorbeeld ingericht naar regio's, sectoren of universums waarin aandelenbeleggingen plaatsvinden.

Een dergelijke benadering heeft uiteraard de consequentie dat de verantwoording over de uitvoering van het stembeleid eenzelfde beperking of fasering kent.

Verder staat het pensioenfondsen (en andere institutionele beleggers) uiteraard vrij om vaker dan eens per jaar verantwoording af te leggen over de uitvoering van het stembeleid.

Andere mogelijke aspecten waarover in dit kader verantwoording zou kunnen worden afgelegd zijn:

- Het aantal aandeelhoudersvergaderingen waarin het pensioenfonds in het verslagjaar in totaal, per regio, per sector of per universum al dan niet (op afstand) heeft gestemd.
- Het aantal aandeelhoudersvergaderingen waaraan het pensioenfonds fysiek heeft deelgenomen en de inhoud van de eventuele dialoog die het pensioenfonds met de ondernemingsleiding is aangegaan.
- Inzicht verschaffen als in individuele gevallen wordt afgeweken van het stembeleid, bijvoorbeeld in geval van (potentieel) conflicterende belangen.²⁰

Verslaglegging over het stemgedrag

Transparantie is een kernbegrip in corporate governance. Van pensioenfondsen en andere institutionele beleggers die hun stemrecht gebruiken wordt over hun stemgedrag transparantie verwacht. Dit blijkt met zoveel woorden uit best practice bepaling IV.4.3 van de Nederlandse Corporate Governance Code: "Institutionele beleggers brengen ten minste eenmaal per kwartaal op hun website verslag uit of en hoe zij als aandeelhouders hebben gestemd op de algemene vergadering." Hierbij kan worden gedacht aan verslaglegging over het stemgedrag per agendapunt in een aandeelhoudersvergadering waarin het pensioenfonds fysiek of op afstand (bijvoorbeeld door een gegeven volmacht of via een internationale voting service) heeft gestemd. Wanneer externe vermogensbeheerders zijn ingeschakeld, moet met deze partijen worden overeengekomen hoe zij rapporteren over het stemgedrag.

²⁰ Zie: ICGN Statement on Institutional Shareholder Responsibilities, hoofdstuk III, sub h en i, via www.icgn.org, en Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdig belang, mr. A.F. Verdam, inaugurale rede (2003).

9 Pension fund governance

De toenemende maatschappelijke belangstelling voor goed bestuur en het afleggen van verantwoordelijkheid vertaalt zich naar ondernemingen in aandacht voor corporate governance. Maar het zijn niet alleen ondernemingen die vragen krijgen over bestuur, transparantie en verantwoording. Ook pensioenfondsen hebben met deze zaken te maken. In dat geval gaat het om pension fund governance. Pensioenfondsen die al een corporate governance beleid hebben bepaald, zullen zich hierop hebben voorbereid. Wie kaatst moet immers de bal verwachten. Wanneer pensioenfondsen bij de ondernemingen waarin ze beleggen aandringen op transparante corporate governance structuren en het afleggen van verantwoording, dan kan de tegenvraag gesteld worden hoe pensioenfondsen zelf omgaan met governance.

Maar niet alleen pensioenfondsen die actief zijn op het gebied van corporate governance zullen met vragen over pension fund governance worden geconfronteerd. Er is toenemende aandacht voor de wijze waarop bestuur en directie van pensioenfondsen aan deelnemers verslag doen over de wijze waarop zij het pensioenfonds besturen.

Corporate governance en pension fund governance raken elkaar wanneer pensioenfondsen verantwoording afleggen over hun beleggingsbeleid. Steeds meer besturen van pensioenfondsen stellen gedragscodes op die dienen als verantwoording van hun beleggingsbeleid. Onderdeel van die verantwoording vormt conform de Nederlandse corporate governance code het beleid ten aanzien van corporate governance.

Het formuleren en uitvoeren van een eigen governance beleid kan gezien worden als onderdeel van de manier waarop een pensioenfonds wordt bestuurd. Corporate governance en pension fund governance zijn dus nauw met elkaar verbonden.

10 Maatschappelijk verantwoord beleggen

Corporate governance en maatschappelijk verantwoord beleggen zijn onderwerpen die slechts zijdelings met elkaar te maken hebben. Maar omdat beide begrippen vaak met elkaar worden verward, is het goed de verschillen duidelijk te onderkennen. Het corporate governance beleid van pensioenfondsen is erop gericht de risico/rendementsverhouding van aandelenbeleggingen te verbeteren. Van maatschappelijk verantwoord beleggen kan worden gesproken indien een beleggingsportefeuille niet louter op grond van het financiële rendement wordt samengesteld, maar ook andere overwegingen een rol spelen.

Vooraf binnen de vakbeweging heeft maatschappelijk verantwoord beleggen de aandacht. In aansluiting op de in 1996 door het FNV uitgebrachte nota 'Van Pensioen Verzekerd', waarin werd gekozen voor een maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid, is in 2002 de nota 'Goed belegd' door het FNV uitgebracht. Daarin stippelt de vakcentrale een strategie voor maatschappelijk verantwoord beleggen van pensioengelden uit waarbij drie sporen kunnen worden gevolgd:

- 1 De minimumbenadering. De FNV vindt dat er sociale minimum voorwaarden en milieuraanvoorwaarden aan het beleggingsbeleid moeten worden gesteld. Zo wil de FNV niet dat er belegd wordt in landen waar mensenrechten en/of vakbondsrechten worden geschonden. De FNV wil dat die voorwaarden worden vastgelegd in beleggingscodes, welke door bedrijfspensioenfondsen in 2004 moeten worden ontwikkeld.
- 2 De positieve benadering. Beleggen in ondernemingen die juist goed scoren wat betreft sociaal en milieubeleid. De FNV is van mening dat een goed sociaal en milieubeleid tot uitdrukking komt in een goed rendement en wil dat rond 2008 de helft van het pensioenvermogen mede op basis van deze positieve benadering is belegd.
- 3 De dialoogbenadering. Er moet een actieve dialoog gevoerd worden met ondernemingen om zo kritisch hun beleid te volgen en waar nodig bij te sturen. De FNV denkt dat door middel van de dialoog op de lange termijn betere resultaten kunnen worden behaald dan via een beleid dat alleen bestaat uit het aan- en verkopen van aandelen en obligaties van ondernemingen die op het gebied van duurzaamheid goed, respectievelijk slecht scoren.

Ook het CNV wil komen tot een duurzaam en rechtvaardig beleggingsbeleid. Voor het CNV staat het behalen van een optimaal rendement centraal, maar dat rendement mag niet ten koste van alles worden behaald. Het CNV heeft in 1999 een beleggingscode opgesteld, welke in november 2003 is herzien onder de titel 'Principes in praktijk'. Het CNV meent dat tot de

overige belanghebbenden op wie het beleid van een pensioenfonds zich volgens artikel 5, lid 4 van de PSW moet richten ook toekomstige generaties moeten worden verstaan en omschrijft duurzaamheid dan ook conform de World Commission on Environment and Development (Commissie Brundtland) als: "Er is sprake van een duurzame ontwikkeling indien de huidige generaties in hun behoeften kunnen voorzien zonder het vermogen aan te tasten van toekomstige generaties om in hun behoeften te voorzien." Het CNV noemt diverse strategieën waaruit pensioenfondsen kunnen kiezen om invulling te geven aan hun streven naar een duurzaam beleggingsbeleid. Deze zijn:

- Het uitsluiten van bedrijven die niet beantwoorden aan de gestelde duurzaamheidseisen.
- Het uitsluiten van de worst-in-class bedrijven op het gebied van duurzaamheid.
- Het selecteren van de best-in-class bedrijven op het gebied van duurzaamheid.
- Het selecteren van bedrijven met de beste ratio op financieel en duurzaamheidsgebied.
- Het zich actief opstellen of engageren als aandeelhouder.

Begin 2001 heeft de Sociaal-Economische Raad (SER) een advies getiteld 'De winst van waarden' uitgebracht. In dit rapport staan maatschappelijk ondernemen en corporate social responsibility centraal. In de bijlage van het rapport heeft de SER echter ook een passage gewijd aan het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. De SER meent dat een pensioenfonds in zijn actuariële en bedrijfstechnische nota, waarin ondermeer het beleggingsbeleid uiteen-gezet wordt, zijn visie op maatschappelijk verantwoord beleggen kan uitwerken. De SER koppelt maatschappelijk verantwoord beleggen niet aan corporate governance, maar zegt ervan uit te gaan "dat sociale partners, gelet op hun directe of indirecte betrokkenheid bij het beleid van pensioenfondsen, goed in de gelegenheid zijn te bevorderen dat pensioenfondsen een maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid voeren - uiteraard binnen de kaders van de Pensioen- en spaarfondsenwet." De sociale partners hebben het voornemen om deze aangelegenheid in het kader van de Stichting van de Arbeid te bespreken.

Corporate governance en maatschappelijk verantwoord beleggen zijn dus verschillende zaken. In de taakopdracht voor de commissie Tabaksblad stond:

"Deze code heeft het oogmerk beursgenoteerde ondernemingen een handreiking te bieden voor het verbeteren van hun governance. Naleving hiervan dient het vertrouwen in het goede en verantwoorde bestuur van ondernemingen te vergroten. De invalshoek van de kapitaalmarkt staat daarom centraal - dat wil zeggen de relatie beursgenoteerde ondernemingen versus kapitaalverschaffers - zonder dat afbreuk wordt gedaan aan de positie van andere stakeholders (werknemers en andere betrokkenen).

Deze invalshoek houdt ook in dat het onderwerp maatschappelijk verantwoord ondernemen geen onderdeel vormt van een hernieuwde code. Dit onderwerp is immers niet verbonden aan een nationale vennootschappelijke structuur en de reikwijdte ervan is ook veel breder dan het ontwikkelen van een nieuwe code voor het functioneren van Nederlandse ondernemingen op de kapitaalmarkt.²¹

SCGOP rekent maatschappelijk verantwoord beleggen dan ook niet tot haar aandachtsgebied. Al is het natuurlijk wel zo dat corporate governance beleid beoogt dat ondernemingen meer aandacht schenken aan de wensen van hun aandeelhouders.

Mochten de wensen van de meerderheid van die aandeelhouders zich richten op maatschappelijk verantwoord ondernemen, dan zal een onderneming met een goede corporate governance structuur daar ontvankelijker voor zijn dan een onderneming met een minder deugdelijke corporate governance structuur.

11 Over SCGOP

De Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen is in 1998 door acht pensioenfondsen opgericht om pensioenfondsen ter zijde te staan bij het opzetten en uitvoeren van hun corporate governance beleid. De Stichting kent oprichters, deelnemers en waarnemers. Het bestuur van de Stichting bestaat uit vertegenwoordigers van de oprichters en één vertegenwoordiger uit de kring van de deelnemers.

De Stichting is niet opgericht om onafhankelijk van haar deelnemers corporate governance tot ontwikkeling te brengen. De deelnemers bepalen zelf hoe ze dat willen doen. De Stichting creëert een infrastructuur en helpt hen daarbij. Dit betekent onder meer dat de Stichting onderzoek doet, aan de deelnemers informatie verstrekt en zal bevorderen dat pensioenfondsen met elkaar en met de leiding van ondernemingen van gedachten kunnen wisselen over bestuur, toezicht en verantwoording. Daarbij wordt voortdurend de keuzevrijheid en eigen verantwoordelijkheid van elke deelnemer beklemtoond en gerespecteerd.

Als deelnemers komen in aanmerking:

- Ondernemingspensioenfondsen;
- Bedrijfstakpensioenfondsen;
- Beroepspensioenfondsen;
- Managementorganisaties die aan pensioenfondsen zijn verbonden.

Bestuurders

PGGM

Stichting Pensioenfonds ABP

Stichting Unilever Pensioenfonds "Progress"

Blue Sky Group

Philips Pensioenfonds

SPF Beheer

Shell Pensioenfonds Beheer

Deelnemers

Stichting Pensioenfonds Openbaar Vervoer

Stichting Lucent Technologies Pensioenfonds

Bedrijfstakpensioenfonds voor de Metalektro (PME)

Pensioenfonds Metaal en Techniek

Stichting Bedrijfspensioenfonds Zorgverzekeraars

²¹ Taakopdracht nieuwe commissie corporate governance, Ministerie van Financiën, 10 maart 2003.

Pensioenfonds Horeca & Catering
Stichting Grafische Bedrijfsfondsen
Amonis
Stichting Pensioenfonds voor Fysiotherapeuten
Stichting Pensioenfonds voor de Media PNO
Stichting Pensioenfonds voor de Woningcorporaties
Stichting Pensioenfonds Solvay Pharmaceuticals
Stichting Pensioenfonds Kon. Volker Wessels Stevin
Stichting Predikantenpensioenen in de Nederlandse Hervormde Kerk
Stichting Bedrijfspensioenfonds voor de Bouwnijverheid
TPG KPN Pensioen
Stichting Pensioenfonds HBG
Stichting Bedrijfspensioenfonds voor het Schilders- Afwerkings- en Glaszetbedrijf
Stichting Pensioenfonds Casinospelen
SBA Artsenpensioenfonds
Stichting Pensioenfonds AKZO Nobel
Beon Pensioen- en Vermogensbeheer
Stichting Pensioenfonds van de ABN AMRO Bank NV
Relan Pensioen
Kunst en Cultuur Pensioen- en Levensverzekering Mij NV

Waarnemers

Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen
Verbond van Verzekeraars
Dutch Fund Association
Unie van Beroepspensioenfondsen

Het secretariaat van de Stichting heeft als postadres: Postbus 2889, 6401 DJ Heerlen.
Telefoon: (045) 579 16 13 - fax: (045) 579 21 43 - e-mail: info@scgop.nl

Bijlage: Aanbevelingen Bestuurdersbeloning

Verantwoordelijkheden en bevoegdheden

- 1 De verantwoordelijkheid voor de remuneratie van de Raad van Bestuur ligt bij de Raad van Commissarissen.
De RvC stelt een remuneratiecommissie in die bestaat uit onafhankelijke leden.
De commissie stelt een remuneratiebeleid op dat voldoet aan de hierna volgende aanbevelingen.
- 2 De RvC is verantwoordelijk en door de AvA aanspreekbaar voor alle aspecten van de bestuurdersbeloning. De RvC legt hierover verantwoording af in het Jaarverslag.
- 3 Goedkeuring van de AvA is noodzakelijk voor aandelen- en optieplannen als zodanig, maar niet voor de concrete invulling ervan op individueel niveau. Dat laatste blijft een taak van de remuneratiecommissie.

Redelijkheid en effectiviteit

- 4 Het totale beloningspakket dient getoetst te worden op redelijkheid en effectiviteit.
Ten aanzien van de hoogte van de beloningen dient de RvC een onafhankelijk oordeel te hebben en niet alleen af te gaan op marktvergelijkingen of historische precedenten.
- 5 De koppeling van het remuneratiebeleid met de lange termijn strategische doelstellingen van de onderneming dient expliciet gelegd te worden en dient toetsbaar te zijn.

Van het totale beloningspakket dient een substantieel deel een directe koppeling met vooraf bepaalde prestatiedoelstellingen te hebben; de bestuurdersbeloning dient voorts in belangrijke mate een lange termijn karakter te hebben.
- 6 Het beloningssysteem dient rekening te houden met de geldende maatschappelijke normen en waarden. Dat voorkomt uitkomsten die als excessief worden ervaren.
Een goed beloningssysteem geeft de juiste incentives en bevat geen onbedoelde prikkels tot gedrag dat strijdig is met de belangen van de onderneming of dat stimuleert tot een toepassing van de verslaggevingregels of andere wettelijke bepalingen die niet strookt met de materiële bedoeling ervan.
- 7 De remuneratiecommissie dient periodiek vast te stellen of de gekozen instrumenten daadwerkelijk hebben bijgedragen aan het bereiken van de strategische doelstellingen.

Gebruik van beloningsinstrumenten

- 8 Het gebruik van de beloningsinstrumenten is een uitwerking van de gekozen verdeling over vaste en variabele en korte versus lange termijn beloningsinstrumenten.
- 9 De effectiviteit dient bepalend te zijn voor de keuze van de specifieke instrumenten; de verslaggevingpraktijk of fiscale mogelijkheden zijn daaraan ondergeschikt.
- 10 Optieprogramma's en/of aandelenprogramma's kunnen onderdeel zijn van het lange termijn, variabele deel van het totale beloningspakket.
Deze programma's dienen aan een aantal eisen te voldoen:
 - lange termijn karakter;
 - gespreide verzilvering of verkoop; bij voorkeur op vooraf bepaalde momenten over een langjarige periode;
 - koppeling met de strategische doelen van onderneming kan worden bereikt door:
 - het aantal te verstrekken opties of aandelen afhankelijk te stellen van het realiseren van vooraf aangegeven doelen, dan wel door
 - de uitgifte van 'maatwerk' opties of aandelen waarbij alleen de relatieve performance van het aandeel ten opzichte van een vooraf afgesproken benchmark wordt beloond;
 - repricing van opties is niet acceptabel.
- 11 De cumulatie van hoge variabele beloningen en riant exit-regelingen is niet acceptabel; een riant exit-regeling doet afbreuk aan de incentive, die van een variabele beloningsstructuur behoort uit te gaan.
- 12 De onderneming dient als regel geen leningen aan bestuurders te verstrekken.

Verslaggeving

- 13 Over alle aspecten van de bestuurdersbeloning, zowel beleid, doelstellingen als uitkomsten, dient transparant, volledig en op consistente wijze te worden gerapporteerd in het Jaarverslag. In geval van opties of aandelen dienen afspraken ten aanzien van behoudperiode en verkoopmomenten te worden vermeld.
Bestuurders dienen verzilvering van opties en verkoop van aandelen te melden op het moment van verzilvering dan wel verkoop.
- 14 De economische waarde van opties op het moment van toekenning dient als kosten in de Verlies- en Winstrekening van de onderneming te worden verantwoord.

Toelichting bij Aanbevelingen

1 De stok of de wortel?

De huidige structuur voor publieke ondernemingen wordt gekenmerkt door scheiding van ondernemingbestuur en aandeelhouderschap. Het is managers capitalism en niet owners capitalism. In dit model ligt het zwaartepunt bij het ondernemingsbestuur: zij bepalen de strategie en voeren deze uit.

De RvC heeft slechts een toezichthoudende rol en de aandeelhouder kan er hooguit in toestemmen.

Om in dit model toch te bewerkstelligen dat belangen van aandeelhouders en bestuurders parallel lopen, is gekozen voor het remuneratie-instrument. In het beloningspakket worden incentives ingebouwd die het managers capitalism meer 'shareholders friendly' moeten maken. Er wordt dus gekozen voor de wortel²². De vraag is dan vervolgens of het gekozen systeem ook goed uitwerkt. Dit hangt af van de vormgeving en de feitelijke invulling. Maar daaraan gaan vooraf heldere en meetbare doelstellingen.

2 Helderheid doelstelling

In een systeem van maximizing shareholders value lijkt de doelstelling helder. Maximeer de beurswaarde van de onderneming. De praktijk is anders. Maximeren van de beurswaarde zeker als deze gedreven wordt door eenvoudig manipuleerbare grootheden als 'pro forma' winst per aandeel, blijkt een weinig duurzaam gebeuren.

De grote nadruk op korte termijn beurswaarde maakt de onderneming speelbal van de volatiliteit van de aandelenmarkt. Het volgende citaat uit The Economist van 16 november 2002 illustreert dit.

Drugs in the boardroom

Mr. Jensen²³ now thinks that the way in which executive pay was typically tied to share performance through options meant that, in the bubble, the carrots became what he calls 'managerial heroin', encouraging a focus on short-term highs with destructive long-term consequences. Once a firm's shares became overvalued, it was in managers' interests to keep

²² Het alternatief kiezen voor de stok kan ook door een combinatie van hoog basisloon plus een eenvoudig ontslagmechanisme. Aandeelhouders zullen dat niet snel doen tenzij de continuïteit van de onderneming gewaarborgd is. Wel geldt dat goudgerande exit-regelingen uit den boze zijn. Ontslag dient een disincientive te zijn.

²³ Michael Jensen was hoogleraar aan de Harvard Business School en in de jaren zeventig de grote voorstander van optiebeloningen voor bestuurders als oplossing van het 'principal agency'-conflict van de moderne onderneming.

them that way, or to encourage even more overvaluation, in the hope of cashing out before the bubble burst. Doing this not only meant being less than honest with shareholders, or being creatively optimistic with corporate accounts. It also encouraged behaviour that actually reduced the value of some firms to their shareholders -- such as making an acquisition or spending a fortune on an Internet venture simply to satisfy the whims of an irrational market.

Wat zijn echter de alternatieven. We onderscheiden er drie:

- lange termijn winstgroei;
- lange termijn winstgroei met vertaling in operationeel prestatiecontract;
- lange termijn koersontwikkeling ten opzichte van een vooraf bepaalde benchmark.

Lange termijn winstgroei lijkt een aantrekkelijk alternatief. Nadeel is dat het winstbegrip manipuleerbaar is en daardoor in versterkte vorm de afgeleide van de winst: de winstgroei. Bovendien houdt het boekhoudkundige winstbegrip geen rekening met andere factoren die de waarde van de onderneming bepalen zoals wijzigingen in het risicoprofiel van de ondernemingen, afvlakking van winstgroeipectieven en last but not least de kwaliteit en de reputatie van de ondernemingen.

Dit maakt gerealiseerde lange termijn winstgroei ongeschikt om als enige doelstellingsvariabele te dienen.

Het tweede alternatief gaat uit van lange termijn winstgroei als hoofddoelstelling van de onderneming doch vertaalt deze hoofddoelstelling in meetbare instrumentele doelstellingen. De beloning van de bestuurders is gekoppeld aan de prestaties ten aanzien van deze instrumentele doelstellingen.

Dit model waar de beloning gekoppeld is aan een expliciet prestatiecontract dat weer is afgeleid van de strategische ondernemingsdoelstelling spreekt zeer aan. Het vereist echter een vorm van betrokkenheid bij het operationele ondernemingsgebeuren van de zijde van de RvC die in de praktijk vaak onhaalbaar is.

Het derde alternatief accepteert de informatie-asymmetrie tussen bestuur en toezichthouders als gegeven.

Door de beloning te koppelen aan de lange termijn koersontwikkeling van het aandeel afgezet tegenover een geëigende benchmark is op een eenvoudige wijze een belangenparallie tussen agent (= ondernemingsbestuur) en principaal (= aandeelhouder) te bewerkstelligen. Ook aan dit model kleven meetbaarheidsproblemen. Vooral de benchmarkkeuze is vatbaar voor manipulatie. M. Jensen beveelt aan te keizen voor cost of capital benchmark; anderen zien meer in een peer-group index. Het voordeel van een peer-group aanpak is dat deze

bescherming biedt tegen de grote absolute volatiliteit van de aandelenmarkt en zich meer richt op de specifieke factoren die de waarde van de onderneming bepalen. Het wordt aan de markt overgelaten alle voor de ondernemingswaarde relevante factoren te verdisconteren. In dit opzicht is er dus sprake van een objectief systeem.

De conclusie kan zijn dat een expliciet prestatiecontract met meetbare instrumentele doelen afgeleid van de strategische ondernemingsdoelstelling de voorkeur verdient maar in veel gevallen te hoog gegrepen lijkt. Dat geldt vooral voor die situaties waarin de RvC op relatief grote afstand staat. In dergelijke situaties is een directe koppeling aan de aandelenkoers een goede tweede keuze mits het lange termijn karakter gewaarborgd is en de koersontwikkeling wordt afgezet ten opzichte van een relevante benchmark.

3 *Vormgeving van het beloningsbeleid*

Het beloningsbeleid dient vanuit twee gezichtspunten te worden beoordeeld:

- Is het voldoende aantrekkelijk voor goede bestuurders en qua hoogte redelijk ten opzichte van de geleverde prestaties.
- Geeft het beleid de juiste prikkels tot het realiseren van de strategische ondernemingsdoelstelling.

Met andere woorden is het redelijk gelet op de specifieke arbeidsmarktverhoudingen en billijk gelet op de maatschappelijke normen en tenslotte: is het effectief.

De vraag naar de redelijkheid en billijkheid betreft vooral de hoogte van de beloning, in verhouding tot de geleverde prestaties en in relatie tot de specifieke marktomgeving waarin de onderneming opereert. De RvC dient zich een zelfstandig oordeel over deze aspecten te vormen en kan zich niet eenvoudig verschuilen achter benchmarking studies van externe consultants. Voorts dient expliciet te worden aangegeven met welke referentiegroep de onderneming zich vergelijkt als het gaat om de vaststelling van de hoogte van de bestuurdersbeloning.

De effectiviteitsvraag heeft vooral betrekking op de vormgeving van het beloningspakket. Relevant zijn de verdeling over vast en variabel en korte en lange termijn beloningscomponenten. In marktgerichte ondernemingen waarbij de Raad van Bestuur vooral ondernemerschap moet tonen past een beloningsmix met het zwaartepunt bij variabele en lange termijn beloningscomponenten. In ondernemingen waarbij operationele efficiëntie, kapitaal-efficiëntie en beheerste groei centraal staan zal nadruk kunnen liggen op vaste belonings-elementen. De verhouding tussen vast en variabel ligt in Nederland traditioneel op vast; meer nadruk op variabel en lang komt de effectiviteit van het beloningsbeleid ten goede.

Variabele beloningsinstrumenten zijn cash bonus, opties en aandelen. De cash bonus is vooral een korte termijn instrument, opties en aandelen zijn geschikte instrumenten voor het variabele, lange termijn onderdeel.

Opties hebbend de laatste tijd een slechte naam gekregen. Dit heeft meer te maken met de gebrekkige vormgeving (korte looptijd, verborgen kosten, koppeling aan absolute aandelenperformance, etc.) dan met de voordelen van het instrument zelf. Opties dienen als lange termijn instrument te worden gehanteerd, bij voorkeur in de vorm van overlappende programma's met vaste uitoefenmomenten gespreid over een flink aantal jaren.

Het herprijzen van oude optiepakketten is uit den boze. Het incentive karakter van opties wordt tenietgedaan als herprijzing standaard praktijk zou worden.

Ook het verstrekken van aandelen dient een lange termijn karakter te hebben met vooraf vastgestelde minimale 'holding'-periodes. In alle gevallen dienen de kosten van deze programma's via de V&W-rekening te lopen.

Lange termijn beloningen kunnen ook een vast karakter hebben zoals pensioenregelingen en andere secundaire arbeidsvoorwaarden. Door hun lange termijn karakter hebben ze een bindingselement en dienen expliciet in de beschouwing te worden betrokken bij de beoordeling van de totale hoogte van het beloningspakket. De kosten hiervan dienen expliciet zichtbaar te zijn. Lange termijn bindingsinstrumenten als het verstrekken van leningen dienen als regel niet gebruikt te worden.

Exit-regelingen en change of control bepalingen dienen primair beoordeeld te worden vanuit effectiviteit. Het afdekken van het risico van wanprestatie lijkt geen goede stimulans tot het bereiken van een maximaal resultaat. Als hoofdregel geldt dat als het gaat om de beloning van de bestuurders effectiviteit dient te prevaleren boven kostenefficiëntie.

4 *Behoeven aandelen- en optieplannen de goedkeuring van de AvA?*

Een aantal jaren geleden nog was beloning van bestuurders niet echt een groot onderwerp van discussie. In de VS zag men opties als een belangrijk instrument om 'alignment of interest' te creëren tussen bestuur en aandeelhouders. In Europa was men in het algemeen iets terughoudender, maar won deze gedachte langzaamaan ook terrein. Bedenkingen ontstonden vooral in Europa, toen in de 'bull market' van de voorgaande jaren de beloningen een exponentieel hoge vlucht namen. Vooral de schandalen bij Enron en anderen hebben velen ervan doordrongen dat een goed functionerend beloningssysteem alleen kan bestaan met goede waarborgen. Het onderstaande staatje laat dan ook zien dat waar tot 2000 het beloningsbeleid werd gezien als een verantwoordelijkheid van de non-executives en

commissarissen, na die tijd de algemene trend is om goedkeuring van de AvA als extra waarborg te bevorderen.

1	Peters (1997)	Beloning taak RvC (o.a. aanbeveling 15).
2	OECD Principles of CG (1999)	Beloning taak non-executives (punt V.D.2).
3	ICGN Statement on Global CG Principles (1999)	ICGN lijkt zich hierbij aan te sluiten (Statement 5 en amplification bij OECD punt V.E.1).
4	SCGOP-handboek (2001)	Optieplannen goedkeuring AvA (Ijkpunt 14).
5	Final Report Winter (2002)	Optieplannen t.b.v. bestuurders goedkeuring AvA (pagina 66).
6	Hoogervorst, Fortis-lezing (2002)	Wetsvoorstel in voorbereiding: AvA goedkeuring beloning bestuurders in aandelen en opties (pagina 8).
7	ICGN Report on Executive Remuneration (2002)	Beloning taak Remuneration Committee (punt 9), maar goedkeuring door AvA is 'desirable and necessary' (punt 55).

44 In Nederland leggen inmiddels ook (in ieder geval) Unilever, ReedElsevier en Philips hun optie- en aandelenplannen ter goedkeuring voor aan de AvA.

De constatering lijkt gerechtvaardigd dat het vragen van goedkeuring aan de AvA voor instrumenten voor flexibele beloning in toenemende mate als best practice wordt beschouwd. De vraag is wat daarvoor de reden is. In dat verband is het van belang de argumenten vóór en tegen een dergelijk vereiste te bezien. De belangrijkste zijn de volgende.

Argumenten vóór het vereiste van aandeelhoudersgoedkeuring:

- Het gaat niet zelden om kosten die een substantiële impact kunnen hebben op de aandeelhouderswaarde.
- Het vereiste draagt bij aan verkleining van agency-effecten. Het dwingt bestuurders immers hun incentivestructuur meer te richten op de belangen van aandeelhouders.
- De transparantie over beloningen is nog altijd vaak slecht. Het vereiste van aandeelhoudersgoedkeuring kan werken als extra middel om de transparantie te verbeteren. Immers, aandeelhouders kunnen hun goedkeuring onthouden als zij hierover niet tevreden zijn.
- De disciplinerende werking van het goedkeuringsvereiste kan verder helpen misbruik en excessen te voorkomen.

Argumenten tegen:

- Aandeelhouders kunnen de neiging krijgen zich op detailniveau met (individuele) beloningen te gaan bezighouden.
- Gaat ten koste van flexibiliteit van de onderneming en concurrentiekracht in de 'markt' voor captains of industry.
- Aandeelhouders zouden van het recht misbruik kunnen maken om andere doeleinden te bereiken, zij het dat de problemen - als het zover zou komen - dan waarschijnlijk veel groter zijn.

Er zijn verschillende methoden om goedkeuring door aandeelhouders vorm te geven. In het algemeen lijkt bemoeienis van aandeelhouders bij de (individuele) beloningen op detailniveau onwenselijk. Zij moeten zich beperken tot kaderstelling en monitoring op hoofdlijnen. In dit verband is het advies van de Commissie Winter constructief: goedkeuring van de AvA is noodzakelijk voor aandelen- en optieplannen als zodanig, maar niet voor de concrete invulling ervan op individueel niveau. Dat laatste blijft een taak van de remuneratiecommissie.

De aanbeveling van Winter slaat een brug tussen de verantwoordelijkheid van de onderneming en het belang van aandeelhouders op een manier die overeenstemt met algemene best practice-normen. Er lijkt aanleiding hier in Nederlandse verhoudingen aansluiting bij te zoeken.

45

Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen (SCGOP)

Postbus 2889

6401 DJ Heerlen

Telefoon: (045) 579 16 13

Fax: (045) 579 21 43

E-mail: info@scgop.nl

www.scgop.nl