

Aandeelhouders trekken lessen

Accountants zijn niet de enigen die ervoor pleiten dat raden van commissarissen zich sterker opstellen als *countervailing power* tegenover ondernemingsbestuurders. Ook aandeelhouders zouden graag zien dat commissarissen meer en directer aanspreekbaar zijn op hun verantwoordelijkheden jegens stakeholders.

TEKST BERT BAKKER | BEELD MARJA BROUWER

Het instemmend geknik was bijna hoorbaar in de zaal gevuld met leden van Eumedion die kort geleden luisterden naar de opvattingen van het *Global Head of Ownership Strategies* bij *Norges Bank Investment Management*. De dame die leiding geeft aan de afdeling die zich bij NBIM bezighoudt duurzaamheidskwesities en corporate governance, Anne Kvam, stelde namelijk klip en klaar dat haar fonds, dat voor zestig procent is belegd in aandelen van

8.300 beursgenoteerde ondernemingen over de hele wereld, niet primair het bestuur beschouwt als 'agent' van de aandeelhouder, maar de raden van commissarissen. En bij *one-tier boards* ziet zij de *chairman* en de *non-executives* dus als zaakgelastigden.

Kvam sprak tijdens een seminar georganiseerd door de belangenorganisatie van institutionele beleggers, getiteld 'Het dividend van dialoog'. Het enorme fonds NBIM, ressorterend onder de Noorse Centrale Bank, beheert een portefeuille van een kleine 380 miljard euro, voornamelijk gevoed door Noorse olieconcessies. "Met belangrijke vragen over het beleid van een onderneming richten we ons altijd eerste tot de raad van commissarissen (*supervisory board*)", aldus de Noorse *powerlady*.

'HET TELKENS TERUGKERENDE PROBLEEM IS DAT DE ENE AANDEELHOUDER DE ANDERE NIET IS.'

ASMI-ARREST

De kritiek op aandeelhouders kwam in Nederland tot uiting in het verwijt dat ze, sinds hun bevoegdheden in 2004 bij invoering van de code Tabaksblat werden verruimd, die extra armslag gebruikten om geld uit ondernemingen te halen en uit te keren, bijvoorbeeld door aan te zetten tot opsplitsing of verkoop van onderdelen.

Intussen is de klok al weer deels teruggezet. Het ASMI-arrest van juli 2010 bekrachtigde de autonomie van de raad van bestuur opnieuw doordat de Hoge Raad stelde dat de strategie van een onderneming slechts een zaak is van het bestuur, onder toezicht van de raad van commissarissen, en dus niet van de aandeelhoudersvergadering. Een raad van commissarissen zou niet verplicht zijn te bemiddelen bij een conflict tussen bestuur en aandeelhouders.

Ook liggen er intussen voorstellen om de drempel voor het in 2004 ingevoerde agenderingsrecht op te schroeven van één naar drie procent van het aandelenkapitaal.



'DE GEMIDDELD KORTE HOUDPERIODE IS EEN VAN DE OORZAKEN VAN DE GERINGE BETROKKENHEID.'

BAND INNIGER

Haar kijk op de zaak was mede zo prikkelend omdat die in contrast stond met de opvatting van Jan-Michiel Hessels, voorzitter van de raad van commissarissen van Philips en NYSE Euronext. "Ik zie geen *downside* aan intensievere communicatie met aandeelhouders", zei hij. "Maar als een aandeelhouder wensen heeft dan is de raad van bestuur zijn eerste aanspreekpunt. Commissarissen zijn in mijn optiek niet de agent van aandeelhouders. En naar mijn mening hoeft een raad van commissarissen zich niet, of hoogstens in bijzondere gevallen, als intermediair beschikbaar te stellen." De vraag of en hoe een raad van commissarissen de invloed van aandeelhouders moet kanaliseren is natuurlijk slechts een onderdeel van de veel bredere discussie over de rol van de governance van ondernemingen. En over hoe de band tussen bedrijf en belegger inniger zou kunnen worden. Ideeën zoals invoering van een loyaliteitsdividend, om onderscheid te maken tussen serieuze beleggers en speculanten, horen ook in dat spectrum.

CRISIS

Maar de teneur in deze discussie heeft een voor aandeelhouders negatieve wending genomen sinds de crisis op de financiële markten uitbrak. In diverse landen zagen overheden zich genoodzaakt banken te redden die te grote risico's hadden genomen, volgens menigeen daartoe opgehitst door aandeelhouders die slechts oog hadden voor winst op de korte termijn. Oud-minister van Financiën Wouter Bos had wel een punt toen hij in maart 2009 aan Eumedion-leden de retorische vraag stelde: "Wat heeft de aandeelhouder

gedaan als het gaat om het voorkomen en het managen van deze crisis?" En die haast ten overvloede zelf maar beantwoordde met: "Vrijwel niets."

KORTE EN LANGE TERMIJN

De kwestie of het stelsel van *checks and balances* rond het bestuur van een onderneming is gebaat bij meer aandeelhoudersinvloed - en daarmee minder autonomie voor het uitvoerend management - zit in de klem van een lastige paradox.

Elke macht moet met tegenmacht worden beantwoord. En de raad van commissarissen is de aangewezen partij om die tegenmacht uit te oefenen. Maar treedt die in probleemgevallen niet adequaat op - denk aan het geval van het stuurloos geworden ABN Amro in het tijdperk Groenink en het passief toezien van de toenmalige commissarissen - dan lijkt het redelijk dat aandeelhouders, die bij wanbeleid immers alles te verliezen hebben, het recht hebben om een raad van commissarissen tot optreden te dwingen. Maar het telkens terugkerende probleem is dat de ene aandeelhouder de andere niet is. Een deel is primair geïnteresseerd in rendement op de korte termijn. Maar daarmee kunnen ze het langeretermijnbelang van de onderneming schaden en daardoor ook het recht van spreken ondermijnen van aandeelhouders die daar wél oog voor hebben.



NEDERLANDSE COMMISSARISSEN GEEN 'AGENT' VAN AANDEELHOUDERS

Commissarissen zijn in Nederland niet de zaakgelastigden van aandeelhouders. En de invloed op bestuursleden is vrijwel beperkt tot *one on ones*. Die kunnen plaatsvinden tussen institutionele aandeelhouders en bijvoorbeeld de ceo of cfo. Maar meer dan opvattingen uitwisselen en eerder ingenomen standpunten toelichten, gebeurt daar niet.

Formeel is de invloed van de aandeelhouder op het bestuur beperkt tot de mogelijkheid om in een algemene vergadering van aandeelhouders te stemmen over voorstellen van de raad van commissarissen om een bestuurder te benoemen of niet. Het enthousiasme bij de Eumedion-achterban toen de vertegenwoordigster van een zo groot en in veel opzichten toonaangevend fonds als NBIM zei dat zij die raad van commissarissen juist wél als zaakgelastigde van beleggers zag (zie artikel), is begrijpelijk. Maar het is de vraag of het klimaat in Nederland weer zal omslaan en die zienswijze ook hier ingang zal vinden.

'IN HET VERENIGD KONINKRIJK IS DE DISCUSSIE ROND ZEGGENSCHAP INMIDDELS GEREDUCEERD TOT DE VRAAG 'USE IT OR LOSE IT!'

NIET OP AGENDA

Eumedion werd in 1998, dus ruim voor deze laatste crisis, opgericht door een groep institutionele beleggers om beter inhoud te geven aan de 'democratische plichten' van aandeelhouders.

Maar als ervaringen met beleggers zoals die van de cfo van Randstad Holding Robert-Jan van de Kraats representatief zijn, dan is de vooruitgang op het punt van echte betrokkenheid beperkt: "De beleggers en analisten die ik spreek, vragen naar strategie, modellen en scenario's. In de operationele uitvoering zijn er maar weinig geïnteresseerd."

Van de Kraats herinnert er ook aan dat een Randstad-aandeel gemiddeld maar drie maanden in portefeuille blijft. Over governance-onderwerpen begint hij meestal zelf - bij gebrek aan spontane belangstelling: "Het staat bij fundmanagers niet op de agenda; ze laten het over aan de specialisten."

Een van de schaarse langetermijnaandeelhouders is Randstad-oprichter Frits Goldschmeding. "Met hem kunnen we wel goede discussies hebben; over bedrijfsvoering, marktontwikkelingen en langetermijn-investeringen."

PRAKTISCHE COMPLICATIES

In een gesprek buiten het seminar om zegt Eumedion-directeur Riens Abma de kritiek op de aandeelhouders te herkennen. "De oorzaken van de soms geringe betrokkenheid zijn divers. Die gemiddeld korte houdperiode is er een. Maar ook de versnippering van portefeuilles, mede gedreven door de eisen van toezichthouders om risico's te spreiden."

Als derde voorbeeld van een praktische complicatie noemt Abma de lange keten van uitbesteding tussen de eindbegunstigde van een belegging en degene die bij de aan- en verkoop van aandelen 'aan de knoppen zit'. Pensioengerechtigden en particulieren vertrouwen hun kapitaal toe aan een pensioen- of beleggingsfonds dat op zijn beurt delen van de portefeuille via mandaten onderbrengt bij gespecialiseerde assetmanagers, waaronder ook hedgefondsen en private equity-maatschappijen. Sommige daarvan hebben een zo actieve (actief handelende) beleggingsstijl dat van betrokkenheid niets terechtkomt, andere zitten aan de andere kant van de schaal en zijn activistisch. En soms geven uitbestedende beleggers überhaupt geen instructies over het stembeleid in aandeelhoudersvergaderingen of over de dialoog met bedrijven.

ASMI-ARREST

Abma is zich zeer bewust van het gevaar dat de politiek op enig moment kan beslissen dat het afgelopen moet zijn met aandeelhouderszeggenschap: "In het Verenigd Koninkrijk is de discussie rond zeggenschap inmiddels gereduceerd tot de vraag 'use it or lose it'."

De Britse evenknie van de commissie Streppel (Monitoring Commissie Corporate Governance Code) geeft aandeelhouders nu een laatste kans: bekommer je om de bedrijven of verlies je invloed definitief. Abma: "In reactie daarop is eerder dit jaar de Stewartship Code geïntroduceerd die de verplichtingen voor institutionele beleggers specificeert, zoals openbaarmaking van het stembeleid en stemgedrag, en hoe bij onenigheid met het bestuur de dialoog te voeren." Daarom werkt Eumedion nu aan eigen gedragsprincipes waar leden zich aan kunnen verbinden.

Maar een tweede speerpunt van de belangenvereniging gaat over de rol van de raad van commissarissen. "Wij zijn ongelukkig met het ASMI-arrest, waarin een beschikking van de Ondernemingskamer werd teruggedraaid." De Hoge Raad expliciteerde namelijk niet dat een onderdeel van de taakopdracht van de raad van commissarissen is om de-escalierend op te treden bij conflicten tussen bestuur en grootaandeelhouders (zie kader). "Commissarissen zouden dit arrest kunnen beschouwen als een legitimatie om in zulke situaties achterover te leunen."

NOORS VOORBEELD

Hoe dat uitpakt moet blijken. Maar veel meer dan hopen dat het voorbeeld van het fonds van Norges Bank andere institutionele beleggers inspireert, kan ook Abma niet. "In het verleden hebben sommige aandeelhouders te weinig bemoeienis getoond bij de bedrijven waarin zij belangen hebben. Er moet wel eerst een gedragsverandering komen." □

