

Eind mei heeft de Monitoring Commissie Corporate Governance onder leiding van prof.dr. Jean Frijns, voormalig directeur vermogensbeheer van het ABP en nu onder meer hoogleraar Investments aan de VU, haar derde rapport uitgebracht aan het kabinet. Speciaal thema in de rapportage is de rol van de aandeelhouder. Dit een actueel thema noemen is een understatement. Daags voor de aanbidding van het rapport spraken wij met Jean Frijns, natuurlijk over activistische aandeelhouders, maar ook over de nieuwe eisen die dit fenomeen stelt aan commissarissen en bestuurders.

“DE REGELS KLOPPEN MAAR WE MOETEN HET SPEL BETER LEREN SPELEN”

INTERVIEW MET JEAN FRIJNS

Jan Schoenmakers



Met al die verwarring en opwinding over hedge funds, private equity en agressieve aandeelhouders – en de roep om deze aan banden te leggen – lijkt het Jean Frijns goed om het gesprek te beginnen met een mededeling: de Monitoring Commissie wil de open relatie tussen onderneming en aandeelhouders zoals die nu bestaat niet wijzigen. Wel vindt de commissie het goed om nadere spelregels af te spreken om de verhouding tussen onderneming en aandeelhouder te verbeteren.

“De code-Tabaksblad heeft de verhoudingen tussen onderne-

ming en aandeelhouder in grote lijnen gedefinieerd en die verhouding voldoet naar onze mening goed”, aldus Frijns. “Het bestuur is verantwoordelijk voor de doelstellingen van de onderneming en voor de belangenafweging, maar moet verantwoording afleggen aan de aandeelhouders. Die hebben in de laatste vijftien jaar wel een grotere stem gekregen en we vinden dat een aantal nadere spelregels gewenst is, waardoor de kans dat het goed gaat, groter wordt en de kans op ontsporing kleiner.”



Voorzitter Jean Frijns (l.) van de Monitoring Commissie Corporate Governance overhandigt het rapport aan de ministers Bos en Van der Hoeven

Dialogo

We moeten hier onderscheid maken tussen de normale gang van zaken en een conflictsituatie, vindt Frijns. Eerst de normale situatie. Daarin is nog veel te winnen als de onderneming en de aandeelhouders elkaar beter kennen en een goede dialoog met elkaar voeren, vindt hij. “De Raad van Commissarissen heeft daar een belangrijke rol in, die moet er actief op toezien dat de onderneming die dialoog ook werkelijk voert en deze niet uit de weg gaat. Enkele maatregelen kunnen dat proces verbeteren. We willen een verlaging van de meldingsdrempel van vijf naar drie procent van het kapitaal, in combinatie met de verplichting voor vijf procentaandeelhouders om hun intenties bekend te maken. Dat moet een wettelijke bepaling worden. Ook moet de wet zo veranderd worden dat de identiteit van de aandeelhouder bij het manage-

ment bekend is. We doen dat liefst Europawijd, maar desnoods in nationaal verband. Aandelen zijn al geregistreerd, toonderpapier bestaat feitelijk niet meer. Maar dat is onvoldoende, want de identiteit is nu alleen bekend bij de bank. Dat willen we doorbreken en de bank laten opgeven wie de economische gerechtigde is. Verder willen we de opkomst op de AvA en de mogelijkheid tot stemmen op afstand bevorderen. We hebben dat al eerder bepleit.”

En in conflictsituaties? “Dan denk ik bijvoorbeeld aan een situatie waarin de aandeelhouder een totaal ander idee heeft over de strategie dan de onderneming en vindt dat het bestuur de kwestie op de agenda moet zetten. In de eerste plaats vinden we dat zoiets niet rauwelijks moet gebeuren. Er is in de eerste plaats het agenderingsrecht, dat willen we verhogen van één naar drie procent

van het aandelenkapitaal. Dat wordt een wettelijke maatregel. Verder moet het bestuur de tijd krijgen om er goed naar te kijken. Zo'n responsetijd kun je niet goed wettelijk regelen, we stellen dit dus voor als een 'good practice'. Het bestuur moet zes maanden de tijd krijgen om goed te kijken naar de voorstellen en alternatieven te kunnen onderzoeken. Een technisch moeilijk probleem is het 'empty voting', het stemmen met geleende aandelen. Dat is vooral een zaak van degenen die de aandelen uitlenen, meestal grotere institutionele beleggers, het is wettelijk buitengewoon moeilijk te regelen. We hebben er ook over gesproken of het niet moeilijker gemaakt moet worden om een commissaris naar huis te sturen, door het quorum van het geplaatste kapitaal te verhogen. Bij niet-structuur-NV's zijn die zaken doorgaans statutair geregeld en we vinden dat dit ook bij structuur-NV's zo moet gaan. De wettelijke grenzen die nu bij structuurvennootschappen gelden, willen we dus vervangen door statutaire vrijheid."

Vijandige overnames

De Monitoring Commissie heeft niet de opdracht te oordelen over ruzies die bij overnamepogingen kunnen ontstaan, zoals het conflict tussen hedge funds en Stork of het bod van drie banken op ABN Amro. Dat komt doordat de Corporate Governance Code niet over de markt gaat en dus ook niet over biedingen. Dit weerhield Jean Frijns er niet van het voorstel te doen om een 'marktmeester' in te stellen bij biedingen. De AFM zou die rol op zich moeten nemen, zodat de rechter zich zou kunnen beperken tot de afweging van belangen van 'stakeholders' die bij een overnamestrijd in aanvaring komen. "De code regelt de verhouding tussen de belangrijkste spelers rond de onderneming, maar regelt niet het verkeer tussen de aandeelhouders. Dat is voorbehouden aan het effectenrecht en aan de toezichthouder op de aandelenmarkt. Maar ik vind het wel belangrijk dat de aandelenmarkt goed geregeld is en dat er duidelijkheid heerst. Het is niet iets dat je bij de commissie kunt neerleggen, maar ik voel persoonlijk wel voor het idee van een marktmeester op de biedingenmarkt."

U kunt zich voorstellen dat de buitenwereld niet alleen verwacht dat u kijkt of de code goed werkt, maar ook uw mening wil horen over de huidige commotie rond aandeelhoudersacti-

visme, hedge funds en private equity. "Toen de code werd uitgebracht was er te weinig oog voor het feit dat het grootste deel van de aandelen in Nederlandse AEX-fondsen in buitenlandse, zelfs Angelsaksische handen waren. Dat zijn vooral beleggers die niet zoveel langetermijnbinding hebben. De oproep in de code aan de Nederlandse institutionele aandeelhouders om zich te gedragen als actieve langetermijnaandeelhouder is door hen wel opgepikt, maar het activisme is vooral gekomen van Angelsaksische aandeelhouders. Het blijkt voor veel ondernemingsbestuurders lastig om hiermee om te gaan, maar om de aandeelhoudersrechten nu te gaan verminderen is geen begaanbare weg. We zullen het moeten rooien met de aandeelhouders die er nu zijn. Het governance model dat we hebben, past daar op zich goed bij. De regels zijn dus goed, maar de spelers moeten het spel beter leren spelen."

Ging het vroeger vooral 'goed' omdat de aandeelhouders zich koest hielden en het beleid rustig door bestuur en commissarissen kon worden uitgestippeld? "Het vinden van het juiste evenwicht is er niet gemakkelijker op geworden. Het Nederlandse bedrijfsleven is duidelijk veel afhankelijker geworden van financiële markten en van een goede waardering van de aandelen op die markten. Dat is een weerspiegeling van de integratie van Nederlandse ondernemingen in de internationale kapitaalmarkt. En dat is niet begonnen met de code-Tabaksblat, de code is juist een weerspiegeling van die trend. Dat het nu achter elkaar tot een aantal gerucht makende confrontaties is gekomen, is toeval. Het had ook vijf jaar geleden kunnen gebeuren."

Management, toezicht en aandeelhouders lijken hun nieuwe onderlinge verhoudingen nog niet gevonden te hebben. Niet zozeer vanwege belangenbotsingen, die normaal zijn, maar gezien de commotie en de verwarring die met name bij bestuurders ontstaat bij agressieve aandeelhouders en vijandige overnamepogingen. "De rolverdeling tussen bestuur, toezicht en aandeelhouders is goed neergelegd in de Code, toegesneden op het Nederlandse model, wat een open model is. Er kunnen daarin situaties ontstaan waarin bestuur en commissarissen tegenover aandeelhouders komen te staan en dan zul je in laatste instantie een gang naar de rechter moeten maken om uit te vinden wie er

gelijk moet krijgen. Nederland kent nadrukkelijk die 'last resort' functie van de rechter.

Als we kijken naar de strijd tussen twee of meer partijen die op de aandelen van een onderneming bieden, zoals nu bij ABN Amro gebeurt, dan hebben we het over een heel andere situatie. Die strijd vindt plaats op de financiële markt. Die moet goed geregeld zijn, transparant functioneren en geen nodeloze onzekerheid laten bestaan. In het Angelsaksische model kunnen aandeelhouders elkaar bevechten. In Engeland is het simpel, daar is in een biedingsstrijd het bestuur lijdelijk en er is een marktmeester die het biedingsproces regelt. En als er een nieuwe aandeelhouder is heeft die met het bestuur te maken. Maar in Nederland bekijken we die twee zaken geïntegreerd. We vinden dat als meneer A en meneer B een bod doen op de aandelen die meneer C in bezit heeft, dat het bestuur van de onderneming in kwestie zich daarover moet uitspreken. Vanuit het belang voor de onderneming. Daarmee gaan twee modellen door elkaar heen lopen: het biedingenmodel tussen marktpartijen aan de ene kant en het ondernemingsmodel aan de andere kant. Dat is typisch een continentaal beeld: wij zitten altijd met z'n allen om de tafel en dan maken we een hoop lawaai. Maar we maken het ook ingewikkeld doordat twee rechtsgebieden elkaar gaan overlappen en met elkaar gaan botsen. Omdat wij het zo ingewikkeld maken moet er ook maar een rechter aan te pas komen om knopen door te hakken. Daar ont-kom je niet aan."

Een andere frictie is de korte termijn versus de lange termijn.

"Ja, de onderneming klaagt altijd dat de beleggers alleen naar de korte termijn kijken en beleggers klagen dat ondernemingen niet verder kijken dan hun bonustermijn en dat zij de echte lange-termijnafweging maken. De waarde van de onderneming is immers de contante waarde van alle toekomstige winsten. In feite zijn ze het oneens over de hoogte van de disconteringsvoet;

bovendien is de onderneming wellicht optimistischer over zijn toekomstige winsten dan de belegger. Dat houd je altijd. Een andere kwestie is lastiger, namelijk de vraag hoe feilloos de financiële markten zijn in de allocatie van kapitaal. Nou, we hebben de internet-bubble gehad, dus we weten dat de markt niet altijd gelijk heeft. Dat maakt het lastiger om te zeggen dat ondernemers zeuren en we de waardering maar helemaal aan de markt moeten overlaten."

Dan komen we op de vraag wie moet beslissen of verschillende activiteiten binnen één onderneming moeten blijven; bepaalt de ondernemer of de belegger de portfolio's?

"Het idee dat de risico's het best gespreid kunnen worden door de beleggers is op theoretisch niveau waar, maar op het moment dat een onderneming te maken heeft met faillissementsrisico's en kosten, raakt zij haar financiële slagkracht kwijt. De financiële basis kan dus te smal worden voor een onderneming. Maar ook al is de markt niet perfect, de discipline van de markt voor een efficiënte allocatie van kapitaal blijft overeind. Er zit alleen wat meer snijverlies bij dan we soms zouden willen. Het is aan de ondernemers om hun aandeelhouders ervan te overtuigen dat zij een bepaalde investering of een combinatie van activiteiten moeten goedkeuren omdat die op termijn veel waarde zal toevoegen."

Is de opkomst van hedge funds en gelegenheidscombinaties van beleggers nu een verfijning van de allocatie van kapitaal of wordt het risico groter dat er fouten worden gemaakt omdat zulke beleggers meer voor het kortetermijngewin gaan?

"Beide kan waar zijn. Ik denk dat de allocatie van kapitaal erdoor verbetert, maar dat de kans op ongelukken ook groter wordt, vooral omdat het heftiger en sneller gaat. Ik denk overigens dat het oordeel over wat fout is gegaan en wat niet, pas over een aantal jaren geveld kan worden. Dan zullen we misschien zeggen dat

"COMMISSARISSEN KRIJGEN MEER HANDVATTEN VOOR EEN GOED BELEID"

het bij sommige bedrijven heel juist is geweest dat zij zijn opgesplitst of verkocht zijn. Per saldo stel ik dat de disciplinerende van de markten, inclusief de opkomst van hedge funds, de ondernemingen sterker maakt. En hedge funds zoeken weliswaar naar winst op korte termijn, maar ze krijgen die alleen als de markt aan hun activiteiten een langetermijnwaarde hecht.”

In het huidige governance model wordt erg veel verwacht van de commissaris, die moet toezien maar ook afstand moet houden, die onafhankelijk moet zijn maar ook het belang van de onderneming moet behartigen. “Toezicht is een kernpunt van de code. De commissie accepteert het two-tier model als een Nederlands voorkeurmodel. Daarin ontwikkelt het bestuur het beleid en houdt contact met aandeelhouders. Maar als het niet goed gaat kunnen de commissarissen niet lijdzaam toezien. Als de dialoog met aandeelhouders niet goed verloopt, moeten ze daarin optreden en zelf met aandeelhouders gaan praten. Verder geven we aan dat de commissarissen moeten optreden als het bestuur in een belangenconflict komt, bijvoorbeeld als het zelf miljoenen kan verdienen aan de verkoop van het bedrijf aan een private equity investeerder.”

In de tweede helft van het jaar komt het beloningsbeleid aan de orde. Hoe gaat de commissie dat thema aanpakken? “We hebben in ons eerste rapport in 2005 al gezegd dat de verhouding tussen beloning en prestatie meer aandacht verdient en moet verbeteren, ook in de verantwoording aan de aandeelhouders. We laten nu een onderzoek doen naar de relatie tussen beloning en prestatie. Ik kan daar niet op vooruitlopen, maar onderzoek in de Verenigde Staten geeft niet direct een sterk verband aan tussen die twee. De commissie vindt dat beloning gelegitimeerd moet worden door prestatie. Op dat punt is verbetering nodig. We gaan niet zozeer in op de absolute hoogte van beloningen.”

De hoogte zelf speelt toch ook een rol in de verhoudingen binnen een onderneming en in de samenleving als geheel? “Dat is waar. Oorspronkelijk werd gedacht dat als de aandeelhouders maar meer te vertellen hadden, zij de beloningen wel zouden matigen want het ging tenslotte om geld dat anders aan hen zou worden uitgekeerd. Zo blijkt het niet te werken. Ook hier ligt dus uitdrukkelijk de bal bij de Raad van Commissarissen. Inderdaad

gaat er een negatieve werking uit van beloningspakketten die niet geaccepteerd worden door de rest van de onderneming. Maar het beloningsniveau wordt internationaal bepaald.”

Denkt u dat commissarissen op den duur wel greep krijgen op het beloningsbeleid, inclusief het niveau? “Ze krijgen in ieder geval meer handvatten voor een goed beleid. De afgelopen jaren is het beloningsproces veel meer gestructureerd en voorspelbaar geworden. De doelstellingen waaraan managers moeten voldoen worden duidelijker afgesproken en de transparantie is ook verbeterd. Toch zijn er nog excessen, met name bij de exitregelingen. Wij richten ons als commissie vooral op de legitimiteit van de beloning door te hameren op de relatie met de prestatie. We verwachten dat de commissarissen dit zullen oppikken.”

Over de auteur

Drs. Jan Schoenmakers (1954) is directeur van ComOnBoard, adviseur in governance communicatie. Hij is tevens redacteur van Goed Bestuur.

Hoofdpunten uit het advies van de commissie-Frijns

- ★ Bestuur praat met aandeelhouders, maar RvC neemt contact over bij conflict.
- ★ Drempel voor melding van zeggenschap verlagen naar 3 procent.
- ★ Drempel voor agenderingsrecht verhogen naar 3 procent.
- ★ Responseperiode voor bestuur van 180 dagen bij agendering van strategiewijziging.
- ★ Verplichte melding van intenties aandeelhouder bij belang van 5 procent.
- ★ Wetgeving om identiteit van aandeelhouders vast te stellen.
- ★ Statutaire vrijheid voor alle vennootschappen m.b.t. besluitvorming over ontslag van bestuurders en commissarissen.
- ★ Nader onderzoek om stemmen met geleende aandelen tegen te gaan.
- ★ Openbaarmaking van vergoedingen voor bestuur als het bedrijf van eigenaar verandert.
- ★ Code-Tabaksblat niet verplichten voor bedrijven met notering op Alternext.
- ★ Diversiteit in de Raden van Commissarissen bevorderen.