

Aan de voorzitter en leden
van de Vaste Commissies voor Financiën
van de Tweede Kamer der Staten-Generaal
Postbus 20018
2500 EA DEN HAAG

Betreft: Commentaar Kabinetsreactie Code Frijs
Ons kenmerk: 2009.033
Schiphol, 9 juli 2009

Geachte dames en heren,

Eumedion, het corporate governance forum voor institutionele beleggers¹, heeft met belangstelling kennis genomen van de kabinetsreactie op de nieuwe Nederlandse corporate governance code (kamerstukken II 2008/09, 31 083 nr 29). Graag maakt Eumedion gebruik van de mogelijkheid te reageren op deze kabinetsreactie. Eumedion stelt het op prijs, indien u de onderstaande commentaarpunten van Eumedion aan de orde stelt tijdens het Kamerdebat over de kabinetsreactie op 3 september a.s..

Hoofdpunten van ons commentaar zijn:

- i) steun aan het voorstel om de aangepaste code aan te wijzen als officieel na te leven gedragscode voor de beursgenoteerde vennootschappen. Wel vraagt Eumedion zich af hoe de aangepaste code zich voor beursgenoteerde banken verhoudt tot de specifieke NVB-Bankencode welke de minister van Financiën voornemens is aan te wijzen als officiële gedragscode voor de banken (waarbij ook de 'pas toe of leg uit'-regel geldt)².
- ii) Eumedion heeft 1 principieel bezwaar en 2 praktische bezwaren tegen de uitbreiding van het toepassingsbereik van de wettelijke 'pas toe of leg uit'-regel naar buitenlandse institutionele

¹ Eumedion is het corporate governance forum voor institutionele beleggers (pensioenfondsen, vermogensbeheerders, beleggingsinstellingen en verzekeringsmaatschappijen). Eumedion telt momenteel 65 Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers als deelnemer. De deelnemers hebben in totaal meer dan 1000 miljard (of: 1 bilioen) euro belegd vermogen onder beheer. Zij beleggen voor Nederlandse begunstigen en in Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen.

² Blijkens het persbericht van de Nederlandse Vereniging van Banken van 11 juni 2009 (zie www.nvb.nl).

beleggers die een belang hebben in een Nederlandse beursgenoteerde vennootschap. Ons principiële bezwaar is dat met een dergelijk nieuw aangrijpingspunt de verantwoordelijkheidsstelling voor institutionele beleggers op haar kop wordt gezet. Onze praktische bezwaren zijn dat Nederlandse ondernemingen voor buitenlandse beleggers minder aantrekkelijk worden om in te beleggen, en dat deze voorgestelde wettelijke regeling moeilijk handhaafbaar is.

1. Eumedion steunt het voornemen van het kabinet om de aangepaste code aan te wijzen als officieel na te leven gedragscode voor beursgenoteerde ondernemingen en institutionele beleggers

Eumedion is van mening dat de Commissie Frijns de Code Tabaksblat op een goede wijze heeft geactualiseerd en gemoderniseerd. De veranderende maatschappelijke opvattingen over goed ondernemingsbestuur tussen 2003 (toen de Code Tabaksblat werd gepubliceerd) en 2008 reflecteren zich in de aangepaste code. Daarbij heeft de Commissie Frijns de machtsbalans tussen bestuur, raad van commissarissen en aandeelhouders in evenwicht weten te houden. Met het kabinet meent Eumedion dat de naleving van de code niet vrijblijvend dient te zijn en dat de naleving van de code in de toekomst wederom goed moet worden gemonitord door de nieuwe monitoring commissie. Eumedion verwacht dat deze nieuwe monitoring commissie de uitkomsten van de huidige (inter)nationale discussie over de structuur van het beloningsbeleid van het bestuur van beursgenoteerde vennootschappen, zal opnemen in een volgende versie van de Nederlandse corporate governance code.

In dit verband vraagt Eumedion zich af hoe de aangepaste code zich voor beursgenoteerde banken verhoudt tot de NVB-Bankencode die de minister van Financiën wil aanwijzen als officiële gedragscode voor de banken (waarbij ook de 'pas toe of leg uit'-regel geldt)³. Deze bankencode strekt zich immers voor een groot deel uit tot onderwerpen die ook in de aangepaste code zijn geregeld, waaronder bijvoorbeeld het beloningsbeleid en het risicomanagement⁴. Eumedion is van mening dat moet worden voorkomen dat er overlap dan wel tegenstrijdigheden bestaan tussen de beide codes. De NVB-Bankencode mag geen andersluidende dan wel verdergaande bepalingen bevatten voor beursgenoteerde banken dan de aangepaste code, en de aangepaste

³ Zie voetnoot 2.

⁴ Zo bevat de NVB-Bankencode op het gebied van het beloningsbeleid een aantal verdergaande aanbevelingen dan de principes en best practice bepalingen van de aangepaste code (bijvoorbeeld de bepaling dat het vaste salaris en het variabele deel van de beloning van bankbestuurders in een 1 op 1 verhouding tot elkaar moet staan). Verder verhoudt de bepaling in de NVB-Bankencode dat het primaat van de afweging tussen de belangen van de verschillende 'stakeholders' hoort te liggen bij de spaarders en de klanten zich niet met artikel 2:140 BW en paragraaf 7 van de preambule van de aangepaste code, waarin op voorhand geen rangschikking van de belangen van de verschillende stakeholders wordt aangebracht.

code dient te prevaleren boven de NVB-Bankencode. Dit geldt vooral nu de Commissie Frijns, anders dan de Commissie Maas, is ingesteld met steun van verschillende belangenorganisaties en in lidmaatschap was samengesteld uit verschillende leden met verschillende achtergronden, terwijl de Commissie Maas hoofdzakelijk uit oud-bankiers bestond. De Commissie Frijns en de door haar voorgestelde principes en best practice bepalingen kunnen hierdoor rekenen op een breed maatschappelijke draagvlak. Hierbij speelt ook dat de Commissie Frijns, anders dan de commissie Maas, een openbare consultatie heeft gehouden over de principes en best practice bepalingen in de aangepaste code.

2. Eumedion is tegen het voorstel om alle institutionele beleggers te verplichten te rapporteren over de naleving van de codebepalingen die betrekking hebben op institutionele beleggers

Het kabinet is van mening dat alle institutionele beleggers moeten worden verplicht om te rapporteren (via de 'pas toe of leg uit'-regel) over de naleving van de codebepalingen die betrekking hebben op institutionele beleggers. Concreet betekent dit dat alle institutionele beleggers, dus ook de buitenlandse institutionele beleggers die een belang hebben in een Nederlandse beursvennootschap (i) een stembeleid moeten hebben, (ii) dienen te rapporteren over de uitvoering van dit stembeleid en (iii) transparant moeten zijn omtrent hun stemgedrag in de aandeelhoudersvergaderingen.

Tot nu toe geldt een dergelijke wettelijke verplichting alleen voor Nederlandse institutionele beleggers. Wij hebben 1 principiële en 2 praktische bezwaren tegen deze uitbreiding. Ons principiële bezwaar is het volgende. Met het voorstel wordt de verantwoordelijkheidsstelling van institutionele beleggers gewijzigd. De huidige 'pas toe of leg uit'-regel is van toepassing op institutionele beleggers met zetel in Nederland. De overweging van de Nederlandse wetgever hierbij is dat deze institutionele beleggers een (fiduciële) verantwoordingsplicht hebben jegens hun achterliggende beleggers en cliënten over het beleid ten aanzien van de uitoefening van het stemrecht op de door hen aangehouden aandelen. Het kabinet wil het aangrijpingspunt van de regeling nu wijzigen door aan te sluiten bij institutionele beleggers die een belang hebben in een beursgenoteerde vennootschap met zetel in Nederland. Dit impliceert dat institutionele beleggers niet alleen een verantwoordingsplicht hebben jegens hun achterliggende beleggers en cliënten, maar ook jegens de vennootschappen waarin zij beleggen. Beursgenoteerde vennootschappen hebben echter een verantwoordingsplicht jegens hun aandeelhouders en niet andersom. Dit is nog eens bevestigd door de aangepaste Code Tabaksblad. Hierin is namelijk bepaald dat een

aandeelhouder naar eigen inzicht stemt (best practice bepaling IV.4.5) en dat aandeelhouders bij hun handelen in beginsel hun eigen belangen mogen nastreven, binnen het kader van de maatstaven van redelijkheid en billijkheid (paragraaf 9 van de preambule). Het is maar zeer de vraag of een institutionele belegger, conform de suggestie van het kabinet, op grond van zijn fiduciaire plicht jegens zijn achterliggende belegger of cliënt zijn stemgedrag anders mag bepalen dan op het lange termijn aandeelhoudersbelang.

Daarnaast hebben wij de volgende 2 praktische bezwaren bij de voorgenomen uitbreiding. Ten eerste menen wij dat de uitbreiding van het toepassingsbereik van deze wettelijke regeling ertoe leidt dat Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen minder aantrekkelijk worden voor buitenlandse institutionele beleggers om in te beleggen wanneer dit allerlei administratieve verplichtingen en additionele nalevingkosten met zich brengt. Het opzadelen van (potentiële) beleggers van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen met extra administratieve lasten kan, juist in deze tijden, de concurrentiepositie van Nederland als aantrekkelijk land om in te beleggen ernstig schaden. Gelet hierop adviseren wij u om deze voorgenomen uitbreiding niet door te voeren. Ten tweede vragen wij ons af op welke wijze is voorzien in de handhaving van deze wettelijke verplichting. Eén van de belangrijke zwaktes van regelingen die zich uitstrekken tot buitenlandse partijen is de handhaafbaarheid, aangezien handhaving van de regeling buiten de Nederlandse grenzen niet mogelijk is in het geval van weigerachtige buitenlandse institutionele beleggers. Het kabinet gaat in zijn reactie echter niet in op de consequenties voor buitenlandse institutionele beleggers die deze nieuwe wettelijke bepaling niet wensen na te leven.

3. Eumedion steunt het voorstel dat beursgenoteerde ondernemingen uitgebreider verslag moeten doen van hun (strategische) risico's en het risicoprofiel

Uit het gezamenlijke Eumedion-NIVRA rapport "Inzicht in onzekerheid", dat in 2008 is gepubliceerd is gebleken dat het bij een groot aantal beursgenoteerde vennootschappen ontbreekt aan een deugdelijke beschrijving en kwantificering van de ondernemings specifieke risico's. Beleggers en andere belanghebbenden dienen echter op zijn minst inzicht te hebben in de belangrijkste risico's waarvoor de vennootschap zich geplaatst ziet. De huidige turbulentie op de financiële markten en de onzekerheid die dit geeft voor wat betreft investeringsbeslissingen en waarderingvraagstukken tonen naar onze mening aan dat inzicht in risico's cruciaal is. Het bovenvermeld rapport laat echter zien dat de verslaggeving over risico's ook in Nederland onder de maat is. Daarom steunt Eumedion de bepalingen in de aangepaste code dat beursvennootschappen meer nadruk dienen te leggen op integraal risicomanagement en dat de

raad van commissarissen hierbij nauw moet worden betrokken. Tevens kan Eumedion zich erin vinden dat operationele risico's voortvloeiende uit de bestuurdersbeloningen onderdeel dienen te zijn van dit risicomanagement.

Ook is Eumedion van mening dat het van groot belang is dat beursondernemingen een heldere, inzichtelijke weergave geven van hun belangrijkste, zeg vijf, risico's en deze risico's zoveel mogelijk kwantificeren. Een gebrekkige rapportage over de belangrijkste risico's zal mogelijk leiden tot een hogere risicopremie op de aandelen van de betreffende ondernemingen. Uit onderzoek naar de jaarverslagen over boekjaar 2007 bleek echter dat slechts één op de tien ondernemingen inzicht geeft in de belangrijkste risico's. Voorafgaand aan het AVA-seizoen 2009 heeft Eumedion de beursgenoteerde vennootschappen via de Eumedion speerpuntenbrief gevraagd om helder uiteen te zetten (i) wat de belangrijkste risico's voor de vennootschap zijn, (ii) welke maatregelen er zijn om de risico's te beheersen en (iii) wat de risicohouding (risk appetite) van de onderneming is. Het AVA-seizoen 2009 liet zien dat verbeteringen in de risicorapportages in de jaarverslagen over boekjaar 2008 met kleine stappen gaan, en dat er nog veel te verbeteren valt.

4. Eumedion kan zich vinden in het niet opnemen van de responstijd van maximaal 180 dagen in de wet

Uit artikel 2:8 van het Burgerlijk Wetboek volgt dat een aandeelhouder van een vennootschap wordt geacht zich te gedragen naar de maatstaven van redelijkheid en billijkheid. Naar de mening van Eumedion kan dit onder omstandigheden betekenen dat een aandeelhouder het bestuur van de vennootschap tijdig betreft bij zijn voornemen om gebruik te maken van zijn wettelijk agenderingsrecht. In dit licht heeft Eumedion begrip voor de door de commissie Frijs voorgestelde responstijd bij het agenderen van een voorstel tot strategiewijziging door een beursgenoteerde vennootschap. Aandeelhouders die een ingrijpend voorstel, zoals een strategiewijziging, willen agenderen, dienen naar de mening van Eumedion ernaar te streven om hieromtrent in contact te treden met het bestuur van de vennootschap. Dit kan het voeren van een constructieve dialoog tussen aandeelhouder en vennootschap ondersteunen, maar zou niet moeten betekenen dat aandeelhouders in alle gevallen de wachtperiode van 180 dagen in acht dienen te nemen, aangezien deze termijn in veel gevallen een onredelijke lange termijn is.

Eumedion deelt de mening van het kabinet dat Nederland niet uit de pas moet lopen met andere lidstaten van de Europese Unie door een langere agenderingstermijn dan in die lidstaten

gebruikelijk is in de wet op te nemen. Nu de responstijd niet in de wet kan worden opgenomen rijst bij Eumedion overigens wel de vraag naar de juridische status van de responstijd indien de responstijd in de code wordt opgenomen. Wij menen dat de wetgever op voorhand hieromtrent duidelijkheid te verschaffen en dit niet over dient te laten aan het oordeel van de rechter.

5. Eumedion verwelkomt de bepalingen met betrekking tot het beloningsbeleid

Eumedion vindt het positief dat de Nederlandse corporate governance code nu verdergaande bepalingen bevat met betrekking tot de beloning van het bestuur van beursgenoteerde vennootschappen. De bepalingen inzake de zogenoemde claw back clause, de redelijkheidstoets door de raad van commissarissen, de door de raad van commissarissen uit te voeren scenarioanalyses alsmede de bepaling dat de beloningsverhoudingen van de gehele onderneming moeten worden meegewogen kunnen op onze steun rekenen. Dit geldt ook voor de bepalingen dat de vaste en variabele beloning onderling in een passende verhouding moeten staan en dat de variabele beloning gebaseerd moet zijn op lange termijn doelstellingen die niet alleen van financiële aard zijn.

De aangepaste code Frijns legt vooral de nadruk op een sterkere positie van de raad van commissarissen. Eumedion meent dat verbeteringen met betrekking tot de naleving van de bepalingen inzake het beloningsbeleid sterk afhangen van de opstelling en de inzet van de raden van commissarissen. Het is toe te juichen dat de raad van commissarissen meer instrumenten krijgt, maar van groter belang is dat commissarissen de benodigde deskundigheid moeten hebben en dat zij zich krachtiger moeten opstellen bij discussies met bestuurders omtrent hun beloning. Zo dienen commissarissen geen voorstellen te doen die zij zelf niet goed kunnen uitleggen of goed begrijpen. Mede in dit licht zou Eumedion, gelijk de oproep van de Commissie Frijns, het aanmoedigen wanneer commissarissen zich zouden verenigen als beroepsgroep.

6. Eumedion is positief over de invoering van de put up or shut up regel in de Nederlandse biedingsregels

Eumedion is er voorstander van om in navolging van de regels in het Verenigd Koninkrijk, ook in Nederland de zogenoemde 'put up or shut up'-regel in te voeren. De AFM kan weliswaar momenteel op grond van het Besluit openbare biedingen een partij dwingen om een openbare mededeling te doen of een openbaar bod wordt uitgebracht, maar zij kan deze partij niet verbieden om gedurende een bepaalde periode nadat een openbare mededeling is gedaan dat geen openbaar bod wordt gedaan alsnog een openbaar bod aan te kondigen. Ook bestaat er

geen verbod om onmiddellijk na het intrekken van een bod, of het niet gestand doen van een bod, met een nieuw bod te komen. Dat is naar de mening van Eumedion wel gewenst, omdat anders de doelvennootschap en de markt te lang in onzekerheid blijven.

Indien u naar aanleiding van het bovenstaande behoefte heeft aan een nadere toelichting, dan zijn wij daarvoor uiteraard beschikbaar.

Voor de goede orde merken wij op dat een kopie van deze brief is gezonden aan de Minister van Financiën.

Hoogachtend,



Rients Abma
Directeur