De aandeelhouderspositie

Beter benutten en tegelijkertijd erkennen van zijn beperkingen

Ir. O.H.A. van Royen

THEMA

Positiebepaling van de Commissie

Bij een eerste en persoonlijk commentaar op het rapport Corporate Governance in Nederland, vanuit het zicht van een Commissaris, is de achtergrondfilosofie die de Commissie gekozen heeft van het grootste belang en het eerste waar mijn belangstelling naar uitging.

Tot mijn vreugde is het huidige Nederlandse ondernemingsrecht als uitgangspunt genomen. Daaruit blijkt, dat de Commissie niet is gezwicht voor druk uit sommige aandeelhouderskringen, waardoor de evenwichtige, heel verstandig uitgedachte, nu ongeveer 25 jaar oude wetgeving, in volle ere is gelaten. Het Structuur-regiem is de meest prominente vorm van die wetgeving, met als essentiële karakteristieken:

- evenwichtige samenstelling van een Raad van Commissarissen door de mogelijkheid van aanbeveling door werknemers én aandeelhouders (het coöptatiesysteem);
- absolute onafhankelijkheid van alle Commissarissen, (dit als tegenstelling tot de situatie in Duitsland, waar zij namens een groep zitten);
- een scheiding tussen uitvoerend en toezichthoudend orgaan, (dit als tegenstelling tot de Angelsaksische wetgeving waarin slechts één Board is).

Ir. O.H.A. van Royen studeerde technische natuurkunde aan de TH-Delft. Daarna is hij in dienst getreden bij Koninklijke Hoogovens en heeft tot zijn pensionering in 1993 daar gewerkt. Hij bekleedde verschillende technische en algemeen management functies. In 1973 is hij toegetreden tot de Raad van Bestuur. Thans is hij Commissaris bij Hoogovens, NedLloyd, ING Groep, Bols Wessanen en Nehem Consulting Groep. Voorts bekleedt hij een aantal maatschappelijke functies.

Dit uitgangspunt betekent ook de erkenning, dat het in een onderneming om de balancering van de diverse bij de onderneming betrokken belangen gaat, zoals die van afnemers en leveranciers en vooral natuurlijk van aandeelhouders en werknemers. Dus het zogenaamde stakeholders-principe. Het is een belangrijke taak van Raden van Bestuur, en van Commissarissen in hun toezichthoudende functie, om daarop te letten. Immers zowel aandeelhouders als werknemers komen in wezen – terecht – voor hun eigen belangen op.

Ook wordt als uitgangspunt expliciet gekozen voor de stelling, dat de hoogste doelstelling van een onderneming haar continuïteit is. Dit omvat ook – maar niet alléén – wat met een modieus woord 'shareholder value' wordt genoemd. Echter dan niet in de zin van korte-termijnvoordeeltjes, maar in de zin van langdurige winstgevendheid en daarmee ook groei van het aandeel.

De Commissie beperkt zich dan ook tot aanbevelingen, die bovengenoemde principes in de praktijk nog beter en explicieter kunnen maken. Die praktische aanpak verdient alle lof. Voorts beperkt de Commissie zich tot de relatie van de onderneming tot de aandeelhouders, zijnde één van de stakeholders. Deze constatering is van groot belang bij de beoordeling van alle voorstellen, omdat inderdaad blijkt, dat kapitaalverschaffers gezien worden als een stakeholder, niet minder en niet meer, hoe belangrijk ook. De teneur is, mijns inziens terecht, dat aandeelhouders de hun ter beschikking staande mogelijkheden beter zouden kunnen benutten.

De aanbevelingen van de ondernemingsleiding behelzen vele punten, waarmee dit voor aandeelhouders vergemakkelijkt wordt en aan hun behoeftes tegemoet wordt gekomen. Ook dit is een

aanpak, die voor de praktijk aanspreekt. Een logische consequentie is, dat niet wordt aanbevolen om via wetswijzigingen veranderingen aan te brengen. Ook die opstelling verdient lof.

Het functioneren van Raden van Commissarissen en Bestuur

Van de 40 zeer praktische en overzichtelijk samengevatte aanbevelingen van de Commissie, slaan ca. 25 op de samenstelling en het functioneren van Raden van Commissarissen en Bestuur, ca. 10 met meerdere checkpunten op de relatie tot aandeelhouders en 5 op praktische uitvoering en monitoring van de voorgestelde regels. Eerst een reactie op de aanbevelingen die slaan op de samenstelling en het functioneren van Raden van Commissarissen en Bestuur.

Met voldoening constateer ik allereerst, dat bij de vier relatief grote beursgenoteerde ondernemingen waar ik als Commissaris betrokken ben, verreweg de meeste van de aanbevelingen vanzelfsprekend zijn. Omdat dit misschien niet algemeen geldt, is vastlegging van die aanbevelingen zeker van belang. Het gaat om punten als onafhankelijkheid, profielschets, tegengestelde belangen, enz. Slechts één aanbeveling schiet er vaak bij in, nl. nr. 18, volgens welke de RvC eenmaal per jaar buiten aanwezigheid van de RvB het eigen functioneren en die van de RvB bespreekt.

Voorts is er slechts één echt nieuw voor mij, maar zonder meer goed: uitgebreidere informatie in het Jaarverslag over de Commissarissen (nr. 3).

Overigens zijn verschillende aanbevelingen reeds terug te vinden in eerdere voorstellen, zoals die van het NCD in 1993.

Een enkele aanbeveling komt wat bureaucratisch over en is mijns inziens overbodig. Bijvoorbeeld het hebben van een speciaal reglement voor de Voorzitter RvC (nr. 14), of een protocol voor de omgang met diverse organen (nr. 21). Ook het ingaan op de beperking van het aantal Commissariaten ten behoeve van een goede taakuitoefening is overbodig, (nr. 9), als er geen getal aan verbonden is. Terecht, want het is afhankelijk van de persoonlijke omstandigheden van de betrokkene. Het beperken van het aantal voormalige bestuurders in een RvC tot één is een te ver gaande reglementering en zou beter als overweging opgenomen kunnen worden in de regelmatige bespreking van een optimale samenstelling van de Raad.

Alleen in de benadering van het vraagstuk van het bezit van aandelen van de eigen onderneming kan ik mij niet goed vinden. Gesteld wordt, dat Commissarissen aandeelhouder kunnen zijn of worden in de onderneming. Dat daaraan bezwaren kunnen kleven blijkt uit de aanbeveling nr. 11, waarin zo'n bezit als lange-termijnbelegging wordt gezien en jaarlijkse publicatie wordt voorgesteld. Is het niet zuiverder om te stellen: Commissarissen behoren geen aandelen te bezitten, en er zeker niet in te handelen. Waarom niet elke schijn van belangenverstrengeling vermijden, zoals ook aanbevolen wordt? (nr. 13). Immers men kent de onderneming te goed en heeft dus altijd een zekere voorkennis.

Merkwaardigerwijze wordt wat leden van Raden van Bestuur betreft zelfs gesteld, dat die aandeelhouder zouden moeten zijn of worden. Mijn zojuist genoemde argumenten gelden echter ook in dat geval, zelfs nog sterker. Optierechten voor Bestuurders, als onderdeel van hun renumeratie, is een grensgeval, dat alleen met zorg toegepast mag worden.

Het functioneren van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA's). Enkele beschouwingen over twee soorten van aandeelhouders

De relatie van de onderneming met zijn aandeelhouders moet wel als kernstuk van de activiteiten van de Commissie beschouwd worden. Immers de Commissie is ingesteld door de Vereniging voor de Effectenhandel, en in de samenstelling zijn naast ondernemers en deskundigen, leden op voordracht van beleggers prominent aanwezig. Je zou zelfs de vraag kunnen stellen, of de vraagstukken van functionering van Raden van Commissarissen en Raden van Bestuur niet beter in een breder samengestelde Commissie thuis hadden gehoord, waarin ook leden op voordracht van werknemers vertegenwoordigd zouden zijn geweest.

Voor een reactie op de aanbevelingen van de Commissie ten aanzien van de relatie met aandeelhouders, zijn vooraf enkele beschouwingen over die aandeelhouders van belang.

Eerst wat de samenstelling van de groep van aandeelhouders betreft. Het is algemeen bekend, dat er een grote variëteit bestaat. Vanaf de kleine particuliere aandeelhouder, via de kleine beleggings-clubs en -fondsen tot en met de steeds meer

in belang toenemende institutionele beleggers en verzekeringsmaatschappijen. Ook pensioenfondsen zijn in opmars, terwijl ook andere bedrijven en zelfs banken grote pakketten kunnen bezitten.

Van belang is nu de constatering, dat al deze aandeelhouders in twee soorten te onderscheiden zijn. Enerzijds de groepen, die op lange termijn beleggen en anderzijds de groepen, die op korte termijn beleggen, dus meer speculeren. Deze wat zwart-witte onderscheiding is nodig voor de duidelijkheid.

De lange-termijnaandeelhouders kunnen kleine, trouwe, particuliere beleggers zijn, maar ook grote institutionele beleggers. Hun lange-termijn-interesse loopt over het algemeen parallel aan die van het lange-termijnwinststreven van de onderneming. Zij onderhouden contacten met de ondernemingsleiding, waarbij hun vragen en eventuele 'zorgen' goed aan bod komen. Er is sprake van wederzijds respect en vertrouwen. Echter, zij zijn niet actief aanwezig op de AVA's, en zijn daarmee een stille factor in de relatie, ondanks hun grote belang voor de onderneming.

Dan de korte-termijnaandeelhouders. Het zijn vanzelfsprekend de kleine beleggingsclubs, maar het kunnen ook grote institutionele beleggers zijn. Hun doel is winst op korte termijn, vooral door koersstijging op korte termijn, over 3 of 6 maanden. Daar is niets op tegen, maar voor de onderneming zijn zij in wezen passanten. Hun korte-termijnwinstdoelstelling kan ook snel botsen met de lange-termijndoelstelling van de onderneming.

Deze korte-termijn institutionele beleggers 'stemden' traditioneel alleen met hun voeten, met andere woorden zij verkochten hun aandelen als de winst in hun ogen tegenviel. Wegens soms te grote pakketten is dat niet altijd eenvoudig. Ook op grond van verschillende, andere argumenten lijkt er een tendens te zijn van meer invloed te willen uitoefenen op beleid en strategie. Dat gebeurt dan in de veronderstelling, dat daarmee de resultaten zullen verbeteren en de ondernemersleiding beter zal presteren. Deze stemmen trekken helaas te vaak ook de publiciteit. Sommigen betrekken zelfs de stelling, dat het beslist beter zal gaan als zij maar meer zeggenschap zouden krijgen of nemen.

Is deze veronderstelling reëel? Ik geloof van niet. Het is een illusie om te denken, dat buitenstaanders, die niet thuis zijn in de ins and outs van de betrokken onderneming, die de markt niet volledig kennen, niet op de hoogte zijn van technologische ontwikkelingen en zeker niet van de concurrentieverhoudingen, een essentiële bijdrage kunnen leveren. Zij kunnen wel kritische vragen stellen en daarmee vanzelfsprekend de ondernemingsleiding prikkelen, misschien zelfs stimuleren om nog meer op de punt van de stoel te gaan zitten. Zelfs Commissarissen weten al te goed, dat ook hun bijdrage beperkt is en dat het vooral om hun kritische opstelling gaat.

De conclusie uit deze beschouwing is, dat het, onafhankelijk van principiële overwegingen, niet wezenlijk helpt als aandeelhouders meer invloed zouden krijgen in de betekenis van inmenging, zeggenschap of beslissingsbevoegdheid. Alleen hun goed onderbouwde vragen kunnen een bijdrage leveren. Geen ondernemingsleiding kan het zich permitteren om die vragen niet uiterst serieus te nemen.

De Commissie behandelt dit vraagstuk en het effect c.q. de wijze van invloed van aandeelhouders onvoldoende duidelijk en loopt daarmee het risico van misinterpretaties, zoals bijvoorbeeld in de journalistieke koppen over hun rapport: 'Aandeelhouder moet meer zeggenschap krijgen'. Dat is jammer, omdat de aanbevelingen doen vermoeden, dat de Commissie de beperktheden van de aandeelhouders-invloed wel degelijk onderkend heeft.

Een ander aspect is de aanwezigheid van aandeelhouders op de AVA's. De Commissie erkent, dat het een probleem vormt. Vereist is, wordt gesteld, dat de presentie van kapitaalverschaffers omhoog gaat en dat voorkomen wordt dat de vergaderingen gedomineerd worden door enkele personen. Dat is voorzichtig geformuleerd. Want, inderdaad, velen kennen de praktijk, dat belangrijke aandeelhouders er gewoon niet komen en dat een enkeling, die zich zelf gaarne hoort, vaak met onbelangrijke of hobbyistische thema's niet of onvoldoende bijdraagt tot het gewenste niveau van de vergadering. De voorzitter van de vergadering en vele anderen onderkennen dan heus wel het betrekkelijke belang van zo'n betoog, maar mede door de zwijgzaamheid van vele, grote kapitaalverschaffers komen die stellingnames over als dé mening van aandeelhouders.

Verbetering van de relatie tussen kapitaalverschaffers en ondernemersleiding vormt de achtergrond van de aanbevelingen van de Commissie. Omdat bovendien de AVA het forum is waar deze relatie zich het sterkst manifesteert, zouden de

volgende aanbevelingen ook van belang moeten zijn:

- de actieve presentie van de lange-termijnkapitaalverschaffers is zeer gewenst;
- ook de korte-termijnkapitaalverschaffers moeten zich realiseren, dat hun inzicht in en hun kennis van de onderneming beperkt is. Dat is een gegeven van de huidige, ingewikkelde ondernemingen. Daardoor kan hun pleidooi voor meer zeggenschap geen wezenlijke bijdrage betekenen;
- verhoging van het niveau van de discussie dient door ondernemingsleiding én alle aandeelhouders bevorderd te worden.

Een meer expliciete aandacht voor deze aspecten had ik graag gezien.

De aanbevelingen in de relatie tot Aandeelhouders

Tegenover de hierboven genoemde en in het rapport van de Commissie onderbelichte problematiek staat, dat de belangrijkste bijdrage, die de ondernemingsleiding aan een verbetering van de relatie tot de aandeelhouders kan leveren, de erkenning is van de plicht tot duidelijke en transparante verantwoording, zowel in de jaarverslagen als in de opstelling in de AVA's, door serieus op de vragen in te gaan. Alle aanbevelingen van de Commissie daarover (nr. 19, 27, 28) juich ik in principe dan ook toe. Mijn ervaring, wederom bij de vier ondernemingen waarbij ik betrokken ben, is, dat dit de basisopstelling van de leiding is, en dat onderwerpen als strategie, dividendbeleid regelmatig aan de orde komen.

Er zijn hier twee relativerende opmerkingen op hun plaats. De eerste is, dat bij een strategieformulering en de risico's daarvan ook concurrentie met anderen een rol speelt, en dus beperkingen voor een volledige openheid betekent. Een tweede relativering betreft de beïnvloeding , die van een vergadering, van soms een paar honderd mensen, hoe goed ook georkestreerd, verwacht kan worden. Zeker als momentane argumenten en misschien zelfs emoties een rol spelen. Ideeën en voorstellen daar geopperd, kunnen dan ook bijna nooit tot een onmiddellijk besluit leiden, maar moeten nader afgewogen worden voordat zij tot een eventuele verandering van het beleid zouden leiden.

Wat de aanbevelingen betreft, voeg ik wel ten aanzien van nr. 28, een voorstel aan het rapport toe: aandeelhouders hebben in een Structuurvennootschap de mogelijkheid van aanbeveling bij een benoeming (of herbenoeming) van een Commissaris. Daarvan wordt in de praktijk bijna nooit gebruik gemaakt, onder andere ook door de zojuist genoemde beperkingen van een massavergadering. Slechts een kleine 10 ondernemingen hebben daartoe een zogenaamde Commissie van Aandeelhouders. Willen aandeelhouders meer gebruik maken van de hun geboden mogelijkheden, dan zou zo'n instituut aanbeveling verdienen. Persoonlijk heb ik daar goede ervaringen mee.

Moeite heb ik met twee relatief nieuwe aanbevelingen. De eerste is nr. 30, waarin voorgesteld wordt verzoeken van kapitaalverschaffers tot agendering in beginsel te honoreren. Alleen bij zwaarwegende omstandigheden zou afwijzing mogelijk zijn en dat moet uitdrukkelijk gemotiveerd worden. Op het eerste gezicht voor de hand liggend voor vergroting van de invloed van aandeelhouders. Maar hoe voorkom je ook hier weer, dat het om hobbyistische punten gaat en hoe bepaal je of het voorgestelde onderwerp door een voldoende grote groep aandeelhouders van belang wordt geacht. De formulering van 'zwaarwegende' omstandigheden is ook te 'zwaar'. Nadere precisering lijkt mij gewenst.

Met de introductie van proxy solicitation, (nr. 32), zeker als dit een van te voren ingenomen standpunt inhoudt, heb ik nog meer moeite. Het staat lijnrecht tegenover de stelling van de Commissie zelf, dat in de AVA een grondige gedachtenwisseling hoort plaats te vinden tussen ondernemingsbestuurders en kapitaalverschaffers. Wie daar niet komt onttrekt zich aan zo'n gedachtenwisseling, kan zijn argumenten niet naar voren brengen, kan de motivatie van de leiding niet in zijn oordeel betrekken en ook niet die van medeaandeelhouders. Het lijkt mij een slechte zaak voor een werkelijke verbetering van de relatie tussen onderneming en aandeelhouders. Verdere doordenking, of deze aanbeveling in deze vorm wel goed is, lijkt nodig.

Tot slot

Het was ongetwijfeld niet de bedoeling van zo'n reactie, om op alles systematisch te reageren. Dat heb ik dan ook niet gedaan, mede omdat het gehele rapport, het uitgangspunt daarvan en de praktische aanpak, als zeer constructief overkomt.