

Corporate Governance opvattingen vanuit een aandeelhoudersperspectief
De Nederlandse situatie internationaal gezien

May 2008

Rematch:	ACLE:
	Z. Sautner
B. Out	J. McCahery

© 2008 Rematch Holding bv

Niets uit dit rapport mag worden veelevoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige andere wijze, hetzij elektronisch, door fotokopieën, opnamen of op andere wijze, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van Rematch Holding bv. Modellen, onderzoeksgegevens, technieken en instrumenten, waaronder ook software, die zijn gebruikt voor de uitvoering van de opdracht of zijn opgenomen in het advies of het onderzoeksresultaat, blijven het eigendom van Rematch Holding bv.

Inhoud

1.	INLEIDING EN CONCLUSIES	5
2.	PERCEPTIE VAN CORPORATE GOVERNANCE IN NEDERLAND	7
2.1	Relevantie van Corporate Governance mechanismes	7
2.2	Een Raad van Commissarissen of een 'one tier' board?	8
2.3	Beoordeling van de bescherming van beleggers	9
3.	AANDEELHOUDER ACTIVISME	11
3.1	Activistische aandeelhouder maatregelen	11
3.2	Coördinatie van aandeelhouder activisme	12
3.3	Katalyserende gebeurtenissen resulterend in aandeelhouder activisme	12
4.	BELONING VOOR BESTUURDERS	14
4.1	Welk gremium beslist over de bestuurders beloning?	14
4.2	Beoordeling van de hoogte van de bestuurders beloning	14
4.3	Belang van de individuele bouwstenen van het ontwerp van een aandelen optie plan	15
5.	AANDEELHOUDER CONSULTATIE EN DE BESLUITVORMING OP DE AVA	16
5.1	Mechanismes ter bevordering van effectieve besluitvorming op de AvA	16
5.2	Aandeelhouders consultatie	17
5.3	Vorbereiding van de AvA	18
6.	TOT SLOT	18

Samenvatting

In het laatste kwartaal van 2007 hebben ACLE en Rematch in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance onderzocht welk belang internationale institutionele beleggers, die meer dan 5% van hun portefeuille in Nederland beleggen, hechten aan de Corporate Governance maatregelen in Nederland.

Het onderzoek is uitgevoerd door gebruik te maken van een zorgvuldig samengestelde enquête. In totaal hebben 118 institutionele beleggers, hieronder zijn begrepen, pensioenfondsen, beleggingsfondsen, verzekeringsmaatschappijen en hedge fondsen, deelgenomen aan het onderzoek.

- Een opmerkelijke bevinding is dat meer dan 50% van de beleggers nooit gebruik maakt van een stem advies bureau en dat van die beleggers die wel gebruik maken van een stem advies bureau, 65% dat advies alleen gebruikt om de eigen positie te bepalen.
- De institutionele beleggers beschouwen de Corporate Governance maatregelen in Nederland op het gebied van de bescherming van de rechten van aandeelhouders minder effectief dan die in de Verenigde Staten.
- De beleggers geven daarbij aan dat zij de voorkeur geven aan de volgende Corporate Governance mechanismes:
 1. aandelen bezit bij bestuursleden;
 2. transparantie van het aandelen bezit van vooral de grote aandeelhouders;
 3. onafhankelijke Raad van Commissarissen;
 4. hoog percentage vrij verhandelbare aandelen;
 5. remuneratie gekoppeld aan het eigen vermogen.
- Belangrijkste oorzaken die leiden tot bemoeienis met bestuurders zijn:
 1. conflicten over de doelstellingen en strategie;
 2. voorgenomen acquisities;
 3. achterblijvende koers en resultaten;
 4. overmatige beloningen van bestuurders.
- Al dan niet in coördinatie met andere beleggers proberen beleggers veranderingen te realiseren. Niettemin blijft verkoop van het belang (80% van de ondervraagden) de belangrijkste (activistische) maatregel. Deze maatregel wordt gevolgd door gebruik te maken van het stemrecht om tegen te stemmen op de algemene vergadering van aandeelhouders (tweederde van de beleggers). Ruim 55% zal indien nodig de discussie aangaan met de Raad van Bestuur om gewenste veranderingen te realiseren.
- Saillant is dat beleggers menen dat de reguliere beloning van Nederlandse CEO's niet hoeft te worden verlaagd maar dat bestuurder vertrekvergoedingen wel moeten worden ingeperkt.
- Wil de algemene vergadering van aandeelhouders een effectief besluitvormingsinstrument zijn dan is een eerste vereiste dat zoveel mogelijk elektronische ondersteuning wordt gefaciliteerd zowel met betrekking tot de communicatie met aandeelhouders als ook met betrekking tot het stemmen op de vergadering

1. Inleiding en conclusies

Een onderneming kan worden gezien als een mechanisme dat in het leven is geroepen om verschillende partijen in staat te stellen kapitaal, kennis en arbeid samen te brengen van waaruit alle partijen maximaal voordeel kunnen putten.

De onderneming staat daarbij niet in een isolement. Er is een grote groep van constituenten waaronder mede begrepen klanten, crediteuren, toeleveranciers, de gemeenschap en de overheid e.d. Elk van hen zal in meer of mindere mate invloed hebben op de richting en doelen van de onderneming.

De studie Corporate Governance houdt zich in brede zin bezig met de verbanden van die diverse groepen over en weer naar de onderneming toe.

In engere zin wordt Corporate Governance ook wel gedefinieerd als een raamwerk van afspraken betreffende gedragsnormen, gezien vanuit een aandeelhoudersperspectief en beschreven in een code dat dient te voorzien in een evenwichtige relationele machtsrelatie tussen vermogensverschaffer en management ter aanvulling op de wetgeving.

Met andere woorden Corporate Governance wordt inherent gezien als het vermijden van het risico voor aandeelhouders wier belangen niet op een andere manier goed beschermd (kunnen) worden.

In essentie is Corporate Governance dus de resulterende structuur die bedoeld is om zeker te weten dat de juiste vragen worden gesteld waardoor de juiste controle mechanismes in stelling kunnen worden gebracht ter waarborging van de beste creatie van lange termijn, duurzame waarde.

Ieder land heeft op haar wijze gezocht naar Governance standaarden die daarbij het beste passen. Alleen vanuit een ideale wereld zou een uniforme standaard kunnen worden opgebouwd.

Omdat er dus niet één maat is die iedereen past, kunnen overheden alleen datgene opleggen dat ingekaderd is in de verschillende culturele en wettelijke systemen. Iedere overheid wil hierbij de juiste principes identificeren, formuleren en vervolgens bevorderen waar een onderneming naar zou moeten streven.

De OESO geeft in dit verband 5 richtlijnen:

1. De rechten van de aandeelhouders
2. De plichten van de aandeelhouders
3. Publicatie plicht en transparantie
4. De rechten van de stakeholders
5. De rol en de structuur van het bestuur.

Ondanks deze richtlijnen en de implementatie hiervan door overheden blijft er nog steeds een aantal fundamentele verschillen overeind die de convergentie doet beperken. Gedeeltelijk kan dit worden verklaard door het vertrekpunt dat wordt genomen. Sommige landen veronderstellen dat het stakeholdersmodel het vertrekpunt moet zijn terwijl andere landen te werk zijn gegaan onder de veronderstelling van de 'principal-agent' optiek.

Om die reden is het daarom ook interessant om na te gaan hoe de Nederlandse Corporate Governance code wordt gezien vanuit een internationaal perspectief.

Over de laatste twee decennia is er een groeiende trend van participatie van institutionele beleggers in Corporate Governance. In toenemende mate monitoren beleggers welke Corporate Governance standaarden beursgenoteerde ondernemingen toepassen dan wel uitleggen waarom zij dat niet doen. Natuurlijk zal het niet bij monitoren blijven. De belegger wenst een prominentere rol indien aan bepaalde best practice standaarden niet is voldaan. Welke mechanismes stellen de belegger in staat

om hier verandering in te brengen en welke acht de belegger het meest relevant?

In dit onderzoek dat ACLE en Rematch hebben uitgevoerd voor de Monitoring Commissie Corporate Governance Code is nagegaan welke Corporate Governance maatregelen van belang zijn voor internationale institutionele beleggers die meer dan 5% van hun portefeuille in Nederland beleggen. Concreet is de aandacht daarbij uitgegaan naar:

1. de diverse Corporate Governance mechanismes;
2. de katalysatoren van corrigerende acties in ondernemingen die op de korrel worden genomen;
3. de hoogte van de beloning en het ontwerp van de beloningsstructuur;
4. stemgedrag en het besluitvormingsproces op de jaarlijkse vergadering van aandeelhouders.

Voor zover ons bekend is tot op de dag van vandaag geen empirische studie ondernomen welke Corporate Governance factoren het meest belangrijk zijn voor institutionele beleggers in het algemeen en welke factoren in het bijzonder belangrijk zijn voor de verschillende belegger categorieën zoals hedge funds, pensioenfondsen en dergelijke. Ter wille van een goede vergelijking hebben we de beleggers gevraagd hun mening te geven over specifieke Corporate Governance arrangementen in Nederland in vergelijking met die in de Verenigde Staten.

De belangrijkste bevindingen zijn dat beleggers de Nederlands Corporate Governance regels minder effectief vinden ten opzichte van die in de Verenigde Staten als het gaat om belegger bescherming. Ten tweede menen beleggers dat conflicten tussen bestuurders en aandeelhouders het best kunnen worden voorkomen door aandelen bezit onder bestuurders. Ten derde hechten ondervraagden een hoog belang aan transparantie van aandelen belangen van vooral grote beleggers. Ten vierde vinden zij dat een hoog percentage vrij verhandelbare aandelen van belang is en ten vijfde wordt aan een onafhankelijke Raad van Commissarissen gehecht.

Tevens laten de resultaten zien dat er slechts een gelimiteerd aantal factoren is dat als katalysator wordt aangemerkt om druk uit te oefenen ten behoeve van veranderingen in de Corporate Governance sfeer. Deze katalysatoren zijn zowel in de Verenigde Staten als in Nederland het gevolg van conflicten over de doestellingen en strategie, voorgenomen acquisities, achterblijvende beurskoers en resultaten en buitensporige beloningen.

De resulterende acties zijn verkoop van aandelen, tegen stemmen op de algemene vergadering van aandeelhouders en discussies met het bestuur.

De resultaten geven ook een indicatie dat institutionele beleggers de voorkeur hebben verantwoordelijk te willen zijn voor de beloning van de bestuurders door middel van de vergadering van aandeelhouders, ongeacht of er sprake is van een Raad van Commissarissen of een 'one tier board'.

Tevens wensen aandeelhouders dat de beloning meer eigen vermogen gerelateerd is; het ontwerp van het optie plan dient transparant te zijn, relatieve aandelenkoersen en relatieve operationele indicatoren als referentiecriteriën te incorporeren terwijl de looptijden van de opties langer dan twee jaar dienen te zijn.

Ten slotte laten de data zien dat als Nederlandse beursgenoteerde bedrijven, met gemiddeld 80% van de aandelen in buitenlandse handen, de algemene vergadering van aandeelhouders als een effectief platform voor de besluitvorming willen laten zijn, dit gepaard moet gaan met het voorzien van elektronisch documentatie voor aandeelhouders inclusief elektronisch gebruik van stem systemen.

Onze studie is als volgt georganiseerd. We verschaffen in de volgende paragraaf een analyse van de percepties over Corporate Governance van institutionele beleggers die zowel beleggen in Nederland als in de Verenigde Staten. Paragraaf 3 gaat in op aandeelhoudersactivisme, terwijl in paragraaf 4 de zienswijze van beleggers betreffende de beloning van bestuurders aan bod komt. In paragraaf 5 bespreken we de aandeelhouders consultatie en het besluitvormingsproces op de vergadering van aandeelhouders. Paragraaf 6 tenslotte memoreert nog enkele bevindingen.

2. Perceptie van Corporate Governance in Nederland

Het belangrijkste doel van een institutionele belegger is, gegeven zijn risico profiel, een optimale verhouding tussen rendement en risico te realiseren. Dit profiel is voor ieder institutionele belegger afhankelijk van het beleggingsdoel en zijn eigen institutionele randvoorwaarden zoals wie zijn de begunstigen en binnen welke jurisdictie opereert de belegger. Hieruit vloeien verschillende motieven, niet alleen financieel van aard, die afhankelijk zijn van het wettelijk- en institutioneel kader. Een belangrijke reflectie van dit kader vinden we terug in het brede spectrum dat Corporate Governance omvat.

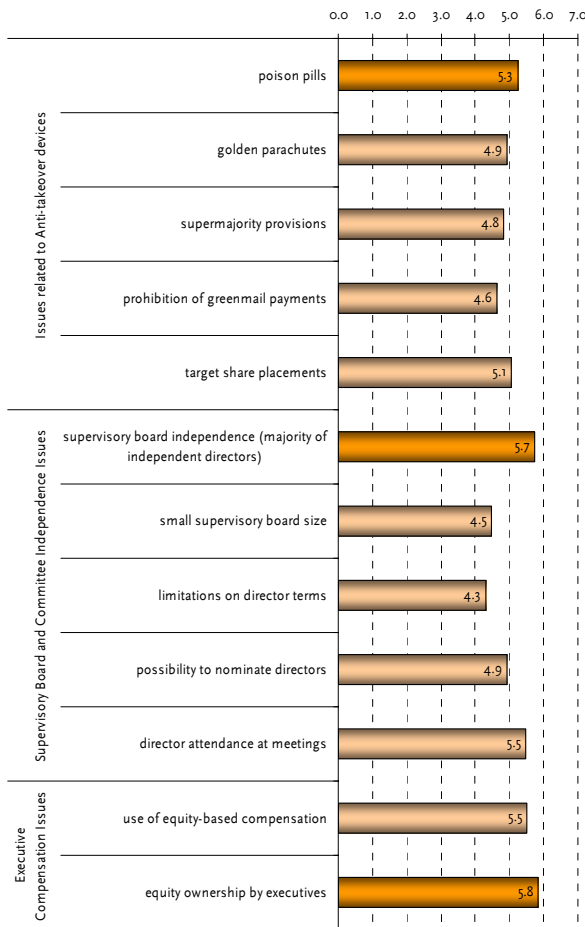
2.1 Relevantie van Corporate Governance mechanismes

In deze paragraaf geven we een overzicht van welke mechanismes institutionele beleggers als instrument belangrijk vinden om 'principal-agent' conflicten te mitigeren. Om hen hierover een mening te ontlokken hebben wij hen een aantal interne governance en mechanismes voorgehouden, waaronder beschermingswallen (bijvoorbeeld poison pills, uitgifte van aandelen bij bevriende instellingen) de onafhankelijkheid en functionering van de Raad van Commissarissen en hoe de wijze van beloning tot stand komt. Tevens hebben we een aantal externe governance mechanismes getoetst zoals kwesties gerelateerd aan het stemrecht, eigendom gerelateerde kwesties en de vermogensstructuur. Men kon aangeven welk belang wordt toegekend aan een Corporate Governance mechanisme bij het nemen van een beleggingsbeslissing in Nederland. Hierbij is gebruik gemaakt van een 7 puntschaal, waarbij 1 duidt op 'volstrekt onbelangrijk' en een 7 op 'zeer belangrijk'..

Interessant is vast te stellen (zie figuur 1 en 2 op pagina 8 met de Engelstalige aanduidingen) dat voor de totale respondenten groep er geen verschil is tussen de interne en externe mechanismes (5.1). Het houden van aandelen door bestuurders wordt gezien als het beste middel gelijk gerichte belangen te creëren. Daarnaast zien we dat beleggers het meest hechten aan informatie over de belangen van grootaandeelhouders (5.8) een onafhankelijke Raad van Commissarissen (5.7), een hoog percentage vrij verhandelbare aandelen (5.7) en een beloning van bestuurders gerelateerd aan het eigen vermogen (5.5).

Deze bevindingen zijn in lijn met de heersende opvattingen in de literatuur. Wat als opmerkelijk kan worden geconstateerd is dat beleggers in mindere mate dan werd aangenomen bezorgd zijn over verbod op greenmail betalingen, uitgifte van preferente aandelen, beperkingen op de aanstellingsperiode van leden van de Raad van Commissarissen en het kleine aantal leden van de Raad van Commissarissen. Opgemerkt zij nog dat bij een andere bestudering van de diverse beleggerklassen, pensioenfondsen en verzekeraars het hoogste belang hechten aan een hoog percentage vrij verhandelbare aandelen (6.2 en 6.0) terwijl hedge funds hoofdzakelijk kijken naar het aandelenbelang bij bestuurders (6.3). Concluderend kunnen we stellen dat hoewel er specifieke verschillen aan het belang wordt toegekend door de verschillende type beleggers er toch sprake is dat beleggers wel degelijk hun beleggingsbeslissingen laten afhangen van of zij weten wat de governance mechanismes zijn omdat het hen beter in staat stelt hun beleggingsbeslissing af te wegen.

Figuur 1. Belang van interne mechanismes (7 punt schaal)



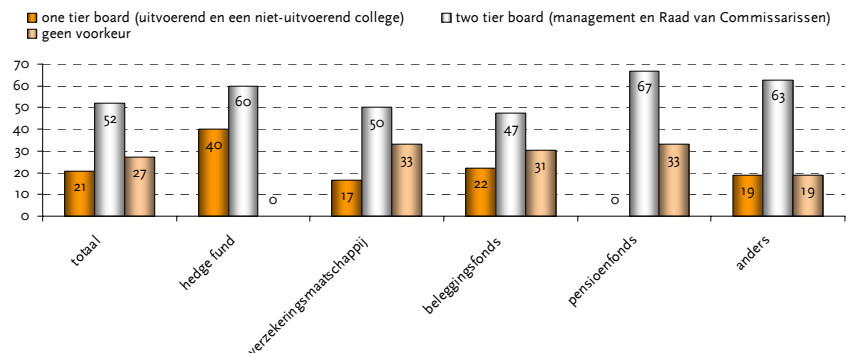
Figuur 2. Belang van externe mechanismes (7 punt schaal)



2.2 Een Raad van Commissarissen of een 'one tier' board?

Tot nu toe hebben we gelet op Corporate Governance mechanismes en controle factoren die relevant worden geacht voor de allocatie van beleggingen in Nederlandse ondernemingen. We willen nu expliciet ingaan op de vraag of beleggers een bepaalde voorkeur hebben voor, de intens gedebatteerde kwestie, een Raad van Bestuur met een Raad van Commissarissen toezicht houdend op dat bestuur of een Raad van Bestuur bestaand uit een uitvoerend college, het management, en een niet uitvoerend college. Tot op heden is dit vraagstuk, welke bestuurstructuur superieur zou zijn, in de literatuur niet empirisch getoetst.

Figuur 3. Bestuursvorm: de preferentie van beleggers (in %)



We kunnen vaststellen dat gemiddeld over de doelgroepen heen een voorkeur bestaat voor een bestuur met een gescheiden toezichthoudende Raad van Commissarissen.

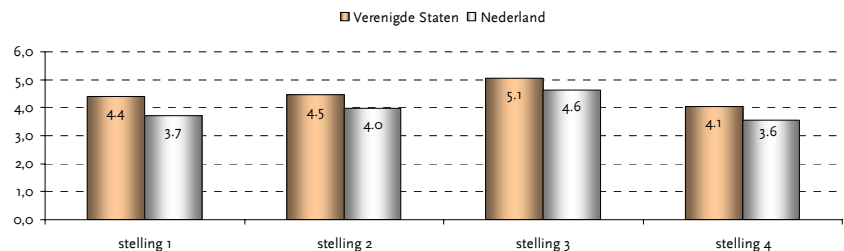
(52% vs. 21%) Opgemerkt zij hierbij nog dat beleggers wier herkomst uit Engeland, Nederland en Frankrijk is, een hoge mate van vertrouwen hebben in een aparte Raad van Commissarissen.

2.3 Beoordeling van de bescherming van beleggers

We zagen hierboven dat het beleggingsbeleid afhankelijk is van the Corporate Governance kwesties die spelen. Zo ook passen beleggers hun beleid aan om in landen te beleggen afhankelijk van de transparantie en jurisdictie. In overeenstemming met de literatuur op het gebied van beleggerbescherming blijkt dat verschillen in vermogensmarkten, dat willen zeggen de mate van eigen vermogen financiering en het aantal emissies dat daarbij gepaard gaat, mede kunnen worden verklaard door het wettelijke kader en de governance structuur in die markt. Onze aanname in deze is, conform met de heersende literatuur, dat een beter wettelijk kader leidt tot betere beleggerbescherming en daardoor tot een lagere gewogen gemiddelde vermogenskosten voet die op haar beurt weer gestalte geeft aan een betere ondernemingsprestatie.

De literatuur heeft hiervoor een aantal maten gedefinieerd, één daarvan is de anti-director index van La Porta, Lopez, de-Silanes, Shleifer en Vishny (1998, LLSV)¹ Deze index bevat onder andere de volgende factoren: bescherming van minderheidsaandeelhouders, gemak waarmee rechten kunnen worden uitgeoefend, voldoende publieke informatie en juridische rechten die men kan ontlenen. Hoe hoger de index hoe beter het juridische systeem is met betrekking tot minderheidsaandeelhouders. De score voor Nederland was een twee en die van de Verenigde Staten een vijf. Hoewel deze index als een objectieve maat kan worden gezien, is een bezwaar dat de belegger bescherming maatregelen niet zijn beoordeeld door institutionele beleggers. In ons onderzoek hebben we daarom een aantal vragen gesteld over hoe de beleggers denken over belegger bescherming in Nederland. Ook hier is weer een schaal van 1 tot en met 7 gehanteerd, waarbij 1 duidt op 'volstrekt mee oneens' en een 7 op 'volstrekt eens'.

Figuur 4. Stellingen



Hierbij zijn de volgende stellingen geformuleerd:

- 1 minderheidsaandeelhouders belangen zijn adequaat beschermd;
- 2 het is gemakkelijk voor aandeelhouders hun rechten uit te oefenen;
- 3 de beschikbare publieke informatie is voldoende om voor aandeelhouders significante beslissingen te maken;
- 4 geëigende wettelijke maatregelen om de ondernemingsstrategie te beïnvloeden van de onderneming waarin wordt belegd zijn aanwezig.

De data ondersteunen de bevindingen voor wat betreft de discrepantie in belegger bescherming in Nederland zoals geïdentificeerd door LLSV.

Het valt direct op dat beleggers menen dat minderheidsaandeelhouders in Nederland

¹ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer a and R Vishny, *Law and Finance. Journal of Political Economy*, 106.1113-1155 (1998).

(3.7) niet zo goed zijn beschermd als in de Verenigde Staten (4.4). Het gemak waarmee rechten kunnen worden uitgeoefend wordt ook lager gewaardeerd met een 4 voor Nederland en een 4,5 voor de Verenigde Staten. Tevens kunnen we vaststellen dat het ter beschikking stellen van relevante informatie minder goed is in Nederland (4.6) dan in de Verenigde Staten (5.1). Ten slotte constateren we dat het als aandeelhouder in Nederland (3.6) moeilijker is om met het wetboek in de hand wijzigingen in de strategie te sorteren dan in de Verenigde Staten (4.1).

De perceptie zoals hierboven beschreven komt vrijwel onder alle beleggersgroepen terug. Een paar saillante verschillen onder de verschillende beleggersgroepen zijn echter ook waar te nemen: hedge funds menen dat minderheidsaandeelhouders minder goed beschermd zijn in de VS (3.3) versus Nederland (5.8) maar ook dat het minder eenvoudig is voor aandeelhouders om hun rechten in de VS (4.0) uit te oefenen dan in Nederland (5.8) deze laatste mening zijn ook pensioenfondsen toegedaan.

Een te memoreren constatering is dat Nederlandse beleggers het Amerikaanse systeem prevaleren boven het Nederlandse.

Samenvattend kunnen we stellen dat de invloed van het wettelijke kader inzake beschermingsmaatregelen een belangrijke factor van invloed kan zijn hoe zij denken over de individuele vermogensmarkten.

Als laatste stellen we vast dat het verschil tussen de Verenigde Staten en Nederland zoals dat door LLSV werd geconstateerd (3 punten) aanzienlijk hoger is dan onze bevindingen (gemiddeld slechts een half punt). Een belangrijke verklaring voor het verminderde verschil kan worden gevonden in de initiatieven van de commissie Tabaksblat en de vervolgwerkzaamheden van de commissie Frijns.

Nederland is opgeschoven in de goede richting maar het systeem in de VS wordt vooralsnog vanuit aandeelhouders perspectief als superieur beschouwd.

3. Aandeelhouder Activisme

Aandeelhouder activisme lijkt iets van deze tijd en inderdaad was ongeveer twintig jaar geleden het beeld anders. Natuurlijk verenigden ook toen aandeelhouders zich met elkaar om op bestuursvriendelijke voorstellen tegen te stemmen op de vergadering van aandeelhouders. Deze praktijk leidde echter tot gemengde resultaten omdat er geen activistische subgroep was die noodzakelijkerwijs de kosten, verbonden aan het doorbreken van regulatorische barrières en het initiëren van governance hervormingen, op zich nam en waarvan de voordelen zowel de subgroep als alle andere aandeelhouders ten goede zou komen.

Sinds die tijd heeft er zich een groot aantal veranderingen voorgedaan. Het patroon van aandeelhouder activisme varieert van verkoop van aandelen tot en met het compleet overnemen van de onder de maat presterende ondernemingen. In de Verenigde Staten kent men een bijzondere route namelijk de niet bindende aandeelhouder voorstellen, om de governance agenda op te rekken. De eerste generatie van deze voorstellen betrof voorstellen met betrekking tot poison pills en overnames. Vervolgens gingen activistische aandeelhouders een stapje verder door ook governance voorstellen te agenderen zoals beschermingsmaatregelen bij overnames, kwesties betreffende onafhankelijkheid van bestuur en comités, en beloning van bestuurders.

Hoewel er verschillende mechanismes zijn die verandering in het bestuur van de onderneming kunnen bewerkstelligen is het meest gehanteerde mechanisme die van het uitvoeren van druk op de strategie van onder de maat presterende ondernemingen. De groei van hedge funds heeft daar tal van innoverende tactieken aan toegevoegd die de agenda van de algemene vergadering van aandeelhouders op het gebied van hervormingen behoorlijk heeft uitgebreid.

3.1 Activistische aandeelhouder maatregelen

We vroegen institutionele beleggers welke corrigerende maatregelen zij bereid zijn te nemen tegen een onderneming waarin zij beleggen. We vroegen ons ook af of hedge funds die grote posities nemen, meer bereid zijn dan andere beleggers om het bestuur in onder de maat presterende ondernemingen te confronteren.

Tabel 1. Aantal verschillende maatregelen dat een activistische belegger neemt. (n=87)

aantal maatregelen	aantal beleggers	percentage beleggers
1	17	20
2	20	23
3	16	18
4	12	14
5	8	9
6	7	8
7	4	5
8	0	0
9	3	3

Van de beleggers die tenminste 1 maatregel nemen, is 75% bereid om 3 tot 4 maatregelen te treffen.

Tabel 2. Te nemen maatregelen (in %)

activistische maatregel	Percentage beleggers
▪ verkopen van aandelen in de donderneming	80
▪ tegenstemmen op AvA	66
▪ discussies houden met RvB	55
▪ contact leggen met RvC voor verandering	22
▪ het openbaar maken van het tegenstemmen op AvA	21
▪ voorstellen agenderen op de AvA	20

vervolg Tabel 2

▪ kritische noten uiten op AvA	19
▪ gerechtelijke stappen nemen tegen het bestuur	12
▪ de media opzoeken om bestuur te kritiseren	11
▪ geen	5

De overgrote meerderheid zal nog steeds overgaan tot het verkopen van zijn aandelen (80%). Tweederde zegt gebruik te maken van zijn stemrecht om tegen te stemmen op de AvA, terwijl meer dan de helft de discussie met het bestuur aangaat. Overigens blijkt uit de data dat pensioenfondsen significant vaker verkopen (88%) dan verzekeringsmaatschappijen (71%). Er is ook enige aanleiding te veronderstellen dat hedge funds het bestuur vaker confronteren ten behoeve van veranderingen in het management bij onder de maat presterende ondernemingen.

3.2 Coördinatie van aandeelhouder activisme

De opkomst van activisme coincideerde ook met de mogelijkheid voor aandeelhouders om met elkaar over governance en proxy kwesties in contact te treden. Tot nog niet zo lang gelden was het in een aantal landen moeilijk voor beleggers, vanwege opgelegde beperkingen, hierover te communiceren. Het blijkt dat pensioenfondsen (83%) en hedge funds (75%) bereid zijn om initiatieven op het gebied van activistische maatregelen te nemen. Verzekeraars en beleggingsfondsen zijn hiertoe minder bereid (60%) en (59%).

Uit de data blijkt ook dat grote beleggers meer bereid zijn tot activisme dan kleine beleggers en dat beleggers uit Nederland, Frankrijk, VS en Engeland hiertoe meer bereid zijn dan beleggers uit Duitsland en Luxemburg.

Het algemene beeld is dat beleggers bereid zijn, (59%) om ter wille van het realiseren van governance doelen, met elkaar deze kwesties te coördineren. De mate waarin is afhankelijk van het type belegger en in hoeverre de belegger wordt beïnvloed door regelgeving. Tenslotte zijn beleggingsfondsen die behoren bij bank en verzekering consortia minder bereid te engageren in activistische strategieën. Deze bevinding is in lijn met eerder bevindingen in de literatuur (Brickley, Lease en Smith 1988)².

3.3 Katalyserende gebeurtenissen resulterend in aandeelhouder activisme

Eerdere onderzoeken tonen aan dat aandeelhouders eerder geneigd zijn het bestuur om uitleg te vragen als zij slechte governance structuren in combinatie met onder de maat presteren van een onderneming vaststellen. Op grond hiervan stellen we ons de vraag: 'wat zijn aanleidingen die activisme teweeg brengen?'. Uit de hieronder staande tabel blijkt dat er een sterk verband is tussen enerzijds slecht gekozen doelstellingen en strategie in de Verenigde Staten (6.0) en ook Nederland (6.1) dat kan leiden tot activisme. Maar ook ondernemingsstrategie sec (5.6) en het onder maat presteren van de onderneming zowel in de Verenigde Staten (5.3) als in Nederland (5.4) heeft een hoge waarschijnlijkheid tot het initiëren van activisme. Opgemerkt zij nog dat hedge funds een suboptimale vermogensstructuur een zeer belangrijke katalysator vinden (6.8) om activistische maatregelen te nemen.

Tabel 3. Gebeurtenissen die potentieel activisme teweeg kan brengen (7 punt schaal)

	VS	NL
▪ slechte cijfers (bijvoorbeeld het missen verwacht EBIT of omzet cijfers)	5.3	5.4
▪ slechte aandelenkoers (absoluut koerswijziging)	4.6	4.5
▪ slecht aandelenrendement t.o.v peers	5.0	5.0

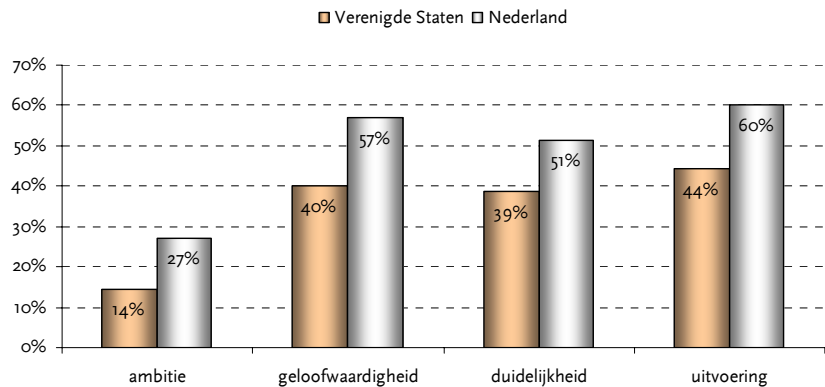
² Brickley J.A., Lease, R.C. and C.W. Smith, Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments Journal of Financial Economics, Vol.20 No. 1/2, 267-291 (1988).

vervolg Tabel 3

▪ excessieve beloningen	5.1	5.1
▪ lage uitkering aan aandeelhouders ondanks hoge kas positie	5.1	5.1
▪ suboptimale vermogensstructuur	5.2	5.3
▪ slechte ondernemingsstrategie (d.w.z. onderneming is te gediversifieerd)	5.6	5.6
▪ rights issues	4.9	4.9
▪ significant verkoop van activa	5.1	5.1
▪ voorgenomen acquisities	5.6	5.7
▪ doelstellingen & strategie	6.0	6.1

Met betrekking tot de doelstellingen en strategie (waarvan de importantie door beleggers boven de 6 was aangegeven), hebben we tevens gevraagd op grond van welke maat men hierover met het bestuur in discussie treedt. We onderscheiden hierbij vier criteria: ambitie, geloofwaardigheid, duidelijkheid en de uitvoering van de doelstellingen en strategie. Zie figuur 5.

Figuur 5. Criteria voor doelstellingen en strategie die als zij onvoldoende worden beschouwd kunnen leiden tot het benaderen van het bestuur van de onderneming



Het criterium uitvoering (executie) niet voldoende is het meest genoemde criterium dat beleggers in stelling doet brengen tegen de onderneming. Meer dan 50% van de Nederlandse beleggers zouden tevens geloofwaardigheid en duidelijkheid opnemen in hun actie lijst.

4. Beloning voor bestuurders

De stijging van de beloning van bestuurders is direct het gevolg van de perceptie dat verbetering in de ondernemingsprestatie het beste kan worden verwezenlijkt door de beloning te koppelen aan die prestatie. Op dit gebied is veel onderzoek gedaan en het merendeel toont aan dat er een sterke correlatie is tussen de hoogte van de beloning en de omvang van de onderneming gemeten naar omzet (Murphy 1999)³. De beloning van de top is echter niet alleen afhankelijk van de omvang van de onderneming maar ook van de sector en de groeikansen binnen die sector. Het blijkt dat in de industriële sector de aan omzet gerelateerde beloning veel hoger is dan in de financiële dienstverlening en nutsbedrijven. Dit fenomeen is internationaal waarneembaar. Hoewel er een toenemende mate van convergentie van bestuurders beloningen is met betrekking tot hoe deze worden gedetermineerd, zoals aandelenopties, het gebruik van een peergroep etc. toch is de beloning van in het bijzonder de CEO in de Verenigde Staten gemiddeld tweemaal zo hoog vergeleken met de andere OESO landen. Deze constatering doet opgeld ook als men koopkracht verschillen, belasting en emolumenten in de beschouwing betreft. Dit hoge beloningsverschil is alleen waarneembaar op CEO niveau en reikt niet verder uit naar echelons onder de CEO. Opgemerkt zij wel dat de beloningen in de Verenigde Staten positief afsteken tegen de hoogte die in Nederland wordt betaald. Een belangrijke verklaring voor het hoogte verschil is de mate waarin de CEO in de Verenigde Staten bepaalt wat er binnen de raad van bestuur wordt beslist.

4.1 Welk gremium beslist over de bestuurders beloning?

De literatuur op dit gebied suggereert dat het ter stemming brengen van de beloning van de Raad van Bestuur dient als een beteugeling van alsmear hogere beloningen. De gedachte lijkt dan ook waarschijnlijk dat aandeelhouders er de voorkeur aan geven om op de AvA het ontwerp van het optieplan en de hoeveelheid opties die wordt toegekend ter stemming te brengen. In tabel 4 opperen we in geval van een bestuur met een Raad van Commissarissen en ingeval we met een one tier bestuur te maken hebben wie daarover zouden moeten beslissen. De meerderheid in beide gevallen meent dat de AvA hiervoor het juiste orgaan is. Omgekeerd geredeneerd is (97% respectievelijk 96%) tegen de gedachte dat de Raad van Bestuur hier zelf over beslist. Er blijkt geen significant verschil te zijn tussen uitkomsten in beide situaties. Kortom aandeelhouders menen dat de AvA het geëigende platform is om het ontwerp van de beloningsstructuur en de hoeveelheid aandelen opties die worden toegekend vast te stellen.

Tabel 4. Autoriteit die beslist over het ontwerp van het optieplan en de hoeveelheid aandelen opties die worden toegekend in Nederland in %

one tier board		two tier board	
	%		%
▪ de aandeelhouders op de AvA	54	▪ de aandeelhouders op de AvA	59
▪ de non executive board	20	▪ de RvC	27
▪ de non executive board leden van het beloningscomité	29	▪ de leden van de RvC van het beloningscomité	37
▪ het bestuur	3	▪ het bestuur	4

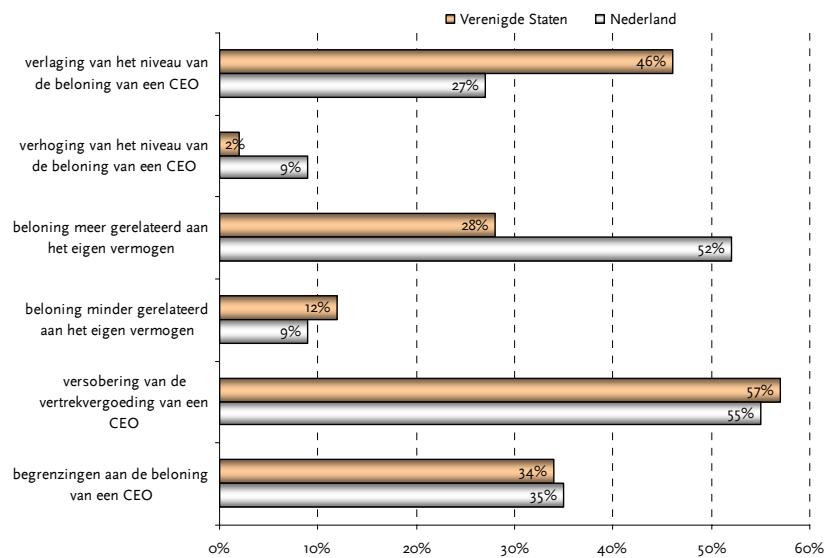
4.2 Beoordeling van de hoogte van de bestuurders beloning

De volgende figuur geeft een samenvatting van informatie hoe beleggers denken met betrekking tot mogelijke veranderingen in de beloning van de CEO zowel in de Verenigde Staten als in Nederland.

³ Murphy, K., *Executive Compensation, Handbook of Labor Economics* (1999).

Richten we ons in eerste instantie op Nederland dan zien we dat een meerderheid vindt dat de bestuurlijke vertrekvergoedingen te royaal worden gevonden. Een meerderheid van institutionele beleggers vindt ook dat de beloning voor bestuurders in Nederland niet hoeft te worden verlaagd en dus niet te hoog is. Tevens is een kleine meerderheid voor een op aandelen gestoelde beloning (meer opties dan wel aandelen die aan bepaalde beperkingen voldoen). Het grappige van de resultaten is dat hoewel men niet vindt dat de beloning in Nederland hoeft te worden verlaagd, 54% wel van mening is dat dit in de Verenigde Staten zou moeten gebeuren.

Figuur 6: Mogelijke aanpassingen in de beloning voor de CEO (in %)



4.3 Belang van de individuele bouwstenen van het ontwerp van een aandelen optie plan

Tabel 5. Het belang van optie plan kenmerken gezien vanuit de aandeelhouder (7 punt schaal)

kenmerken t.b.v een optie plan voor bestuurders	belang
publicatie van de optie karakteristieken en het # aandelen dat wordt toegekend	6.2
periode (langer dan twee jaar)	5.7
relatieve operationele benchmarks	5.6
relatieve aandelen rendementen t.o.v. een benchmark groep (totaal rendement)	5.0
looptijd van de opties (niet langer dan 7 jaar))	5.0
absolute operationele benchmarks	4.9
uitoefenprijzen die out of the money zijn	4.9
uitoefenprijzen die in the money zijn	3.8
absolute koersveranderingen	3.8

Tabel 5 toont hoe institutionele beleggers denken over kenmerken die verband houden met het ontwerp van een aandelen optie plan. Het moge duidelijk zijn dat het bekend maken van de onderdelen van een optieplan en de mate waarin er rechten worden verkregen qua belang bovenaan prijken. Dit is in lijn met goede governance praktijken. Tevens is het interessant te constateren dat aandeelhouders een optieplan ondersteunen zolang maar gebruik wordt gemaakt van de juiste prestatie voorwaarden. Er is weinig draagvlak voor relaties met absolute veranderingen in aandelen koersen en opties die, in the money worden toegekend. Hierop is één uitzondering namelijk hedge funds, zij zien namelijk juist wel graag absolute koersveranderingen (6.5) en absolute operationeel benchmarks (6.5) als belangrijke bouwstenen van het optieplan.

5. Aandeelhouder consultatie en de besluitvorming op de AvA

Historisch gezien was het Nederlandse Corporate Governance systeem gecentreerd op het stakeholders model met een beperkte invloed van aandeelhouders op het bestuur, zoals wel het geval is in Engeland en de Verenigde Staten.

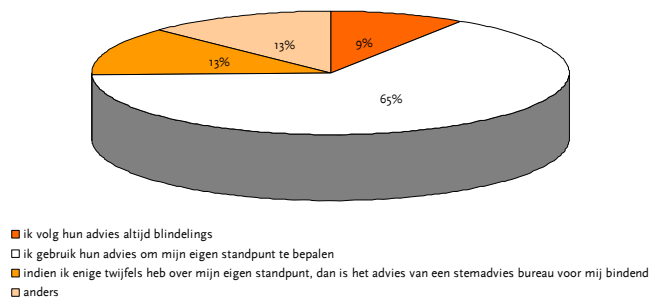
Deze aangelegenheden zijn verordend sinds 1 oktober 2004. Hierin zijn onder andere begrepen:

- De mogelijkheid van aandeelhouders tot het bekrachtigen van bepaalde moties die van invloed zijn op de identiteit of het karakter van de NV dan wel de aard van activiteiten.
- Het recht van aandeelhouders om te stemmen over het beloningsbeleid en jaarlijks het optie plan voor bestuurders goed te keuren.
- Het recht om voorstellen op de agenda te plaatsen als 1% van het kapitaal is vertegenwoordigd of een belang dat tenminste naar marktwaarde gemeten € 50 miljoen vertegenwoordigd.
- Een maatregel dat houders van certificaten in beursgenoteerde ondernemingen het recht geeft hun stemrecht uit te oefenen door gebruik te maken van proxies (behalve als er sprake is van een dreigende overname).
- De verplichting van het bestuur om jaarlijks de raad van commissarissen te informeren over de hoofdzaken van de strategie, de risico's daaraan verbonden, het management systeem en controle systeem.
- Regelgeving die stelt dat de publieke NV de Corporate Governance code toepast en als zij dat niet doet redenen, uitleg geeft waarom dat niet verstandig is. Vanaf 2007 is ook van kracht geworden:
- Elektronische middelen ten behoeve van de communicatie (promotie) en een besluit dat voorziet in het elektronisch kunnen participeren op de vergadering van aandeelhouders als ook het versimpelen van de uitgifte van volmachten (proxies) en stem instructies.

Tevens is het mogelijk voor ondernemingen om van te voren hun stem uit te brengen Dit alles tegen de achtergrond dat deze maatregelen een verhoogde verantwoording bij bestuurders zou sorteren en aandeelhouders een reeks van institutionele arrangementen zou geven die leiden tot een verbeterd stemgedrag en participatie.

Alvorens we beleggers ondervraagden, gingen we na of zij gebruik maakten van stem advies bureaus, temeer daar dit onderwerp vooral bij het vaststellen van hun mening van belang is. Hieronder is te zien hoe gebruik gemaakt wordt van stemadvies bureaus.

Figuur 7: Hoe wordt van stemadvies bureaus gebruik gemaakt?



5.1 Mechanismes ter bevordering van effectieve besluitvorming op de AvA

Wat is de perceptie van institutionele beleggers betreffende welke mechanismes het meest involveren op de AvA? In de hieronder staande tabel staan de uitkomsten hoe belangrijk bepaalde mechanismes voor een effectieve besluitvorming op de AvA worden gezien.

Tabel 6. belang van mechanismes ter bevordering van een effectieve aandeelhouder besluitvorming op de AvA (7 punt schaal)

	VS	NL
▪ elektronisch gebruik van het voorzien van documenten t.b.v. de AvA	5.5	5.5
▪ gebruik van elektronische stem systemen	5.3	5.3
▪ de onderneming controleert dat de datum van de AvA en de bijbehorende documenten zijn ontvangen door aandeelhouders.	4.5	4.3
▪ het beter mogelijk maken van stemmen bij volmacht	5.2	5.2
▪ benoemen van een gevolmachtigde	4.8	4.7
▪ mogelijkheid van aandeelhouders en bestuur om meningen te wisselen via webboards.	4.6	4.5
▪ toenemend gebruik van elektronische middelen (zoals webcast van de AvA)	5.5	5.6
▪ anders	5.8	5.9

Elektronische communicatie middelen en het voorzien van elektronische documenten worden het hoogst gewaardeerd. Gevolgd door stemmen door volmacht (5,2). Ook in dit geval zijn er geen noemenswaardige verschillen te constateren tussen de Nederlandse situatie en die in de Verenigde Staten.

Per beleggerklasse zijn wel nog een aantal verschillen te constateren: hedge funds vinden het belangrijker dat er elektronische communicatie middelen zijn dan de overige beleggersgroepen.

5.2 Aandeelhouders consultatie

De effecten wet en regelgeving kan op twee manieren het involveren van institutionele beleggers bij de beursgenoteerde onderneming faciliteren

Ten eerste kan vermogensmarkt gerelateerde openheid van zaken door de onderneming verschillende type beleggers beter in staat stellen hun beslissingen betreffende allocatie van hun beleggingen te maken. Ten tweede, volledige openbaarmaking van relevante ondernemingsinformatie maakt het mogelijk voor aandeelhouders misbruik door grootaandeelhouders en bestuurders te beperken. In bepaalde situaties hebben aandeelhouders zoals hiervoor gememoreerd recht tot inzage.

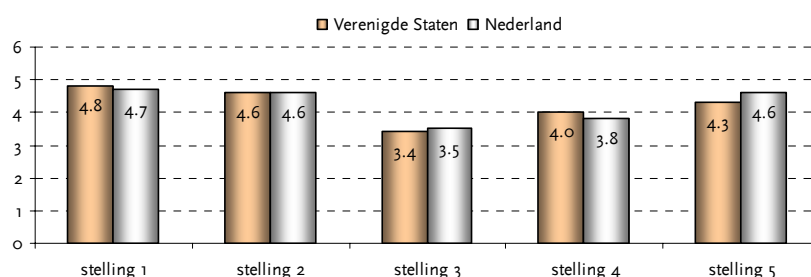
De Europese Unie kent geen vastomlijnde regelgeving omtrent wat door beursgenoteerde bedrijven bekend moet worden gemaakt. Dit in tegenstelling tot in de VS waar een en ander is vastgelegd in de wetten van 1933, 1934, de SEC regels en NYSE handboek. Er wordt daar wel gewerkt aan richtlijnen met betrekking tot markt misbruik die de aandeelhouders er van moet verzekeren dat zij worden geïnformeerd over het stem proces en het doen en laten van de onderneming.

De vraag die nu rijst is, worden institutionele beleggers inderdaad beter voorzien qua informatie? Om dit te toetsen poneerden we de volgende stellingen:

- aandeelhouders worden adequaat voorzien met informatie aangaande de AvA;
- aandeelhouders wordt voldoende tijd gegeven om voorafgaand aan de AvA schriftelijk vragen te stellen;
- individuele aandeelhouders worden adequaat geconsulteerd als het gaat om majeure veranderingen en het ondernemingsbeleid;
- samenhangende transacties (related party transactions) worden volledig bekend gemaakt met adequate informatie op de AvA en aandeelhouders krijgen voldoende tijd om vragen te stellen.

Figuur 8 geeft de resultaten weer voor elk van de stellingen.

Figuur 8. Mate waarin Beleggers instemmen met de stellingen betreffende consultatie van aandeelhouders (7 punt schaal)



De meeste respondenten gaven aan dat zij adequaat worden geïnformeerd met informatie over de AvA, (4.8) voor de VS en (4.7) voor Nederland. Ook de tijd die hen wordt gegeven om schriftelijke vragen te stellen vooraf aan de AvA lijkt voldoende. Diametraal staat de constatering dat wanneer er sprake is van een transactie waar bestuur bij betrokken is dat aandeelhouders zich minder goede vinden geconsulteerd.

5.3 Voorbereiding van de AvA

Hoe goed bereiden beleggers zich voor op de AvA en welke maatregelen nemen zij om een goede voorbereiding te waarborgen? Tabel 7 geeft hiervan de resultaten.

Tabel 7. Voorbereiding van de AvA (in %)

voorafgaand aan de AvA:	VS	NL
▪ prepareert u uw eigen zienswijze in relatie tot de agenda van de onderneming?	34	54
▪ zoekt u contact met andere beleggers?	6	13
▪ zoekt u contact met de raad van bestuur?	7	12
▪ verzoekt u om juridisch advies?	4	4
▪ beslist u in samenspraak met andere beleggers hoe u gaat stemmen?	12	14
▪ maakt u gebruik van een extern stem advies bureau?	26	38

Het blijkt dat meer beleggers zich voorbereiden op de agenda van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen dan die in de VS (54% vs. 43%). Het is tevens hoogst onwaarschijnlijk dat beleggers het bestuur benaderen voorafgaand aan de AvA, 93% in de Verenigde Staten en 88% in Nederland. Ook is er een kleine kans (4%) dat men juridisch advies gaat zoeken.

6. Tot slot

Deze studie is een eerste die onderzoekt welke factoren institutionele beleggers motiveert in de participatie van Corporate Governance van beursgenoteerde ondernemingen. Doordat we de beleggers Corporate Governance mechanismes lieten vergelijken tussen Nederland en de Verenigde Staten waren we in staat om na te gaan hoe groot de achterstand is t.o.v. de Verenigde Staten. Het blijkt gemiddeld slechts om een halve punt te gaan op een 7 punt schaal. Nederland is enorm voortuit gegaan op Corporate Governance gebied, zeker in vergelijking met een studie uit 1998 van LLSV. Onze analyse liet zien welke katalysatoren reden waren voor activisme. We zagen dat beleggers vrijwel allen direct reageren als er tekortkomingen in de doelstelling en strategie worden geconstateerd. Voor wat betreft de beloning van bestuurders is de meerderheid van aandeelhouders van mening dat de component die aan het eigen vermogen is gerelateerd een AvA beslissing is. Opmerkelijk was ook te constateren dat er een voorkeur bestaat voor een bestuur met een Raad van Commissarissen. Tevens zijn er overduidelijk aanwijzingen dat elektronische communicatie middelen een belangrijk onderdeel vormen voor een effectieve besluit vorming op de AvA.

