

Aan:

De Monitoring Commissie Corporate Governance Code
t.a.v. Mr. W. Kuijpers
Postbus 20201
2500 EE Den Haag

Geachte commissieleden,

In uw "rapport over de evaluatie en actualisering van de Nederlandse corporate governance code" gedateerd juni 2008 roept u een ieder die zich daartoe geroepen voelt op te reageren op de door u in het genoemde rapport gedane voorstellen voor aanpassing van de Nederlandse corporate governance code (hierna "de code"). Aanvullend op de algemene reactie van Corgwell CPI Governance, wil ik op persoonlijke titel nog een aantal opmerkingen toevoegen.

Mijn aanvullende opmerkingen richten zich op een drietal deelgebieden die meerdere bepalingen in de code raken:

1. Strijdige (korte termijn) belangen van bestuurders met het (lange termijn) bedrijfsbelang in bijzondere situaties zoals een overname.
2. De keuze van het besturingsmodel, specifiek in het licht van de komende wettelijke verankering hiervan.
3. De nadruk op de stakeholdersbenadering.

Ad.1. Bestuurdersbelangen in bijzondere situaties

Terecht constateert de commissie dat juist ten tijde van overnames er risico's bestaan ten aanzien van persoonlijke belangen van bestuurders bij de overname (zie o.a. het voorstel voor best practice VI.3). In best practices II.2.10, II.2.11 en II.2.12 geeft de commissie aan dat hierover transparantie en verantwoording moet worden afgelegd. Er zijn naar mijn mening twee redenen waarom deze bepalingen aanscherping behoeven en naar mijn mening het persoonlijk belang op voorhand beperkt moet worden.

Ten eerste betreft dat de koppeling van de bestuurdersbeloning aan aandeelhouderswaarde. De doelstelling van een onderneming is het streven naar continuïteit waarbij maximalisatie van lange termijn aandeelhouderswaarde wordt nagestreefd. Om hieraan invulling te geven worden in bijna alle gevallen opties en/of aandelenpakketten aan bestuurders toegekend. Dit gebeurt vanuit de overtuiging dat de waarde van aandelen in algemene zin gelijk gesteld kan worden met (lange termijn) aandeelhouderswaarde. Hierbij wordt vaak aangegeven dat de aandeelhouder de partij is die achteraan de rij komt indien de boedel van een onderneming verdeeld moet worden en dat de aandeelhouder daardoor het grootste belang zou hebben bij continuïteit van de onderneming.

Echter bij overnames, snel verbeterende (zeepbel) en verslechterende (krach) marktomstandigheden of vergelijkbare ontwikkelingen die uitsluitend de 'eigen' onderneming raken, gaan emoties een belangrijke rol spelen en is de beurskoers geen weergave meer van verwachte toekomstige kasstromen. De opbrengsten (of verliezen) voor de aandeelhouders, inclusief de bestuurders, worden dan plotseling gedomineerd door de korte termijn beurskoers. Indien de bestuurders grote hoeveelheden aandelen en opties bezitten, is hun persoonlijk belang op dat moment potentieel primair gelegen in de korte termijn beurskoers en daarmee mogelijk strijdig met het (lange termijn) belang van de organisatie en met de belangen van andere stakeholders.

Het tweede argument betreft de met de bestuurder gemaakte arbeidsrechtelijke afspraken. Het voorstel voor aanpassing van II.2.11 geeft aan dat in de arbeidsovereenkomst overeengekomen vertrekvergoedingen en *change of control* clauses geopenbaard moeten worden. Hoewel deze openbaarmaking absoluut van toegevoegde waarde is, moet ook gekeken worden naar de aard van dergelijke bepalingen. Naast een mogelijke lock-up clause, bevat zo'n bepaling vaak ook juist zaken die de bestuurder beschermen, zoals bijvoorbeeld een minimale afkoopsom. Afwijkingen in deze afkoopsom ten gunste van de bestuurder zijn dan nog altijd toegestaan en deze wordt vaak pas ten tijde van de overname vastgesteld. Bij afwezigheid van *change of control* clauses in de arbeidsovereenkomst met de bestuurder worden dergelijke afspraken altijd pas gemaakt als de overname reeds speelt. Vaak krijgen de bestuurders bovendien een bonus (in aandelen of in geld) bij een geslaagde overname en deze staat los van het al bestaande effectenbezit. Hierbij kunnen ook andere persoonlijke belangen van de bestuurder een rol spelen (N.B. Naast een financiële vergoeding is het ook mogelijk dat de bestuurder juist zijn positie kan verbeteren omdat hij een toppositie in de nieuwe organisatie krijgt aangeboden). Deze persoonlijke belangen bepalen vaak voor bestuurders van de overgenomen organisatie of ze mee willen werken aan de overname en deze positief aan de aandeelhouders willen voorleggen.

In de voorstellen ten aanzien van de code zijn op dit moment uitsluitend bepalingen opgenomen die aangegeven dat verantwoording moet worden afgelegd over beloning en vertrekvergoedingen. Hoewel in het rapport aangegeven wordt dat *change of control* clauses in arbeidsovereenkomsten tegenwoordig regelmatig een beperking kennen (bijvoorbeeld lock-up), komt een dergelijke maatregel als best practice niet terug in de codebepalingen zelf. Het verdient mijns inziens de voorkeur om naast transparantie, met name bij bijzondere situaties zoals een overname of snel veranderende marktomstandigheden, ervoor te zorgen dat maatregelen worden genomen die de persoonlijke (korte termijn) belangen van de bestuurder op voorhand expliciet beperken. Zoals gezegd zou een dergelijke bepaling moeten leiden tot aanpassing van bepalingen II.2.10, II.2.11 en/of II.2.12.

Ad.2. Keuze van besturingsmodel

Binnen de corporate wereld bestaat een toenemende belangstelling voor het zogenaamde one-tier besturingsmodel. De monitoring commissie geeft aan dat zij meent dat de code voldoende ruimte biedt voor het functioneren van beide besturingmodellen. Dat wordt door mij niet bestreden. Niet onvermeld mag blijven dat blijkens de door de commissie aangehaalde onderzoeken, de grote aandeelhouders een duidelijke voorkeur hebben voor het two-tier model. Ik onderschrijf expliciet deze voorkeur.

We moeten echter onze ogen niet sluiten voor de ontwikkelingen in de markt en zullen dus rekening moeten houden met het ontstaan van one-tier ondernemingen. Het zou in dat licht een gemiste kans zijn om de huidige tekst bij het one-tier model (principe III.8 en bijbehorende best practice bepalingen) niet aan te passen en/of aan te vullen. Te meer daar het er nu op lijkt dat het one-tier model ook een wettelijk kader zal krijgen.

Met het wettelijk kader ontstaat voor ondernemingen een keuzemogelijkheid die tot op heden ontbrak. Dit geldt vooral voor bedrijven die tot nog toe gebonden waren aan het structuurregime. Nu die keuze ontstaat, zouden ondernemingen hun keuze voor een besturingsmodel moeten motiveren. Zij zouden ook moeten aangeven hoe zij tegemoet willen komen aan de potentiële risico's binnen het gekozen model. In algemene zin: de grote afstand en het tekort aan informatie bij een 2-tier model en een te grote betrokkenheid en daarmee te weinig afstand voor het adequaat uitvoeren van toezicht bij het one-tier model. Het gaat dus niet uitsluitend om de motivatie van de keuze voor het one-tier model, maar ook om (het handhaven van) de keuze voor het two-tier model. De verwachte toekomstige keuzevrijheid creëert zo een prachtige mogelijkheid voor het afleggen van verantwoording over (hopelijk bewuste) keuzes in organisatie en besturing en daarmee over de gehele code!

In de voorstellen van de commissie omtrent one-tier besturing richten de best practices zich nu vooral op de garantie voor onafhankelijkheid. Ik zou de keuze van het besturingsmodel en de voorgestelde verplichte motivatie als uitgangspunt voor het principe en de daarmee verbonden best practices willen nemen.

Ad.3. Nadruk op stakeholdersbenadering

De besturingsstructuren in Nederland en de daarbij toegestane rechtsvormen vinden hun oorsprong in het Rijnlandse model. Een belangrijk uitgangspunt hiervan is dat de onderneming niet alleen bestaat ten behoeve van de aandeelhouders, maar ook belangen dient van anderen zoals werknemers, klanten, leveranciers en zelfs 'de maatschappij' in zijn geheel. In het structuurregime is het expliciet de wettelijke verantwoordelijkheid van de Raad van Commissarissen om toe te zien op een juiste afweging van de belangen van alle betrokkenen bij de onderneming. De commissie onderschrijft deze zienswijze, onder meer door dit als uitgangspunt voor de code op te nemen in de preambule. In een aantal gevallen kan in de codebepalingen zelf echter nadrukkelijker aangegeven worden dat niet

uitsluitend de belangen van de aandeelhouder gelden, maar dat de onderneming de belangen van alle betrokkenen moet meewegen. Het gaat om de volgende principes en best practices:

- Principe IV.4 beschrijft de rol van institutionele beleggers. De laatste paragraaf van dit principe luidt (nieuwe formulering, nieuwe tekst vetgedrukt):
"**Aandeelhouders** zijn bereid om een dialoog met de vennootschap aan te gaan, **indien** zij de uitleg van de vennootschap ten aanzien van een afwijking van een best practice bepaling uit deze code niet aanvaarden. Uitgangspunt daarbij is de erkenning dat corporate governance een kwestie van maatwerk is en dat afwijkingen van individuele bepalingen door een vennootschap gerechtvaardigd kunnen zijn **en deugdelijk dienen te worden gemotiveerd.**" Wat in deze zin ontbreekt, is het bewustzijn dat de onderneming meer belangen dient dan uitsluitend die van de aandeelhouders. Juist de institutionele belegger zou zich bewust moeten zijn deze andere belangen en deze moeten meenemen in zijn afweging ten aanzien van acceptatie van afwijkingen van bepalingen in de code. N.B. De toevoeging aan het einde van de laatste zin kan volgens mij beter geformuleerd worden als "...mits **deugdelijk gemotiveerd**".
- In het verlengde van bovenstaande dient naar mijn mening ook de nieuwe best practice IV.4.5 genuanceerd te worden. Hier zouden ik aan toe willen voegen dat hoe groter het pakket van de aandeelhouder is, hoe meer hij zich bewust moet zijn van en rekening moet houden met de belangen van andere stakeholders.
- In de voorgestelde nieuwe best practice VI.5 staat nu dat het bestuur "de gevolgen van het wetslagen van het bod voor de bij de vennootschap betrokkenen – waaronder, aandeelhouders, werknemers en crediteuren" schetst. Hierdoor kan de indruk ontstaan dat andere belanghebbenden, zoals klanten, leveranciers of 'de maatschappij' een minder belangrijke rol spelen. Dat is volgens ons niet de bedoeling. Om dat te ondervangen zouden wij willen spreken van "...alle bij de vennootschap betrokkenen..." in plaats van "...de bij de vennootschap betrokkenen...".

Uiteraard ben ik bereid de door mij naar voren gebrachte standpunten nader toe te lichten als u daar prijs op stelt.

Met vriendelijke groet,

Ir. Bob Mohr
Partner Corgwell CPI Governance
bmohr@corgwell.nl
p/a Corgwell CPI Governance
De Molen 1
Postbus 173
3990 DD HOUTEN
T. +31 [0]30 635 54 44
F. +31 [0]30 635 54 99
M. +31 [0]6 50 64 72 63