

# Het Governance Platform™

'The choice of a common stock is a single act, its ownership is a continuing process. Certainly there is just as much reason to exercise care and judgement in being a shareholder as in becoming one.'  
*Graham and Dodd, Security Analysis, 1934*

Aan de voorzitter van de  
Monitoring Commissie Corporate Governance  
Postbus 20201  
2500 EE Den Haag

Haarlem, 7 maart 2007

Geachte heer Frijns,

De Stichting Het Governance Platform maakt graag gebruik van uw uitnodiging om te reageren op het consultatiedocument van december 2006.

Dit omdat één van de onderwerpen die daarin wordt aangesneden ( II 5 Communicatie door het jaar heen/buiten AvA) de kernactiviteit van onze organisatie vormt. Wij voeren ten behoeve van institutionele beleggers sinds medio 2005 buiten de AvA om de dialoog met beursgenoteerde ondernemingen. Wij zullen onze reactie dan ook beperken tot dit onderdeel, waarop wij inmiddels in Nederland een brede expertise hebben opgebouwd.

Ten aanzien van dit in de praktijk van Corporate governance zwaarwegende onderwerp hebt U één vraag geformuleerd (9):

*Bent U van mening dat een dialoog tussen vennootschap en aandeelhouder, ook buiten het verband van de AvA, nuttig kan zijn en niet moet worden ontmoedigd? Acht u het – zowel vanuit het perspectief van de vennootschap als van de aandeelhouder – nuttig indien de vennootschap haar beleid inzake bilaterale contacten met aandeelhouders publiceert op haar website?*

Alvorens deze vraag te beantwoorden enkele algemene kanttekeningen bij de formulering ervan:

## Eerste algemene kanttekening

U spreekt van een dialoog tussen vennootschap en aandeelhouder. Ons inziens gaat het om een dialoog tussen verschillende organen van de vennootschap: tussen (leden van) de raad van bestuur dan wel raad van commissarissen aan de ene kant en leden van de algemene vergadering van aandeelhouders aan de andere kant. In de praktijk willen aandeelhouders de vingers aan de pols houden ten aanzien van de plannen en prestaties van het management. Het lijkt ons verstandiger in de formulering aansluiting te zoeken bij de economische benadering en te spreken over onderneming en aandeelhouders, dan

---

Stichting Het Governance Platform • A. Hofmanweg 5A • P.O. Box 6030 • 2001 HA Haarlem  
The Netherlands  
Tel. +31 (0)23 750 52 20 • Fax +31 (0)23 750 52 22  
Email: [paul.frentrop@deminor.com](mailto:paul.frentrop@deminor.com) • [michael.bruvyn@deminor.com](mailto:michael.bruvyn@deminor.com) • [bernard.thuysbaert@deminor.com](mailto:bernard.thuysbaert@deminor.com)  
[www.governanceplatform.nl](http://www.governanceplatform.nl)

Banque Artesia Nederland 063.94.65.374  
KVK • Amsterdam Chamber of Commerce registration 34225538  
BTW NL 8145.28.983

## Het Governance Platform™

bij de juridische invalshoek van de vennootschap als rechtspersoon. Kern van de dialoog, zoals wij die zien, is immers een economische: inzicht krijgen in – en waar mogelijk verbeteren van – het rendement/risicoprofiel van de onderneming.

Ter ondersteuning van dit standpunt wijzen wij erop dat de eerste commissie die zich in Nederland met Corporate governance bezig hield, onder leiding van de heer Peters, juist bepleitte het onderwerp niet al te zeer in de juridische sfeer te trekken.

(Overigens valt ons op dat U bij consultatievraag 3 spreekt van ‘de onderneming en haar beleggers’ – een economische invalshoek – terwijl u bij de vragen 7,8 en 9 weer de juridische invalshoek kiest door te spreken van ‘vennootschap en aandeelhouders’, terwijl bij vraag 12 een mengvorm wordt gevonden in ‘vennootschap en beleggers’. Wij vragen hiervoor uw aandacht).

### Tweede algemene kanttekening

Het laatste deel van de eerste zin in de vraagstelling bevat een dubbele ontkenning. U vraagt of de dialoog ‘niet moet worden ontmoedigd’. Wij hadden graag een meer positieve vraagstelling gezien, in de geest van het Corporate governance debat, zoals dat de laatste tien jaar in Nederland is gevoerd en waarin de hoofdlijn is dat het aan aandeelhouders is om te waken over hun zaak.

Bij herhaling heeft de regering bepleit dat aandeelhouders de hun toekomstige rechten en mogelijkheden benutten om zelf actie te ondernemen, alvorens de overheid nieuwe regels of bepalingen in zou voeren.

In dat kader achten wij een dialoog tussen ondernemingsleiding en aandeelhouders a priori positief, aangezien een gesprek toch de basis vormt van alle eventuele verdere stappen. Ten principale zouden contacten van aandeelhouders met het bestuur van de onderneming moeten worden aangemoedigd in het kader van Corporate governance. Vanuit die opvatting kan vervolgens, indien noodzakelijk, aan beperking worden gedacht, indien daartoe aanleiding zou bestaan, maar die aanleiding zijn wij in de praktijk nog niet tegen gekomen.

### Antwoord op de vraag.

Wij nemen de vrijheid uw vraag in onderdelen te splitsen en wel:

*Bent U van mening dat een dialoog (..) nuttig kan zijn*

*En niet moet worden ontmoedigd*

*Acht U het vanuit het perspectief van de vennootschap nuttig dat die het beleid terzake op haar website publiceert.*

*Acht U hetzelfde vanuit het perspectief van de aandeelhouder nuttig.*

### **Het nut van een dialoog voor de aandeelhouder.**

Een dialoog met het bestuur is onontbeerlijk voor de aandeelhouder die het in het briefhoofd vermelde motto van onze stichting onderschrijft.

We hoeven daartoe slechts te verwijzen naar de praktijk van het burgerlijk recht, waarin de rechter eisers die voor hem staan toch altijd zal vragen of ze gepoogd hebben met de gedaagde te spreken.

Voor de specifieke situatie van de aandeelhouder mogen wij erop wijzen dat sinds jaar en dag van hem betrokkenheid wordt verwacht. Een aardig citaat in deze vonden wij in een memorie van toelichting bij een wetsontwerp uit 1910:

*“Zolang een aandeel in eene naamlooze vennootschap als eene deelneming in eene loterij wordt beschouwd, heeft men het voor een groot deel aan zichzelf te wijten, indien op dit lot een ‘niet’ komt te vallen.*

*Waar de aandeelhouders zich onverschillig jegens de onderneming betoonen, en alleen energie aan den dag leggen bij het afnippen van den dividend-coupon, daar wordt de verleiding voor de bestuurders te zwaar. Een gezond vennootschapswezen is onbestaanbaar zonder de belangstelling en medewerking, binnen den kring hunner natuurlijke bevoegdheid, van aandeelhouders zelve.”*

Die bijna een eeuw oude woorden hebben nog niet aan kracht verloren, maar vervolgens rijst de vraag: Moet die betrokkenheid zich beperken tot de algemene vergadering van aandeelhouders?

Wij zien daartoe geen reden. Integendeel. Het massale karakter van een vergadering van een beursgenoteerde onderneming, maakt een dialoog in de praktijk onvoldoende mogelijk. Bovendien beperkt de agenda aldaar het aantal onderwerpen waarover van gedachten kan worden gewisseld.

Kortom wij concluderen dat een aandeelhouder die betrokken wil zijn bij de onderneming er goed aan doet regelmatig met het bestuur van gedachten te wisselen. (Zoals bij niet beursgenoteerde familiebedrijven ook heel gebruikelijk). Sterker nog: wij zien aanleiding om te vermoeden dat een beheerder van andermans geld, die dat geld belegt in aandelen van ondernemingen, in zijn taak tekort schiet, wanneer hij niet op regelmatige basis van gedachten wisselt met het bestuur van die onderneming. Immers: hoe kan hij anders een verantwoorde inschatting maken van het rendement/risicoprofiel?

## Het nut van de dialoog voor de vennootschap

Wij achten het beter in dit kader te spreken van het bestuur (van de onderneming) in plaats van over de rechtspersoon 'vennootschap'. Onze ervaring in de praktijk is dat bestuurders van Nederlandse beursfondsen het van groot nut achten om met – met name Nederlandse – beleggers van gedachten te kunnen wisselen. Het is in deze tijden voor een bestuurder van groot belang om zich ervan te verzekeren dat aandeelhouders bv de strategie van de onderneming begrijpen (en onderschrijven) en anderzijds is het voor bestuurders van groot belang te weten hoe aandeelhouders denken over zaken als strategie, dividendbeleid, beloningsbeleid, samenstelling raad van bestuur etc.

Ter ondersteuning van onze praktijkervaring mogen wij erop wijzen dat bestuurders van grote beursfondsen in het kader van investor relations heel veel inspanningen leveren om met aandeelhouders in contact te komen (soms wel honderden bijeenkomsten per jaar, in soms verre plaatsen), maar hun inspanningen gefrustreerd zien doordat ze daar niet de aandeelhouders, maar financiële intermediairs ontmoeten. De meest gehoorde klacht van bestuurders is dat ze hun aandeelhouders niet kennen. DSM heeft in dit kader zelfs voorgesteld om extra dividend uit te keren aan aandeelhouders die zich laten registreren. Wij kunnen op basis van onze praktijkervaring volmondig bevestigen dat een dialoog tussen bestuurders en aandeelhouders door beide partijen zeer nuttig wordt geacht.

## Moet de dialoog niet worden ontmoedigd?

De formulering is zoals gezegd enigszins tendentius. Zoals U aangeeft (51) zijn er geen codebepalingen die zich tegen zo'n dialoog verzetten en ziet de AFM geen wettelijk beletsel (54).

U noemt zorg over koersgevoelige informatie (52). Dergelijke informatie mag in zo'n dialoog niet worden verstrekt. Onze ervaring is dat bestuurders en institutionele beleggers professioneel genoeg zijn om te verzekeren dat dit niet gebeurt. Verder achten wij dit argument van weinig waarde: een bestuurder mag zijn echtgenote ook geen koersgevoelige informatie verstrekken, maar niemand zal de dialoog tussen twee echtlieden willen ontmoedigen.

Wij menen dat ondernemingen dergelijke gesprekken zorgvuldig kunnen construeren. Wij mogen daartoe verwijzen naar het Britse model (ook door Nederlandse beursfondsen gehanteerd), waar één non-executive director speciaal belast is met het onderhouden van de contacten met aandeelhouders.

De regels inzake marktmisbruik worden als een obstakel ervaren (53). Dan moet die regels worden aangepast, zouden wij zeggen.

Een bijzondere situatie doet zich voor bij gesprekken met een grootaandeelhouder, stelt U. (59).

## **Het Governance Platform™**

Ons inziens vergt de term grootaandeelhouder nadere precisering. Een belang van 30 procent maakt een aandeelhouder (of groep aandeelhouders) controlerend in de zin van de regels rond het verplichte bod. Een belang van 10 procent geeft een aandeelhouder toegang tot de Ondernemingskamer en het recht een algemene vergadering bijeen te roepen. Een belang van 5 procent maakt de aandeelhouder meldingsplichtig in de zin van de Wet Melding Zeggenschap (WMZ) en speelt een rol in de mogelijkheid tot uitkoop. Een belang van 1 procent geeft recht op het indienen van agendapunten voor de algemene vergadering.

De regels rond het verplichte bod en de WMZ zijn er niet ter bescherming van het management van een onderneming. De 30 procent grens en de 5 procent WMZ grens zijn gelegd ter bescherming van minderheidsaandeelhouder, in het kader van de WMZ om te voorkomen dat één partij de controle verwerft zonder de controle premie aan de andere aandeelhouders te betalen, in het kader van het verplichte bod om minderheidsaandeelhouders een exit-mogelijkheid te geven, indien een nieuwe partij de controle over de onderneming heeft verworven.

In dat zelfde kader van de bescherming van aandeelhouders lijkt het zinvol dat een onderneming een aandeelhouder die 10 procent verwerft, vraagt om zijn bedoelingen kenbaar te maken alvorens in dialoog te treden met deze aandeelhouder. Die grens sluit (quid pro quo) aan bij de bijzondere rechten die een aandeelhouder met 10 procent krijgt: de mogelijkheid een algemene vergadering bijeen te roepen en toegang tot de Ondernemingskamer.

Overigens is het in veel landen gebruikelijk dat een 10 procent aandeelhouder – ter bescherming van zijn eigen belangen – ook een zetel in de raad van commissarissen kan claimen. Over dit aspect van Corporate governance zou de Monotoring Commissie in dit kader misschien een standpunt moeten bepalen, omdat het een manier betreft waarop in andere landen de relatie tussen de onderneming en een grootaandeelhouder wordt vorm gegeven.

### **Het nut van het publiceren van beleid op een website**

In zijn algemeenheid is er niets op tegen iets op een website te publiceren. Wel zouden wij willen waarschuwen dat ‘een beleid’ van de onderneming inzake contacten met aandeelhouders niet moet ontaarden in een te ambtelijke benadering van het onderwerp. Bestuurders van een onderneming behoren open te staan voor contacten met aandeelhouders. Bestuurders en institutionele beleggers zijn professioneel genoeg om dergelijke contacten volgens wederzijdse wensen te organiseren. Misschien dat dit risico van verambtelijking kan worden ondervangen door ondernemingen te vragen hun beleid inzake de omgang met de diverse relevante stakeholders te publiceren. Het zou immers goed zijn als een onderneming er publiekelijk blijk van geeft te begrijpen een knooppunt te zijn in een netwerk van belanghebbenden

## **Het Governance Platform™**

die allemaal voor zijn voortbestaan en groei essentieel zijn, onder wie aandeelhouders. Dergelijk begrip kan echter niet worden afgedwongen.

Tot nadere toelichting zijn wij gaarne bereid,

Namens het bestuur van de Stichting Het Governance Platform

P. Frentrop

Het Governance Platform is een initiatief van

Blue Sky Groep  
Cordares  
Grafische Bedrijfsfondsen  
MN-Services  
Nachenius Tjeenk  
Robeco  
SNS Asset Management