

De belegger laat zijn stem horen

Het belang van aandeelhoudersvergaderingen en de dialoog met het bestuur binnen verantwoord beleggen

Manuel Adamini
Hoofd ESG-research, SNS Asset Management
Mei 2012

1. Achtergrond

Voor veel beleggers zijn de afschrikwekkende beelden van verminkte kinderen, waarmee Zembla de publieke opinie in maart 2007 wakker schudde, zo scherp alsof ze gisteren werden uitgezonden. De boodschap was helder: de clusterbommen en landmijnen die de oorzaak zijn van al dit leed moeten zo snel mogelijk de wereld uit. De veroorzakers van het leed dienden hun verantwoordelijkheid te nemen en te stoppen met de productie van, en handel in, dit wapentuig. Die veroorzakers waren, aldus Zembla, niet alleen de wapenfabrikanten, maar ook de (grote institutionele) beleggers die investeerden in deze ondernemingen.

Sindsdien is “verantwoord beleggen” in aandelen sterk in opkomst. In de wereld van de pensioenfondsen is het een vanzelfsprekendheid geworden. Ook de particuliere belegger heeft meer oog gekregen voor de sociale, maatschappelijke, bestuurlijke en milieukwaliteit van zijn aandelenbeleggingen¹. Door de bank genomen wordt de kern van een verantwoord beleggingsbeleid gevormd door een uitsluitingenbeleid. Dat wordt al dan niet aangevuld met engagement, (de dialoog met het bestuur), het stemmen op aandeelhoudersvergaderingen of met een positieve aandelenselectie. In het geval van uitsluiting weert de belegger een onderneming die iets op zijn kerfstok heeft uit de portefeuille. In het geval van engagement (en stemmen op vergaderingen) sluit hij de onderneming niet uit, maar gaat ermee in gesprek. Doel van dat gesprek is het bedrijf aan te sporen haar beleid en prestaties te verbeteren, om te voldoen aan internationale standaarden en richtlijnen van verantwoord beleggen. In het geval van positieve selectie zoekt de belegger actief naar ondernemingen die voorlopers zijn op het terrein van ook de niet-financiële prestaties.

¹ Overal waar hij of zijn staat, kan ook zij of haar worden gelezen. Wij realiseren ons terdege dat juist onder particuliere beleggers veel vrouwen zich aangetrokken voelen tot vormen van verantwoord beleggen.

Met de opkomst van de Principles for Responsible Investing, ondersteund door de Verenigde Naties, is het belang van de dialoog (engagement) en het gebruik van de aandeelhoudersrechten vooral onder professionele beleggers, zoals pensioenfondsen, sterk toegenomen. Ook voor de particuliere beleggers zijn er initiatieven die in deze activiteiten ondersteunen. In Nederland staat de Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO) door haar kritische optredens tijdens aandeelhoudersvergaderingen goed bekend. Ook andere landen kennen dergelijke verenigingen. In Europees verband hebben zij zich aaneengesloten tot de European Social Investment Forum (EuroSIF). Waar de VBDO vooral Nederlandse ondernemingen benadert, concentreert EuroSIF zich op het beïnvloeden van relevant beleid voor duurzame ontwikkeling dat van de Europese Commissie en het Europees Parlement uitgaat.

Met de aanwezigheid van de VBDO is het kritisch spreken op aandeelhoudersvergaderingen geen onbekend fenomeen meer. 'Engagement' echter, de dialoog met het bestuur, is minder zichtbaar, omdat het vaak blijft voorbehouden aan partijen die middels hun beleggingen grotere belangen in ondernemingen aanhouden. Ook is het onderwerp nog volop in ontwikkeling. In het bijzonder daar waar het met uitsluiting van controversiële bedrijven wordt vergeleken. Recentelijk is een discussie op gang gekomen of het niet beter bij beleggers past om het aantal uitsluitingen zo minimaal mogelijk te houden. Er zou vooral gebruik gemaakt moeten worden van de rechten waarover aandeelhouders beschikken om invloed uit te oefenen. Het (collectief) uitoefenen van druk op ondernemingen, door gebruik te maken van het stemrecht en door het aangaan van het gesprek, sorteert mogelijk meer effect dan het verkopen van de aandelen². Wie zijn aandelen verkoopt verliest zijn recht om als aandeelhouder invloed uit te oefenen. Voor de belegger is het wellicht geruststellend te weten dat hij niet betrokken is bij schendingen van mensenrechten, de gevolgen van clusterbommen, corruptie, ernstige milieuvervuiling of andere vormen van ernstig leed. Het verandert echter niet de situatie voor de slachtoffers. De reden daarvan is eenvoudig: uitgesloten ondernemingen ondervinden geen nadelige gevolgen van uitsluiting. Hun toegang tot financiële markten verandert door uitsluiting niet, omdat het aantal beleggers dat bedrijven mijdt die achterblijven op deze niet-financiële prestaties nog slechts marginaal is³. De ondernemingen kunnen gewoon doorgaan met de door verantwoorde beleggers gewraakte praktijken. Pas als de groep uitsluitende aandeelhouders zo groot wordt dat de kapitaalskosten conform de wetten van de markt gaan oplopen, sorteert uitsluiting enig effect. Vooralsnog is dat echter niet het geval. Wie daarom als

² We zien evenwel een beperking in de mogelijkheden tot engagement als het gaat om de activiteiten van een onderneming, als onderscheiden van de gedragingen van die ondernemingen. Het heeft weinig zin om ondernemingen die een substantieel deel van hun omzet behalen uit, bijvoorbeeld, de productie van controversiële wapens aan te zetten tot de verkoop van dat deel van de business. Dat zou alleen kunnen in collectief verband en dan ook nog alleen als er een grote meerderheid van aandeelhouders opstaat die een dergelijke resolutie steunt. De praktische haalbaarheid van een dergelijke gedachte achten wij beperkt.

³ Wie de cijfers van het Amerikaanse Social Investment Forum en haar Europese tegenhanger EuroSIF bestudeert, constateert al snel dat beleggers wel rekening houden met sociale, maatschappelijke, bestuurlijke en milieufactoren, maar dat het aantal uitsluitingen relatief gering is.

aandeelhouder iets wil doen aan het verbeteren van de sociale, maatschappelijke en milieuprestaties van bedrijven, komt al gauw uit bij het actief inzetten van zijn rechten: het stemmen op aandeelhoudersvergaderingen en de constructieve dialoog met het bestuur ('engagement')⁴.

2. Het 'engagementproces'

Grote beleggers als vermogensbeheerders of pensioenfondsen kunnen alleen een engagementtraject ingaan, maar kunnen dat ook doen in samenwerking met andere beleggers. Inhoudelijk kan engagement betrekking hebben op activiteiten van individuele ondernemingen, waarvan achteraf is geconstateerd dat deze niet passen in de visie op verantwoord beleggen van de eigenaar van de aandelen. Een alternatief is dat beleggers op voorhand thema's of onderwerpen selecteren waarover zij het gesprek willen aangaan met een of meerdere ondernemingen. In beide gevallen kent elk individueel engagementtraject drie fasen: de pre-gespreksfase, de gespreksfase en de post-gespreksfase. In het navolgende gaan wij kort in op elk van deze fasen.

De pre-gespreksfase

Elke engagement start met het in kaart brengen van de sociale, maatschappelijke, bestuurlijke en milieuvraagstukken die spelen bij een onderneming. Op basis hiervan kan men vaststellen of er voldoende aanleiding is, al dan niet in samenwerking met andere beleggers, een gesprek aan te gaan met een onderneming.

De tweede stap in de pre-gespreksfase is meestal het opstellen van een brief waarin men de bevindingen opsomt en deze ter verificatie voorlegt aan de betreffende onderneming. De ervaring leert dat dit een noodzakelijke stap is. Aangesproken ondernemingen verschillen regelmatig van mening over de interpretatie van de feiten zoals publieke bronnen ze weergeven.

Nadat de feiten zijn geverifieerd en eventueel bijgesteld, kan men nogmaals kritisch bekijken of er voldoende aanleiding is om het engagementtraject voort te zetten. Luidt het antwoord bevestigend, dan wordt de pre-gespreksfase afgesloten met het uitnodigen van de onderneming voor een, veelal in eerste aanleg telefonische, conversatie. Daarbij hoeft het niet altijd tot een gesprek te komen. Als de onderneming de aantijgingen blijft ontkennen en geen aanleiding ziet om in te gaan op de uitnodiging tot gesprek, kan men proberen om een collectieve actie te organiseren om de druk te verhogen of besluiten om de onderneming alsnog uit te sluiten van belegging. Dat laatste draagt echter niet bij aan het oplossen van de geconstateerde problemen.

⁴ Er is nog relatief weinig onderzoek gedaan naar de effectiviteit van engagement. Het beschikbare onderzoek (Gifford 2009, Becht, Frank & Mayers, 2006) wijst uit dat aandeelhouders belang hebben bij engagement.

De gespreksfase

Deze fase heeft tot doel een inhoudelijke verheldering te krijgen van de geconstateerde feiten. Dat gesprek gaat niet altijd van harte en leidt ook niet altijd tot een positief resultaat. Soms wordt maar al te sterk duidelijk gemaakt dat men de vragende partij precies even serieus neemt als het aandelenbelang dat zij vertegenwoordigt. Dat is in de meeste gevallen klein. Hoewel het niet met zoveel woorden gezegd hoeft te worden, is de boodschap helder: 'Wie bent u eigenlijk om ons de maat te nemen?' Soms gaat het gesprek opvallend positief en is men daadwerkelijk geïnteresseerd in de visie van belanghebbenden op het eigen doen en laten.

De post-gespreksfase

Veranderen kost tijd. Dat geldt ook voor de gesprekken over veranderingen en het vaststellen van de resultaten hiervan. Al heeft het bedrijf in de gespreksfase erkend dat er een probleem op te lossen is, beleid dient nieuw gemaakt of aangescherpt en vervolgens uitgevoerd te worden. Bij multinationale ondernemingen, complexe eigendomstructuren of ingewikkelde logistieke processen verdeeld over vele landen, kan dit een uitdaging vormen. Ook is het niet ongebruikelijk dat beleid na een testfase bijgewerkt en haar effectiviteit opnieuw onderzocht moet worden. Het is dan ook niet verrassend dat engagementtrajecten snel meer dan een jaar en soms zelfs vele jaren in beslag nemen. Om de vooraf gestelde doelen dichterbij te brengen, is het monitoren van het beleid en de prestaties van de ondernemingen relevant. Tenminste één keer per jaar zou een evaluatie moeten worden voorgenomen.

Het collectieve engagementproces

Naast het individueel benaderen van ondernemingen, vaak voorbehouden aan professionele partijen, kan collectieve actie eveneens een nuttig middel zijn om invloed uit te oefenen. Collectieve actie richt zich meestal op een onderneming of een groep van ondernemingen, maar soms ook op de toezichthouders. Recentelijk schreven diverse beleggers de VS-Amerikaanse beurswaakhond en de Europese Commissie aan over voorgenomen wetgeving die de transparantie van betalingsstromen in de delfstoffenindustrie moet bevorderen. Ook het Extractive Industries Transparency Initiative (EITI) pakt dit onderwerp met een collectieve actie aan. Hier kunnen (professionele) beleggers samen met andere belanghebbende partijen de industrie op haar prestaties aanspreken.

Resultaten van engagement

De mogelijkheden tot engagement en het succes van interventies zijn mede afhankelijk van de context waarin men opereert. In Europa is het gesprek met het topmanagement van een onderneming niet ongebruikelijk. In de Verenigde Staten stelt de wet grenzen aan de mogelijkheden van bedrijven om informatie te delen met aandeelhouders tijdens een gesprek achter gesloten deuren. Dit leidt ertoe dat

bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen uiterst terughoudend zijn om in gesprek te gaan met een selecte groep aandeelhouders. De schijn van voorkennis vormt een belangrijke barrière.

De resultaten van engagement zijn vooralsnog casuïstisch. Harde cijfers zijn nog niet voorhanden. Door het systematisch ontwikkelen van meer casuïstiek en door actief bij te dragen aan de opbouw van informatie door organisaties als de Principles for Responsible Investment of de VBDO, kan men bijdragen aan het ontwikkelen van de macht van aandeelhouders om geleidelijk vooruitgang te boeken op sociaal, maatschappelijk, bestuurlijk en milieuterrein. Hoe dan ook heeft het zin om als aandeelhouder het gesprek met ondernemingen aan te gaan. Dat leidt niet onmiddellijk tot verbetering van de sociale, maatschappelijke en milieuprestaties. Wel kan het bijdragen aan het ontluikende bewustzijn bij veel ondernemingen dat ook niet-financiële prestaties ertoe doen. Als voldoende aandeelhoudersmacht wordt gemobiliseerd, wordt de kans groter dat ondernemingen bereid zijn om het gesprek aan te gaan en iets te doen aan hun sociale, maatschappelijke, bestuurlijke en milieuverantwoordelijkheid.

3. Stemmen op aandeelhoudersvergaderingen

Het meest fundamentele recht van de aandeelhouder is het recht op tijdige, accurate en volledige informatie over het reilen en zeilen van de onderneming waarin hij belegt. Het formele en voor elke aandeelhouder toegankelijke moment om die informatie te verkrijgen, en hierover een mening te geven, is de aandeelhoudersvergadering. In de aanloop naar de vergadering deelt het bestuur – of specifiek in het Nederlandse model zowel de Raad van Commissarissen als de Raad van Bestuur – informatie met de eigenaren van de onderneming over het afgelopen boekjaar. Ook worden vooruitzichten op het nieuwe jaar gedeeld. Het gaat dan vooral over financiële resultaten en verwachtingen, de strategische keuzes die hieraan ten grondslag liggen en de sturing hierop door bestuursorganen. Over het verleden wordt op de vergadering door de aandeelhouders kwijting (decharge) aan het bestuur verleend, inclusief het goedkeuren van de financiële prestaties en beleid (bijvoorbeeld het dividendvoorstel en de jaarrekening). Er wordt over de toekomst op strategische hoofdlijnen akkoord en handelingsruimte gegeven (bijvoorbeeld een belangrijke koerswijziging) en er worden bestuurders voorgedragen en formeel aangesteld.

Elke belegger, groot of klein, kan over deze zaken zijn mening geven. Dit kan op verschillende manieren. Aan de basis ligt het stemrecht over voorstellen over genoemde onderwerpen die het management van de onderneming ter stemming op de vergadering aandraagt. Is men het met het gevoerde beleid en de kwaliteit van de verstrekte informatie daarover eens, dan verleent men goedkeuring op de jaarverslagen. Is men van mening dat het bestuur deugdelijk en professioneel heeft gehandeld, dan verleent men kwijting en zal men geneigd zijn tot herbenoeming van zittende bestuurders. Bij de meeste agendapunten zal men dus instemmen met

voorstellen die het management maakt. Bij een gezonde onderneming is dit de grondhouding, omdat men ervan uitgaat dat het bestuur naar eer en geweten handelt en goede resultaten mogelijk maakt. Is men het daarentegen oneens met genoemde onderwerpen, of andere voorstellen die het management maakt, kan men 'tegen' stemmen of zich van zijn stem onthouden. Dit gebeurt geregeld, in ieder geval op enkele agendapunten, en leidt ertoe dat het bestuur zich op aanpassingen in het te voeren beleid moet beraden. Als het om zeer belangrijke onderwerpen gaat die bij aandeelhouders niet in de gratie vallen, dan zal het bestuur hierover bij aandeelhouders terug moeten komen. In extreme gevallen gebeurt dat middels een in te roepen buitengewone aandeelhoudersvergadering. Een andere extreme uitkomst, in gevallen van gevoerd wanbeleid of grote ontevredenheid met bijvoorbeeld de financiële prestaties, zullen beleggers weigeren om decharge aan het bestuur te verlenen of individuele leden (of het collectief) te herbenoemen. De Raad van Commissarissen zal nieuwe bestuurders moeten aanwijzen om een koersverandering mogelijk te maken. Vaak zullen echter maar weinig beleggers het met het bestuur oneens zijn, of is de stemming zelfs alleen als 'advies' aan het bestuur (en dus niet bindend geldig). Maar ook dan moet men de signaalwerking die van enkele procenten aan tegenstemmen uitgaat niet onderschatten. Het is mogelijk dat het bestuur alsnog kritisch haar eigen besluiten heroverweegt. Ook kunnen andere beleggers met een nieuwe blik naar het onderwerp kijken en bij uitblijven van verandering in een volgend jaar de groep van 'tegen stemmen' vergroten.

'Voor', 'tegen' of 'onthouding'. Men kan altijd het woord op de vergadering vragen. De dagvoorzitter, veelal de Voorzitter van de Raad van Commissarissen, verleent het woord onder de voorwaarde van een ordelijk verloop van de zitting. Eenmaal aangewezen, kan de belegger zijn mening geven over de onderwerpen op de agenda, suggesties aandragen of verheldering vragen. Het bestuur zal hierop ter plaatse mondeling of, indien niet mogelijk op later tijdstip, schriftelijk reageren. Nog los van het inhoudelijke antwoord kan ook de dialoog als zodanig een doel zijn.

Stemmen (en spreken) op aandeelhoudersvergaderingen vormt de basis van het uiten van de stem van de belegger. Daarom is de actieve inzet (door professionele partijen), een voorwaarde voor het voeren van een intensievere dialoog met het bestuur. Vaak zijn de onderwerpen op de agenda van de aandeelhoudersvergadering, het verloop ervan en de balans van de uitgebrachte stemmen aanleiding voor dit diepere gesprek. De dialoog kan vervolgens leiden tot aangepast beleid en daarmee een eventuele aanpassing van het (toekomstige) stemgedrag van de belegger in kwestie.

Mochten al deze mogelijkheden, inclusief de dialoog met het bestuur voor, tijdens of na een aandeelhoudersvergadering op niets uitlopen, dan kan een belegger overwegen om zelf onderwerpen ter stemming op de agenda te zetten. In de meeste landen wordt dit wel als een agressieve stap ervaren, als een noodoplossing om verandering af te dwingen nadat fundamentele meningsverschillen met het bestuur niet op constructieve wijze opgelost konden worden. Ook is het juridisch ingewikkeld

en nogal kostbaar om de nodige procedurele stappen te doorlopen. Vaak is een minimum waarde van vertegenwoordigd kapitaal vereist. Dit maakt dat het agenderen door aandeelhouders, het indienen van 'resoluties', is voorbehouden aan (coalities van) professionele partijen.

4. Mogelijkheden voor de particuliere belegger

Voor de particuliere belegger is het vaak lastig om binnen het geschetste krachtenveld het overzicht te krijgen. Het kan daarom prettig zijn om naar organisaties te kijken die de particulier hierin vertegenwoordigen.

Zo voert de VBDO als stichting zonder winstoogmerk veel van de genoemde activiteiten namens en voor haar leden uit, ondersteund door vakkundige krachten. De stichting richt zich op het stellen van kritische vragen voorafgaand en tijdens aandeelhoudersvergaderingen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Dit doet zij met een blik op diens sociale, maatschappelijke, bestuurlijke en milieuprestaties.

Ook de Eerlijke Bankwijzer (EBW) komt men in de media geregeld tegen. Het is een initiatief van Amnesty International, De Dierenbescherming, FNV, IKV Pax Christi, Milieudefensie en Oxfam Novib. De EBW heeft als doel om financiële instellingen betreffende hun prestaties op niet-financiële criteria transparant te laten zijn en de bedrijven waarin ze (zelf of namens hun klanten) investeren tot goede sociale, maatschappelijke, bestuurlijke en milieuprestaties aan te zetten. Dat omhelst het gebruik van het stemrecht van aandelen in beheer.

Uiteraard hoeft de particulier het niet aan de EBW over te laten om zijn bank deze vragen te stellen. Hij kan ook rechtstreeks zijn eigen adviseur of kantoor benaderen. Niet alleen de inhoud van het verkregen antwoord, maar veelal ook het (spoedige of juist minder vertrouwen wekkende) proces daar naartoe kan verhelderend zijn.

Zeker als het om het stemmen op aandeelhoudersvergaderingen gaat, is het raadzaam om bij de eigen bank navraag te doen hoe zij hiermee omgaat. Voorlopers als de ASN Bank of Triodos Bank laten op hun internetpagina's per onderneming zien hoe ze op welk agendapunt hebben gestemd en wat daarvoor de overwegingen waren. Bij beleggingen in fondsen is er bij de betere spelers een stembeleid beschikbaar dat ten grondslag ligt aan de manier waarop de bank namens haar klanten de voorstellen op aandeelhoudersvergaderingen beoordeelt en de stem uitbrengt. In alle gevallen is het goed na te vragen op hoeveel van de beschikbare stukken daadwerkelijk wordt gestemd. Vaak leiden andere activiteiten met de aandelen, zoals het uitlenen tegen vergoeding aan derde partijen, logistieke moeilijkheden van IT-technische aard of kostenoverwegingen, ertoe om op delen van de portefeuille of alleen in bepaalde landen te stemmen. Wanneer men directe beleggingen in individuele beursvennootschappen houdt, dan zal de eigen bank de aandeelhouder tijdig de nodige stukken voor het bezoeken van de vergadering of het stemmen middels machtiging verstrekken. Voor het bezoek aan een vergadering

gelden, ook voor de niet-hobbyist een enkele keer interessant en wellicht leerzaam, boven omschreven mogelijkheden. In geval van machtiging moet de particulier zich ervan bewust zijn dat meestal een 'blanco cheque' wordt afgegeven waarmee de bank de stem namens de particuliere klanten uitbrengt. Als men zich verder niet in zijn eigen aandelen wil verdiepen, dan kan dat een legitieme keuze zijn. Toch is het de overweging waard om de eigen bank er aan te houden bericht te geven over de manier waarop en op basis van welke afwegingen op de eigen stukken is gestemd. Engagement is voor de particulier die in individuele bedrijven belegt nagenoeg onmogelijk. Nog los van de nodige onderzoeksinspanning zal het aanspreken van een bedrijf, op keurige uitleg van al bekende feiten na, zelden een groot effect sorteren. Toegang tot het bestuur is aan grote aandeelhouders voorbehouden. Belegt men echter in fondsen, dan kan deze bundeling van individuele vermogens leiden tot grotere belangen en daarmee potentieel meer invloed op het bestuur. De vraag is alleen of de eigen bank hiermee iets doet. Banken en vermogensbeheerders die 'verantwoord beleggen' of 'verantwoord ondernemen' hoog in het vaandel hebben staan, zijn genegen om op aandeelhoudersvergaderingen te stemmen en engagementactiviteiten namens hun participanten in fondsen uit te voeren. Dat geldt helaas vaak alleen voor expliciet 'verantwoorde' fondsen, en zelden voor het hele pallet. Ook hier kan de particulier ervoor kiezen om zelf navraag bij de eigen financiële dienstverlener te doen over de manier waarop deze zaken geregeld zijn en de relevante campagnes van De Eerlijke Bankwijzer onderschrijven. Tenslotte kan hij de VBDO, die dit als haar kerntaak beschouwt, middels een lidmaatschap ondersteunen.

Geraadpleegde literatuur

Voor een deel gebaseerd op het stuk 'Nut en noodzaak van een goed gesprek' van SNS Asset Management (mei 2011), geschreven door Prof. Dr. Harry Hummels en Manuel Adamini