



Aan de voorzitter en de leden
van de Vaste Commissie voor Justitie en Veiligheid
van de Tweede Kamer der Staten-Generaal
Postbus 20018
2500 EA Den Haag

Den Haag, 21 november 2018

Ref: B18.34

Betreft: Wetsvoorstel ter implementatie van de richtlijn langetermijnbetrokkenheid
aandeelhouders (Kamerstukken II 2018/19, 35 058, nr. 1 e.v.)

Geachte dames en heren,

Eumedion, het corporate governance en duurzaamheidsforum voor institutionele beleggers, heeft met belangstelling kennisgenomen van het wetsvoorstel ter implementatie van de richtlijn langetermijnbetrokkenheid aandeelhouders (hierna: wetsvoorstel). Eumedion steunt het wetsvoorstel maar wil nog wel enkele zorgpunten onder uw aandacht brengen. Veel van deze zorgen heeft Eumedion eerder verwoord in haar consultatiereactie van 27 maart 2018¹ op het voorontwerp van het wetsvoorstel. Wij zouden het zeer op prijs stellen wanneer u onze gezichtspunten, die wij hieronder uiteenzetten, bij de schriftelijke behandeling van het wetsvoorstel zou willen betrekken.

¹ <https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/consultaties/2018/2018-03-commentaar-voorontwerp-implementatie-herziene-richtlijn-aandeelhoudersrechten.pdf>.

1. Algemeen

Het wetsvoorstel strekt tot implementatie van de richtlijn langetermijnbetrokkenheid aandeelhouders² (hierna: richtlijn). Kort gezegd, bevat deze richtlijn bepalingen om: a) de betrokkenheid van aandeelhouders bij de corporate governance van beursvennootschappen verder te vergroten en b) de transparantie tussen beursvennootschappen en beleggers te bevorderen. Het op verantwoorde en efficiënte wijze uitoefenen van de aan aandelen verbonden zeggenschapsrechten versterkt de *checks and balances* binnen beursvennootschappen, hetgeen cruciaal is voor het creëren van langetermijnwaarde voor de vennootschap en al haar *stakeholders* (waaronder aandeelhouders). Betrokken en verantwoord aandeelhouderschap is hét speerpunt waar de bij Eumedion aangesloten institutionele beleggers, allen met een lange termijn beleggingshorizon, zich individueel en in collectief verband voor inspanssen. Om het belang hiervan te benadrukken hebben de deelnemers van Eumedion een Nederlandse Stewardship Code opgesteld.³ Gelet op het voorgaande onderschrijft Eumedion van harte de achterliggende doelstellingen van het wetsvoorstel.

Bij enkele onderdelen van het wetsvoorstel heeft Eumedion echter de nodige bedenkingen. Het betreft in het bijzonder:

- Het gebruik van de lidstaatoptie op grond waarvan in uitzonderlijke gevallen kan worden afgeweken van het bezoldigingsbeleid. Door het gebruik van voornoemde lidstaatoptie wordt de grip van de algemene vergadering op het bezoldigingsbeleid van bestuurders uitgehold. Eumedion pleit er daarom voor om art. 2:135a, lid 3 en 4, BW te schrappen. Daarnaast vindt Eumedion dat de versturende werking van administratiekantoren op de AVA-stemming zou moeten worden opgeheven. Geregeld zou moeten dat bij beursvennootschappen alleen de certificaathouders mogen stemmen over een voorstel voor een bezoldigingsbeleid en dat aan de vennootschap gelieerde administratiekantoren zich – in ieder geval in normale omstandigheden – zouden moeten onthouden van stemmen.
- De onduidelijkheid over wanneer er sprake is van een materiële wijziging van het bezoldigingsbeleid die aan de algemene vergadering moet worden voorgelegd. Eumedion vindt dat omvangrijke stijgingen van de vaste beloning van bestuurders moeten worden aangemerkt als een materiële wijziging van het bezoldigingsbeleid die eerst ter vaststelling aan de algemene vergadering moet worden voorgelegd. Eumedion vindt het wenselijk dat dit wordt verhelderd in de parlementaire geschiedenis.
- Het voorstel om het stemvereiste voor de algemene vergadering om een herzien bezoldigingsbeleid vast te stellen, te houden op een gewone meerderheid van de ter vergadering uitgebrachte stemmen. Eumedion is er voorstander van dat dit stemvereiste

² Richtlijn 2017/828/EU van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft (PbEU 2017, L132).

³ <https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/best-practices/2018-07-nederlandse-stewardship-code.pdf>.

wordt verhoogd naar een stemmeerderheid van ten minste 75% van de ter vergadering uitgebrachte stemmen. Dit kan het draagvlak van een nieuw beleid onder aandeelhouders vergroten, vooral onder de zogenoemde duurzame en verantwoorde institutionele beleggers.

- Het gebruik van de lidstaatoptie op grond waarvan kleine en middelgrote beursvennootschappen hun bezoldigingsverslag slechts ter bespreking hoeven voor te leggen aan de algemene vergadering als alternatief voor de adviserende stemming (art. 2:135b, lid 3, BW). Ook bij kleine en middelgrote beursvennootschappen ontstaat met enige regelmaat discussie over de uitvoering van het bezoldigingsbeleid en willen aandeelhouders via een adviserende stemming vinger aan de pols houden ten aanzien van de toekenning van bezoldiging(selementen). Eumedion meent dat ook de algemene vergadering van kleine en middelgrote beursvennootschappen de bevoegdheid zou moeten krijgen om een adviserende stem uit te brengen over het bezoldigingsverslag en pleit ervoor om geen gebruik te maken van voornoemde lidstaatoptie. Extra administratieve lasten zijn er namelijk niet.
- Het voorstel om de wettelijke verankering van de in de corporate governance code opgenomen bepalingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders in de zin van de richtlijn in stand te houden. De instandhouding daarvan is niet langer nodig en zinvol. Het doel waarvoor destijds is gekozen voor wettelijke verankering wordt voortaan al bereikt door middel van het wetsvoorstel. Eumedion pleit er daarom voor om art. 5:86 van de Wft niet langer van toepassing te laten zijn op institutionele beleggers en vermogensbeheerders in de zin van de richtlijn.
- De keuze van de wetgever om art. 9 quater, lid 4, vierde alinea, van de richtlijn niet te implementeren. De Nederlandse wet schrijft al voor dat onder meer materiële art. 2:107a BW- transacties met aan de vennootschap verbonden aandeelhouders moeten worden goedgekeurd door de algemene vergadering. Ter implementatie van de richtlijn zou moeten worden voorzien in een wettelijke regeling: a) die de verbonden aandeelhouder uitsluit van de art. 2:107a BW-stemming, of b) die verhindert dat de verbonden aandeelhouder de transactie toch goedkeurt indien de meerderheid van de aandeelhouders die geen verbonden partij zijn ertegen is of c) die inhoudt dat de transactie alleen ter goedkeuring aan de algemene vergadering kan worden voorgelegd als de meerderheid van de onafhankelijke commissarissen met de transactie heeft ingestemd.

Hieronder lichten wij onze belangrijkste aandachtspunten toe.

2. Onwenselijk dat de grip van de algemene vergadering op het bezoldigingsbeleid van bestuurders wordt uitgehouden

De bij Eumedion aangesloten deelnemers proberen bij te dragen aan een verantwoord bezoldigingsbeleid bij beursvennootschappen door de dialoog met remuneratiecommissies aan te gaan en om bij de bepaling van het stemgedrag ten aanzien van een voorstel tot wijziging van het bezoldigingsbeleid de 'Eumedion uitgangspunten voor een verantwoord beloningsbeleid' te betrekken.⁴ Aandeelhouders staan steeds kritischer tegenover beloningsvoorstellen die leiden tot een grote stijging van de absolute hoogte van de beloning.⁵ De kritischere houding van aandeelhouders was dit AVA-seizoen goed zichtbaar in de stemuitslagen over de voorstellen tot aanpassing van het bezoldigingsbeleid voor het bestuur van bijvoorbeeld Van Lanschot Kempen (56,8% tegenstemmen⁶), Unilever (43% tegenstemmen⁷), ST Microelectronics (40,5% tegenstemmen), Curetis (37,8% tegenstemmen), Argen-X (35,8% tegenstemmen), Uniqure (30,7% tegenstemmen) en SBM Offshore (30% tegenstemmen). Daarnaast was deze kritischere houding ook zichtbaar in de opstelling van aandeelhouders ten aanzien van het voorstel tot aanpassing van het bezoldigingsbeleid van ING Groep.⁸

Tegen deze achtergrond vindt Eumedion het betreurenswaardig dat gebruik wordt gemaakt van de lidstaatoptie om toe te staan dat in uitzonderlijke gevallen tijdelijk kan worden afgeweken van het bezoldigingsbeleid.⁹ Hoewel de term uitzonderlijke omstandigheden anders doet vermoeden, is daar al snel sprake van. De raad van commissarissen mag al afwijken van het bezoldigingsbeleid als hij uitlegt dat dit noodzakelijk is om "de langetermijnbelangen en duurzaamheid van de vennootschap als geheel te dienen".¹⁰ Uit art. 2:135a, lid 3, BW en de memorie van toelichting (p. 46) volgt dat de tijdelijke uitzondering van het bezoldigingsbeleid kan doorlopen indien het nieuwe bezoldigingsbeleid door de algemene vergadering wordt verworpen. Dit terwijl aandeelhouders bij de bepaling van hun stemgedrag over een voorstel voor een gewijzigd bezoldigingsbeleid de kans zullen meewegen dat bijvoorbeeld een bestuurder opstapt of niet kan worden aangetrokken. Door het gebruik van voornoemde lidstaatoptie wordt raden van commissarissen alle ruimte geboden om (aanstaande) bestuurders tegen de zin van aandeelhouders een riante beloning toe te kennen. Hierdoor wordt de grip van de algemene

⁴ <https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/aanbevelingen/2018-uitgangspunten-verantwoord-beloningsbeleid-track-changes.pdf>.

⁵ Zie ook: <https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/wet-en-regelgeving/2018/2018-09-commentaar-initiatief-wetsvoorstel-beloningen-financiele-sector.pdf> en <https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/consultaties/2018/2018-08-reactie-wbfo-consultatie.pdf>.

⁶ Alleen door de stemmen die door het administratiekantoor van Van Lanschot Kempen ter vergadering werden uitgebracht, kon het beloningsvoorstel toch worden aangenomen. Dit AK bracht tijdens de AVA van Van Lanschot Kempen namelijk stemmen uit op ongeveer 33% van de aandelen waarvoor certificaathouders zelf geen stemvolmacht hadden opgevraagd.

⁷ Vanwege het aantal door het administratiekantoor van Unilever uitgebrachte stemmen bedraagt het aantal tegenstemmen in de officiële stemuitslag 26,9%.

⁸ Zie <https://fd.nl/beurs/1245084/kritiek-van-belangenclub-grote-beleggers-op-hogere-beloning-hamers>.

⁹ Art. 2:135a, lid 3, BW. In het bezoldigingsbeleid moet worden bepaald onder welke procedurele voorwaarden de afwijking kan worden toegepast en van welke onderdelen van het beleid kan worden afgeweken.

¹⁰ Art. 2:135a, lid 4, BW.

vergadering op het bezoldigingsbeleid van bestuurders uitgehold. Dat is niet wenselijk en Eumedion pleit er daarom voor om art. 2:135a, lid 3 en 4, BW te schrappen.

Daarnaast vinden wij dat de verstorende werking van administratiekantoren op de AVA-stemming moet worden opgeheven. Nog nooit heeft een administratiekantoor tegen een voorstel tot wijziging van het bezoldigingsbeleid gestemd. Afgelopen AVA-seizoen kon het voorstel voor een gewijzigd beloningsvoorstel bij Van Lanschot Kempen alleen worden aangenomen door de stemmen die door het administratiekantoor van Van Lanschot Kempen ter vergadering werden uitgebracht. Eumedion vindt het onwenselijk dat een administratiekantoor een voorstel tot wijziging van het bezoldigingsbeleid voor het bestuur kan 'doordrukken', terwijl de meerderheid van certificaathouders zich tegen het voorstel keert. Daarom vindt Eumedion dat in het wetsvoorstel zou moeten worden geregeld dat bij beursvennootschappen alleen de certificaathouders mogen stemmen over een voorstel voor een bezoldigingsbeleid en dat aan de vennootschap gelieerde administratiekantoren zich – in ieder geval in normale omstandigheden – zouden moeten onthouden van stemmen.¹¹

3. Verduidelijkt zou moeten worden wanneer er sprake is van een materiële wijziging van het bezoldigingsbeleid die aan de algemene vergadering moet worden voorgelegd

Art. 9 bis, lid 5, van de richtlijn regelt dat beursvennootschappen het bezoldigingsbeleid bij iedere materiële wijziging en ten minste om de vier jaar aan de algemene vergadering moeten voorleggen ter stemming. In de memorie van toelichting (p. 46) valt te lezen dat de verplichting uit de richtlijn om het bezoldigingsbeleid bij iedere materiële wijziging eveneens ter stemming aan de algemene vergadering voor te leggen geen implementatie behoeft, aangezien het Nederlandse systeem inhoudt dat elke wijziging van het bezoldigingsbeleid vaststelling (en daarmee goedkeuring) behoeft van de algemene vergadering. Hoewel dit op zichzelf gezien juist is, geeft dit nog geen antwoord op de vraag wanneer een gewijzigd bezoldigingsbeleid aan de algemene vergadering moet worden voorgelegd. Het komt in de praktijk nu nogal eens voor dat beursvennootschappen voorgenomen omvangrijke stijgingen van de vaste beloning van bestuurders niet voorafgaand ter vaststelling aan de algemene vergadering voorleggen. Wij vinden dit onwenselijk. Eumedion meent dat omvangrijke stijgingen van de vaste beloning van één of meer bestuurders – ook als deze stapsgewijs worden geëffectueerd – moeten worden aangemerkt als een materiële wijziging van het bezoldigingsbeleid die eerst ter vaststelling aan de algemene vergadering moet worden voorgelegd. Qua orde van grootte denken wij hierbij aan stijgingen van de vaste beloning van bestuurders die de stijging van de gemiddelde vaste beloning van de werknemers van de vennootschap die geen bestuurder zijn te boven gaan. Eumedion vindt het wenselijk dat dit in de parlementaire geschiedenis wordt verhelderd.

¹¹ Dit is al het geval bij ABN AMRO Group en Koninklijke Brill, maar bijvoorbeeld nog niet bij Unilever, Fugro, Eurocommercial Properties, TKH Group, Heijmans, KAS Bank en Van Lanschot Kempen.

4. Stemvereiste voor algemene vergadering om herzien bezoldigingsbeleid vast te stellen, zou moeten worden verhoogd

Momenteel is er een brede maatschappelijke discussie over beloningen en inkomen (songelijkheid). Eumedion heeft er in het verleden al voor gepleit om het zelfregulerend vermogen door aandeelhouders verder wettelijk te faciliteren.¹² Eumedion heeft in dat kader onder meer voorgesteld om het AVA-stemvereiste voor het vaststellen van een nieuw bezoldigingsbeleid te verhogen van een gewone meerderheid naar ten minste 75% van de ter vergadering uitgebrachte stemmen. Dit kan het draagvlak van een nieuw beleid onder aandeelhouders vergroten, vooral onder de zogenoemde duurzame en verantwoorde institutionele beleggers. De richtlijn staat aan de verdere facilitering van het zelfregulerend vermogen door aandeelhouders ook niet in de weg. In overweging 55 bij de richtlijn valt te lezen dat de richtlijn de lidstaten niet belet om strengere voorschriften vast te stellen om (onder meer) de betrokkenheid van de aandeelhouders te stimuleren. Gelet op het voorgaande vindt Eumedion het een gemiste kans dat voornoemd voorstel niet is betrokken bij het wetsvoorstel en adviseert om dat alsnog te doen.

5. Ook bij kleine en middelgrote beursvennootschappen zou het bezoldigingsverslag ter adviserende stemming aan de algemene vergadering moeten worden voorgelegd

Uit de memorie van toelichting (p. 13) blijkt dat de wetgever ervoor heeft gekozen om gebruik te maken van de lidstaatoptie¹³ op basis waarvan kleine en middelgrote beursvennootschappen het bezoldigingsverslag slechts ter bespreking hoeven voor te leggen aan de algemene vergadering als alternatief voor de adviserende stemming. Hiervoor worden verschillende redenen gegeven. Ten eerste leidt deze optie aldus p. 13 van de memorie van toelichting tot lastenverlichting voor kleine en middelgrote beursvennootschappen. Ten tweede zou de uitkomst van een adviserende stemming – zo valt te lezen op p. 32 van de memorie van toelichting – ertoe kunnen leiden dat de inhoud van de bespreking naar de achtergrond verdwijnt. Eumedion vindt deze redenering niet steekhoudend. Ten eerste speelt het lastenverzwaringpunt geen rol. Qua administratieve lasten maakt het weinig verschil of een bezoldigingsverslag als discussiepunt wordt behandeld tijdens een algemene vergadering of ter adviserende stemming wordt voorgelegd. Het enige verschil is dat in het tweede geval de discussie over het bezoldigingsverslag moet worden afgesloten met een stemming. Het houden van een stemming hoeft niet tot extra lasten te leiden omdat deze per acclamatie kan geschieden, stemkastjes zijn immers niet verplicht voorgeschreven. Ten tweede ziet Eumedion niet in waarom het bij kleine en middelgrote beursvennootschappen minder

¹² <https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/wet-en-regelgeving/2018/2018-09-commentaar-initiatief-wetsvoorstel-beloningen-financiele-sector.pdf> en <https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/consultaties/2018/2018-08-reactie-wbfo-consultatie.pdf>.

¹³ Art. 9 ter, lid 4, tweede alinea, van de richtlijn.

belangrijk is dat het bezoldigingsbeleid wordt uitgevoerd overeenkomstig het door de algemene vergadering vastgestelde beleid. Ook bij kleine en middelgrote beursvennootschappen ontstaat met enige regelmaat discussie over de uitvoering van het bezoldigingsbeleid en willen aandeelhouders vinger aan de pols houden ten aanzien van de toekenning van bezoldiging(selementen). Dit zou wat Eumedion betreft moeten geschieden via een adviserende stemming over het bezoldigingsverslag in de algemene vergadering. Het is voor Eumedion niet duidelijk waarom de uitkomst van een adviserende stemming ertoe zou kunnen leiden dat de inhoud van de bespreking naar de achtergrond verdwijnt. Ten derde kan erop worden gewezen dat het inconsistent zou zijn om de algemene vergadering wel de bevoegdheid te geven om het bezoldigingsbeleid van alle beursvennootschappen vast te stellen maar de bevoegdheid om een adviserende stem uit te brengen over de uitvoering van dat beleid ten aanzien van een deel van deze vennootschappen te onthouden. Eumedion meent dat ook de algemene vergadering van kleine en middelgrote beursvennootschappen de bevoegdheid zou moeten krijgen om een adviserende stem uit te brengen over het bezoldigingsverslag. Eumedion pleit er daarom vanuit het perspectief van een aantrekkelijk beleggingsklimaat voor om art. 2:135b, lid 3, BW te schrappen en geen gebruik te maken van de lidstaatoptie uit art. 9 ter, lid 4, tweede alinea, van de richtlijn.

6. Wettelijke verankering van de in de corporate governance code opgenomen bepalingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders in de zin van de richtlijn niet langer nodig en zinvol

Op grond van het reeds bestaande art. 5:86 van de Wft dienen institutionele beleggers met zetel in Nederland (kort gezegd: beleggingsinstellingen, instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's), levensverzekeraars, pensioenfondsen en premiepensioeninstellingen) mededeling te doen over de naleving van de tot hen gerichte principes en *best practice* bepalingen uit de corporate governance code. Eumedion meent dat het niet langer nodig en zinvol is om de in de corporate governance code opgenomen bepalingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders in de zin van de richtlijn wettelijk te verankeren. Helaas is er geen gehoor gegeven aan onze eerdere oproep om de wettelijke verankering van de in de corporate governance code opgenomen bepalingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders te schrappen. In de memorie van toelichting (p. 33) wordt als eerste reden gegeven dat de principes c.q. *best practice* bepalingen uit de corporate governance code en de transparantieplichtingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders in het wetsvoorstel wat betreft het toepassingsbereik en de inhoud niet volledig op elkaar aansluiten. Eumedion vindt dat deze redenering geen hout snijdt. Destijds is gekozen voor de wettelijke verankering van deze bepalingen uit de corporate governance code met het doel om transparantie over het door institutionele beleggers gevoerde beleid ten aanzien van de

uitoefening van het stemrecht op aandelen te vergroten, in het bijzonder ten opzichte van de achterliggende begunstigen.¹⁴ Institutionele beleggers en vermogensbeheerders in de zin van de richtlijn dienen voortaan op grond van art. 5:87c van de Wft te rapporteren over de uitvoering van hun betrokkenheidsbeleid. Hierbij dient – in lijn met de principes c.q. *best practice* bepalingen uit de corporate governance code – ook te worden gerapporteerd over de wijze waarop de institutionele belegger of vermogensbeheerder heeft gestemd op de algemene vergaderingen van de vennootschappen waarin is belegd. In de memorie van toelichting (p. 33) wordt ook onderkend dat er veel overlap bestaat tussen de bepalingen uit de corporate governance code en het wetsvoorstel. Eumedion meent dat het doel waarvoor destijds voor de wettelijke verankering van de in de corporate governance code opgenomen bepalingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders in de zin van de richtlijn is gekozen, voortaan al wordt bereikt door middel van het wetsvoorstel. Gelet hierop is de instandhouding van de wettelijke verankering van de in de corporate governance code opgenomen bepalingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders in de zin van de richtlijn weinig zinvol en niet in lijn met het gekozen uitgangspunt voor de implementatie dat zo dicht mogelijk wordt aangesloten bij de tekst van de richtlijn als aansluiting bij bestaande zelfregulering niet zinvol is.¹⁵

Ook de andere reden die wordt aangevoerd voor de instandhouding van de wettelijke verankering vindt Eumedion niet overtuigend. In de memorie van toelichting (p. 33) wordt erop gewezen dat de corporate governance code in de toekomst kan wijzigen en op (andere) onderdelen verder kan gaan dan wetgeving. Het kabinet acht het – aldus de toelichting (p. 33/34) – daarom wenselijk dat onnodige samenloop tussen zelfreguleringsinitiatieven en wetgeving zoveel mogelijk wordt voorkomen en ziet een rol weggelegd voor de Monitoring Commissie Corporate Governance Code om het onderdeel van de Code met betrekking tot aandeelhouders nader te bezien. Hoewel Eumedion er een voorstander van is dat het onderdeel van de Code met betrekking tot aandeelhouders nader wordt bezien, zal deze herziening van de Code nog wel enige tijd op zich laten wachten. Het gevolg hiervan is dat er nog geruime sprake zal zijn van overlappende transparantieplichtingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders in de zin van de richtlijn met alle bijbehorende kosten van dien. Eumedion vindt dit onwenselijk en meent dat de wetgever de wettelijke verankering van de in de corporate governance code opgenomen bepalingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders in de zin van de richtlijn (in ieder geval totdat het onderdeel van de Code met betrekking tot aandeelhouders is bezien) zou moeten worden geschrapt. Te zijner tijd kan dan worden bezien of het opportuun is om opnieuw te voorzien in een wettelijke verankering voor voornoemde partijen.

¹⁴ Kamerstukken II 2006/07, 30 658, nr. 5, p. 18/19.

¹⁵ Zie p. 3 van de memorie van toelichting.

7. Ten onrechte niet voorzien in wettelijke waarborgen voor geval dat een aandeelhouder als verbonden partij betrokken is bij een materiële art. 2:107a BW- transactie

In art. 2:169 BW is geregeld dat materiële transacties met een verbonden partij die niet in het kader van de normale bedrijfsvoering of niet onder normale marktvoorwaarden zijn aangegaan (hierna: ongebruikelijke materiële transacties), moeten worden goedgekeurd door de raad van commissarissen of in het geval van een *one tier board* door het bestuur. Er wordt geen gebruik gemaakt van de aan lidstaten geboden mogelijkheid om aandeelhouders te laten stemmen over materiële transacties met verbonden partijen die het bestuurs- of toezichthoudend orgaan van de vennootschap heeft goedgekeurd (art. 9 quater, lid 4, tweede alinea, van de richtlijn). Wat opvallend is, is dat art. 9 quater lid 4, vierde alinea, van de richtlijn evenmin wordt geïmplementeerd. Hieruit volgt dat lidstaten onder voorwaarden kunnen toestaan dat een aandeelhouder mag deelnemen aan de stemming over de goedkeuring van de transactie waarbij hij verbonden partij is. De richtlijn schrijft voor dat geval voor dat het nationale recht passende waarborgen moet bieden opdat voor of tijdens de stemmingsprocedure de belangen van de vennootschap en van aandeelhouders die geen verbonden partijen zijn, worden beschermd. Uit de memorie van toelichting (p. 19) volgt dat deze lidstaatoptie geen implementatie behoeft omdat er – zoals hierboven al is aangegeven – geen gebruik wordt gemaakt van de lidstaatoptie in art. 9 quater, lid 4, tweede alinea, van de richtlijn. De wetgever lijkt eraan voorbij te gaan dat materiële art. 2:107a BW- transacties met aan de vennootschap verbonden aandeelhouders nu ook al door de algemene vergadering moeten worden goedgekeurd op grond van art. 2:107a BW. Eumedion kan de opmerking in de memorie van toelichting (p. 19) dan ook niet plaatsen dat art. 2:107a BW los zou staan van de implementatie van de richtlijn. Eumedion meent dat art. 9 quater, lid 4, van de richtlijn ten onrechte niet is geïmplementeerd. Wat Eumedion betreft zou moeten voorzien worden in een wettelijke regeling: a) die de verbonden aandeelhouder uitsluit van de art. 2:107a BW-stemming¹⁶ of b) die verhindert dat de verbonden aandeelhouder de transactie toch goedkeurt indien de meerderheid van de aandeelhouders die geen verbonden partij zijn ertegen is¹⁷ of c) die inhoudt dat de transactie alleen ter goedkeuring aan de algemene vergadering kan worden voorgelegd als de meerderheid van de onafhankelijke commissarissen met de transactie heeft ingestemd¹⁸. Door in het wetsvoorstel niet te voorzien in een van deze drie opties wordt volgens ons niet in overeenstemming met de richtlijn gehandeld.

8. Mate van bescherming van aandeel – en certificaathouders van beursgenoteerde BV's moet gelijk worden getrokken met die van beursgenoteerde NV's

In art. 2:187 BW wordt een schakelbepaling geïntroduceerd waardoor bepaalde artikelen uit boek 2 van het BW van overeenkomstige toepassing worden verklaard op beursgenoteerde BV's. Het

¹⁶ Zie art. 9 quater, lid 4, derde alinea, van de richtlijn.

¹⁷ Zie art. 9 quater, lid 4, vierde alinea, van de richtlijn

¹⁸ Zie art. 9 quater, lid 4, vierde alinea, van de richtlijn.

gaat daarbij – aldus p. 3 van de memorie van toelichting – om alle artikelen die de oorspronkelijke richtlijn aandeelhoudersrechten en de wijzigingsrichtlijn implementeren. Eumedion is hier een voorstander van. Wel valt het Eumedion op dat niet alle wettelijke bepalingen die de positie van aandeel- en certificaathouders van NV's moet beschermen, van overeenkomstige toepassing worden verklaard op de aandeel- en certificaathouders van de BV. Zo worden bijvoorbeeld de volgende bepalingen niet van overeenkomstige toepassing verklaard: het recht voor certificaathouders om 'in normale omstandigheden' het stemrecht te kunnen uitoefenen, het verplichte openbare bod in het geval een partij overwegende zeggenschap verkrijgt en het goedkeuringrecht van de algemene vergadering inzake belangrijke bestuursbesluiten ex art. 2:107a BW. In de memorie van toelichting (p. 60) valt te lezen dat er niet voor is gekozen om de overige artikelen in het BW die van toepassing zijn op beursgenoteerde NV's van overeenkomstige toepassing te verklaren op de beursgenoteerde BV's omdat dit niet vereist is op grond van de richtlijn. Eumedion vindt deze redenering niet steekhoudend en ziet niet in waarom de aandeel- en certificaathouders van een beursgenoteerde BV een mindere mate van bescherming zouden moeten hebben dan de aandeel- en certificaathouders van een beursgenoteerde NV. Wij pleiten er daarom voor om de mate van bescherming van aandeel- en certificaathouders van beursgenoteerde BV's op hetzelfde niveau te brengen als die van aandeel- en certificaathouders van beursgenoteerde NV's.

9. Afsluitend: een aantal detailopmerkingen

Reikwijdte van de richtlijn

- In de memorie van toelichting (p. 2, 30, 62 en 68) valt te lezen dat de richtlijn van toepassing is op beursvennootschappen met een statutaire zetel in een lidstaat van de Europese Unie waarvan aandelen zijn genoteerd aan een reguliere beurs in de Europese Unie. De richtlijn geldt echter voor de gehele Europese Economische Ruimte (richtlijn, p. 1), zodat de bepalingen niet alleen van toepassing zijn op de beursvennootschappen met statutaire zetel in een lidstaat van de Europese Unie, maar ook in Liechtenstein, Noorwegen en IJsland. Eumedion vindt het wenselijk dat dit wordt verduidelijkt.

Bezoldigingsbeleid en bezoldigingsverslag

- Uit onderdeel g van art. 2:135b, lid 4, BW volgt dat in het bezoldigingsverslag moet worden ingegaan op het aantal toegekende aandelenopties. Het is voor Eumedion niet duidelijk waarom deze transparantieplichting beperkt zou moeten worden tot aandelenopties alleen. Wat Eumedion betreft zou in het bezoldigingsverslag moeten worden ingegaan op alle toegekende rechten op aandelen, dus ook bijvoorbeeld *warrants*, *SAR's*, *phantom stock* en converteerbare obligaties. Eumedion meent dat aansluiting zou moeten worden gezocht bij

de huidige formulering van art. 2:383d BW waarin wordt gesproken over het toekennen van rechten om aandelen in het kapitaal van de vennootschap (of een dochtermaatschappij) te nemen of te verkrijgen.

- Voorts valt het Eumedion op dat op grond van art. 2:135b, lid 4, onderdeel h, BW in het bezoldigingsverslag alleen hoeft te worden ingegaan op de gehele of gedeeltelijke terugvordering van bonussen op grond van art. 2:135, lid 8, BW. Wat Eumedion betreft zou ook moeten worden ingegaan op de aanpassing van een bonus op grond van art. 2:135, lid 6, BW (vgl. art. 2:383c, lid 6, BW). Eumedion vindt de in de memorie van toelichting (p. 51) opgenomen redenering dat hiertoe niet is overgegaan omdat de richtlijn daarvan niet uitgaat respectievelijk daartoe niet verplicht, niet overtuigend. In het verlengde hiervan is Eumedion het met het advies van de Commissie vennootschapsrecht eens dat deze aanpassingsbevoegdheid ook zou moeten worden beschreven in het bezoldigingsbeleid.¹⁹
- In art. 2:135b, lid 8, BW valt te lezen dat de accountant controleert of het bezoldigingsverslag de in dat artikel vereiste informatie bevat. In de memorie van toelichting (p. 53) wordt over de rol van de accountant opgemerkt dat het *“in de rede ligt dat de accountant controleert of de vereiste informatie aanwezig is en niet ook inhoudelijk toetst of de informatie juist is”*. Tegen deze achtergrond, vindt Eumedion het gebruik van het woord “controleert” ongelukkig omdat het daardoor lijkt dat de accountant meer moet doen dan een aanwezigheidstoets. Eumedion meent dat formulering van art. 2:135, lid 8, BW zou moeten worden vervangen door het volgende: “De accountant, bedoeld in artikel 393 lid 1, gaat na of de in dit artikel vereiste informatie is opgenomen in het bezoldigingsverslag”. Daarnaast is het niet ondenkbaar dat in het bezoldigingsverslag meer informatie wordt opgenomen dan door art. 2:135b BW wordt vereist. Eumedion vraagt zich af wat van de accountant wordt verwacht ten aanzien van deze additionele informatie en vindt het wenselijk dat dit wordt verduidelijkt.
- In de memorie van toelichting (p. 11) valt te lezen dat in het bezoldigingsverslag ook beloningscomponenten zoals door de vennootschap betaalde kinderbijslag moeten worden opgenomen en dat in dat geval uitsluitend het bedrag van de toegekende bezoldiging bekend moet worden gemaakt zonder vermelding van de reden waarom. Eumedion wil hier enkele kanttekeningen bij plaatsen. Ten eerste vindt Eumedion het gekozen voorbeeld ongelukkig omdat kinderbijslag door de overheid wordt betaald en niet door vennootschappen. Ten tweede vraagt Eumedion zich af onder welke noemer bijvoorbeeld door de vennootschap betaalde studiekosten voor kinderen van bestuurders moeten worden opgenomen. Valt dat onder overige emolumenten?

¹⁹ Zie. p. 38 van de memorie van toelichting.

Ongebruikelijke materiële transacties met verbonden partijen

- Art. 2:168 BW bepaalt, kort gezegd, dat een interne procedure moet worden vastgesteld om te beoordelen welke materiële transacties ongebruikelijk zijn. Eumedion vraagt zich af hoe aandeelhouders kunnen nagaan of die interne procedure er ook daadwerkelijk is. Wordt hier bijvoorbeeld op toegezien door de externe accountant?
- Op p. 56 van de memorie van toelichting valt te lezen dat indien binnen de vennootschap twijfel bestaat over de vraag of een transactie materieel is, het in de rede ligt om al in een vroeg stadium de raad van commissarissen in te lichten. Eumedion deelt deze mening. Wel vraag Eumedion zich af wat de consequenties zijn en welke procedure er gevolgd moet worden indien bij de periodieke toetsing als bedoeld in art. 2:168 BW blijkt dat een ongebruikelijke materiële transactie ten onrechte niet openbaar is gemaakt ten tijde van het aangaan daarvan. Eumedion vindt het wenselijk dat hier meer duidelijkheid over wordt verschaft.
- Op p. 57 van de memorie van toelichting wordt opgemerkt dat ongebruikelijke materiële transacties openbaar worden gemaakt op de website van de vennootschap of op een andere vlot toegankelijke wijze. Het is voor Eumedion niet duidelijk wat onder “een andere vlot toegankelijke wijze” moet worden verstaan. Wordt hierbij bijvoorbeeld bedoeld op de wijze van openbaarmaking in de zin van art. 5:25m van de Wft?

Identificatie van aandeelhouders, doorgifte van informatie en facilitering van de uitoefening van aandeelhoudersrechten

- Op grond van de reeds bestaande identificatieregeling hebben aandeelhouders het recht om via de vennootschap te communiceren met andere aandeelhouders met betrekking tot onderwerpen die op de algemene vergadering aan de orde komen (art. 49c van de Wge). Eumedion onderschrijft van harte de keuze van de wetgever om dit recht voor aandeelhouders te behouden. Daarnaast stelt de wetgever voor om het bestaande systeem op grond waarvan partijen in de bewaarketen geen identificatiegegevens mogen verstrekken over aandeelhouders die minder dan 0,5% van het geplaatste kapitaal van een vennootschap houden, te behouden. Eumedion kan zich daar vanuit het oogpunt van de bescherming van de privacy van kleine veelal particuliere aandeelhouders wel iets bij voorstellen, maar meent dat de identificatieregeling hierdoor wel kan worden omzeild. Niet kan worden uitgesloten dat een aandeelhouder ervoor kiest om kleine plukjes aandelen te houden bij meerdere partijen die samen wel optellen tot meer dan 0,5% maar per individuele partij niet. Het gevolg hiervan is dat de verschillende partijen dan geen identificatiegegevens hoeven te verstrekken en dat de vennootschap geen goed overzicht krijgt van de aandeelhouders die ten minste 0,5% van het geplaatste kapitaal houden. Kortom, door gebruik te maken van verschillende partijen kunnen aandeelhouders voorkomen dat zij worden geïdentificeerd. Eumedion meent dat dit

onwenselijk is en meent dat in het wetsvoorstel waarborgen zouden moeten worden opgenomen om omzeiling van de identificatieregeling te voorkomen. In dat kader zou ook overwogen kunnen worden om de 0,5%-drempel te schrappen.

Transparantieplichtingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders

- Voor de toepassing van het nieuwe hoofdstuk 5.6A van de Wft wordt het begrip institutionele belegger gedefinieerd door naar de betreffende bepalingen uit de richtlijn te verwijzen. Helaas is onze suggestie niet overgenomen om in de Wft uit te schrijven welke entiteiten onder de definitie van institutionele belegger vallen (te weten: levensverzekeraars en pensioenfondsen). Als reden wordt onder meer gegeven dat de handhaving van de dynamische verwijzing naar de richtlijn meer toekomstig bestendig is ingeval van eventuele toekomstige wijzigingen van de richtlijn.²⁰ Hoewel Eumedion dit punt ziet, meent zij dat het behoud van de dynamische verwijzing naar de richtlijn ertoe leidt dat de Wft op dit punt niet zelfstandig leesbaar is hetgeen tot onnodig speurwerk voor de gebruikers van de Wft leidt. Eumedion zou daarom alsnog graag zien dat in de Wft wordt uitgeschreven welke entiteiten onder de definitie van institutionele belegger vallen.
- In art. 5:87c, lid 2, van de Wft wordt art. 3 octies, lid 1, onderdeel a, van de richtlijn geïmplementeerd. Eumedion meent dat in onderdeel f nauwer zou moeten worden aangesloten bij de tekst van de richtlijn. In de wettekst zou moeten worden verduidelijkt dat het gaat om feitelijke en potentiële belangenconflicten. In de memorie van toelichting (p. 36) wordt opgemerkt dat is aangesloten bij Wft-terminologie over belangenconflicten en dat dit feitelijke en potentiële belangenconflicten omvat. Het is voor Eumedion niet duidelijk op welke terminologie wordt gedoeld.
- Op grond van art. 5:87c, lid 3, van de Wft moeten institutionele beleggers en vermogensbeheerders onder meer informatie openbaar maken over de wijze waarop zij hun stemrechten hebben uitgeoefend. Uit de memorie van toelichting (p. 35 en p. 63) volgt dat ter beperking van eventuele nalevingskosten, beleggers kunnen besluiten om stemmen die onbeduidend zijn vanwege het onderwerp van de stemming of de grootte van het aandeel in de vennootschap niet openbaar te maken. Bij onbeduidende stemmen kan het volgens de toelichting gaan om stemmen die zijn uitgebracht over louter procedurele kwesties of in vennootschappen waarin de belegger beschikt over een heel gering aandeel in vergelijking met het aandeel van de belegger in andere vennootschappen waarin is belegd. Het is aan beleggers zelf om hun eigen criteria vast te stellen over de vraag welke stemmingen wegens het onderwerp van de stemming of de grootte van het aandeel in de vennootschap onbeduidend zijn en deze consequent toe te passen. Ondanks voornoemde verduidelijking is

²⁰ P. 33 van de memorie van toelichting.

het voor Eumedion nog steeds niet duidelijk aan wat voor soort criteria moet worden gedacht en vindt het wenselijk dat dit wordt verduidelijkt.

- Uit art. 5:87c, lid 3, van de Wft volgt verder dat institutionele beleggers en vermogensbeheerders een toelichting moeten geven op de belangrijkste stemmingen. In de memorie van toelichting (p. 63) is verduidelijkt dat onder belangrijkste stemmingen in ieder geval stemmingen worden verstaan over aangelegenheden die veel media-aandacht hebben gekregen en stemmingen over punten die in aanloop naar het algemene vergaderingenseizoen door de institutionele belegger of vermogensbeheerder als speerpunt zijn aangemerkt. Eumedion verwelkomt deze verduidelijking. Tegen de achtergrond dat deze verplichting niet beperkt is tot stemmingen in Nederlandse beursvennootschappen, vraagt Eumedion zich wel af hoe ten aanzien van niet-Nederlandse beursvennootschappen moet worden vastgesteld of er aangelegenheden zijn geweest die veel media-aandacht hebben gekregen. Van institutionele beleggers en vermogensbeheerders kan moeilijk worden verwacht dat zij bijvoorbeeld de Poolse media op de voet volgen.
- Op grond van art. 5:87e van de Wft moet informatie worden verstrekt over de belangrijkste materiële middellange-tot langetermijnrisico's die aan de beleggingen zijn verbonden (lid 2, onderdeel a). In de memorie van toelichting (p. 36 en p. 65) wordt verduidelijkt dat het primair aan de vermogensbeheerders en institutionele beleggers zelf is om te bepalen wat moet worden verstaan onder de belangrijkste materiële risico's maar dat het denkbaar is dat het in ieder geval de vijf grootste middellange – tot langetermijnrisico's omvat. Eumedion vraagt zich ondanks deze verduidelijking nog steeds af of niet alle materiële risico's belangrijk zijn? Voorts moeten vermogensbeheerders informatie verstrekken over de omloopsnelheid van hun portefeuille. In de memorie van toelichting (p. 65) wordt opgemerkt dat een hoge omloopsnelheid van invloed kan zijn op systeemrisico's. Het is voor Eumedion niet duidelijk op wat voor een soort systeemrisico's wordt gedoeld en vindt het wenselijk dat daarover duidelijkheid wordt verschaft.
- In de memorie van toelichting (p. 28/29) wordt een inschatting gemaakt van de kosten die institutionele beleggers en vermogensbeheerders moeten maken om te kunnen voldoen aan de transparantieplichtingen uit het wetsvoorstel. De wetgever gaat er vanuit dat de kosten per vermogensbeheerder ongeveer 500 euro bedragen. Eumedion meent dat dit geen realistische schatting is. De werkelijke kosten zullen een veelvoud van de geschatte kosten bedragen. In het geval van vermogensbeheerders is het aannemelijker om uit te gaan van 500 euro per klant.

Wij zijn uiteraard graag bereid ons commentaar mondeling nader toe te lichten. Onze contactpersoon is Diana van Kleef (diana.vankleef@eumedion.nl, tel. 070 2040 302).

Met vriendelijke groet,

Drs. Rients Abma
Directeur Eumedion

Zuid Hollandlaan 7
2596 AL DEN HAAG