



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Het richtlijnvoorstel tot wijziging van de Aandeelhoudersrechtenrichtlijn

Dijkhuizen, T.C.A.

Citation

Dijkhuizen, T. C. A. (2015). Het richtlijnvoorstel tot wijziging van de Aandeelhoudersrechtenrichtlijn. *Bedrijfsjuridische Berichten*, 2015(23), 75-85. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/38864>

Version: Not Applicable (or Unknown)

License: [Leiden University Non-exclusive license](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/38864>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

Het richtlijnvoorstel tot wijziging van de Aandeelhoudersrechtenrichtlijn

Bb 2015/23

1. Inleiding

Het moderniseren van het corporate governancekader voor beursvennootschappen staat sinds het uitbreken van de financiële crisis hoog op de Europese agenda.² Dit kwam in 2010 al onder meer tot uiting in de mededeling 'Europa 2020',³ waarin de Europese Commissie het belang van (het creëren van) een modern en doelmatig corporate governancekader voor Europese beursvennootschappen, beleggers en werknemers erkende. Vier jaar nadien presenteerde dezelfde Commissie op 9 april 2014 een richtlijnvoorstel dat een aanzet vormt voor de voornoemde modernisering. Dit richtlijnvoorstel tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft⁴ (hierna: het richtlijnvoorstel) wordt door de Europese Commissie geacht bij te dragen aan (i) de duurzaamheid van Europese beursvennootschappen; (ii) een aantrekkelijker klimaat voor aandeelhouders; en (iii) de bevordering van grensoverschrijdend stemmen door de efficiëntie van de beleggingsketen te vergroten en daarmee bij te dragen aan groei, werkgelegenheid en een groter concurrentievermogen van de Europese Unie.⁵ Om deze overkoepelende doelstellingen te realiseren, dienen in de optiek van Europese Commissie vooraleerst enkele specifieke doelstellingen te worden verwezenlijkt. Deze doelstellingen zijn gericht op het doen oplossen van door de Europese Commissie vastgestelde tekortkomingen in de corporate governance van Europese beursvennootschappen. In deze bijdrage zal ik eerst de achtergrond van het richtlijnvoorstel schetsen en ga daarbij ook in op de vastgestelde tekortkomingen. Vervolgens zet ik de wijze waarop de Europese Commissie deze tekortkomingen beoogt op te lossen uiteen en bespreek ik de eventuele gevolgen van het richtlijnvoorstel voor de

Nederlandse wet- en regelgeving indien dit voorstel als zodanig zou worden geïmplementeerd. Ik besteed tevens aandacht aan de reacties van Nederlandse *stakeholders* op het richtlijnvoorstel zoals deze terug zijn te vinden in de door het Ministerie van Veiligheid en Justitie geopende internetconsultatie. Hierna kom ik tot een afronding. Overigens heeft de Europese Commissie, naast de publicatie van bovengenoemd richtlijnvoorstel, op dezelfde datum ook een aanbeveling aangenomen die tot doel heeft de kwaliteit van de rapportage over de corporate governance in algemene zin te verhogen.⁶ Het gaat het bestek van dit artikel echter te buiten om ook deze aanbeveling te bespreken.

2. Achtergrond van het voorstel

Sinds de Europese Commissie in 2010 het startsein gaf voor de 'Europa 2020-strategie',⁷ staat het aanpassen van het Europees vennootschapsrecht en het regelgevende kader betreffende corporate governance voor (beursgenoteerde) ondernemingen, beleggers en werknemers aan de behoeften van de hedendaagse samenleving en het veranderende economische klimaat hoog op de agenda. Dit heeft tot doel te zorgen voor een beter ondernemingsklimaat binnen de Europese Unie, teneinde duurzame en concurrerende vennootschappen te creëren.⁸ Na dit startsein, heeft de Europese Commissie op verschillende wijzen de betrokken *stakeholders* geconsulteerd over de doeltreffendheid van het huidige corporate governancekader voor beursgenoteerde vennootschappen. De Europese Commissie ving hiermee aan door het vervaardigen van de groenboeken 'Corporate governance in financiële instellingen en het beloningsbeleid'⁹ in 2010 en 'Het EU-kader inzake corporate governance'¹⁰ in 2011. Ook hield de Europese Commissie een online consultatie over de toekomst van het Europees vennootschapsrecht.¹¹ De Commissie bracht vervolgens, mede op basis van de resultaten van deze raadplegingen,

1 Tom Dijkhuizen is als promovendus verbonden aan het Hazelhoff Centre for Financial Law, Universiteit Leiden.

2 Dit is in de optiek van Overkleeft vooral het gevolg van een uit de financiële crisis voortgekomen perceptie van een 'failure of governance' bij financiële instellingen. Zie F.G.K. Overkleeft, 'Het nieuwe Action Plan op het gebied van het Europese ondernemingsrecht', *V&O* 2013, 1, p. 5.

3 Europese Commissie, Mededeling van de Commissie. Europa 2020: Een strategie voor slimme, duurzame en inclusieve groei, COM (2010) 2020 definitief.

4 Europese Commissie, Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft, COM (2014) 213 definitief.

5 Europese Commissie, Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft, COM (2014) 213 definitief, p. 2.

6 Aanbeveling van de Commissie van 9 April 2014 over de kwaliteit van de rapportage over corporate governance ("pas toe of leg uit"), *PbEU*, L 109/43. Zie hieromtrent onder meer N.L. Hooi, 'Initiatieven van de Europese Commissie ter verbetering van de corporate governance van Europese beursvennootschappen', *V&O* 2014, 6, p. 109-113.

7 J.N. Schutte-Veentstra & M.A. Verburgh, 'Actieplan 2012 van de Commissie betreffende Corporate Governance en Europees vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2013/69, p. 345.

8 J.N. Schutte-Veentstra & M.A. Verburgh, 'Actieplan 2012 van de Commissie betreffende Corporate Governance en Europees vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2013/69, p. 345.

9 Europese Commissie, *Groenboek Corporate governance in financiële instellingen en het beloningsbeleid*, COM (2010) 284 definitief.

10 Europese Commissie, *Groenboek Het EU-kader inzake corporate governance*, COM (2011) 164 definitief.

11 Europese Commissie, 'Raadpleging over de toekomst van het Europees vennootschapsrecht', te raadplegen op http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2012/companylaw/questionnaire_nl.pdf. Zie ook J.N. Schutte-Veentstra & M.A. Verburgh, 'Actieplan 2012 van de Commissie betreffende Corporate Governance en Europees vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2013/69, p. 345.

het 'Actieplan: Europees vennootschapsrecht en corporate governance – een modern rechtskader voor meer betrokken aandeelhouders en duurzamere ondernemingen'¹² uit. In dit actieplan werden de verschillende initiatieven toegelicht die de Commissie wilde nemen in het kader van de modernisering van het Europese vennootschapsrecht en het kader van corporate governance, namelijk (i) initiatieven die de transparantie binnen de context van de Europese beursvennootschap moesten vergroten; (ii) initiatieven die de betrokkenheid van aandeelhouders moesten stimuleren; en (iii) initiatieven die de groei en de concurrentiekracht van vooral kleine en middelgrote Europese vennootschappen moesten ondersteunen.¹³ Ten aanzien van deze initiatieven diende een effectbeoordeling te worden verricht, alvorens zij door de Europese Commissie konden worden aangenomen.¹⁴ De uitkomsten van deze effectbeoordeling zijn als zodanig gepresenteerd in het uiteindelijke richtlijnvoorstel. Daarenboven heeft de Commissie zich bediend van twee andere raadplegingen die voornamelijk betrekking hadden op de regelgeving betreffende de rechtszekerheid in verband met het bezit en de vervreemding van effecten. Hierin kwamen onder meer de identificatie van aandeelhouders en een doeltreffende grensoverschrijdende uitwisseling van informatie, onder meer over stemmen, binnen de gehele beleggingsketen aan de orde.¹⁵ De Europese Commissie heeft op basis van de feedback op de verschillende raadplegingen alsmede de resultaten van de effectbeoordeling van de verschillende initiatieven het uiteindelijke richtlijnvoorstel geformuleerd.

In het voorstel stelt de Europese Commissie dat in de afgelopen jaren, en in het bijzonder door de financiële crisis, bepaalde tekortkomingen in de corporate governance van Europese vennootschappen zijn blootgelegd. Deze tekortkomingen houden voornamelijk verband met een gebrek aan adequate transparantie en onvoldoende aandeelhou-

dersbetrokkenheid.¹⁶ De Europese Commissie heeft, in de effectbeoordeling behorend bij het richtlijnvoorstel, hieromtrent vijf specifieke hoofdproblemen benoemd die aan de doeltreffendheid van het corporate governancekader van Europese vennootschappen in de weg staat. Zij stelt allereerst dat sprake is van een onvoldoende betrokkenheid van institutionele beleggers en vermogensbeheerders bij de vennootschappen waarin wordt belegd. Daarnaast meent zij dat er een onvoldoende relatie bestaat tussen de beloning en de prestatie van bestuurders van Europese beursvennootschappen. Ook hebben aandeelhouders te weinig toezicht op transacties met verbonden partijen. Bovendien zijn stemadviseurs te weinig transparant over de totstandkoming van hun stemadviezen en de wijze waarop zij omgaan met potentiële belangenconflicten. Ten slotte stelt zij vast dat het voor aandeelhouders lastig en kostbaar is om de rechten die voortvloeien uit effecten uit te oefenen.¹⁷ Het zijn in de optiek van de Europese Commissie deze tekortkomingen die over het algemeen tot een minder optimale corporate governance leiden en het risico op suboptimale dan wel extreem op de korte termijn gerichte managementbeslissingen verhogen. Dit zorgt er op zijn beurt weer voor dat vennootschappen op verkeerde wijze hun middelen aanwenden met als gevolg dat zij op de langere termijn tot mindere financiële prestaties komen en minder grensoverschrijdende beleggingen worden aantrokken.¹⁸

Het richtlijnvoorstel is, in lijn met het voornoemde Actieplan, erop gericht de aandeelhoudersbetrokkenheid te versterken en de transparantie te vergroten, en kent om die reden verschillende bepalingen die tot doel hebben specifieke doelstellingen te realiseren, namelijk (i) het vergroten van de mate en kwaliteit van de aandeelhoudersbetrokkenheid; (ii) het tot stand brengen van een sterkere relatie tussen beloning en prestaties van bestuurders; (iii) het vergroten van de transparantie van en toezicht op transacties met verbonden partijen; (iv) het waarborgen van de betrouwbaarheid en kwaliteit van het advies van stemadviseurs; en (v) het bevorderen van de uitoefening van aandeelhoudersrechten.¹⁹

De verwezenlijking van deze doelstellingen zal in de optiek van de Europese Commissie leiden tot een versterking van de corporate governance van Europese beursvennootschap-

12 Europese Commissie, Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's. Actieplan: Europees vennootschapsrecht en corporate governance – een modern rechtskader voor meer betrokken aandeelhouders en duurzamere ondernemingen, COM (2012) 740 definitief. Zie hieromtrent onder meer J.N. Schutte-Veentstra & M.A. Verburgh, 'Actieplan 2012 van de Commissie betreffende Corporate Governance en Europees vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2013/69, en F.G.K. Overkleeft, 'Het nieuwe Action Plan op het gebied van het Europese ondernemingsrecht', *V&O* 2013, 1, p. 5-10.

13 Europese Commissie, Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's. Actieplan: Europees vennootschapsrecht en corporate governance – een modern rechtskader voor meer betrokken aandeelhouders en duurzamere ondernemingen, COM (2012) 740 definitief, p. 4-5.

14 J.N. Schutte-Veentstra & M.A. Verburgh, 'Actieplan 2012 van de Commissie betreffende Corporate Governance en Europees vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2013/69, p. 345; N.L. Hooi, 'Initiatieven van de Europese Commissie ter verbetering van de corporate governance van Europese beursvennootschappen', *V&O* 2014, 6, p. 109.

15 Europese Commissie, Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft, COM (2014) 213 definitief, p. 4.

16 Europese Commissie, Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft, COM (2014) 213 definitief, p. 2.

17 Europese Commissie, Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft, COM (2014) 213 definitief, p. 4.

18 Europese Commissie, Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft, COM (2014) 213 definitief, p. 6.

19 Europese Commissie, Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft, COM (2014) 213 definitief, p. 2.

pen en daarmee ook van het duurzame karakter van deze vennootschappen. Hieronder zal ik specifiek ingaan op de genoemde hoofdproblemen en de wijze waarop de Europese Commissie deze doelstellingen beoogt te verwezenlijken. Zoals al aangegeven, ga ik hierbij ook in op de verhouding tussen bepalingen uit het richtlijnvoorstel en het huidige Nederlandse regelgevende kader inzake corporate governance.

3. De doelstellingen en inhoud van het richtlijnvoorstel

3.1 *Het vergroten van de mate en kwaliteit van de aandeelhoudersbetrokkenheid*

De financiële crisis heeft, in de ogen van de Europese Commissie, aangetoond dat institutionele beleggers en hun vermogensbeheerders te weinig toezicht houden op en betrokken zijn bij de ondernemingen waarin is belegd. Tevens hebben aandeelhouders in veel gevallen het nemen van buitensporige kortetermijnrisico's door bestuurders ondersteund. De (te) geringe betrokkenheid en het ondersteunen van risicovolle strategieën komt volgens de Europese Commissie voort uit een kortetermijndenken bij eerdergenoemde institutionele beleggers en vermogensbeheerders. Dit kortetermijndenken lijkt voort te vloeien uit het feit dat de institutionele beleggers voor de selectie en beoordeling van vermogensbeheerders veelal op benchmarks, zoals marktindexen, vertrouwen. Ook worden de prestaties van vermogensbeheerders op kwartaalbasis geëvalueerd. Dit brengt mee dat deze vermogensbeheerders vooraleerst geïnteresseerd zijn in hun prestaties op de korte termijn.²⁰

Zowel de institutionele beleggers als de vermogensbeheerders nemen hierbij, in de optiek van de Europese Commissie, onvoldoende de werkelijke prestaties van de vennootschap op de (middel)lange termijn in ogenschouw, maar zijn vooral geïnteresseerd in de ontwikkeling van het aandeel en de opbouw van kapitaalmarktindexen. Dit leidt in haar ogen tot een suboptimaal rendement voor de eindbegunstigden van deze institutionele beleggers en zet vennootschappen op korte termijn onder druk. De focus op (de ontwikkeling in) de prijs van het aandeel en de opbouw van kapitaalmarktindexen voorkomt dat de aanwezige middelen aangewend worden ten behoeve van investeringen op basis van de economische *fundamentals* (strategie, prestaties en bestuur) en langetermijnvooruitzichten. Daarenboven maakt dit kortetermijndenken het onmogelijk om de werkelijke waarde van vennootschappen en hun vermogen tot waardecreatie op langere termijn te kunnen beoordelen. Ten slotte neemt het kortetermijndenken de *incentives* weg om de waarde van de investeringen te vergroten door mid-

del van aandeelhoudersbetrokkenheid.²¹ Daar wringt juist de schoen, aangezien een aandeelhoudersbetrokkenheid op lange(re) termijn, althans zo valt op te maken uit het begeleidend werkdocument bij het richtlijnvoorstel,²² tot betere prestaties van de aandeelhouders leidt, maar ook aan het vergroten van het concurrentievermogen en de prestaties van vennootschappen bijdraagt. Het is de Europese Commissie er dan ook veel aan gelegen om deze aandeelhoudersbetrokkenheid te vergroten en zij kiest ervoor dit te realiseren door het opleggen van transparantieverplichtingen aan institutionele beleggers en hun vermogensbeheerders. De Europese Commissie heeft vooraleerst voorgesteld dat lidstaten ervoor dienen te zorgen dat institutionele beleggers en vermogensbeheerders een beleid inzake aandeelhoudersbeleid ontwikkelen. Hierin dient onder meer uiteengezet te worden op welke wijze zij deze aandeelhoudersbetrokkenheid in de gehanteerde beleggingsstrategie integreren, op welke wijze zij van plan zijn een dialoog te voeren met de vennootschappen waarin zij belegd hebben, maar ook op welke wijze zij feitelijke of potentiële belangenconflicten in verband met de aandeelhoudersbetrokkenheid zullen gaan beheersen.²³ De inhoud, uitvoering en resultaten van dit 'betrokkenheidsbeleid' dienen in beginsel openbaar gemaakt te worden. Wanneer institutionele beleggers of vermogensbeheerders anders besluiten, dienen zij een duidelijke en gemotiveerde toelichting hiervoor te geven.²⁴

Tevens introduceert de Europese Commissie in het richtlijnvoorstel, in art. 3 octies, onder 20, de verplichting voor lidstaten om ervoor te zorgen dat institutionele beleggers openbaar maken op welke wijze de gekozen beleggingsstrategie is afgestemd op het profiel en de looptijd van hun verplichtingen en bijdraagt aan de middellange- tot langetermijnprestatie van hun portefeuille. Deze informatie dient beschikbaar te worden gesteld op de website van de institutionele beleggers voor zolang deze informatie van toepassing is. Ook dienen institutionele beleggers, ingeval zij gebruikmaken van vermogensbeheerders, elementaire onderdelen van de overeenkomst met deze vermogensbeheerder openbaar te maken. Deze elementaire onderdelen zien onder meer op de vraag of en in hoeverre de vermogensbeheerder ertoe wordt aangezet zijn beleggingsstrategie en -beslissingen aan te passen aan het profiel en de looptijd van de verplichtingen van de institutionele belegger en de vraag of en in hoeverre de vermogensbeheerder ertoe wordt aangezet zijn beleggingsbeslissingen te nemen op basis van de middellange- tot langetermijnprestaties van vennootschappen en wordt aangezet tot betrokkenheid bij de vennootschappen teneinde zowel de prestaties van ven-

20 Europese Commissie, *Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft*, COM (2014) 213 definitief, p. 4-5.

21 Europese Commissie, *Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft*, COM (2014) 213 definitief, p. 5.

22 SWD(2014) 126 definitief, p. 1. Zie ook N.L. Hooi, 'Initiatieven van de Europese Commissie ter verbetering van de corporate governance van Europese beursvennootschappen', *V&O* 2014, 6, p. 110.

23 Art. 3 septies, onder 16 respectievelijk 17 van het richtlijnvoorstel.

24 Art. 3 septies, onder 18 respectievelijk 19 van het richtlijnvoorstel.

nootschappen te verbeteren als het beleggingsrendement te verhogen. Indien in de overeenkomst tussen de institutionele belegger en de vermogensbeheerder de in het artikel genoemde elementen ontbreken, dient de institutionele belegger duidelijk en gemotiveerd aan te geven waarom dit het geval is.²⁵

Ten slotte bevat het richtlijnvoorstel, in art. 3 nonies, ook transparantieplichtingen die van toepassing zijn op vermogensbeheerders. De vermogensbeheerders dienen halfjaarlijks bekend te maken aan de institutionele beleggers waarmee zij een overeenkomst zijn aangegaan hoe de gekozen beleggingsstrategie en de uitvoering daarvan in overeenstemming zijn met eerdergenoemde overeenkomst en op welke wijze zij ook bijdragen aan de middellange- tot langetermijnprestaties van de portefeuille van de institutionele belegger. Tevens dienen dezelfde vermogensbeheerders ook een aantal belangrijke aspecten van de genoemde uitvoering bekend te maken aan de institutionele beleggers. Deze informatie dient onder meer betrekking te hebben op welke wijze beleggingsbeslissingen zijn genomen en deze beslissingen zijn gebaseerd op een beoordeling van de middellange- tot langetermijnprestaties van de vennootschappen waarin is belegd en of er sprake is geweest van feitelijke of potentiële belangenconflicten als gevolg van de (toegenomen) betrokkenheid en hoe daarmee is omgegaan.²⁶

De verschillende transparantieplichtingen dienen uiteindelijk een tweeledig doel. Enerzijds zou de openbaarmaking van de betrokken informatie volgens de Europese Commissie een positief effect hebben op het bewustzijn van de institutionele beleggers en de eindbegunstigden in staat stellen om weloverwogen beleggingsbeslissingen te nemen.²⁷ Anderzijds dienen deze verplichtingen ook de dialoog tussen vennootschappen en aandeelhouders te bevorderen, alsmede de betrokkenheid van deze aandeelhouders bij de vennootschappen waarin belegd wordt te vergroten. Deze aanpak is niet geheel vrij van kritiek gebleven. Het is bijvoorbeeld maar de vraag of transparantieplichtingen de juiste prikkel geven om daadwerkelijk tot betrokken aandeelhouderschap te komen.²⁸

Ook de huidige Nederlandse Corporate Governance Code kent reeds enige transparantieplichtingen voor institutionele beleggers. Zo schrijft best practice bepaling IV.4.1 voor dat institutionele beleggers jaarlijks hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht op aandelen die zij houden in beursvennootschappen op hun website dienen te publiceren. Tevens behoren zij, op grond van best practice bepaling IV.4.2, jaarlijks verslag te doen over de uitvoering van dit beleid op hun website en/of in hun jaarverslag wat betreft het afgelopen boekjaar. Ten slotte dienen institutionele beleggers ingevolge best practice bepaling IV.4.3 elk kwartaal verslag uit te brengen over of en hoe zij als aandeelhouders hebben gestemd op algemene vergaderingen. Dit verslag dient eveneens te worden gepubliceerd

op hun eigen website. De institutionele beleggers kunnen afwijken van bovenstaande verplichtingen, maar dienen in hun jaarverslag gemotiveerd uiteen te zetten waarom deze best practice bepalingen niet zijn toegepast. Het richtlijnvoorstel biedt ook deze ruimte tot afwijken van genoemde transparantieplichtingen als de institutionele beleggers hiervoor een duidelijke en gemotiveerde toelichting geven. Het richtlijnvoorstel kent dus enkele bepalingen die overeenstemmen met best practice bepalingen uit de Nederlandse Corporate Governance Code. Het richtlijnvoorstel gaat echter verder dan de Nederlandse Corporate Governance Code. De institutionele beleggers dienen immers onder meer ook inzicht te geven in hun beleggingsstrategie en op welke wijze deze strategie is afgestemd op het profiel en de looptijd van hun verplichtingen en bijdraagt aan de middellange- tot langetermijnprestaties van hun portefeuille. De Nederlandse Corporate Governance Code kent verder, in tegenstelling tot het richtlijnvoorstel, geen transparantieplichtingen ten aanzien van vermogensbeheerders. De meerwaarde van zulke verplichtingen voor vermogensbeheerders wordt overigens in twijfel getrokken. Er is op gewezen dat Europese wetgeving zulke verplichtingen reeds kent alsmede andere verplichtingen die tot doel hebben de vermogensbeheerders te laten handelen in het belang van hun cliënt, de institutionele belegger.²⁹ Ten slotte heeft een mogelijke implementatie tot gevolg dat de Nederlandse wetgever de richtlijn zal moeten omzetten in Nederlandse wetgeving, hetgeen (deels) een codificatie van de huidige regels van zelfregulering zal betekenen.³⁰

3.2 *Het tot stand brengen van een sterkere relatie tussen beloning en prestaties van bestuurders*

Het richtlijnvoorstel beoogt daarnaast de relatie tussen de beloning en de prestaties van bestuurders te versterken. De Europese Commissie dicht deze relatie een sleutelrol toe in de afstemming van de belangen van bestuurders en aandeelhouders en deze beloning dient tevens te waarborgen dat bestuurders in het belang van de vennootschap handelen. Toezicht op vaststelling en uitvoering van het beloningsbeleid is van eminent belang, omdat het beloningsbeleid op die wijze kan bijdragen aan de langetermijnprestaties van de vennootschap. De Europese Commissie heeft twee belangrijke tekortkomingen in het huidige beloningskader geconstateerd. Enerzijds is de informatie die vennootschappen openbaar maken niet allesomvattend, niet duidelijk en ook niet vergelijkbaar. Anderzijds hebben aandeelhouders veelal onvoldoende middelen tot hun beschikking om hun visie over de beloning van bestuurders kenbaar te maken. Deze tekortkomingen leiden ertoe dat er een onvoldoende relatie bestaat tussen de beloning en de prestaties van be-

25 Art. 3 octies, onder 20 respectievelijk 21 van het richtlijnvoorstel.

26 Art. 3 nonies, onder 22 respectievelijk 23 van het richtlijnvoorstel.

27 Overweging 19 van het richtlijnvoorstel.

28 F.G.K. Overkleef, 'Het nieuwe Action Plan op het gebied van het Europese ondernemingsrecht', *V&O* 2013, 1, p. 7.

29 Zie de reactie van Eumedion op het richtlijnvoorstel, welke te raadplegen is op www.internetconsultatie.nl/aandeelhoudersbetrokkenheid/reactie/9992fb68-61ba-40ed-86b0-af9d4bdaf094. In deze reactie verwijst Eumedion onder meer naar art. 19 MiFID en art. 12 AIFMD.

30 Zie ook N.L. Hooi, 'Initiatieven van de Europese Commissie ter verbetering van de corporate governance van Europese beursvennootschappen', *V&O* 2014, 6, p. 110.

stuurders van Europese beursvennootschappen.³¹ Het richtlijnvoorstel beoogt beide tekortkomingen op te lossen door de introductie van transparantieplichtingen inzake het beloningsbeleid en stemrechten voor aandeelhouders ten aanzien van het beloningsbeleid en het beloningsverslag. De Europese Commissie wil echter niet aan de hoogte van de beloningen tornen. Dit blijft een zaak van de vennootschap en haar aandeelhouders.³²

In het richtlijnvoorstel is onder meer de verplichting voor vennootschappen opgenomen dat het beloningsbeleid duidelijk en begrijpelijk is opgesteld en in overeenstemming is met de ondernemingsstrategie, doelstellingen, waarden en langetermijnbelangen van de vennootschap. Tevens dient het beleid te voorzien in duidelijke criteria voor de toekenning van vaste en variabele beloningen, ongeacht in welke vorm eventuele bonussen worden toegekend. De vennootschappen dienen bovendien inzicht te geven in de ratio tussen de gemiddelde beloning van bestuurders en dezelfde gemiddelde beloning van andere voltijdwerknemers en toelichten waarom de vastgestelde ratio *passend* wordt geacht.³³ Dit beloningsbeleid dient na goedkeuring door de aandeelhouders onverwijld op de website te worden geplaatst. Ten slotte dienen de vennootschappen een duidelijk en begrijpelijk beloningsverslag op te stellen. De beloningsverslag bevat een overzicht van alle in het afgelopen boekjaar toegekende beloningen aan bestuurders. In dit overzicht dienen tevens alle bonussen, ongeacht in welke vorm zij zijn toegekend, te zijn opgenomen.³⁴ De Commissie is overigens bevoegd om uitvoeringshandelingen vast te stellen omtrent de gestandaardiseerde presentatie van het beloningsverslag.³⁵

De transparantieplichtingen dienen de eerstgenoemde tekortkoming op te lossen, maar de aandeelhouders kunnen slechts gebruikmaken van de verschaft informatie als zij middelen tot hun beschikking hebben om hun visie over de toegekende beloningen duidelijk te maken. Om hieraan tegemoet te komen, voorziet het richtlijnvoorstel in stemrechten ten aanzien van het beloningsbeleid en het beloningsverslag. Allereerst hebben aandeelhouders, op grond van art. 9 bis, onder 1, het recht om over het beloningsbeleid voor de bestuurders van de vennootschap te stemmen. Het beloningsbeleid dient ten minste om de drie jaar goedgekeurd te worden door de aandeelhouders. Daarnaast hebben de aandeelhouders, op grond van art. 9 ter, onder 31, ook het recht om op de jaarlijkse algemene vergadering te stemmen over het beloningsverslag. Indien de aandeelhouders tegen het beloningsverslag stemmen, leidt dit

overigens niet tot de terugvordering van de toegekende bonussen. De vennootschap dient in dat geval in het eerstvolgende beloningsverslag uit te leggen op welke wijze rekening is gehouden met de afkeurende stem van de algemene vergadering. Van Tuyll van Serooskerken spreekt in dit verband van een 'motiveringsplicht' voor de vennootschap.³⁶ Deze nieuw verkregen bevoegdheden zouden in de optiek van de Europese Commissie in ieder geval, overeenkomstig de algemene doelstellingen van het richtlijnvoorstel, moeten leiden tot meer betrokkenheid van de aandeelhouders bij de vennootschap. Tevens stelt de Europese Commissie dat een versterkte controle door de aandeelhouders op de toegekende beloningen kan bijdragen aan het behalen van de langetermijnprestaties.

De aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen kennen sinds de invoering van art. 2:135 lid 1 BW reeds de bevoegdheid tot het vaststellen van het beloningsbeleid voor bestuurders van deze vennootschappen.³⁷ De individuele beloning van bestuurders wordt, op grond van art. 2:135 lid 4 BW, in beginsel ook vastgesteld door de aandeelhouders, tenzij bij de statuten een ander orgaan is aangewezen. In de regel is deze bevoegdheid statutair gedelegeerd aan de raad van commissarissen bij Nederlandse beursvennootschappen. Dit volgt ook uit de Nederlandse Corporate Governance Code.³⁸ De raad van commissarissen dient echter te allen tijde ten aanzien van beloningsregelingen in de vorm van aandelen of rechten tot het nemen van aandelen een voorstel ter goedkeuring aan de algemene vergadering voor te leggen.³⁹ De Nederlandse Corporate Governance Code verplicht de raad van commissarissen de aandeelhouders inzicht te verschaffen in de wijze waarop zij uitvoering heeft gegeven aan die taak middels het publiceren van een remuneratierapport. Dit rapport, dat onderdeel vormt van het jaarverslag, dient een weergave te bevatten van de wijze waarop het beloningsbeleid in het afgelopen boekjaar in de praktijk is gebracht en een overzicht van het beloningsbeleid dat het komende boekjaren door de raad van commissarissen wordt voorzien. Hiervan kan overigens gemotiveerd worden afgeweken en de aandeelhouders hebben bovendien geen stemrecht over dit rapport. Sinds de inwerkingtreding van de 'claw back' wetgeving⁴⁰ op 1 januari⁴¹ bestaat, op grond van art. 2:135 lid 5a BW, de verplichting de uitvoering van het beloningsbeleid als afzonderlijk agendapunt te behandelen op de algemene vergadering alvorens overgegaan kan worden tot vaststelling van de jaarrekening. Hier geldt

31 Europese Commissie, *Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft*, COM (2014) 213 definitief, p. 5.

32 Europese Commissie, *Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft*, COM (2014) 213 definitief, p. 9.

33 Art. 9 bis, onder 2 respectievelijk 3 van het richtlijnvoorstel.

34 Art. 9 ter, onder 29 van het richtlijnvoorstel.

35 Art. 9 ter, onder 32 van het richtlijnvoorstel.

36 C.F.J. van Tuyll van Serooskerken, 'Een bespreking van enkele beloningsinitiatieven. "Say on pay" of "less is more"', *TAO* 2014, 2, p. 77.

37 Dit artikel is sinds 1 oktober 2004 van kracht. De Wet van 9 juli 2004 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling, *Stb.* 2004, 370.

38 In het tweede deel van principe II.2 wordt immers gesteld dat de raad van commissarissen, op voorstel van de remuneratiecommissie, de beloning van de individuele bestuurders vaststelt, een en ander binnen het door de algemene vergadering vastgestelde beloningsbeleid.

39 Art. 2:135 lid 5 BW.

40 Wet tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de Wet op het financieel toezicht in verband met de bevoegdheid tot aanpassing en terugvordering van bonussen en winstdelingen van bestuurders en dagelijks beleidsbepalers, *Stb.* 2013, 563.

41 *Stb.* 2013, 589.

wederom dat de aandeelhouders geen stemrecht hebben wat het rapport betreft.⁴²

In de Nederlandse Corporate Governance Code zijn ook enkele bepalingen opgenomen ten aanzien van de hoogte en samenstelling van de beloning die grotendeels overeenkomen met bepalingen uit het richtlijnvoorstel. In het eerste deel van Principe II.2 wordt onder meer gesteld dat bij de vaststelling van de totale beloning de invloed van de toegekende beloning op de beloningsverhoudingen binnen de onderneming moet worden meegewogen. De structuur van de beloning moet eenvoudig en inzichtelijk zijn en het beloningsbeleid dient de belangen van de vennootschap op middellange en lange termijn te bevorderen en bestuurders niet aan te zetten tot gedrag in hun eigen belang of tot het nemen van risico's die niet passen binnen de vastgestelde strategie. Bovendien dient het variabel deel van de beloning *passend* te zijn ten opzichte van het vaste deel van de beloning. Kortom, de bepalingen uit het richtlijnvoorstel over de structuur en samenstelling van de beloning komen veelal overeen met de reeds staande praktijk.

Desalniettemin zijn ook enkele belangrijke verschillen op te merken die in het bijzonder het Nederlandse corporate governance systeem onder druk lijken te zullen zetten.⁴³ Zoals hierboven al beschreven werd, stelt in het Nederlandse systeem de algemene vergadering het beloningsbeleid vast en geeft de raad van commissarissen hieraan uitvoering door individuele beloningen aan bestuurders toe te kennen. De raad van commissarissen legt vervolgens door middel van het remuneratierapport verantwoording af over de wijze waarop hij zich van deze taak gekwetend heeft. De raad van commissarissen wordt in het Nederlandse systeem dan ook gezien als de werkgever van het bestuur wat betreft de toekenning van bestuurdersbeloningen.⁴⁴ Een mogelijke implementatie van het richtlijnvoorstel zal twee veranderingen meebrengen. Allereerst zal de werkgeversrol van de raad van commissarissen worden ondergraven als de aandeelhouders een stemrecht krijgen over het remuneratierapport en diens gevolge invloed kunnen uitoefenen op de individuele beloning. De wenselijkheid van een dergelijke invloed is twijfelachtig, gezien het verschil in belangen die de aandeelhouders en de raad van commissarissen behartigen. Aandeelhouders mogen immers in beginsel hun eigen belangen vooropstellen bij de uitoefening van hun aandeelhoudersrechten,⁴⁵ terwijl de raad van commissarissen in zijn handelen het belang van de vennootschap en de

met haar verbonden onderneming voorop dient te stellen.⁴⁶ Het richtlijnvoorstel wijst daarentegen de algemene vergadering aan als 'bewaker van de langetermijnprestaties van de vennootschap'.⁴⁷ Met Van Tuyll van Serooskerken betwijfel ik of alle aandeelhouders zich een zodanige rol laten aanmeten. Immers, in het verleden hebben enkele typen aandeelhouders van (in ieder geval) financiële ondernemingen, zoals *hedge funds*, vooral een gerichtheid op het behalen van kortetermijnwinsten tentoongespreid ten detrimente van de langetermijndoelstellingen en de duurzaamheid van dezelfde financiële ondernemingen.⁴⁸ Binnen het Nederlandse corporate governance systeem lijkt de raad van commissarissen, handelend in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, dan ook het aangewezen orgaan om de uitvoering van het beloningsbeleid overeen te laten stemmen met de langetermijndoelstellingen van de vennootschap. Een stemrecht over de wijze waarop de raad van commissarissen het beloningsbeleid in de praktijk heeft gebracht, is dan ook, los van de verwachting dat een afkeurende stem in voorkomende gevallen gebruikt zal worden als een statement richting het bestuur,⁴⁹ niet wenselijk. De tweede verandering die een implementatie teweeg zou brengen is dat het beloningsbeleid verplicht elke drie jaar ter goedkeuring moet worden voorgelegd aan de algemene vergadering. Thans dient het vastgestelde beloningsbeleid slechts opnieuw te worden voorgelegd aan de algemene vergadering in het geval van wijzigingen. De Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO) wees in haar reactie op mogelijke negatieve effecten van deze bepaling. De bestaande contracten met bestuurders zijn vertalingen van het eerder vastgestelde beloningsbeleid en de aangegane contractuele verplichtingen kunnen hoogstwaarschijnlijk niet worden opgebroken. Er zal derhalve onduidelijkheid ontstaan in het geval het beloningsbeleid zal worden aangepast. Het is immers de vraag of deze aanpassing slechts van toepassing is op toekomstige bestuurders of ook op de huidige bestuurders.⁵⁰

Daarnaast kent het richtlijnvoorstel enkele publicatie- en inhoudelijke vereisten aan het beloningsbeleid en het remuneratierapport die verdergaand zijn dan uit de Nederlandse Corporate Governance Code voortvloeiende vereisten. Zo dient op grond van het richtlijnvoorstel het beloningsbeleid in zijn geheel openbaar te worden gemaakt, terwijl de Nederlandse Corporate Governance Code erkent dat dit vanuit concurrentieoogpunt in sommige gevallen onwenselijk is en om die reden een uitzondering biedt ten aanzien van

42 Zie ook N.L. Hooi, 'Initiatieven van de Europese Commissie ter verbetering van de corporate governance van Europese beursvennootschappen', *V&O* 2014, 6, p. 110.

43 C.F.J. van Tuyll van Serooskerken, 'Een bespreking van enkele beloningsinitiatieven. "Say on pay" of "less is more"', *TAO* 2014, 2, p. 77; H.M. Vletter-van Dort, 'Is *Doomsday* aangebroken voor zelfregulering door beursvennootschappen', *FR* 2014, 6, p. 257-258.

44 C.F.J. van Tuyll van Serooskerken, 'Een bespreking van enkele beloningsinitiatieven. "Say on pay" of "less is more"', *TAO* 2014, 2, p. 78; H.M. Vletter-van Dort, 'Is *Doomsday* aangebroken voor zelfregulering door beursvennootschappen', *FR* 2014, 6, p. 258.

45 HR 30 juni 1944, *NJ* 1944/45, 465 (*Wennex*). Zie ook J.M. de Jongh, 'Redelijkheid en billijkheid en het evenredigheidsbeginsel, in het bijzonder in de verhouding van aandeelhouders tot het bestuur', *Ondernemingsrecht* 2011/124, p. 612.

46 Art. 2:140 lid 2 BW.

47 C.F.J. van Tuyll van Serooskerken, 'Een bespreking van enkele beloningsinitiatieven. "Say on pay" of "less is more"', *TAO* 2014, 2, p. 77.

48 C.F.J. van Tuyll van Serooskerken, 'Een bespreking van enkele beloningsinitiatieven. "Say on pay" of "less is more"', *TAO* 2014, 2, p. 77. Zie ook T.C.A. Dijkhuizen, 'Het beloningsbeleid van financiële ondernemingen: van een governancevraagstuk naar een *bonus cap* (2)', *TvOB* 2014, 5, p. 171.

49 C.F.J. van Tuyll van Serooskerken, 'Een bespreking van enkele beloningsinitiatieven. "Say on pay" of "less is more"', *TAO* 2014, 2, p. 78.

50 De reactie van VEUO is te raadplegen op www.internetconsultatie.nl/aandeelhoudersbetrokkenheid/reactie/acb2de51-e5fc-42f1-8ea3-b16f53946074.

de openbaarmaking van prestatiecriteria.⁵¹ Ook dient het beloningsbeleid maximumbedragen te bevatten en de afgesproken opzegtermijn. Ten slotte dient men, onder meer, uitdrukkelijk de passendheid van de ratio tussen de gemiddelde beloning van bestuurders en dezelfde beloning van reguliere werknemers te motiveren. De Nederlandse Corporate Governance Code verplicht de raad van commissarissen weliswaar de beloningsverhoudingen binnen de onderneming in acht te houden bij de vaststelling van de hoogte en de structuur van de individuele beloning, maar dit hoeft hij niet expliciet te motiveren in het remuneratierapport. Een eventuele implementatie van het richtlijnvoorstel heeft dus verstrekkingen gevolgen voor zowel het Nederlandse corporate governance systeem als de inhoud van het beloningsbeleid en het remuneratierapport. Een implementatie zal overigens ook ertoe leiden dat bestaande zelfregulering omgezet zal worden in wetgeving.

3.3. *Het vergroten van de transparantie van en toezicht op transacties met verbonden partijen*

De Europese Commissie heeft ook vastgesteld dat aandeelhouders, en in het bijzonder minderheidsaandeelhouders, te weinig toezicht hebben op transacties met verbonden partijen. Met dergelijke transacties doelt de Europese Commissie op transacties tussen een vennootschap en haar management, bestuurders, controlerende instanties of aandeelhouders. Het toezicht op deze transacties is van belang, daar zij de verbonden partij in de gelegenheid stellen om zich ten koste van (minderheids)aandeelhouders aan de vennootschap toebehorende waarde toe te eigenen. De Europese Commissie heeft vastgesteld dat de (minderheids)aandeelhouders op dit moment onvoldoende geïnformeerd worden over geplande transacties met verbonden partijen en daarnaast niet over de middelen beschikken om laakbare transacties te voorkomen. De Europese Commissie wil in het richtlijnvoorstel beide tekortkomingen het hoofd bieden en bouwt voort op de door het European Corporate Governance Forum uitgebrachte *Statement on related party transactions for listed entities* uit 2011.⁵² De bevoegdheden van de aandeelhouders zijn hierbij afhankelijk van de omvang van de transactie.

Allereerst wordt in het richtlijnvoorstel, in art. 9 quater, onder 33, een verplichting voor de lidstaten geïntroduceerd om ervoor te zorgen dat vennootschappen transacties met verbonden partijen die meer dan 1 procent van hun activa vertegenwoordigen openbaar te maken. Daarnaast dient deze mededeling vergezeld te worden door een verslag dat is opgesteld door een onafhankelijke derde waarin wordt beoordeeld of de transactie volgens marktvoorwaarden verloopt en eerlijk en redelijk is vanuit het oogpunt van de (minderheid)aandeelhouders. De lidstaten

hebben evenwel de mogelijkheid te bepalen dat vennootschappen hun aandeelhouders vooraf om vrijstelling kunnen verzoeken van de verplichting tot het opstellen van het eerdergenoemd verslag als het een bepaalde duidelijk omschreven soort, herhaaldelijk terugkerende transactie met een aangewezen partij betreft. Deze vrijstelling geldt voor een periode van niet meer dan 12 maanden. Als bij bedoelde transactie een aandeelhouder betrokken is, wordt deze van de stemming over de voorafgaande vrijstelling uitgesloten.

Tevens wordt, onder 34 van hetzelfde artikel, in het richtlijnvoorstel bepaald dat transacties met verbonden partijen die meer dan 5 procent van de activa van de vennootschap vertegenwoordigen of transacties die aanzienlijke gevolgen voor winst of omzet kunnen hebben, ter goedkeuring aan de aandeelhouders moeten worden voorgelegd. Als bij deze transactie een aandeelhouder betrokken is, wordt deze van de stemming uitgesloten. De lidstaten hebben in dat geval de mogelijkheid te bepalen dat vennootschappen hun aandeelhouders kunnen verzoeken om voorafgaande goedkeuring als het wederom een bepaalde duidelijk omschreven soort, herhaaldelijk terugkerende transactie met een aangewezen partij betreft. Deze vrijstelling geldt ook voor een periode van niet meer dan 12 maanden en een betrokken aandeelhouder is uitgesloten voor de stemming over de voorafgaande toestemming. Ten slotte hebben de lidstaten ook de mogelijkheid om transacties tussen de vennootschap en een volle dochteronderneming vrij te stellen van bovenstaande verplichtingen.

De Nederlandse wetgeving kent een regeling die betrekking heeft op het bestaan van een tegenstrijdig belang bij bestuurders en commissarissen van naamloze vennootschappen. Een bestuurder of commissaris neemt, op grond van art. 2:129 lid 6 BW respectievelijk art. 2:140 lid 5 BW, niet deel aan de beraadslaging en besluitvorming indien hij daarbij een direct of indirect persoonlijk belang heeft dat tegenstrijdig is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Indien dit ertoe leidt dat geen bestuursbesluit kan worden genomen, dan neemt de raad van commissarissen het besluit.⁵³ Als een raad van commissarissen ontbreekt of als alle commissarissen een tegenstrijdig belang hebben met het te nemen besluit,⁵⁴ wordt de algemene vergadering beslissingsbevoegd, tenzij de statuten anders bepalen. Een overeenkomstige regeling inzake tegenstrijdig belang is ook opgenomen in de Nederlandse Corporate Governance Code.⁵⁵ Daarenboven kent de Nederlandse Corporate Governance Code ook een regeling betreffende tegenstrijdig belang bij een grootaandeelhouder. Uit best practice bepaling II.6.4 vloeit voort dat alle transacties tussen de vennootschap en natuurlijke of rechtspersonen die ten minste tien procent van de aandelen in de vennootschap houden onder de in de branche gebruikelijke condities moeten worden overeengekomen. De besluiten tot het aangaan van transacties die van materiële betekenis

51 Best practice bepaling II.2.13 onder f. Een dergelijke uitzondering is van toepassing als 'overwegingen van concurrentiegevoeligheid' zich verzetten tegen de openbaarmaking van prestatiecriteria.

52 De *statement* is te vinden als tweede bijlage bij het jaarrapport over 2011 van het European Corporate Governance Forum. European Corporate Governance Forum, *Annual Report 2011*, te raadplegen op http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-annual-report-2011_en.pdf.

53 Art. 2:129 lid 6 BW.

54 Art. 2:140 lid 5 BW.

55 De overeenkomstige regelingen zijn terug te vinden in deel II.3 respectievelijk deel III.6.

zijn voor de vennootschap met voorbedeelde natuurlijke en rechtspersonen dienen te worden goedgekeurd door de raad van commissarissen en te worden gepubliceerd in het jaarverslag. Ten slotte dienen ondernemingen op grond van art. 2:381 lid 3 BW voor de rechtspersoon van betekenis zijnde transacties die niet aangegaan zijn onder normale marktvoorwaarden worden vermeld in de toelichting op de jaarrekening. Dit is dus een *ex post*-publicatieverplichting. Een mogelijke implementatie van het richtlijnvoorstel brengt wederom enkele veranderingen mee. Enerzijds brengt het de verplichting mee, in het geval van een transactie die meer dan 1% van de activa van de vennootschap bedraagt, om deze transactie te openbaren en te doen vergezellen door een verslag dat is opgesteld door een onafhankelijke derde waarin wordt beoordeeld of de transactie volgens marktvoorwaarden verloopt en eerlijk en redelijk is vanuit het oogpunt van de (minderheids)aandeelhouders. Dit is een aanzienlijke lastenverzwaring voor de vennootschappen. De Europese Commissie stelt zich op het punt dat de kosten van een dergelijke *fairness opinion* maximaal € 2.500 tot € 5.000 zullen bedragen. Uit de reacties van meerdere *stakeholders* blijkt dat deze bedragen niet overeenkomen met de werkelijke kosten.⁵⁶ Daarnaast grijpt het richtlijnvoorstel ook hier in in de Nederlandse bevoegdheidsverdeling binnen de vennootschap in het geval van een transactie met een verbonden partij.⁵⁷ Vooraleerst is het bestuur in beginsel beslissingsbevoegd over transacties met verbonden partijen. Het bestuur, eveneens handelend in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming,⁵⁸ kan besluiten dat een dergelijke transactie binnen de voorgenomen langetermijnstrategie past en hiertoe overgaan.⁵⁹ Als het bestuur niet tot een bestuursbesluit kan komen vanwege het tegenstrijdig belang dat hij als geheel heeft bij de voorgenomen transactie, verschuift de beslissingsbevoegdheid naar de (onafhankelijke) commissarissen. Indien de raad van commissarissen zelf, naast de raad van bestuur, beslissingonbevoegd is vanwege een tegenstrijdig belang bij het te nemen besluit, dan pas wordt de algemene vergadering beslissingsbevoegd.⁶⁰ Het richtlijnvoorstel voorziet de aandeelhouders daarentegen van een goedkeuringsrecht in het geval de transactie meer dan 5 procent van de activa van de vennootschap vertegenwoordigt of aanzienlijke gevolgen voor winst of omzet kan hebben. Daarenboven

worden de betrokken aandeelhouders uitgezonderd van de besluitvorming. Het richtlijnvoorstel grijpt dus eveneens hard in in de rechten van (betrokken) aandeelhouders. Stokkermans en Rensen zien geen rechtvaardiging voor een dergelijk ingrijpen. Immers, indien de positie van (minderheids)aandeelhouders bij een dergelijke transactie al dan niet wordt gewaarborgd door onafhankelijke bestuurders en commissarissen, zal de vennootschap alsnog 'op straffe van wanbeleid zorgvuldigheid moeten betrachten' ten aanzien van de belangen van voornoemde aandeelhouders.⁶¹ Hierbij dient echter wel de kanttekening geplaatst te worden dat het twijfelachtig is of minderheidsaandeelhouders (gezamenlijk) voldoende kapitaal vertegenwoordigen om op grond van art. 2:346 BW bevoegd te zijn tot het indienen van een enquêteverzoek bij de Ondernemingskamer. Concluderend, de voorgestelde bepalingen uit het richtlijnvoorstel zullen aanzienlijke gevolgen hebben voor het Nederlandse corporate governance systeem en de regelingen ten aanzien van tegenstrijdig belang.

3.4 Het waarborgen van de betrouwbaarheid en kwaliteit van het advies van stemadviseurs

Volgens de Europese Commissie brengt de huidige structuur van de aandelenmarkt, die gekenmerkt wordt door een groot aantal grensoverschrijdend aangehouden aandelen, en de complexiteit van de kwesties waarmee institutionele beleggers rekening moeten houden, mee dat het gebruik van stemadviseurs onvermijdelijk wordt. Dit heeft tot gevolg dat deze stemadviseurs een aanzienlijke invloed hebben op het stemgedrag van de institutionele beleggers.⁶² De Europese Commissie heeft met betrekking tot het opereren van deze stemadviseurs twee tekortkomingen geconstateerd, namelijk (i) stemadviseurs maken bij het opstellen van hun aanbevelingen gebruik van methoden die niet altijd voldoende rekening houden met lokale marktomstandigheden en regelgeving; en (ii) er kunnen belangenconflicten ontstaan als stemadviseurs ook hun diensten verlenen aan uitgevende instellingen. Dit brengt de onafhankelijkheid en het vermogen tot het geven van objectief en betrouwbaar advies van stemadviseurs in het geding. De Europese Commissie wil deze tekortkomingen oplossen door het in het leven roepen van enkele transparantieplichtingen voor deze stemadviseurs.⁶³

56 Zie onder meer de reacties van VNO-MKB Nederland, te raadplegen op www.internetconsultatie.nl/aandeelhoudersbetrokkenheid/reactie/8f03cd76-5bf6-4977-9cd3-8b78238e1353, en de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht, te raadplegen op www.internetconsultatie.nl/aandeelhoudersbetrokkenheid/reactie/baa08264-38f7-4ef5-a924-dde0a7e63cd0.

57 H.M. Vletter-van Dort, 'Is Doomsday aangebroken voor zelfregulering door beursvennootschappen', *FR* 2014, 6, p. 258. Zie in het bijzonder ook de reactie van VEUO, te raadplegen op www.internetconsultatie.nl/aandeelhoudersbetrokkenheid/reactie/acb2de51-e5fc-42f1-8ea3-b16f53946074.

58 Art. 2:129 lid 5 BW.

59 Hierbij laat ik evenwel buiten beschouwing dat een besluit dat voldoet aan vereisten zoals opgenomen in art. 2:107a BW ter goedkeuring moet worden voorgelegd aan de algemene vergadering op grond van hetzelfde artikel.

60 Dit is ook het geval als de vennootschap geen raad van commissarissen kent. In het geval van beursgenoteerde vennootschappen zal echter doorgaans sprake zijn van een raad van commissarissen.

61 Stokkermans en Rensen verwijzen in hun reactie, welke te raadplegen is op www.internetconsultatie.nl/aandeelhoudersbetrokkenheid/reactie/68ff0d0e-6d1e-4c84-85da-fa0cda2350f0, naar HR 1 maart 2002, *NJ* 2002/296, m.nt. J.M.M. Maeijer.

62 Deze visie op de invloed van stemadviseurs wordt niet zonder meer gedeeld. Uit onderzoek van Lückerrath-Rovers en Melis blijkt bijvoorbeeld dat de invloed van de belangrijkste stemadviesbureaus op het stemgedrag van de aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen niet doorslaggevend was bij de stemmingen op algemene vergaderingen in 2012. Zie M. Lückerrath-Rovers & D.A.M. Melis, 'De aandeelhouder moet meepraten', *Me Judice*, 6 februari 2013, te raadplegen op www.mejudice.nl/artikelen/detail/de-aandeelhouder-moet-meepraten.

63 Europese Commissie, *Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft*, COM (2014) 213 definitief, p. 5-6.

De lidstaten dienen, op grond van art. 3 decies, onder 25, ervoor te zorgen dat de stemadviseurs maatregelen vaststellen en uitvoeren die de juistheid en betrouwbaarheid van de uitgebrachte stemadviezen waarborgen, alsmede garanderen dat deze gebaseerd zijn op een gedegen analyse van alle beschikbare informatie. De stemadviseurs worden verder verplicht specifieke informatie over de totstandkoming van de stemadviezen bekend te maken. Een stemadviseur is bijvoorbeeld verplicht informatie te geven over de hoofdkenmerken van de gebruikte methoden en modellen, maar zij dient ook openbaar te maken of er een dialoog wordt gevoerd met de vennootschappen waarop de stemadviezen betrekking hebben.⁶⁴ Deze informatie moet ook op de website van de stemadviseur worden geplaatst.

Ten slotte verplicht art. 3 decies, onder 27, de stemadviseurs dat als zij vaststellen dat sprake is van een feitelijk of potentieel belangenconflict of sprake is van een zakelijke relatie die van invloed kan zijn op de totstandkoming van de stemadviezen, zij dit onverwijld mededelen aan hun cliënten en de betrokken vennootschap. Deze mededeling dient vergezeld te worden van een vermelding van de maatregel die zij hebben genomen om dit belangenconflict weg te nemen dan wel te beperken. Deze bepalingen zijn, na een eventuele omzetting, een aanvulling op de Nederlandse wet- en regelgeving waarin nog geen regeling is opgenomen die ziet op stemadviseurs.

3.5 *Het bevorderen van de uitoefening van aandeelhoudersrechten*

Ten slotte richt de Europese Commissie zich op de bevordering van de uitoefening van de uit effecten voortvloeiende rechten door beleggers. Het wegnemen van de barrières voor (grensoverschrijdende) uitoefening van aandeelhoudersrechten stond centraal in het eerdere Actieplan van Europese Commissie uit 2003⁶⁵ en regelgeving daaromtrent is uitgewerkt in de Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.⁶⁶ Ruim zeven jaar na de inwerkingtreding van deze richtlijn ondervinden volgens de Europese Commissie beleggers nog steeds moeilijkheden bij het uitoefenen van de rechten die uit hun effecten voortvloeien, vooral als die effecten grensoverschrijdend worden aangehouden. De Europese Commissie heeft drie tekortkomingen vastgesteld die het uitoefenen van aandeelhoudersrechten beperken, namelijk (i) de gebrekkige identificatie van beleggers; (ii) de te late doorgifte van informatie en rechten binnen de beleggingsketen; en (iii) prijsdiscriminatie ten aanzien van grensoverschrijdend aandelenbezit.⁶⁷ De Europese Commissie is de mening

toegedaan dat op dit gebied gedetailleerde voorschriften en verplichtingen noodzakelijk zijn om de uitoefening van rechten voortvloeiend uit effecten door aandeelhouders of door tussenpersonen te bevorderen.

Om de identificatie van aandeelhouders mogelijk te maken, kent het richtlijnvoorstel enkele nieuwe verplichtingen voor tussenpersonen. Een tussenpersoon of intermediair wordt in het richtlijnvoorstel gedefinieerd als een rechtspersoon die zijn statutaire zetel, hoofdbestuur of hoofdvestiging in de Europese Unie heeft en voor zijn cliënten effectenrekeningen aanhoudt.⁶⁸ Dit zal in voorkomende gevallen een bank of beleggingsonderneming betreffen. Zo wordt in art. 3 bis, onder 1, bepaald dat tussenpersonen verplicht zijn tot het aanbieden van diensten aan vennootschappen om hun aandeelhouders te identificeren. Als een tussenpersoon een identificatieverzoek ontvangt, dient zij onverwijld de naam en contactgegevens van de aandeelhouder mee te delen. Als het een rechtspersoon betreft, dient de tussenpersoon de unieke identificatiecode mede te delen voor zover deze beschikbaar is. Indien zich in de bewaarketen meer dan één tussenpersoon bevindt, dienen de tussenpersonen het verzoek van de vennootschap en de identiteit en contactgegevens van de aandeelhouders onverwijld aan elkaar door te geven.⁶⁹ Aandeelhouders dienen op hun beurt ervan op de hoogte te worden gesteld dat hun gegevens kunnen worden doorgegeven voor identificatiedoeleinden. De vennootschap en de tussenpersoon moeten de natuurlijke persoon wel de mogelijkheid bieden om onvolledige of onjuiste gegevens te corrigeren of te wissen en de gegevens mogen niet langer dan 24 maanden worden bewaard.⁷⁰ De Commissie is bevoegd om uitvoeringshandelingen op te stellen omtrent de doorgifte van de informatie, zoals onder meer over de vorm van het verzoek en welke informatie doorgeven dient te worden.⁷¹

Daarnaast zijn in het richtlijnvoorstel ook bepalingen opgenomen die tot doel hebben de doorgifte van informatie binnen de beleggingsketen te bevorderen. Op grond van art. 3 ter, onder 6, is een vennootschap verplicht als zij ervoor kiest om niet rechtstreeks met haar aandeelhouders te communiceren, deze aandeelhouders (of een door hen daartoe aangewezen derde) de informatie onverwijld te doen ontvangen van de tussenpersoon wanneer (i) de informatie nodig is voor het uitoefenen van een recht dat voortvloeit uit de aandelen; of (ii) de informatie is gericht aan alle houders van aandelen van een bepaalde categorie. De vennootschap dient deze informatie tijdig en op gestandaardiseerde wijze te verstrekken aan de tussenpersoon.⁷² Deze tussenpersonen zijn ook verplicht ontvangen informatie van aandeelhouders met betrekking tot de uitoefening van hun aandeelhoudersrechten onverwijld door te geven aan de vennootschap.⁷³ Wanneer zich binnen de houdersschapsketen meerdere tussenpersonen bevinden, geven deze tus-

64 Art. 3 decies, onder 26 van het richtlijnvoorstel.

65 Europese Commissie, Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement. Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie – Een actieplan, COM (2003) 284 definitief.

66 Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen.

67 Europese Commissie, *Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft*, COM (2014) 213 definitief, p. 6.

68 Art. 1, onder 2 (d) van het richtlijnvoorstel.

69 Art. 3 bis, onder 2 van het richtlijnvoorstel.

70 Art. 3 bis, onder 3 van het richtlijnvoorstel.

71 Art. 3 bis, onder 5 van het richtlijnvoorstel.

72 Art. 3 ter, onder 7 van het richtlijnvoorstel.

73 Art. 3 ter, onder 8 van het richtlijnvoorstel.

senpersonen de bedoelde informatie onverwijld aan elkaar door.⁷⁴ Ook hier geldt weer dat de Commissie bevoegd is uitvoeringshandelingen vast te stellen die betrekking hebben op de doorgifte van de informatie.⁷⁵

Bovendien heeft de Commissie enkele bepalingen opgenomen die specifiek zien op het bevorderen van specifieke aandeelhoudersrechten, zoals het recht om deel nemen aan en te stemmen op algemene vergaderingen. De tussenpersoon is, ingevolge art. 3 quater, onder 11, verplicht zodanige regelingen te treffen die een aandeelhouder of een door hem aangewezen derde in staat stellen om deel te nemen aan en te stemmen op algemene vergaderingen, of de tussenpersoon oefent deze rechten ten behoeve van de aandeelhouder uit met de uitdrukkelijke machtiging en in opdracht van deze aandeelhouder. De vennootschappen dienen op hun beurt de stemmen te bevestigen die op een algemene vergadering door of namens een aandeelhouder zijn uitgebracht.⁷⁶ Als een tussenpersoon heeft gestemd namens de aandeelhouder, stuurt hij de stembevestiging door. Ook hier geldt dat als zich binnen de houderschapketen meerdere tussenpersonen bevinden, deze de bedoelde informatie onverwijld aan elkaar doorgeven.⁷⁷ Opnieuw is de Commissie bevoegd uitvoeringshandelingen vast te stellen die betrekking hebben op de wijze waarop de uitoefening van rechten wordt bevorderd.⁷⁸

Ten slotte bevat het richtlijnvoorstel ook nog een transparantie bepaling inzake de kosten van grensoverschrijdend aandelenbezit. Tussenpersonen mogen een prijs of vergoeding in rekening brengen voor de te verrichten diensten, zoals het uitbrengen van stemmen namens de aandeelhouders, maar dienen bekend te maken welke afzonderlijke prijs of vergoeding zij daarvoor in rekening brengen. Deze prijzen mogen echter niet discriminatoir of onevenredig zijn. Als er sprake is van een verschil in de aangerekende kosten voor binnenlandse of grensoverschrijdende uitoefening van rechten, dienen de tussenpersonen die gemotiveerd toe te lichten.

Ook in de Wet giraal effectenverkeer (Wge) zijn, sinds de inwerkingtreding van de Wet 'Frijns'⁷⁹ op 1 juli 2013,⁸⁰ enkele bepalingen opgenomen ten aanzien van de identificatie van aandeelhouders. Zo kunnen beursgenoteerde vennootschappen op grond van art. 49b lid 1 Wge een identificatieverzoek doen aan Euroclear Nederland, bij deze aangesloten instellingen, tussenpersonen, instellingen in het buitenland en beheerders van beleggingsinstellingen. Hiertoe kan alleen worden verzocht in de periode vanaf zestig dagen tot en met de dag van een algemene vergadering.⁸¹ Dit identificatieverzoek kan naast een verzoek om naam- en contactge-

gevens ook een verzoek om positiegegevens te verstrekken inhouden.⁸² In dezelfde wet is ook een bepaling opgenomen die de beursgenoteerde vennootschap verplicht van een aandeelhouder ontvangen informatie door te zenden naar andere aandeelhouders indien deze informatie verband houdt met een onderwerp dat is geagendeerd voor de algemene vergadering.⁸³ De uitgevende instelling is hiertoe niet verplicht als de informatie minder dan zeven werkdagen voor een algemene vergadering is ontvangen, uit de informatie een onjuist of misleidend signaal gaat met betrekking tot de beursgenoteerde vennootschap of dit te duchten is of als de informatie van zodanige aard is dat verzending naar maatstaven van redelijkheid niet van de vennootschap kan worden verlangd.⁸⁴

Het richtlijnvoorstel gaat aldus wederom verder dan de huidige Nederlandse wetgeving.⁸⁵ Ten eerste legt het richtlijnvoorstel aan de tussenpersonen de verplichting op om identificatieverzoeken onverwijld door te sturen naar andere tussenpersonen indien er zich binnen de bewaarketen meerdere tussenpersonen bevinden. De huidige regelgeving bepaalt daarentegen dat de vennootschap zelf de verschillende tussenpersonen binnen de bewaarketen verzoekt om de benodigde gegevens te verstrekken. Verder is de beursgenoteerde vennootschap op grond van het richtlijnvoorstel onder meer verplicht tot het bevestigen van de stemmen die door of namens de aandeelhouder zijn uitgebracht. Dit kan in de optiek van de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht leiden tot hoge controlekosten, in het bijzonder als de doorgifte van informatie niet adequaat geregeld is.⁸⁶ Ook kan het identificatieverzoek betrekking hebben op kleine beleggers in tegenstelling tot art. 49b lid 1 dat het mogelijke verzoek beperkt tot aandeelhouders die ten minste voor 0,5 procent deelnemen in het geplaatste kapitaal van een beursgenoteerde vennootschap. Daarenboven lijkt geen maximum te zijn gesteld ten aanzien van de identificatieverzoeken. Eumedion stelt dat hier aansluiting gezocht kan worden bij de bestaande regeling in de Wge, namelijk dat verzoeken slechts gedaan kunnen worden in de periode van zestig dagen tot de algemene vergadering.⁸⁷ Kortom, een mogelijke implementatie brengt aanzienlijke veranderingen mee voor de huidige Nederlandse wetgeving. Ten slotte biedt het richtlijnvoorstel niet de mogelijkheid voor aandeelhouders om informatie te delen met elkaar via de beursgenoteerde vennootschap.⁸⁸ Dit is opvallend daar het

74 Art. 3 ter, onder 9 van het richtlijnvoorstel.

75 Art. 3 ter, onder 10 van het richtlijnvoorstel.

76 Art. 3 quater, onder 11 van het richtlijnvoorstel.

77 Art. 3 quater, onder 12 van het richtlijnvoorstel.

78 Art. 3 quater, onder 13 van het richtlijnvoorstel.

79 Wet van 15 november 2012 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007, *Stb.* 2012, 588.

80 *Stb.* 2012, 693.

81 Art. 49b lid 3 Wge.

82 Art. 49b lid 1 sub b Wge.

83 Art. 49c lid 1 Wge.

84 Art. 49c lid 2 respectievelijk lid 4 Wge.

85 Zie ook N.L. Hooi, 'Initiatieven van de Europese Commissie ter verbetering van de corporate governance van Europese beursvennootschappen', *V&O* 2014, 6, p. 112.

86 Zie de reactie van de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht, te raadplegen op www.internetconsultatie.nl/aandeelhoudersbetrokkenheid/reactie/baa08264-38f7-4ef5-a924-dde0a7e63cd0.

87 Zie de reactie van Eumedion op het richtlijnvoorstel, welke te raadplegen is op www.internetconsultatie.nl/aandeelhoudersbetrokkenheid/reactie/9992fb68-61ba-40ed-86b0-af9d4bdaf094.

88 Zie de reactie van Eumedion op het richtlijnvoorstel, welke te raadplegen is op www.internetconsultatie.nl/aandeelhoudersbetrokkenheid/reactie/9992fb68-61ba-40ed-86b0-af9d4bdaf094.

richtlijnvoorstel ook de dialoog tussen aandeelhouders onderling wil bespoedigen.

4. Afsluiting

In deze bijdrage stond het door de Europese Commissie op 9 april 2014 uitgebrachte richtlijnvoorstel centraal. Dit richtlijnvoorstel heeft als algemene doelstellingen het bevorderen van aandeelhoudersbetrokkenheid en het vergroten van de transparantie binnen de context van Europese beursvennootschappen. De Europese Commissie heeft daarnaast vijf specifieke doelstellingen geformuleerd, te weten (i) het vergroten van de betrokkenheid van institutionele beleggers en vermogensbeheerders bij de vennootschappen waarin belegd wordt; (ii) het tot stand brengen van een sterkere relatie tussen beloning en prestaties van bestuurders van Europese beursvennootschappen; (iii) het vergroten van de transparantie van transacties met verbonden partijen en het verbeteren van het toezicht op deze transacties door aandeelhouders; (iv) het waarborgen van de betrouwbaarheid en kwaliteit van het advies van stemadviseurs; en (v) het bevorderen van de doorgifte van grensoverschrijdende informatie binnen de gehele beleggingsketen, in het bijzonder door de identificatie van aandeelhouders. De Europese Commissie beoogt deze doelstellingen onder meer te bereiken door regelgeving ten aanzien van stemadviseurs te introduceren. Ook bevat het richtlijnvoorstel bepalingen die gericht zijn op het bevorderen van de uitoefening van aandeelhoudersrechten. Het betreft hier onder meer verplichtingen voor tussenpersonen met betrekking tot de identificatie van aandeelhouders en de doorgifte van informatie binnen de beleggingsketen. Deze laatstgenoemde verplichtingen gaan verder dan de huidige Nederlandse wetgeving. Tussenpersonen zijn bijvoorbeeld verplicht identificatieverzoeken door te sturen naar andere tussenpersonen binnen de bewaarketen. Deze identificatieverzoeken kunnen bovendien ook kleine beleggers betreffen. Daarnaast wordt de beursgenoteerde vennootschap onder meer verplicht tot het bevestigen van de stemmen die door of namens de aandeelhouder zijn uitgebracht. Dit kan hoge controlekosten meebrengen.

Naast voornoemde verplichtingen introduceert het richtlijnvoorstel ook nieuwe transparantieplichtingen en nieuwe aandeelhoudersbevoegdheden. Afgezien van de vraag of transparantieplichtingen gedragsveranderingen meebrengen en het twijfelachtig is of het richtlijnvoorstel de gestelde doelen kan realiseren, grijpt het richtlijnvoorstel diep in in het Nederlandse corporate governance systeem. De Nederlandse wet- en regelgeving kent een andere bevoegdheidsverdeling wat betreft het vaststellen van de beloning van bestuurders en het aangaan van transacties met verbonden partijen. Het richtlijnvoorstel ondergraaft door het toekennen van een goedkeuringsrecht over het remuneratierapport aan de aandeelhouders de werkgeversrol van de raad van commissarissen wat betreft de vaststelling van de individuele beloning van bestuurders. Tevens kent het Nederlandse recht in beginsel de beslissingsbevoegdheid rondom transacties waarbij een tegenstrijdig

belang aanwezig is, vooraleerst toe aan de bestuurders die geen tegenstrijdige belangen hebben bij de voorgestelde transactie. Deze beslissingsbevoegdheid kan de raad van commissarissen toekomen indien het bestuur niet tot een bestuursbesluit kan komen, omdat de belangen van het bestuur conflicteren met de voorgestelde transactie. Indien ook de commissarissen een tegenstrijdig belang hebben bij de transactie, wordt de algemene vergadering beslissingsbevoegd. Het richtlijnvoorstel voorziet de aandeelhouders daarentegen van een goedkeuringsrecht in het geval de transactie meer dan 5 procent van de activa van de vennootschap vertegenwoordigt of aanzienlijke gevolgen voor winst of omzet kan hebben. Met enkele aangehaalde auteurs en reacties voortkomend uit de internetconsultatie meen ik dat de wenselijkheid van zulke aanvullende bevoegdheden voor aandeelhouders twijfelachtig is. Deze aandeelhouders staan immers, in tegenstelling tot het bestuur en de raad van commissarissen, in beginsel hun eigen belangen voor en deze belangen stemmen niet altijd overeen met de langetermijndoelstellingen van de vennootschap. De betrokkenheid van de aandeelhouders is zeer gewenst, maar het streven hiernaar zou evenwel niet moeten leiden tot het buitenspel zetten van de raad van commissarissen die zich immers richten op de (langetermijn)belangen van de vennootschap. Op die manier doet het richtlijnvoorstel, om met Vletter-van Dort te spreken, niet alleen geen recht aan de zorgvuldige afwegingen die ten grondslag liggen aan het Nederlandse corporate governance systeem,⁸⁹ maar is het ook twijfelachtig of het voorstel daadwerkelijk bijdraagt aan de duurzaamheid van beursgenoteerde vennootschappen. In het Nederlandse *stakeholders*-model is hieromtrent immers ook een belangrijke rol weggelegd voor de voorbeoelde raad van commissarissen.

89 H.M. Vletter-van Dort, 'Is Doomsday aangebroken voor zelfregulering door beursvennootschappen', *FR* 2014, 6, p. 259.