

De herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn: een eerste reflectie

Mr. T.C.A. Dijkhuizen en mr. J. Nijland*

In deze bijdrage reflecteren de auteurs op twee kernonderwerpen van de herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn, namelijk aandeelhoudersbetrokkenheid en say on pay. Zij vragen zich af of de transparantieverplichtingen daadwerkelijk leiden tot een grotere aandeelhoudersbetrokkenheid. De introductie van een say on pay in Nederland lijkt de werking van artikel 2:135 BW te ondergraven.

1 Introductie

Sinds het uitbreken van de financiële crisis staat de modernisering van het corporate-governancekader voor beursgenoteerde vennootschappen hoog op de Europese agenda.¹ Een eerste aanzet hiertoe vormde het 'Actieplan: Europees vennootschapsrecht en corporate governance – een modern rechtskader voor meer betrokken aandeelhouders en duurzamere ondernemingen'.² In dit actieplan werkte de Europese Commissie enkele initiatieven uit gericht op het moderniseren van het Europese vennootschapsrecht en het versterken van het corporate-governancekader van beursvennootschappen:

1. initiatieven die de aandeelhoudersbetrokkenheid moesten stimuleren;
2. initiatieven die de transparantie binnen de context van de Europese vennootschap moesten vergroten; en
3. initiatieven die de groei en concurrentiekracht van vooral kleine en middelgrote Europese vennootschappen moesten faciliteren.³

De genoemde initiatieven vonden uiteindelijk grotendeels hun weg naar het op 9 april 2014 gepubliceerde richtlijnvoorstel tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de betrokkenheid op de lange termijn van aandeelhouders betreft en tot wijziging van Richtlijn 2013/34/EU wat

bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft.⁴

In dit richtlijnvoorstel benoemt de Europese Commissie vijf specifieke problemen die de effectiviteit van de *checks and balances* binnen de Europese beursvennootschap in de weg staan:

1. onvoldoende betrokkenheid van institutionele beleggers en vermogensbeheerders bij de vennootschappen waarin wordt belegd;
2. onvoldoende relatie tussen de beloning en prestatie van bestuurders van Europese beursvennootschappen;
3. te weinig toezicht door aandeelhouders op transacties met verbonden partijen;
4. onvoldoende transparantie bij stemadviseurs over de wijze waarop hun stemadviezen tot stand komen en de wijze waarop zij omgaan met potentiële belangenconflicten; en
5. de, zoals vooralsnog blijkt, lastige en kostbare daadwerkelijke uitoefening van aandeelhoudersrechten.

Deze tekortkomingen verhinderen aldus de totstandkoming van een optimale corporate governance en verhogen, in de optiek van de Europese Commissie, het risico op managementbeslissingen die op de korte termijn zijn gericht. Dit heeft tot effect dat vennootschappen onvoldoende oog hebben voor de langere termijn en dat minder grensoverschrijdende beleggingen worden aangetrokken.⁵

Het richtlijnvoorstel heeft in het bijzonder tot doel de aandeelhoudersbetrokkenheid te versterken en de transparantie tussen de vennootschap en de aandeelhouder te vergroten, en kent om die reden verscheidene bepalingen die erop gericht zijn de hiervoor genoemde specifieke problemen het hoofd te bieden. Het betreft dan in het bijzonder:

1. het vergroten van de mate en de kwaliteit van de aandeelhoudersbetrokkenheid;
2. het verwezenlijken van een sterkere relatie tussen beloning en prestaties van bestuurders;
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 def.
5. Idem, p. 6.

* Mr. T.C.A. Dijkhuizen is als promovendus verbonden aan de afdeling Ondernemingsrecht en het Hazelhoff Centre for Financial Law van de Universiteit Leiden. Mr. J. Nijland is als universitair docent verbonden aan de afdeling Ondernemingsrecht van de Universiteit Leiden.

1. Dit is, aldus Overkleef, vooral het gevolg van een uit de financiële crisis voortgekomen perceptie van een *'failure of governance'* bij financiële ondernemingen. Zie F.G.K. Overkleef, Het nieuwe Action Plan op het gebied van het Europese ondernemingsrecht, V&O 2013, afl. 1, p. 5.
2. 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 def.
3. Idem, p. 4-5. Zie ook T.C.A. Dijkhuizen, Het richtlijnvoorstel tot wijziging van de Aandeelhoudersrechtenrichtlijn, Bb 2015/23, p. 76.

3. het vergroten van transparantie en toezicht op transacties met verbonden partijen;
4. het waarborgen van de betrouwbaarheid en kwaliteit van het advies van stemadviseurs; en
5. het bevorderen van de uitoefening van aandeelhoudersrechten.⁶

Nu het Europees Parlement op 14 maart 2017 met de herziening van de Aandeelhoudersrechtenrichtlijn heeft ingestemd en de Raad van Ministers vervolgens het aangepaste richtlijnvoorstel op 22 maart 2017 heeft aangenomen, willen wij in deze bijdrage kort reflecteren op twee kernonderwerpen van het aangenomen voorstel, namelijk (1) het versterken van de aandeelhoudersbetrokkenheid en (2) het versterken van de relatie tussen de beloning en de prestatie van bestuurders van Europese beursvennootschappen. Wij nemen hierbij de tekst van de aangenomen herziene versie van 22 maart als uitgangspunt.

2 Het versterken van de aandeelhoudersbetrokkenheid

De financiële crisis heeft, zo valt op te maken uit het herzieningsvoorstel, aangetoond dat institutionele beleggers en (hun) vermogensbeheerders te weinig betrokken zijn bij de beursondernemingen waarin is belegd. Dit is zorgelijk nu juist deze actoren een belangrijke rol kunnen vertolken in de corporate governance van die vennootschappen, maar ook meer in het algemeen met betrekking tot hun strategie en langetermijnprestaties.⁷ Tevens hebben deze aandeelhouders in veel gevallen te weinig toezicht gehouden op de beursondernemingen en hebben zij het nemen van buitensporige kortetermijnrisico's door bestuurders ondersteund.⁸

De beperkte betrokkenheid van genoemde aandeelhouders wordt, aldus de Europese Commissie, mede verklaard door het feit dat institutionele beleggers en vermogensbeheerders vaak niet transparant (hoeven te) zijn over hun beleggingsstrategie en betrokkenheidsbeleid en de uitvoering daarvan. De transparantievereisten in het voorstel moeten deze investeerders aansporen om een langeretermijnvisie met betrekking tot hun beleggingsstrategie aan te nemen en hierbij rekening te houden met sociale, milieu- en governanceaspecten.⁹ Dit moet, aldus de Europese Commissie, het bewustzijn van beleggers vergroten en de uiteindelijke begunstigden in staat stellen om betere beleggingsbeslissingen te nemen. Deze transparantie bevordert tegelijkertijd de dialoog tussen vennootschappen en hun aandeelhouders en versterkt aldus de betrokkenheid van aandeelhouders bij de ondernemingen waarin zij beleggen.

6. Idem, p. 2. Zie ook Dijkhuizen 2015, p. 76.

7. Preambule, nr. 15.

8. Preambule, nr. 2.

9. Zie o.m. in art. 3 octies onder a. Overigens wordt hier geen nadere invulling aangegeven. Er wordt volstaan met een verwijzing naar de door de Verenigde Naties ondersteunde beginselen voor verantwoord investeren. Zie hieromtrent preambule, nr. 14.

Om deze mate van transparantie te bereiken, kent de aangenomen herziening enkele bepalingen met transparantieverplichtingen. De herziening van de Aandeelhoudersrechtenrichtlijn verplicht institutionele beleggers en vermogensbeheerders een 'betrokkenheidsbeleid' te ontwikkelen.¹⁰ Hierin dient onder meer te worden uiteengezet op welke wijze zij aandeelhoudersbetrokkenheid in hun beleggingsstrategie integreren, op welke wijze zij toezicht zullen uitoefenen op de vennootschappen waarin is belegd, maar ook op welke wijze zij de dialoog zullen voeren met deze vennootschappen¹¹ en hoe zij hun stemrechten en andere aan hun aandelen verbonden rechten zullen uitoefenen. Tevens dienen de institutionele beleggers en vermogensbeheerders, op grond van artikel 3 octies onder b, jaarlijks openbaar te maken op welke wijze het betrokkenheidsbeleid is uitgevoerd en hoe zij hebben gestemd op de algemene vergaderingen van vennootschappen waarvan zij aandelen bezitten.

Deze verschillende transparantieverplichtingen dienen zoals gezegd een tweeledig doel. Ten eerste het in staat stellen van de eindbegunstigden om weloverwogen beleggingsbeslissingen te nemen. Ten tweede zijn de verplichtingen erop gericht de dialoog tussen vennootschappen en aandeelhouders te bevorderen, en daarmee de betrokkenheid van deze aandeelhouders bij de vennootschappen waarin belegd is te vergroten. Het is echter de vraag of de in de richtlijn neergelegde transparantieverplichtingen de (juiste) prikkels geven om daadwerkelijk tot betrokken aandeelhouderschap te komen.¹² De schoen wringt des te meer nu de institutionele beleggers en vermogensbeheerders kunnen besluiten af te zien van de ontwikkeling van een betrokkenheidsbeleid indien zij een duidelijke en gemotiveerde toelichting over de redenen daartoe openbaar maken.

3 Het versterken van de beloningsgovernance

Het aangenomen voorstel richt zich op versterking van de *beloningsgovernance* van beursgenoteerde vennootschappen. Het herzieningsvoorstel heeft mede tot doel de relatie tussen de beloning en de prestaties van bestuurders te versterken. Het beloningsbeleid wordt in het herzieningsdocument in dat kader gezien als een van de sleutelinstrumenten voor beursondernemingen om hun belangen te *alignen* met die van hun bestuurders. Gezien de cruciale rol van de bestuurder ten aanzien van de (langetermijn)strategie van de onderneming, wordt het van belang geacht dat het beloningsbeleid op passende wijze wordt vastgesteld door de bevoegde vennootschapsorganen en dat de aandeelhouders de mogelijkheid hebben zich hierover uit te spreken. De herziening is aldus gericht op de versterking van de beloningsgovernance en dan in het bijzonder op de rol die de aandeelhouder bij de vaststelling van de beloning speelt. Aandeelhouders dienen, op grond van artikel 9 bis, het recht te krijgen om een bindende of adviserende

10. Zie o.m. in art. 3 octies onder a.

11. Waarschijnlijk wordt in het artikel bedoeld op het bestuur van deze vennootschappen, hoewel de bepaling verder gaat door ook een uitzetting te eisen over de samenwerking met andere aandeelhouders en de communicatie met relevante belanghebbenden van de vennootschappen.

12. Overkleef 2013, p. 7 en de in noot 20 genoemde literatuur.

stemming te houden over het beloningsbeleid van de vennootschap. De lidstaten kunnen evenwel vennootschappen in uitzonderlijke omstandigheden toestaan om tijdelijk van het ingestemde beloningsbeleid af te wijken indien dit noodzakelijk is om de langetermijnbelangen en duurzaamheid van de vennootschap als geheel te dienen of haar levensvatbaarheid te garanderen. Hiertoe dient dan wel (in hetzelfde beloningsbeleid) te zijn bepaald onder welke procedurele voorwaarden die afwijking kan worden toegepast en van welke specifieke onderdelen van het beleid kan worden afgeweken. De aandeelhouder moet van de juiste informatie worden voorzien om hiertoe adequaat toegerust te zijn. In dat kader verplicht het aangenomen richtlijnvoorstel beursvennootschappen om een duidelijk en begrijpelijk beloningsbeleid te formuleren. Dit beleid dient bovendien een beschrijving van de verschillende onderdelen van de vaste en variabele bezoldigingen te omvatten.

Voorts is de herziening ook gericht op de *implementatie* van het beloningsbeleid. Ook hier is sprake van een versterking van de rol van de aandeelhouder door de invoering van een *say on pay* op Europees niveau. Op grond van artikel 9 ter worden beursondernemingen verplicht een duidelijk en begrijpelijk beloningsverslag op stellen, met daarin opgenomen een uitgebreid overzicht van de toegekende beloningen. De aandeelhouders dienen vervolgens het recht te hebben een adviserende stem uit te brengen over de uitvoering van dit beloningsbeleid. De vennootschap is verplicht om in het volgende beloningsverslag toe te lichten op welke wijze rekening is gehouden met de stemming van de algemene vergadering.

De introductie van een dergelijk *say on pay*-regime zal in het Nederlandse systeem nogal wat veranderingen teweegbrengen. In het huidige systeem, zoals dat is neergelegd in artikel 2:135 van het Burgerlijk Wetboek, stelt de algemene vergadering het beloningsbeleid vast en geeft de raad van commissarissen hieraan uitvoering door aan bestuurders individuele beloningen toe te kennen. De raad van commissarissen legt hierover vervolgens verantwoording af door middel van het remuneratierapport. De raad van commissarissen wordt in het Nederlandse systeem derhalve gezien als de werkgever van het bestuur voor wat betreft de toekenning van bestuurdersbeloningen.¹³ Deze werkgeversrol van de raad van commissarissen kan worden ondergraven indien de aandeelhouders een stemrecht krijgen over het remuneratierapport en zij dientengevolge 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 respectievelijk behartigen. Binnen het Nederlandse corporate-governancesysteem lijkt de raad van commissarissen, veel meer dan de aandeelhoudersvergadering, het aangewezen orgaan om de uitvoering van het beloningsbeleid over-

een te laten stemmen met de langetermijndoelstellingen van de vennootschap, die de herziene richtlijn juist tot doel heeft gesteld.¹⁴ Immers, het is de raad van commissarissen die in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming dient te handelen.

Tevens dient ervoor te worden gewaakt dat het toegekende stemrecht leidt tot een afkeurende stem die in voorkomende gevallen veeleer een *statement* is richting (het niet goed presterende) bestuur in plaats van een daadwerkelijke beoordeling van de implementatie van het beloningsbeleid door de raad van commissarissen.¹⁵ Kortom, een (mogelijke) implementatie van een *say on pay* belooft een delicate operatie te worden, zeker nu stemmen opgaan voor een meer discretionaire rol voor de raad van commissarissen inzake beloningskwesties.¹⁶ Een dergelijke rol zou goed kunnen passen bij het streven de beloning te zien als een belangrijk instrument ten behoeve van het realiseren van langetermijnbelangen van de vennootschap.

4 Conclusie

Wij hadden als doel kort te reflecteren op twee kernonderwerpen van het aangenomen herzieningsvoorstel van de Aandeelhoudersrechtenrichtlijn, namelijk het versterken van de aandeelhoudersbetrokkenheid en het versterken van de relatie tussen de beloning en de prestatie van bestuurders van Europese beursvennootschappen. Wat betreft het eerste onderwerp blijft het de vraag of de in het voorstel opgenomen transparantieplichtingen de (juiste) prikkel geven om daadwerkelijk tot betrokken aandeelhouderschap te komen, zeker gezien het feit dat vennootschappen kunnen afwijken van deze verplichtingen indien zij een duidelijke en gemotiveerde toelichting openbaar maken. Ten aanzien van het tweede onderwerp is vooral de introductie van een *say on pay* voor aandeelhouders op Europees niveau een belangwekkende noviteit. Immers, de raad van commissarissen, handelend in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, lijkt voorshands beter in staat juist de individuele beloning in lijn met de langetermijnbelangen van de vennootschappen te brengen. Een *say on pay* zoals in het door de Raad van Ministers aangenomen voorstel geformuleerd zou door het negeren van de mogelijke rol van de raad van commissarissen onbedoeld de in het herzieningsvoorstel geformuleerde doelstelling kunnen ondergraven.

13. C.F.J. van Tuyll van Serooskerken, Een bespreking van enkele beloningsinitiatieven. 'Say on pay' of 'less is more', TAO 2014, afl. 2, p. 78; H.M. Vletter-van Dort, Is Doomsday aangebroken voor zelfregulering door beursvennootschappen?, FR 2014, afl. 6, p. 258. Vgl. Dijkhuizen 2015, p. 80.

14. In art. 9 bis onder 6 is onder meer bepaald dat het bezoldigingsbeleid dient bij te dragen aan de bedrijfsstrategie, de langetermijnbelangen en de duurzaamheid van de vennootschap. De vennootschappen worden dan ook verplicht een toelichting te geven op welke wijze het beloningsbeleid hier daadwerkelijk aan bijdraagt.

15. Van Tuyll van Serooskerken 2014, p. 78.

16. Zie hiervoor o.m. E.C.H.J. Lokin & C.F.J. van Tuyll van Serooskerken, Kritiek op nieuw voorstel voor bonuswet bij bedrijfsvername is niet terecht, FD 3 februari 2017, p. 9.