



Ministerie van Veiligheid en Justitie  
T.a.v. de Minister van Veiligheid en Justitie  
mr. I.W. Opstelten  
Postbus 20301  
2500 EH Den Haag

Den Haag, 23 mei 2014

Referentie: B14.22  
Betreft: Voorstel voor aanpassing Europese richtlijn aandeelhoudersrechten (COM (2014) 213 final)

Geachte heer Opstelten,

Graag maakt Eumedion gebruik van de gelegenheid te reageren op de consultatie die uw ministerie op 18 april 2014 is gestart over het door de Europese Commissie gepubliceerde voorstel voor aanpassing van richtlijn 2007/36/EU om de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders te versterken en richtlijn 2013/24/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft (hierna: het richtlijnvoorstel). Het richtlijnvoorstel vormt de uitwerking van het Actieplan vennootschapsrecht en corporate governance, dat de Europese Commissie in december 2012 heeft gepresenteerd.<sup>1</sup>

Eumedion beschouwt het richtlijnvoorstel met een 'Europese blik'. Dat wil zeggen, vanuit het oogpunt van institutionele beleggers met een lange termijn beleggingshorizon die naast Nederlandse beursvennootschappen ook beleggen in aandelen van niet-Nederlandse beursvennootschappen en/of die zijn toegelaten tot de handel op gereguleerde markten in andere EU-lidstaten. Institutioneel aandeelhouderschap in Europa beperkt zich in de meeste

---

<sup>1</sup> COM(2012)740.

gevallen niet tot een bepaalde lidstaat. Een keerzijde hiervan is dat institutionele aandeelhouders met verschillende nationale stelsels van ondernemingsrecht en financieel recht (waaronder drempels voor het melden van substantiële aandelenbelangen) te maken hebben. De kosten die compliance met deze verschillende stelsels met mee zich brengt, kunnen aanzienlijk worden gereduceerd wanneer er op de in het richtlijnvoorstel genoemde onderwerpen een veel hogere mate van Europese wetgevingsconvergentie wordt bereikt dan thans het geval is. Dit verhoogt de aantrekkelijkheid van Europese beursvennootschappen voor institutionele beleggers. Eumedion rekent erop dat de Nederlandse regering het belang van Europese wetgevingsconvergentie bij de onderhandelingen in de Raad van de Europese Unie met volle overtuiging zal uitdragen.

Hieronder zullen wij inhoudelijk ingaan op aspecten van het richtlijnvoorstel, waarbij wij ons eerst enkele algemene opmerkingen permitteren alvorens stil te staan bij een aantal specifieke onderdelen van het richtlijnvoorstel. De Engelse tekst van het richtlijnvoorstel is bij leidend geweest bij het opstellen van onze consultatiereactie.

## 1. Algemeen

Eumedion onderschrijft van harte de overkoepelende doelstellingen van het richtlijnvoorstel om:

- (i) bij te dragen aan de duurzame waardecreatie van Europese vennootschappen,
- (ii) een aantrekkelijk klimaat voor aandeelhouders te creëren, en
- (iii) grensoverschrijdend stemmen te bevorderen.<sup>2</sup>

Met het richtlijnvoorstel onderkent en ondersteunt de Europese Commissie expliciet dat effectief en duurzaam betrokken aandeelhouderschap een basiselement is voor goede governance en prestaties van beursvennootschappen.

Betrokken aandeelhouderschap kan een tegenwicht bieden tegen schadelijke kortetermijngeneigdheid rondom beursvennootschappen.<sup>3</sup> Het op verantwoorde en efficiënte wijze uitoefenen van de aan de 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.<sup>4</sup> Betrokken en verantwoord aandeelhouderschap is hét speerpunt waarvoor de bij Eumedion aangesloten institutionele beleggers, allen met een lange termijn beleggingshorizon, zich individueel en in collectief verband inspannen.

---

<sup>2</sup> Explanatory Memorandum, p. 2.

<sup>3</sup> Zie onder andere overwegingen 2 en 8 van het richtlijnvoorstel.

<sup>4</sup> Zie ook de Eumedion best practices voor betrokken aandeelhouderschap, paragraaf 1.1.

Aandacht voor langetermijnprestaties en groeimogelijkheden van beursvennootschappen en hun betrokken aandeelhouders is niet alleen wenselijk, maar ook noodzakelijk. Het aantal beursvennootschappen in Europa daalt structureel.<sup>5</sup> De Nederlandse publieke aandelenmarkt is daar met inmiddels krap 100 ondernemingen bepaald geen uitzondering op.<sup>6</sup> Gereguleerde aandelenmarkten lijken momenteel niet toegankelijk en aantrekkelijk genoeg voor (potentiële) kleine en middelgrote vennootschappen om nieuw eigen vermogen aan te trekken. De Europese Unie en haar lidstaten zouden meer kunnen doen om grotere en meer liquide aandelenmarkten te creëren, zoals Eumedion recent al aangaf in haar reactie op de Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement over de langetermijnfinanciering van de Europese economie.<sup>7</sup>

Er zijn belangrijke parallellen te trekken tussen de lange termijn beleggingshorizon van institutionele beleggers en de lange termijn belangen van beursvennootschappen. Synoniemen zijn het echter niet. Het lange termijn belang van een beursvennootschap richt zich op het duurzame succes van de onderneming en de daarbij betrokkenen, terwijl de lange termijn beleggingshorizon van institutionele beleggers betrekking heeft op het op zodanige wijze beheren van de *hele* beleggingsportefeuille (alle *asset classes*) dat de institutionele beleggers blijvend aan de verplichtingen jegens hun cliënten of achterliggende begunstigen kunnen voldoen. Een institutionele belegger kan bijvoorbeeld in conflict met zijn (fiduciaire) verantwoordelijkheid komen wanneer hij een aandelenbelang in een beursvennootschap aanhoudt, terwijl de marktwaardering van het aandeel hoger is dan waardering die de institutionele belegger zelf aan het aandeel toekent of de strategie van de onderneming niet (meer) aansluit bij de beleggingsstrategie van de institutionele belegger.<sup>8</sup>

Betrokken aandeelhouderschap, dat een uiting vormt van een langetermijnbeleggingsstrategie in het aandelengedeelte van de portefeuille, betekent dus niet per se dat de deelneming in een beursvennootschap ook langdurig wordt aangehouden, maar wel dat de aandeelhouder gedurende zijn houderschap bereid is zich werkelijk te verdiepen in de vennootschap en zich bij het gebruik maken van de zeggenschapsrechten richt op de langetermijnwaardecreatie van de vennootschap en op voorkoming van schadelijke kortetermijngerichtheid. Wij hopen en verwachten dat met het richtlijnvoorstel meer institutionele beleggers met een lange termijn beleggingshorizon serieus werk zullen en kunnen maken van betrokken aandeelhouderschap dan thans het geval is.

---

<sup>5</sup> Weild, D., E. Kim en L. Newport (2013), "Making Stock Markets Work to Support Economic Growth; Implications for Governments, Regulators, Stock exchanges, Corporate Issuers and their Investors", *OECD Corporate Governance Working Papers*, nr. 10, OECD Publishing.

<sup>6</sup> Bootsma, B. en S. Hijink, "De beurs-nv in den vreemde", *IVO/ICFG Working Papers*, nr. 2014/01.

<sup>7</sup> COM(2014) 168.

<sup>8</sup> Zie het Eumedion position paper betrokken aandeelhouderschap van 12 maart 2010 [http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/position-papers/position\\_paper\\_betrokken\\_aandeelhouderschap\\_def.pdf](http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/position-papers/position_paper_betrokken_aandeelhouderschap_def.pdf).

### Algemeen aandachtspunt 1

Sommige onderdelen van het richtlijnvoorstel verdienen het te worden *versterkt*, waaronder:

- i. De voorgestelde regeling inzake de aandeelhoudersidentificatie (conceptartikel 3a) dient te worden uitgebreid, zodanig dat een aandeelhouder het recht krijgt de beursvennootschap te verzoeken om informatie over een onderwerp dat is geagendeerd voor een aandeelhoudersvergadering (AVA) door te zenden aan andere geïdentificeerde aandeelhouders.
- ii. Het faciliteren van uitoefening van aandeelhoudersrechten (conceptartikel 3c) dient klip en klaar op heel de keten (alle intermediairs) tussen de beursvennootschap en de aandeelhouders betrekking te hebben.

### Algemeen aandachtspunt 2

Bij enkele onderdelen van het richtlijnvoorstel hebben wij grote *bedenkingen*. Het betreft in het bijzonder:

- i. Deelaspecten van de transparantiebepalingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders (conceptartikelen 3g en 3h).
- ii. Aandeelhouders die op grond van het voorstel tot goedkeuring van het beloningsbeleid ook zouden moeten instemmen met de door de vennootschap voorgestelde ratio tussen de gemiddelde beloning van bestuurders en de gemiddelde beloning van andere voltijdwerknemers dan bestuurders (conceptartikel 9a).

## **2. Definities (conceptartikel 1)**

Eumedion heeft bij enkele definities in het richtlijnvoorstel vragen en opmerkingen:

Intermediary (sub d): Niet alle schakels in de stemketen vallen onder deze definitie. *Proxy solicitors* (bijvoorbeeld Georgeson), *voting facilitators* (bijvoorbeeld Broadridge), stemadviesbureaus (zoals ISS en Glass Lewis) en notarissen houden geen effectenrekeningen aan, maar kunnen wel een belangrijke rol spelen in het functioneren van de internationale stemketen. Wellicht is het niet nodig om al deze partijen onder de definitie te brengen, wanneer anderszins bevorderd kan worden dat ook zij (mede-)uitvoering dienen te geven aan de voorstellen ter bevordering van de uitoefening van aandeelhoudersrechten. Zie hierover onze opmerkingen bij conceptartikel 3c.

Institutionele belegger (sub f): Het is Eumedion niet helemaal duidelijk wat de redenen van de Europese Commissie zijn geweest om juist voor de voorgestelde inkadering te kiezen. Zo is het opmerkelijk dat beleggingsinstellingen en instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) niet worden aangemerkt als institutionele belegger, maar (alleen) als *asset manager* (sub g). In de definities van institutionele belegger op grond van de Nederlandse corporate

governance code en de Wet op het financieel toezicht (art. 1:1) is dit wel het geval. Het gevolg hiervan is onder meer dat een beleggingsinstelling waarvan de beleggingen (deels) zijn uitbesteed aan een *asset manager* geen aanspraak kan maken op de informatie *die asset managers* ingevolge conceptartikel 3h voor hun institutionele cliënten dienen te openbaren.

*Asset manager (sub g)*: Beheerders van beleggingsinstellingen die zijn uitgezonderd van de AIFM-richtlijn, waaronder ‘de intragroepsbeheerders’, vallen buiten de definitie van de *asset manager*.<sup>9</sup> Eumedion vraagt zich af of dit onder alle omstandigheden wenselijk is. Wanneer de intragroepcliënt van de uitgezonderde beheerder wel als institutionele belegger kwalificeert, dan kan het in het belang van diens (institutionele) cliënten zijn wanneer door de beheerder toch de transparantievereisten van conceptartikelen 3f en 3h in acht worden genomen.

*Aandeelhoudersbetrokkenheid (sub h)*: Betrokken aandeelhouderschap betreft in zekere zin een in de loop der jaren ontwikkelde benadering van institutionele beleggers en vennootschappen om op een bepaalde wijze invulling te geven aan het houden van een aandeel en de daaraan verbonden zeggenschapsrechten. Deze potentieel ‘veelomvattende filosofie’ van betrokken aandeelhouderschap is niet primair vanuit het recht ontstaan en laat zich mede daarom ook lastig vatten in een definitie. Dit maakt mede dat de definitie zoals opgenomen in het richtlijnvoorstel onvolledig lijkt. Zo kan bijvoorbeeld ook het indienen van een verzoek tot het agenderen van een onderwerp voor de AVA, onder omstandigheden, als een daad van betrokken aandeelhouderschap worden gezien. Verder lijkt, vanuit het Nederlandse vennootschapsrecht bezien, het gebruik van de term ‘toezicht’ in de Nederlandse vertaling van het richtlijnvoorstel wat ongelukkig.

*‘Volmachtadviseur’ (sub i)*: De definitie van ‘volmachtadviseur’ of, beter gezegd, stemadviesbureau lijkt Eumedion in beginsel juist en bovendien passender dan het tamelijk vage begrip ‘*providers of shareholder voting research & analysis*’, dat de stemadviesbureausector zelf in zijn op 5 maart 2014 gepubliceerde best practice principles hanteert.<sup>10</sup>

*Lange termijn*: In verschillende onderdelen van de richtlijn wordt gesproken van *long term performance* en ook *medium to long term performance*. Wat er precies onder wordt verstaan wordt niet helemaal duidelijk uit het richtlijnvoorstel. Eumedion beschouwt gerichtheid op *long term performance* datgene wat niet leidt tot schadelijk kortetermijngedrag: het overwaarden van kortetermijneffecten en het onderwaarden van gebeurtenissen op de lange termijn.<sup>11</sup>

### **3. Identificatie van aandeelhouders (conceptartikel 3a)**

Op zichzelf kan Eumedion zich vinden in een uniforme Europese regeling voor de identificatie van aandeelhouders. Dit biedt belangrijke voordelen boven verschillende nationale regelingen

---

<sup>9</sup> Artikel 3 van de AIFM-richtlijn.

<sup>10</sup> <http://bppgrp.info/wp-content/uploads/2014/03/BPP-ShareholderVoting-Research-2014.pdf>

<sup>11</sup> Mede ontleend aan J.M. de Jongh (2014), *Tussen societas en universitas; De beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, nr. 94, p. 500.

met naar hun aard een veel beperktere werkingssfeer. Toch menen wij dat de regeling op verschillende punten aanpassing behoeft.

- In overeenstemming met artikel 49b lid 1 Wet giraal effectenverkeer (Wge) dient de identificatieregeling zich te beperken tot die aandeelhouders die ten minste 0,5% van het geplaatst kapitaal houden. Hierdoor blijft het mogelijk de belangrijkste investeerders te identificeren ten behoeve van een goede communicatie met deze investeerders<sup>12</sup>, zonder dat de privacy van de kleine, veelal particuliere, beleggers wordt geschonden.
- Ook aandeelhouders dienen het recht te hebben gebruik te maken van de gegevens van de geïdentificeerde andere aandeelhouders teneinde informatie-uitwisseling tussen aandeelhouders mogelijk te maken met betrekking tot een onderwerp dat op de AVA aan de orde komt. Het bestaande artikel 49c Wge biedt hiervoor een uitstekende kapstok voor amendering van ontwerpartikel 3a van het richtlijnvoorstel.
- Er is, anders dan in artikel 49b Wge, nauwelijks voorzien in wettelijke waarborgen voor de geheimhouding van de gegevens van de geïdentificeerde aandeelhouders, behalve het vereiste dat de gegevens na 24 maanden dienen te worden vernietigd. Wij verzoeken u te bevorderen dat de waarborgen worden uitgebreid.
- In lid 3, derde volzin, is bepaald dat “this information may only be used for the purpose of facilitation of the exercise of the rights of shareholders”. Eumedion vraagt zich af hoe identificatie van aandeelhouders door de beursvennootschap aandeelhouders zou kunnen faciliteren in de uitoefening van hun zeggenschapsrechten. Voor de facilitering van de uitoefening van zeggenschapsrechten lijken het bestaande artikel 5 van de richtlijn en conceptartikel 3c van het richtlijnvoorstel veel meer waarborgen te bieden.
- Het is Eumedion niet duidelijk waarom het recht op correctie of doorhalen van onvolledige of inaccurate data, bedoeld in lid 3, zich zou moeten beperken tot natuurlijke personen. Eumedion verzoekt te bevorderen dat dit wordt uitgebreid tot (ook) rechtspersonen.
- Om overmatig gebruik van de identificatieregeling te voorkomen, zou een maximum dienen te worden gesteld aan het aantal malen dat een beursvennootschap een identificatieverzoek mag doen. Gekozen kan bijvoorbeeld worden voor identificatie uitsluitend in de periode tussen de datum van oproeping en de datum van de AVA, zoals in het bestaande artikel 49b Wge is bepaald.
- De regeling waarborgt niet dat de kosten van de identificatie binnen de perken blijven. Zowel beursvennootschappen als aandeelhouders hebben er baat bij dat betrokken intermediairs in de keten hun dienstverlening ten behoeve van de identificatieregeling niet tegen hoge commerciële prijzen verrichten. Dit is niet in het belang van goede communicatie tussen beursvennootschappen en hun betrokken aandeelhouders. Gelet op de afhankelijkheid van de intermediairketen, is het opportuun om in het richtlijnvoorstel effectieve voorzieningen op

---

<sup>12</sup> Overweging 4 van het richtlijnvoorstel.

te nemen die voorkomen dat intermediairs disproportionele vergoedingen verlangen. Inspiratie zou hiervoor mogelijk ontleend kunnen worden aan de Europese richtlijnen inzake netwerken betreffende telecommunicatie, spoorwegen en energie, waarbij dienstverleners en hun cliënten eveneens afhankelijk zijn van de medewerking van een bepaalde infrastructuurbeheerder. Het bestaande conceptartikel 3d biedt in dat opzicht onvoldoende waarborgen.

- Het is Eumedion niet duidelijk wie wordt belast met het toezicht op de correcte uitvoering van de identificatieregeling. Eumedion zou er op zich geen bezwaar tegen hebben wanneer de European Securities and Markets Authority (ESMA) en nationale toezichthoudende autoriteiten de bevoegdheid zouden krijgen om dit toezicht vorm te geven.

#### **4. Doorgifte van informatie (conceptartikel 3b)**

Met betrekking tot het conceptartikel inzake de doorgifte van informatie heeft Eumedion de volgende opmerkingen.

- Om effectief en duurzaam betrokken aandeelhouderschap mogelijk te maken dienen beursvennootschappen de bereidheid te hebben rechtstreeks met hun aandeelhouders van gedachten te wisselen. In Nederland en diverse andere Europese markten is dat ook gemeengoed.<sup>13</sup> Dit belangrijke uitgangspunt verdient het om aan het richtlijnvoorstel te worden toegevoegd.
- In het licht van het onder de vorige bullet genoemde uitgangspunt oogt de eerste zin van lid 1 wat ongelukkig: “Members States shall ensure that if a company chooses not to directly communicate with its shareholders,...”.
- De samenhang van lid 1 en lid 2 van conceptartikel 3b met het bestaande artikel 5 van de richtlijn, dat er eveneens mede toe strekt om de informatievoorziening ten behoeve van de uitoefening van zeggenschapsrechten te faciliteren, lijkt niet helemaal duidelijk. Informatie die nodig is voor de uitoefening van aandeelhoudersrechten zou, hoe dan ook, tevens beschikbaar moeten worden gesteld via de website van de beursvennootschap.

#### **5. Facilitering uitoefening aandeelhoudersrechten (conceptartikel 3c)**

Voor Eumedion is dit misschien wel het meest wezenlijke conceptartikel van het richtlijnvoorstel. Aandeelhouders die op afstand en vaak grensoverschrijdend hun stem moeten uitbrengen, blijven ondanks de ontwikkeling van de informatietechnologie aanlopen tegen praktische en juridische problemen. Institutionele beleggers wachten sinds het verschijnen van het rapport van de ‘Expert Group on Cross-Border Voting in Europe’ (12 jaar geleden) op een passende wettelijke regeling.<sup>14</sup> Geheel in de sfeer van het richtlijnvoorstel lijkt het niet overdreven dit aan te

---

<sup>13</sup> Zie de preambule van de Nederlandse corporate governance code, paragraaf 4.

<sup>14</sup> Het rapport van de Expert Group on Cross-Border Voting in Europe dateert van 2002 ([https://english.wodc.nl/images/on2002-6-full-text\\_tcm45-57609.pdf](https://english.wodc.nl/images/on2002-6-full-text_tcm45-57609.pdf)).

duiden als *long term failure*. De gevestigde belangen van de intermediair-banken hebben de zaak overigens bepaald niet bespoedigd, zoals M.C. Schouten in zijn proefschrift heeft aangetoond en E. Micheler in een recent paper beschrijft.<sup>15</sup> Terwijl het wel degelijk in het belang van hun directe of indirecte cliënt-effectenrekeninghouders is dat effectief van de aan aandelen gebonden zeggenschapsrechten gebruik gemaakt kan worden (het adagium van ‘de klant centraal’). E. Micheler laat zien dat dit niet het geval is: “*custody chains have become independent from investors and issuers. Neither issuers nor investors are able to control the length of the chain or the content of the legal arrangements that governs the custody chain. Custodians are connected through a series of bilateral links that are independent of each other. This erodes the rights of investors*”.<sup>16</sup>

De vraag dient te worden gesteld hoe een institutionele belegger serieus vorm kan geven aan betrokken aandeelhouderschap als het basaal uitoefenen van stemrecht al moeizaam gaat.

Hoe dan ook, om werkelijk een effectieve regeling te bieden, behoeft conceptartikel 3c in elk geval op verschillende onderdelen explicitering en versterking:

- In lid 1 dient expliciet te worden bepaald dat de regeling betrekking heeft op alle intermediairs in de keten en niet alleen op “*the intermediary*”.
- Expliciet dient te worden bepaald dat wanneer de intermediair een derde partij inschakelt (bijvoorbeeld een *proxy facilitator*) de intermediair verantwoordelijk blijft voor de uitvoering van de verplichting tot facilitering van de uitoefening van zeggenschapsrechten.
- De zeer gewenste *vote confirmation*, als bedoeld in lid 2, dient – in lijn met de periode genoemd in art. 14 lid 2 van de bestaande richtlijn aandeelhouders – binnen 15 dagen na de dag van de aandeelhoudersvergadering plaats te vinden.
- Expliciet dient te worden bepaald dat de facilitering van de uitoefening van zeggenschapsrechten *custodyship services* zijn in de zin van Bijlage All van MiFID (nevendiensten). Dit is van groot belang, niet alleen omdat ten aanzien van nevendiensten de beleggersbeschermingsbepalingen van MiFID van toepassing zijn (in het bijzonder artikel 19), maar ook omdat daarmee is gewaarborgd dat op de medewerkingsplicht publiekrechtelijk toezicht wordt uitgeoefend door de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en andere nationale toezichthouders.
- Het heeft onze voorkeur dat ESMA de bevoegdheid krijgt, gelet op het karakter van de materie, om in *technical standards* de verplichting tot facilitering verder uit te werken. Dit heeft onze voorkeur boven het toekennen van deze bevoegdheid aan de Europese Commissie op

---

<sup>15</sup> Schouten M.C. (2012), *The Decoupling of Voting and Economic Ownership*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, nr. 88, p. 177 e.v. en E. Micheler (2014), “Custody Chains and Remoteness - Disconnecting Investors from Issuers”, *London School of Economics Working Paper*, raadpleegbaar via [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>16</sup> Micheler, E. (2014), op. cit., p. 2.



voorspraak door het European Securities Committee zoals is voorgesteld in lid 3 van conceptartikel 3c.

## 6. Kostentransparantie (conceptartikel 3d)

In aanvulling op het hetgeen hierboven met betrekking tot de kosten van identificatie is opgemerkt, brengt Eumedion ten aanzien van conceptartikel 3d over kostentransparantie graag het volgende onder uw aandacht.

- Buiten transparantie van de kosten, is vooral belangrijk dat de kosten niet onredelijk hoog zijn. Eumedion vraagt zich af of dit voldoende is gewaarborgd door algemeen te bepalen dat de kosten niet-discriminatoire en proportioneel moeten zijn, zoals bedoeld in lid 2 van conceptartikel 3d. Zoals M.C. Schouten in zijn proefschrift aangeeft, betreffen de kosten in grensoverschrijdende situaties één van de belangrijkste belemmeringen voor beleggers bij het uitbrengen van hun stem.<sup>17</sup>
- Het zou onacceptabel zijn wanneer intermediairs in de toerekening van de kosten een onderscheid zouden mogen maken tussen binnenlandse en grensoverschrijdende dienstverlening, zoals voorgesteld in lid 2, tweede volzin, van conceptartikel 3d. Als wij alleen al kijken naar de Nederlandse markt dan wordt naar schatting 86% van de aandelen gehouden door buitenlandse partijen. Aandeelhouders en, naar wij aannemen, ook beursvennootschappen zitten niet te wachten op *roaming*-achtige uitwassen zoals Europese burgers en bedrijven bij vormen van mobiele telecommunicatie in grensoverschrijdende situaties al jarenlang moeten ondergaan.

## 7. Engagementbeleid (conceptartikel 3f)

Eumedion ondersteunt de voorgestelde bepaling om van institutionele beleggers te verlangen dat zij een engagementbeleid opstellen. Betrokken aandeelhouderschap dient gestoeld te zijn op vooraf bepaald en goed doordacht beleid. Lid 4 van conceptartikel 3f biedt institutionele beleggers en *asset managers* al de nodige flexibiliteit. Wel hebben wij de volgende opmerkingen:

- De transparantiebepaling geldt voor institutionele beleggers en (hun) *asset managers*. Wanneer een *asset manager* hetzelfde engagementbeleid als zijn institutionele cliënt(en) zou hanteren, wat op zichzelf in lijn zou zijn met de doelstelling van het richtlijnvoorstel, kan dat tot dubbele publicaties leiden. Het laatste zou weinig transparant en onnodig belastend zijn.
- Het engagementbeleid van *asset managers* kan per beheerd fonds respectievelijk vermogensbeheermandaat verschillen. Het is dan niet proportioneel en overigens weinig informatief om dan al die verschillende varianten te openbaren.
- Het is van belang de samenhang met andere bestaande bepalingen van Europese wetgeving die raken aan engagementbeleid door categorieën van institutionele beleggers te

---

<sup>17</sup> Schouten, M.C. (2012), op. cit., p. 175.

verhelderen. Zo kennen bijvoorbeeld het UCITS- en het AIFMD-regime reeds bepalingen over de ontwikkeling van stembeleid door beheerders van beleggingsinstellingen.<sup>18</sup>

- Eumedion heeft moeite met het vereiste om de resultaten van het engagementbeleid te openbaren (lid 3). De verwachtingen van dit openbaarmakingvereiste kunnen te hoog zijn. In de eerste plaats is het soms erg lastig vast te stellen wat het resultaat van engagementbeleid is. Wanneer een beursvennootschap besluit het beleid ten aanzien van bijvoorbeeld het gebruik van bepaalde toeleveranciers aan te passen, kan dit het resultaat zijn van gesprekken met betrokken aandeelhouders, maar de ondernemingsleiding kan ook andere of eigen beweegredenen hebben gehad. Het beleid (en wijziging daarvan) blijft immers de verantwoordelijkheid van het bestuur en de raad van commissarissen. Voorts kan publiciteit rondom (vermeende) resultaten van betrokken aandeelhouderschap de effectiviteit van betrokken aandeelhouderschap juist schaden.
- Eumedion kan zich niet vinden in het vereiste om naast transparantie over het stemgedrag zelf ook een *toelichting* te verlangen op het stemgedrag (lid 3, derde volzin). Wanneer elke uitgebrachte stem zou moeten worden toegelicht, wordt stemmen en betrokken aandeelhouderschap een buitengewoon tijdrovende en dure aangelegenheid. De Eumedion best practices voor betrokken aandeelhouderschap bepalen overigens reeds dat deelnemers van Eumedion ingeval van een tegenstem, *desgevraagd* een toelichting geven op hun beweegredenen.<sup>19</sup>

## **8. Openbaarmakingsverplichtingen voor institutionele beleggers (conceptartikel 3g)**

Eumedion deelt de visie van de Europese Commissie dat de inhoud, strekking en wijze van evaluatie van mandaatovereenkomsten tussen institutionele beleggers en hun *asset managers* van grote invloed kan zijn op de effectiviteit van lange termijn betrokken aandeelhouderschap en, in het verlengde daarvan, de rol van aandeelhouders in de governance van beursvennootschappen.

Tegelijkertijd dient beseft te worden dat de verhouding tussen institutionele beleggers en hun *asset managers* in de basis beheerst wordt door het verbintenissenrecht. Beide partijen hebben de mogelijkheid om in het beleggingsmandaatcontract te regelen dat hun (lange termijn) belangen en wettelijke verplichtingen voldoende op elkaar worden afgestemd. Daar komt bij dat de mandaatverhouding tussen de institutionele belegger en de *asset manager* onderworpen is

---

<sup>18</sup> Zie artikel 21 van Richtlijn 2010/43/EU van de Europese Commissie van 1 juli 2010 tot uitvoering van Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft organisatorische eisen, belangenconflicten, bedrijfsvoering, risicobeheer en inhoud van de overeenkomst tussen een bewaarder en een beheermaatschappij (PbEU L 174) en artikel 37 van gedelegeerde verordening (EU) Nr. 231/2013 van de Europese Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad ten aanzien van vrijstellingen, algemene voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening, bewaarders, hefboomfinanciering, transparantie en toezicht (PbEU L 83).

<sup>19</sup> Best practice 7 van de Eumedion best practices betrokken aandeelhouderschap.

aan sectorale, nationale en Europese wetgeving en wordt er toezicht op uitgeoefend door prudentiële en gedragstoezichthouders. Zo bestaat er voor beleggingen door pensioenfondsen de zogenoemde prudent-person-regel.<sup>20</sup> Levensverzekeraars dienen hun beleggingsstrategie zodanig vorm te geven dat de aangegane verplichtingen en de technische voorzieningen volledig door waarden zijn gedekt.<sup>21</sup> Voor pensioenfondsen en levensverzekeraars gelden ook door publieke toezichthouders te handhaven regels ten aanzien van uitbesteding van taken.<sup>22</sup> Ook heeft het International Corporate Governance Network (ICGN) een model voor contracten tussen *asset owners* en *asset managers* opgesteld teneinde hun wederzijdse belangen beter in overeenstemming te brengen. Dit roept de vraag op of de conceptartikelen 3g en 3h in alle opzichten noodzakelijk zijn en wat de precieze samenhang is met de bestaande bepalingen.

Verder heeft Eumedion verder de volgende opmerkingen.

- Openbare informatie over evaluatiemethodes en -termijnen kan met name voor de *asset manager* in kwestie concurrentiegevoelig zijn (lid 2, sub c).
- Het eerder genoemde onderscheid tussen de (fiduciaire) verantwoordelijkheid van een institutionele belegger om zodanig te beleggen dat deze blijvend aan zijn verplichtingen jegens achterliggende begunstigen kan voldoen (juiste verhouding tussen *assets* en *liabilities*) en het lange termijn belang van beursvennootschappen waarin vanwege die verantwoordelijkheid belegd wordt, lijkt onvoldoende tot uitdrukking te komen in lid 1, eerste volzin. Beide richtsnoeren kennen belangrijke parallellen, zijn niet gauw tegengesteld, maar evenmin identiek.
- Hoe dient uitvoering te worden gegeven aan de bepalingen in het geval de institutionele belegger, bijvoorbeeld vanwege risicospreiding of de omvang van het beheerd vermogen, meerdere *asset managers* op basis van verschillende mandaten heeft ingeschakeld?
- Lid 2, sub e, dient te worden geschrapt. ‘*Portfolio turnover*’ en ‘*turnover range*’ zeggen, zoals duidelijk naar voren kwam in het onderzoek van de Universiteit van Tilburg uit december 2012 over *the duration and turnover of Dutch equities*, erg weinig over de langetermijngerichtheid van institutionele beleggers.<sup>23</sup> Een institutionele belegger kan zijn aandelen in een beursvennootschap zeer lang aanhouden en tegelijkertijd ook een relatief hoge *turnover* (in een klein deel van de aandelenpositie per vennootschap) hebben.
- In lid 2, sub c, worden ‘*long term absolute performance*’ en ‘*performance relative to a benchmark index*’ als tegenovergestelde factoren beschouwd. Dit lijkt wat kort door de bocht. Overigens lijken onderdelen c en f van lid 2 elkaar deels te overlappen.

---

<sup>20</sup> Art. 18 IORP-richtlijn en art. 135 Pensioenwet.

<sup>21</sup> 3:67 Wft en art. 122 e.v. Besluit prudentiële regels Wft.

<sup>22</sup> Art. 34 Pensioenwet en art. 27 e.v. Besluit prudentiële regels Wft.

<sup>23</sup> [http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/publicaties/2012\\_research\\_report\\_duration\\_and\\_turnover\\_dutch\\_equities.pdf](http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/publicaties/2012_research_report_duration_and_turnover_dutch_equities.pdf).

## 9. Transparantie *asset managers* (conceptartikel 3h)

Over de voorgestane transparantie voor *asset managers* wil Eumedion het volgende opmerken.

- Ook voor *asset managers* bestaan op grond van bestaande Europese wetgeving al verplichtingen die tot doel hebben om de belangen van hun (institutionele) cliënten zo goed mogelijk te dienen.<sup>24</sup> Europeesrechtelijke transparantieplichtingen jegens cliënten bestaan ook al in zekere mate.<sup>25</sup> Dit roept de vraag op wat precies de toegevoegde waarde van conceptartikel 3h is, hoe het conceptartikel samenhangt met de bestaande wetgeving, en of de richtlijn aandeelhoudersrechten de meest aangewezen plaats is om de transparantiebepalingen op te nemen.
- De verplichting om op halfjaarlijkse basis verantwoording af te leggen, zoals voorgesteld in lid 1, past niet goed in de vaste verantwoordingscyclus. Een jaarlijkse verantwoording heeft onze voorkeur.
- Niet duidelijk is hoe de verantwoordingsverplichting van lid 1 moet worden geïnterpreteerd voor situaties waarin een door een institutionele belegger als gecontracteerde *asset manager* zelf een (sub) *asset manager* inhuurt om (onderdelen) van de portefeuille te beheren. Dit komt in de praktijk veelvuldig voor.
- Duidelijk is evenmin hoe een beheerder van een (collectief) beleggingsfonds met verschillende deelgenoten, die uiteenlopende beleggingsstrategieën en -horizonnen kunnen hebben, zich zou kunnen verantwoorden in de zin van lid 1 dat de fondsstrategie aansluit bij de verschillende doelstellingen van de deelgenoten.
- De informatie die niet *client-by-client* relaties betreft, bedoeld in lid 3, zou uit het oogpunt van transparantie ook op de website moeten kunnen worden gepubliceerd, wanneer dat in het belang is van de betreffende *asset manager* en diens cliënten.

## 10. Transparantie stemadviesbureaus (conceptartikel 3i)

Eumedion kan zich in beginsel vinden in conceptartikel 3i, aangezien het bijdraagt aan aanverhoging van de kwaliteit van stemadviesbureaus. Dat neemt niet weg dat wij menen dat aan verschillende punten nog aandacht zou moeten worden geschonken:

- Het is verwarrend dat op instigatie van ESMA recentelijk een gedragscode door de stemadviesbureausector is ontwikkeld, welke op 5 maart 2014 is gepubliceerd<sup>26</sup>, en de Europese Commissie daar nu al een voorstel voor wetgeving 'overheen legt'. Dit leidt momenteel tot enige onzekerheid in de markt. Beide beleidsinstrumenten naast elkaar inzetten lijkt niet wenselijk.
- Wat ontbreekt is een bepaling die bevordert dat het stemadviesbureau handelt in overeenstemming met het belang van zijn cliënten.

<sup>24</sup> Art. 19 MiFID, art. 12 AIFM-richtlijn en art. 44 ICBE-richtlijn.

<sup>25</sup> Art. 23 AIFM-richtlijn en art. 75 ICBE-richtlijn.

<sup>26</sup> <http://bppgrp.info/wp-content/uploads/2014/03/BPP-ShareholderVoting-Research-2014.pdf>.

- Waar het gaat om het bediscussiëren van conceptstemadviezen met beursvennootschappen, bedoeld in lid 2 sub d, zouden de gesprekken zich moeten beperken tot het voorkomen van feitelijke onjuistheden.
- Wanneer het contact met een beursvennootschap leidt tot een wijziging van een stemadvies dient het stemadviesbureau zijn cliënten hierover te informeren. Het conceptartikel dient op dit punt te worden aangevuld.
- Eumedion vraagt zich af waarom het noodzakelijk zou zijn om naast de cliënten ook de beursvennootschappen op de hoogte te stellen van tegenstrijdige belangen (lid 3). Dat zijn toch niet de cliënten van het stemadviesbureau in wier belangen primair gehandeld zou dienen te worden en die primair de last ondervinden van een dergelijk conflict?

### 11. Beloningsbeleid (conceptartikel 9a)

Het conceptartikel betreft een goede regeling. In Nederland geldt al sinds 2004 de wettelijke bepaling dat het voorgestelde beloningsbeleid ter vaststelling wordt voorgelegd aan de AVA.<sup>27</sup> Dit vaststellingsrecht voor de AVA heeft de *checks and balances* rond de vaststelling van de beloning van bestuurders versterkt. Ten aanzien van de beloning van statutaire bestuurders heeft de raad van commissarissen immers meer een uitvoerende dan toezichthoudende taak. De raad van commissarissen initieert het beloningsbeleid en voert deze uit (in tegenstelling tot andere beleidsterreinen binnen de vennootschap), terwijl de AVA toezicht houdt op de wijze waarop commissarissen dit doen. Deze bijzondere rolverhouding op het gebied van bestuurdersbeloning vergt dat de AVA een vaststellingsrecht heeft ten aanzien van het beloningsbeleid en stemrecht ten aanzien van de uitvoering van dat beloningsbeleid. Eumedion juicht het toe dat deze rolverdeling nu wordt verankerd in Europese wetgeving, zodat zij geldt voor alle EU-lidstaten. Aandeelhouders van alle Europese beursvennootschappen hebben op deze wijze betere waarborgen dat het beloningsbeleid op zorgvuldige wijze tot stand komt. Wel heeft Eumedion nog een aantal opmerkingen bij conceptartikel 9a.

- Eumedion vindt het verstandig dat bepaald is dat ten minste eens in de drie jaar het beloningsbeleid ter vaststelling dient te worden voorgelegd aan de AVA. Dit is in Nederland min of meer al praktijk. Wel vraagt Eumedion zich af wat het rechtsgevolg is wanneer de raad van commissarissen bestuurders belonen op basis van een beloningsbeleid dat langer dan drie jaar niet is voorgelegd. Leidt dit tot nietigheid van het beloningsbesluit?
- De tweede alinea van het eerste lid vindt Eumedion opmerkelijk. Een beloningsbeleid zou naar onze mening zich niet moeten beperken tot (het behouden en prikkelen van) *zittende* bestuurders maar ook richtsnoeren dienen te bevatten voor het aantrekken van *nieuwe* bestuurders. Wanneer de bezoldiging van nieuwe bestuurders (in het bijzonder de welkomstbonus) structureel buiten het beloningsbeleid om kan worden geregeld, verliest

---

<sup>27</sup> Art. 2:135 lid 1 BW.

niet alleen het door de AVA vastgestelde beloningsbeleid relevantie, maar bestaat ook het risico dat zich uitwassen zullen voordoen die aan het zicht van de AVA zijn onttrokken.

- Het vaststellen van beloning in de vorm van opties en aandelen dient eveneens aan de AVA te worden voorgelegd.<sup>28</sup> Wij waarderen dat er in lid 3 enige inhoud wordt gegeven aan wat het beloningsbeleid in elk geval dient te omvatten. Wat daarin ontbreekt, is dat ook ingegaan zou moeten worden op pensioenreserveringen die voor bestuurders en aandeelhouders zullen worden gedaan.<sup>29</sup>
- Eumedion vindt het te ver gaan dat het beloningsbeleid dat ter vaststelling aan de aandeelhoudersvergadering wordt voorgelegd – in principe – de ratio tussen de gemiddelde beloning van bestuurders en de gemiddelde beloning van andere voltijdwerknemers dan bestuurders dient te bevatten. Wij zijn er op voorhand niet van overtuigd dat de vastlegging van de precieze hoogte van de ratio een bevoegdheid van de AVA zou moeten zijn – de AVA stelt immers de kaders voor de beloning van de statutaire bestuurders vast; niet die van de werknemers van de vennootschap –, nog los van allerlei praktische zaken, zoals de definitie van “gemiddelde beloning” en of deze beloning moet worden berekend aan de hand van de werknemers van de holding of van alle werkmaatschappijen van de vennootschap waar dan ook gezeteld.

## 12. Remuneratierapport (conceptartikel 9b)

Het conceptartikel over het remuneratierapport betreft het sluitstuk van *say on pay* en betreft een nuttige regeling. Lid 2 van het conceptartikel biedt aandeelhouders de benodigde ‘stok achter de deur’ wanneer het beloningsbeleid niet adequaat door de vennootschap wordt uitgevoerd. Nu de raad van commissarissen de wettelijke bevoegdheid heeft gekregen om op discretionaire basis bonussen neer- dan wel opwaarts aan te passen<sup>30</sup>, is het belang van het op adequate wijze afleggen van verantwoording over de uitvoering van het beloningsbeleid verder toegenomen. Deze verantwoording wordt, zoals terecht door het richtlijnvoorstel wordt voorgesteld, afgelegd door het aan de AVA ter stemming voorleggen van het remuneratierapport.

Een separate stemming over het remuneratierapport voorkomt ook dat aandeelhouders zich genoodzaakt voelen om tegen het ‘voorstel tot verlening van decharge van de raad van commissarissen’ te stemmen als zij bezwaren hebben bij de wijze waarop het beloningsbeleid door de raad van commissarissen is uitgevoerd. Dit is recentelijk nog aan de orde geweest bij de AVA’s van Heineken en Corbion en in 2009 bij die van KPN. Bovendien hebben in andere jurisdicties aandeelhouders deze ‘noodrem’ van dechargeverlening niet eens tot hun beschikking. De eerste ervaringen die institutionele beleggers hebben opgedaan met het stemmen over het

---

<sup>28</sup> Zie art. 2:135 lid 5 BW.

<sup>29</sup> Zie art. 2:135 lid 1 in samenhang met artikel 2:383c BW.

<sup>30</sup> Art. 2:135 lid 6 BW.

remuneratierapport in het Verenigd Koninkrijk zijn positief. Wel hebben wij nog enkele opmerkingen over het conceptartikel:

- Het is een omissie dat er in het conceptartikel nergens wordt gerefereerd aan het vastgestelde beloningsbeleid in de zin van art. 9a, waarover in het remuneratierapport verantwoording wordt afgelegd.
- Lid 1 sub f refereert aan 'remuneration committee'. Dit remuneration committee kent – anders dan bijvoorbeeld het audit committee – echter nog geen institutionele inbedding in de Europese wetgeving, maar is slechts in een niet-bindende aanbeveling van de Europese Commissie opgenomen.<sup>31</sup> Eumedion geeft in overweging alsnog te voorzien in een wettelijke verankering.

### **13. Transacties met verbonden partijen (conceptartikel 9c)**

Eumedion verwelkomt het conceptartikel over transacties met verbonden partijen. Wanneer een beursvennootschap een transactie tegen niet-marktconforme voorwaarden aangaat met een verbonden partij, kan het belang van aandeelhouders aanzienlijk worden geschaad. Dit risico bestaat in het bijzonder wanneer de beursvennootschap een aandeelhouder met een controlerend belang kent.

Om te beoordelen of een transactie tegen redelijke, marktconforme voorwaarden wordt verricht, hebben aandeelhouders adequate informatie nodig ten tijde van de transactie. Adequate informatie over de transactie en een goedkeuringsrecht voor aandeelhouders wanneer de transactie een significante omvang heeft (5% van de activa), zoals voorgesteld in conceptartikel 9c, waarborgen dat minderheidsaandeelhouders voldoende kennis hebben van de transactie en worden beschermd tegen onbillijke of te dure transacties.

Een recent voorbeeld van een verbonden partij transactie bij een Nederlandse beursvennootschap waarbij aandeelhouders veel te weinig informatie kregen en evenmin om hun oordeel werd gevraagd, betreft de overname van bepaalde commerciële activiteiten van Salveo Biotechnology door Cryo-Save Group eind 2013. De CEO en de controlerend aandeelhouder van Salveo Biotechnology is dhr. Amar die - via een tussenholding - grootaandeelhouder is van Cryo-Save en ten tijde van de transactie niet-uitvoerend bestuurder van deze vennootschap. Aan de transactie, die om en nabij de 5% van de totale activa van Cryo-Save bedroeg, werd slechts een zeer summier persbericht gewijd. Het was en is volstrekt onhelder of de transactie tegen marktconforme voorwaarden is vereffend. In ieder geval heeft de externe accountant dat niet in de jaarrekening 2013 van Cryo-Save verklaard.

---

<sup>31</sup> Zie hoofdstuk 3 van aanbeveling van de Europese Commissie van 30 april 2009 ter aanvulling van Aanbeveling 2004/913/EG en Aanbeveling 2005/162/EG wat betreft de regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen (PbEU C 3177).

Op grond van IAS 24 dient elke beursvennootschap alle transacties met verbonden partijen te openbaren.<sup>32</sup> Ingevolge IAS 24 hoeft geen statement te worden opgenomen dat alle transacties met verbonden partijen zijn geschied tegen marktconforme voorwaarden. Dit dient wel te geschieden op grond van de Nederlandse corporate governance code.<sup>33</sup> Van deze bepaling kan echter worden afgeweken. Wanneer een transactie met een verbonden partij van wezenlijke betekenis niet tegen marktconforme voorwaarden wordt verricht, verlangt art. 2:381 lid 3 BW vermelding daarvan in de toelichting op de jaarrekening. Deze transactie is dan echter al vereffend; de mogelijk gedupeerde aandeelhouder heeft dan het nakijken.

Lid 1 van conceptartikel 9c heeft derhalve een belangrijke meerwaarde in die zin dat straks in de hele Europese Unie gewaarborgd is dat betekenisvolle verbonden partij transacties (> 1% van de activa) worden voorzien van een verslag door een onafhankelijke derde partij, waarin wordt beoordeeld of de transactie vanuit het oogpunt van aandeelhouders “eerlijk en redelijk” is.

Voor transacties die een omvang hebben van ten minste 5% van de totale activa, is goedkeuring door de AVA, zoals voorzien in lid 2 van conceptartikel 9c, vanuit het oogpunt van goede governance en bescherming van de minderheidsaandeelhouders zonder meer wenselijk. Daarnaast geldt er een kwalitatief criterium voor het goedkeuringsrecht wanneer een transactie minder dan 5% van de activa van de vennootschap vertegenwoordigt, maar wel “aanzienlijke gevolgen voor de winst of de omzet” kan hebben. Ook in dat geval dient de transactie aan de AVA te worden voorgelegd. Dit vinden wij op zichzelf een nuttig aanvullend criterium. Wel zou het wenselijk zijn als enige nadere duiding kan worden gegeven over de omstandigheden waaronder er sprake kan zijn van “aanzienlijke gevolgen voor de winst of omzet”. Wij vinden het verder niet meer dan logisch dat wanneer de vennootschap een transactie aangaat met een verbonden aandeelhouder, deze aandeelhouder is uitgesloten van de stemming (lid 2, laatste zin). De betreffende aandeelhouder heeft immers een eigen, mogelijk tegenstrijdig belang bij de transactie. Een soortgelijke bepaling is reeds opgenomen in de besluitvorming over het eventueel vrijstellen van een partij die de verplicht bodgrens doorbreekt<sup>34</sup> en in de besluitvorming over het eventueel verhogen van variabele component van de beloning van medewerkers van banken en beleggingsondernemingen naar maximaal 200% van de vaste component van de totale beloning.<sup>35</sup>

---

<sup>32</sup> Het gaat dan om “nature of related party relationship, information about transactions, information about outstanding balances to understand the potential effects on the Annual Financial Statements, information about impairment or bad debts with related parties”.

<sup>33</sup> Best practice bepalingen II.3.4, III.6.3 en III.6.4 van de Nederlandse corporate governance code.

<sup>34</sup> Art. 2, lid 1, onderdeel a, Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft.

<sup>35</sup> Art. 94, lid 1, onderdeel g, onder ii, richtlijn kapitaalvereisten (‘CRD IV’). Dit onderdeel van de richtlijn wordt geïmplementeerd in ontwerp-art. 3:17a, lid 3, Wft (Kamerstukken I 2013/14, 33 849, nr. A).



Lid 3 van conceptartikel 9c is een zinvolle bepaling, omdat deze helpt voorkomen dat een beursvennootschap een transactie met een verbonden partij kan 'opknippen' in verschillende transacties van een kleinere omvang teneinde de 1%- respectievelijk 5%-activagrens te omzeilen.

Lid 4 van conceptartikel 9c, dat een lidstaattoptie bevat om het conceptartikel buiten toepassing te laten voor transacties met groepsmaatschappijen van de beursvennootschap die volledig in eigendom zijn van de betreffende beursvennootschap, is nuttig en verdient de steun van de Nederlandse regering.

Wij geven u in overweging onze opvattingen nadrukkelijk te betrekken bij het bepalen van de Nederlandse positie in de onderhandelingen in de raads werkgroep en bij het initiëren van eventuele amendementen op het richtlijnvoorstel.

Wij zijn uiteraard graag bereid ons commentaar mondeling nader toe te lichten. Onze contactpersoon is Wouter Kuijpers ([wouter.kuijpers@eumedion.nl](mailto:wouter.kuijpers@eumedion.nl), tel. 070 2040 302).

Voor de goede orde merken wij op dat een kopie van deze brief is gezonden aan de Nederlandse parlementariërs in het Europese Parlement en aan de Permanente Vertegenwoordiging in Brussel.

Met vriendelijke groet,



Drs. Rients Abma  
Directeur Eumedion  
Zuid Hollandlaan 7  
2596 AL DEN HAAG