VNO NCW

Reactie VNO-NCW
op internetconsultatie over het richtlijnvoorstel van de Europese Commissie ter bevordering van aandeelhoudersbetrokkenheid

26 mei 2014

VNO-NCW stelt het zeer op prijs dat de overheid de praktijk consulteert over deze richtlijn ter bepaling van het Nederlandse standpunt daarover in Brussel en maakt graag gebruik van de geboden mogelijkheid.

Doel van het voorstel is het verbeteren van de corporate governance van beursvennootschappen, het creëren van een level playing field voor grensoverschrijdend beleggen en het vergroten van de betrokkenheid en lange termijn gerichtheid van aandeelhouders. De wijzigingen hebben met name betrekking op het vergroten van de betrokkenheid van institutionele beleggers en vermogensbeheerders, het waarborgen van de betrouwbaarheid en het advies van volmachtadviseurs, het versterken van de relatie tussen beloning en prestatie van bestuurders, zeggenschap en transparantie over transacties met verbonden partijen (“related party transactions”) en het functioneren van de veelal grensoverschrijdende effectenbewaarketen (ook wel: stemketenproblematiek) en de identificatie van aandeelhouders.

Het voorstel van de Europese Commissie behelst een aanpassing van richtlijn 2007/36/EG. Die richtlijn stelt voorschriften vast voor de - grensoverschrijdende - uitoefening van bepaalde aandeelhoudersrechten in verband met de algemene vergadering van beursgenoteerde vennootschappen (o.a. agenderingsrechten, recht vragen te stellen, regels over oproeping van de vergadering, verspreiding van informatie, stemmen bij volmacht, elektronisch deelnemen aan de vergadering).

VNO-NCW onderschrijft de gedachte dat aandeelhoudersparticipatie en lange termijn gerichtheid van aandeelhouders van belang is voor het functioneren van ondernemingen. Zij betwijfelt echter de grensoverschrijdende relevantie en de effectiviteit van een geharmoniseerde aanpak zoals nu door de Commissie voorgesteld door aandeelhouders extra rechten te geven, nl. het recht om te stemmen over het beloningsbeleid, het beloningsverslag en transacties met verbonden partijen (“related party transactions”). Uit consultaties van de Commissie is bovendien gebleken dat een (grote) minderheid van de respondenten voorstander was van een stemrecht over genoemde onderwerpen en dan nog slechts een adviserend stemrecht en niet een goedkeurend stemrecht zoals nu voorgesteld.

In het bestaande vennootschappelijke systeem verstrekken aandeelhouders het risicodragend kapitaal en stellen zij het bestuur/toezicht aan om de vennootschap te leiden (en daarop toe te zien). Er is dus een duidelijke scheiding bestuur/toezicht enerzijds en aandeelhouders anderzijds. Het commissievoorstel doorbreekt dat systeem door aandeelhouders vergaande extra rechten toe te kennen en verstoort daarmee de balans tussen ondernemen en kapitaal verschaffen. Het voorstel grijpt in in de interne structuur en de bevoegdheidsverdeling binnen de vennootschap. Interne structuur en bevoegdheidsverdeling zijn onderwerpen die naar hun aard ("intern") ieder grensoverschrijdend karakter missen. VNO-NCW meent dat interne bevoegdheidsbepalingen op grond van het subsidiariteitsbeginsel aan de nationale wetgever moeten worden overgelaten. Het is ook ongewenst om ze op Europees niveau te regelen omdat daarmee opzet, structuur en samenhang van het nationale vennootschapsrecht van de diverse lidstaten dreigt te worden ondermijnd. Niet voor niets is er op het gebied van de

interne structuur en bevoegdheidsverdeling binnen vennootschappen vrijwel geen Europese harmonisatie. Er is ook geen aanleiding om nu op deelonderwerpen wel tot harmonisatie over te gaan. VNO-NCW meent dat de onderwerpen zich beter lenen voor een aanbeveling.

Omdat de rechten betrekking hebben op de interne structuur en de bevoegdheidsverdeling binnen de vennootschap, horen zij bovendien niet thuis in de onderhavige richtlijn die uitsluitend gaat over de *uitoefening* van rechten. Als ze al op Europees niveau geregeld zouden worden dan zou dat in een afzonderlijke richtlijn dienen te geschieden. Voorkomen moet worden dat richtlijnen een caleidoscopisch geheel van verschillende soorten bepalingen worden.

Ook het beoogde level playing field wordt niet bereikt, omdat de voorgestelde bepalingen zich alleen richten op de besluitvorming vooraf en de rechterlijke controle achteraf buiten beschouwing laten. Zij gaan eraan voorbij dat besluitvormingsvereisten vooraf en rechterlijke controle achteraf complementair zijn en elk op hun eigen wijze zorgen voor bescherming van degenen die bij de vennootschap belang hebben. Nationale rechters zullen de door aandeelhouders goedgekeurde besluiten/transacties naar de maatstaven van hun eigen, niet-geharmoniseerde en van lidstaat tot lidstaat verschillende nationale recht blijven beoordelen.

Het richtlijnvoorstel breidt ook de disclosure-verplichtingen van ondernemingen sterk uit. Deze uitbreiding betreft het voorschrijven van de elementen die in het beloningsbeleid en het beloningsverslag moeten worden opgenomen en van de informatie die ten aanzien van related party transactions moeten worden verstrekt. VNO-NCW meent dat de verplichtingen te ver gaan en naar hun aard (*transparantie*maatregelen) niet thuishoren in de onderhavige richtlijn die gaat over het uitoefenen van aandeelhoudersrechten. Transparantieverplichtingen sluiten meer aan bij de disclosure verplichtingen op grond van de IAS-richtlijn respectievelijk de vierde en de zevende richtlijn en dienen tot die richtlijnen beperkt te blijven.

VNO-NCW wijst er voorts op dat korte termijnbeleggers, zoals bepaalde hedge funds, baat zullen hebben bij de toenemende informatie en zeggenschap en dit toevoegen aan hun instrumentarium om hun wensen bij de onderneming ingang te doen vinden. De ervaring heeft geleerd dat de bemoeienis van hedge funds niet altijd in het belang van de onderneming is.

VNO-NCW is op zich verheugd dat de Commissie een voorstel doet voor de aanpak van de stemketenproblematiek. Die problematiek is al jaren onderwerp van discussie en door marktpartijen en wetenschappers wordt al jarenlang aangedrongen op een oplossing ervan. Het richtlijnvoorstel kiest voor een lichte aanpak. De lidstaten zal in feite niet meer worden opgedragen dan de intermediairs uitdrukkelijk te verplichten om de uitoefening van aandeelhoudersrechten te faciliteren. VNO-NCW meent dat met die aanpak niet het gewenste effect - een werkelijke vereenvoudiging van de uitoefening van aandeelhoudersrechten (door de ultimate investor) - wordt bereikt en dat de voorgestelde regeling bovendien nog veel vragen oproept. Voor dat effect lijkt een structurele hervorming van de stemketen noodzakelijk. VNO-NCW dringt er op aan dat een dergelijke structurele aanpak voorwerp van onderzoek blijft.

Onverlet bovenstaande opmerkingen bevat de bijlage nader artikelgewijs commentaar op de door de Commissie voorgestelde aanpassingen. VNO-NCW en verzoekt de Nederlandse overheid met haar opmerkingen in deze reactie rekening te houden bij het opstellen van het Nederlandse standpunt over de voorgestelde richtlijn.

Bijlage bij Reactie VNO-NCW op internetconsultatie over het richtlijnvoorstel van de Europese Commissie ter bevordering van aandeelhoudersbetrokkenheid 26 mei 2014

Artikelgewijs commentaar

Artikel 3a-d - identificatie van aandeelhouders, doorgifte van informatie en bevordering uitoefening van aandeelhoudersrechten

De Europese Commissie adresseert in deze artikelen de zogenoemde 'stemketenproblematiek'. De kern van die problematiek is dat de beursvennootschap geen rechtstreekse relatie heeft met haar aandeelhouders. Aandelen worden namelijk gehouden via 'ketens' van (veelal meerdere) effectenbewaarders of intermediairs. De aandeelhouder houdt een effectenrekening aan bij een intermediair, veelal een bank. Die bank houdt vervolgens zelf vaak ook een rekening aan bij een volgende intermediair. Dit kan zich een aantal malen herhalen. Aan het einde van die keten staat meestal een centrale effectenbewaarder (zoals Euroclear). Op deze manier zijn in de praktijk vaak meerdere verschillende intermediairs betrokken bij het 'aandeelhouderschap' van een enkele aandeelhouder/investeerder. Dit bemoeilijkt de uitoefening van aandeelhoudersrechten, omdat alle communicatie tussen aandeelhouder/investeerder een lange weg moet afleggen, via alle genoemde intermediairs/bewaarders. Daarnaast wordt het vanuit oogpunt van goede corporate governance steeds belangrijker geacht dat de beursvennootschap een dialoog zou moeten kunnen voeren direct met haar aandeelhouders/investeerders, en zou zij dus op enigerlei wijze in staat moeten zijn om 'door de bewaarketen heen te kijken' om haar aandeelhouders/investeerders te identificeren.[1]

Om het proces van informatie-uitwisseling en de uitoefening van aandeelhoudersrechten (zoals stemmen) te verbeteren wordt voorgesteld dat de intermediairs verplicht worden om mee te werken aan identificatie van aandeelhouders en dat alle intermediairs in de keten verplicht worden die gegevens aan elkaar door te geven, moeten intermediairs informatie van de vennootschap doorgeven aan de aandeelhouder en moet de intermediair de uitoefening van het stemrecht door de aandeelhouder (of diens volmachthouder) faciliteren ofwel zelf overeenkomstig de instructie van de aandeelhouder. De vennootschap moet vervolgens bevestigen dat de stemmen zijn uitgebracht.

VNO- NCW betreurt het dat voor de lichte aanpak van de stemproblematiek is gekozen, die niet leidt tot het gewenste effect, nl. een werkelijke vereenvoudiging van de uitoefening van

[1] Daarbij komt nog dat de uiteindelijke investeerder in beursaandelen (ook wel "*ultimate investor*" of "*ultimate beneficial owner*" genoemd) door het op de beursvennootschap toepasselijke recht vaak niet eens wordt beschouwd als de juridisch eigenaar van de aandelen (strikt genomen is alleen die eigenaar, aandeelhouder). Dat is bijvoorbeeld het geval indien de juridische aandeelhouder een intermediair is, die de aandelen op grond van een overeenkomst voor rekening van zijn cliënt, de investeerder, houdt. Dit neemt niet weg dat men het erover eens zal zijn dat de investeerder zou moeten (kunnen) bepalen op welke wijze de rechten verbonden aan de desbetreffende aandelen moeten worden uitgeoefend. Maar dat dient dat te gebeuren ofwel door de investeerder zelf op basis van een volmacht van de juridisch aandeelhouder, ofwel door de juridisch aandeelhouder overeenkomstig de instructies van de investeerder. In beide gevallen zal de gehele keten van intermediairs mee moeten werken om de bedoelde volmacht, dan wel de bedoelde steminstructie op de juiste plaats terecht te laten komen. In de praktijk van (grensoverschrijdende) uitoefening van aandeelhoudersrechten wordt echter melding gedaan van problemen, zoals het verloren gaan van stemmen, gebrek aan 'accountability' (zijn de instructies van de investeerder goed terechtgekomen?), en de bevestiging door de vennootschap dat stemmen daadwerkelijk overeenkomstig instructie van de investeerder zijn uitgebracht.

aandeelhoudersrechten (door de ultimate investor). Zij ziet bovendien een aantal onduidelijkheden in de voorgestelde regeling:

- Het voorstel stelt in artikel 3a dat in geval van meerdere intermediairs tussen investeerder en beursvennootschap, de intermediairs verplicht zullen zijn het identificatieverzoek en de identiteit en andere gegevens aan elkaar door te geven. Dat impliceert dat een identificatieverzoek van de vennootschap de intermediairketen ingaat, door de opvolgende intermediairs wordt doorgegeven tot aan de uiteindelijke investeerder, en vervolgens de ingewonnen informatie weer de weg terug, door de bewaarketen naar de vennootschap moet vinden. Voor de vennootschap is dan wellicht niet duidelijk waar in de keten het identificatieverzoek zich bevindt en dus ook niet, waar de identificatie eventueel spaak loopt of vertraging ondervindt. Dat is een tekortkoming in de voorgestelde regeling. In ieder geval zou duidelijk moeten zijn dat het huidige Nederlandse systeem ook is toegestaan. In dat systeem heeft de beursvennootschap het recht om zelf de opvolgende intermediairs te benaderen en om informatie te verzoeken.
- Het voorstel schrijft voor dat de door intermediairs doorgegeven informatie alleen mag worden gebruikt om de uitoefening van aandeelhoudersrechten te faciliteren. VNO-NCW meent dat vennootschappen het instrument van identificatie van aandeelhouders ook moeten kunnen gebruiken voor andere doeleinden (in het belang van de vennootschap), zoals het gericht zoeken van dialoog. Juist daarmee kan het lange termijn denken van aandeelhouders worden bevorderd.
- Kan de identificatie een praktische rol vervullen bij het identificeren van aandeelhouders die stemgerechtigd zijn op de datum van een bepaalde vergadering van aandeelhouders? De identificatie kan immers pas worden gestart op of na de registratiedatum (28ste dag voor die van de vergadering van aandeelhouders), en het is de vraag of de tijd die dan resteert tot de vergadering voldoende is om ook nog iets met de uit de identificatie resulterende gegevens te doen, zeker als sprake is van een lange keten van intermediairs. Het lijkt in ieder geval aangewezen om in de richtlijn op te nemen dat een identificatieverzoek in een en dezelfde 'identificatieronde' moet zijn gerelateerd aan een en dezelfde peildatum, omdat anders de ingewonnen informatie niet of moeilijk kan worden gecombineerd tot een sluitend beeld van het bestand van investeerders op een bepaalde datum.
- Mag uit de voorgestelde regeling in artikel 3c worden afgeleid dat de vennootschap zich kan kwijten van haar verplichting om een voting confirmation te geven, door die bevestiging te verstrekken aan de investeerder die de stem heeft uitgebracht, dan wel aan de intermediair die dat voor de investeerder heeft gedaan? De juistheid van die lezing is daarom van belang omdat de vennootschap geen verantwoordelijkheid dient te krijgen voor een deel van de stemketen waar de vennootschap geen zicht en dus geen controle op heeft.

Artikel 3f-h - transparantie van institutionele beleggers en vermogensadviseurs

Deze artikelen bepalen dat institutionele beleggers en vermogensbeheerders een beleid voor betrokken aandeelhouderschap (engagement policy) opstellen, openbaar maken en over de uitvoering en de resultaten ervan jaarlijks verslag uitbrengen. Verder moeten institutionele beleggers hun beleggingsstrategieën en de belangrijkste elementen van aan vermogensbeheerders verleende mandaten openbaren. Aandachtspunten daarbij zijn de koppeling tussen strategie en de aard en duur van de verplichtingen van de belegger, alsmede de prestatie van hun assets op de middellange tot lange termijn. Doel is te bewerkstelligen dat beleggingsbeslissingen meer op de lange termijn worden gericht.

Of deze maatregelen inderdaad tot meer op de lange termijn gerichte beleggingsbelissingen zullen leiden, staat allerminst vast. Deze maatregelen zijn kennelijk gestoeld op de gedachte dat de belanghebbenden bij vermogensbeheerders en institutionele beleggers op basis van de openbaar gemaakte informatie het daarheen zullen leiden dat meer op de lange termijn gerichte beleggingsbeslissingen zullen worden genomen. Het is echter uitermate onzeker of zij inderdaad per definitie meer op de lange termijn gerichte belangen zullen hebben. En waar de aanwezigheid van meer op de lange termijn gerichte belangen meer voor de hand ligt, zoals bij pensioenfondsen, is het maar nog altijd twijfelachtig of die belanghebbenden in staat zijn om die belangen kracht bij te zetten. Op grond hiervan moet het van de voorgestelde bepalingen te verwachten effect niet al te hoog worden ingeschat.

De Commissie geeft aan dat 44% van de aandelen van beursgenoteerde vennootschappen in de Lidstaten wordt gehouden door niet nationale beleggers, merendeels institutionele beleggers en vermogensbeheerders. Veel institutionele beleggers en vermogensbeheerders bevinden zich in de Verenigde Staten en het Verre Oosten. De bepalingen van de richtlijn hebben op hen geen betrekking. De Commissie geeft geen inzicht in de verhouding Europese/niet-Europese institutionele beleggers en vermogensbeheerders. Die informatie is wel van belang. Indien de meerderheid zich buiten Europa bevindt zal de voorgestelde regeling in veel geringere mate bijdragen aan de beoogde vergroting van lange termijn denken van deze beleggers en is het ook hierom maar de vraag of de voorgestelde regeling zinvol is.

Mede in het licht van het in de twee voorgaande alinea's gestelde meent VNO-NCW dat dit onderwerp zich bij uitstek en beter leent voor zelfregulering en daarom beter in een aanbeveling van de Commissie zou kunnen worden opgenomen. Uit niets blijkt dat de Commissie dat heeft overwogen en zo zij dat heeft gedaan waarom zij daarvoor niet heeft gekozen. VNO-NCW meent dat de onderhavige richtlijn sowieso niet de geëigende plaats is voor deze openbaarmakingsverplichtingen. Als niet tot zelfregulering zou worden besloten, zouden zij in sectorale richtlijnen (zoals de AIFM-richtlijn, respectievelijk de banken- en verzekeringsrichtlijnen, en de IORP-richtlijn etc.) of in een afzonderlijke richtlijn voor alle betrokken institutionele beleggers dienen te worden ondergebracht.

Artikel 3i- transparantie van volmachtadviseurs

Stemadviseurs worden verplicht om jaarlijks specifieke informatie te publiceren, over de methodieken, bronnen etc. die aan hun adviezen ten grondslag liggen. Ook zullen zij (potentiële) belangenconflicten moeten melden aan hun cliënten en aan de betrokken vennootschappen.

Grote institutionele beleggers maken vaak gebruik van volmachtadviseurs. Die adviseurs hebben daardoor een grote invloed op het stemgedrag van die beleggers en gezien de omvang van hun belegging daarmee ook vaak op het eindresultaat van een stemming. Deze bepaling die er toe dient de nauwkeurigheid en betrouwbaarheid van hun adviezen te vergroten is daarom op zich zeer zinvol. Ook hier vraagt VNO-NCW zich af of de bepaling het gewenste effect kan sorteren omdat de meerderheid van de volmachtadviseurs - waaronder de twee grootste: ISS en Glass Lewis - zich buiten Europa bevinden en dus niet geraakt worden door deze bepaling.

Artikel 9a en 9b –beloningsbeleid en beloningsrapport

Algemeen

Belangrijke doelstelling van het voorstel is dat aandeelhouders meer invloed krijgen op de beloningen van bestuurders. Het beloningsbeleid zal iedere 3 jaar ter goedkeuring aan de aandeelhouders moeten worden voorgelegd. Ook krijgen aandeelhouders het recht om ieder jaar over het beloningsrapport te stemmen. Als ze tegen het beloningsverslag stemmen, moet de vennootschap in het volgende beloningsverslag uitleggen of en hoe rekening is gehouden met de stemming van de aandeelhouders. Ook wordt voorgeschreven welke elementen in het beloningsbeleid en het beloningsverslag moeten worden opgenomen en welke informatie ten aanzien van related party transactions moet worden verstrekt

Alvorens in te gaan op de voorgestelde bepalingen wijst VNO-NCW er op dat uit het feedback statement van de Commissie van 15 november 2011 over het Groenboek over het Europese Corporate Governance Framework[2] blijkt dat slechts een kleine meerderheid van de respondenten voorstander was van een verplicht stemrecht over beloningsbeleid en beloningsverslag. Van die kleine meerderheid was de meerderheid voorstander van een *adviserend* stemrecht, geen goedkeurend stemrecht. De Reflection Group on the future of EU Company law ziet in haar rapport van 5 april 2011 zelfs in het geheel geen noodzaak aanbevelingen te doen over het toekennen van stemrecht aan aandeelhouders over beloningsbeleid of beloningsrapport. De Commissie verwijst in haar toelichting bij het onderhavige richtlijnvoorstel naar het Groenboek en geeft aan mede op basis van die raadplegingen het richtlijnvoorstel te hebben opgesteld.

Met het *goedkeurend* stemrecht voor het beloningsbeleid en beloningsverslag gaat de Commissie al verder dan waar de praktijk blijkens de consultaties behoefte aan had. Zij verzwaart zelfs nog verder door de toevoeging van de driejaarsclausule. Zoals in het algemeen deel van deze reactie vermeld, meent VNO-NCW dat de voorgestelde rechten betrekking hebben op de interne structuur en de bevoegdheidsverdeling binnen de vennootschap en daarom voorbehouden zijn aan de lidstaten en al helemaal niet thuis horen in een richtlijn die gaat over de *uitoefening* van aandeelhoudersrechten.

Ook het beoogde level playing field wordt niet bereikt, omdat de voorgestelde bepalingen zich alleen richten op de besluitvorming en de rechterlijke controle achteraf buiten beschouwing laat. Nationale rechters zullen de door aandeelhouders goedgekeurde besluiten/transacties naar de maatstaven van hun eigen, niet-geharmoniseerde en van lidstaat tot lidstaat verschillende nationale recht blijven beoordelen. Bij handhaving van deze bepalingen zou volgens VNO-NCW dan in elk geval de richtlijn moeten worden aangevuld. Opgenomen zou dan moeten worden dat aandeelhouders nog slechts tegen besluiten van andere organen van de vennootschap zouden kunnen ageren op grond van niet naleving van de procedurele voorschriften voor de besluitvorming en de informatieverplichtingen op grond van de richtlijn. Alleen indien van een dergelijke niet-naleving sprake is, zouden zij kunnen opkomen tegen besluiten van andere organen van de vennootschap. Hiermee wordt voorkomen dat bij tegenvallende stemresultaten aandeelhouders langs andere weg nogmaals proberen hun gelijk te halen.

[2] Feedback statement summary of responses to the Commission green paper on the EU corporate governance framework, 15 November 2011 D (2011)

Ook de voorgestelde transparantieverplichtingen ten aanzien van de inhoud van beloningsbeleid, -verslag en ten aanzien van related party transactions horen niet thuis in de onderhavige richtlijn over uitoefening van aandeelhoudersrechten, maar sluiten eerder aan bij de disclosureverplichtingen op grond van de IAS-richtlijn en de vierde en zevende richtlijn.

Beloningsbeleid

Het beloningsbeleid zal iedere drie jaar ter goedkeuring aan de aandeelhouders moeten worden voorgelegd. Ook indien de raad van commissarissen (of de niet-uitvoerende leden van de one-tier board) onvoldoende aanleiding zien voor een herziening van het beleid, zal het beleid opnieuw ter goedkeuring moeten worden voorgelegd (anders dus dan de Nederlandse situatie waarin het beleid ter goedkeuring moeten worden voorgelegd en vervolgens pas weer als er wijzigingen in worden aangebracht).

VNO-NCW vreest dat hierdoor onnodig, onevenredig veel tijd en energie aan het beloningsbeleid moet worden besteed. Zij meent dat het eenmaal goedgekeurde beloningsbeleid, nadien alleen bij door de raad van commissarissen noodzakelijk geachte wijziging ervan weer ter goedkeuring aan de aandeelhouders zou dienen te worden voorgelegd. In een systeem waarin aandeelhouders kunnen stemmen over het beloningsbeleid past dat weer om hun oordeel wordt gevraagd als dat beleid gewijzigd wordt. Er is geen enkele reden te stemmen over een ongewijzigd beleid.

De Commissie constateert dat de informatie die vennootschappen openbaar maken over hun beloningsbeleid “niet allesomvattend, niet duidelijk en niet vergelijkbaar” is. Daarom bevat het voorstel diverse voorschriften over de inrichting van het beloningsbeleid. Het gebrek aan uniformiteit en inzichtelijkheid hangt samen met de complexiteit van de - vaak heel technische - materie en met het feit dat een beloningsbeleid heel onderneming-specifiek is. Rigide informatie-regels, zeker niet als die gericht zijn op “allesomvattende” informatie, leiden niet tot meer inzichtelijkheid. VNO-NCW pleit bepleit daarom deze voorgestelde regeling om te zetten in een aanbeveling voor best practices, waarvan gemotiveerd kan worden afgeweken.

Beloningsrapport

In Nederland behoort de vaststelling van het beloningsbeleid tot de bevoegdheden van de algemene vergadering. De Raad van commissarissen legt in zijn remuneratierapport verantwoording af over de wijze waarop in het afgelopen jaar aan dat beleid invulling is gegeven. Het combineren van die twee, goedkeuren van het beloningsbeleid én stemmen over het remuneratierapport is dubbelop.

Het uitvoeren van het beloningsbeleid is onderdeel van het uitvoeren van de taken van de Raad van commissarissen. In Nederland legt de Raad van commissarissen in de algemene vergadering uitgebreid verantwoording af over het gevoerde beleid en over de invulling van het beloningsbeleid wordt ook nog eens een remuneratierapport gepubliceerd. Ook het remuneratierapport kan in de discussie tijdens de algemene vergadering worden betrokken en als aandeelhouders het niet eens zijn met het rapport, zijn er voldoende agendapunten waar zij kunnen tegenstemmen om hun onvrede te laten blijken. En waarom zou er over één onderdeel van de taakuitoefening van de raad van commissarissen afzonderlijk moeten worden gestemd?

VNO-NCW meent dat naast het stemrecht van de algemene vergadering over het beloningsbeleid deze regeling niet in deze vorm opgenomen zou moeten worden in de richtlijn. Indien het remuneratierapport al een verplicht agendapunt zou moeten zijn, dan zou dat (overeenkomstig de huidige Nederlandse regeling) uitsluitend een punt ter bespreking moeten zijn.

Artikel 9c - related party transactions

Transacties met verbonden partijen, dat wil zeggen transacties tussen een vennootschap en haar management, bestuurders, controlerende instanties of aandeelhouders, hebben het risico dat ze niet in het belang van de vennootschap zijn, maar in het belang van de verbonden partij. Voorgesteld wordt dat:

a) Transacties met een related party met een waarde van meer dan 1% van de activa moeten worden gepubliceerd (bij het aangaan ervan), met publicatie van een fairness opinie (de ava kan een 12 maanden houdbare exemption geven van het opinie-vereiste, indien het gaat om nauwkeurig omschreven transacties met een bepaalde related party) en onder vermelding van alle informatie die nodig is om de transactie te kunnen beoordelen, en
b) Transacties met een related party met een waarde van meer dan 5% van de activa, of die met een significante impact op de winst of omzet moeten worden goedgekeurd door de aandeelhouders (de ava kan een 12 maanden houdbare goedkeuring geven, indien het gaat om nauwkeurig omschreven transacties met een bepaalde related party). Als bij de transactie met de rechtspersoon een aandeelhouder is betrokken, wordt die van de stemming uitgesloten.

Voor de definitie van een related party wordt verwezen naar de IAS-richtlijn.

Uit consultaties van de Commissie over Groenboeken is gebleken dat de meerderheid van de respondenten (d.w.z. de gebruikers van regelingen in de praktijk) *geen voorstander* was van een regeling voor related party transactions. Men meende dat sprake was van ongewenste overregulering. Het European Corporate Governace Forum was wel een voorstander van een dergelijke regeling. Het bevreemdt VNO-NCW dat de Commissie kennelijk meer gewicht heeft toegekend aan het oordeel van het Forum dan aan dat van de praktijk.

De bepaling lijkt te veronderstellen dat een transactie met een related party altijd laakbaar zou zijn en om die reden de related party niet dient deel te nemen aan de besluitvorming over dergelijke transacties. Dat is niet per definitie het geval en het feit dat een transactie wordt aangegaan met een verbonden partij/aandeelhouder vormt daarom op zichzelf geen reden om die related parties uit te sluiten van de besluitvorming. Dat levert een verstoring op in de verhoudingen in de algemene vergadering en is ongewenst. De besluitvorming over dergelijke transacties zou in een dergelijk geval worden overgelaten aan een betrekkelijk willekeurige groep aandeelhouders. Dit gaat ten koste van een goede en zorgvuldige governance.

De reikwijdte van de regeling is bovendien, mede in verband met de vergaande (administratieve) lasten voor de vennootschap, te ruim:

- Onder “verbonden partijen” dient uitsluitend te worden begrepen: controlerende aandeelhouders (i.e. aandeelhouders met een belang van minimaal [30%] in het kapitaal van de vennootschap) en management / bestuurders van de vennootschap
- Van de regeling dienen te worden vrijgesteld:
  - Transacties tussen groepsmaatschappijen

  - Transacties met associates en joint ventures
  - Transacties met een financiële waarde van minder dan € 250.000.
- Ter voorkoming van onzekerheid en discussies achteraf, dient de regeling uitsluitend op basis van kwantitatieve criteria te worden toegepast; het voorgestelde kwalitatieve criterium in lid 3 “transacties die aanzienlijke gevolgen voor de winst of omzet kunnen hebben” is onduidelijk en leidt tot rechtsonzekerheid. Hetzelfde geldt voor het criterium in lid 1”alle andere informatie die nodig is om de transactie te beoordelen”.
- De drempel voor de verplichte fairness opinion dient te worden verhoogd naar 3%.

De verplichte fairness opinie van de onafhankelijke derde leidt tot extra kosten, die in de toelichting worden geschat op € 2.500 tot € 5.000. In zijn algemeenheid kan dat niet worden gezegd, dat is geheel afhankelijk van de grootte en complexiteit van een transactie en kan een veelvoud daarvan bedragen. De ervaring in het buitenland leert dat de kosten van een fairness opinion op zijn minst € 75.000 – € 100.000 bedragen, en voor grotere transacties al snel € 150.000 of meer. De toegevoegde waarde van een fairness opinie kan bovendien worden betwijfeld omdat deze over het algemeen veel disclaimers bevatten.

Disclosure van de veelheid aan informatie zoals wordt voorgesteld, is uiterst interessant voor concurrenten van de publicerende onderneming en uit dien hoofde niet aanvaardbaar. De inhoud van transacties moet vertrouwelijk kunnen blijven.

Met het bijeenroepen van een algemene vergadering om goedkeuring te krijgen voor transacties met een waarde van meer dan 5% van de activa is veel tijd gemoeid (oproeptermijn 42 dagen + termijn voor overleg met OR). Die tijd is niet bij alle transacties beschikbaar en een overeenkomst onder voorwaarde van goedkeuring is ook niet altijd mogelijk/gewenst (wijziging transactiewaarde in tussenliggende periode).

Bovendien zou meer consistentie in het beleid van de Commissie kunnen worden aangebracht door voort te bouwen op eerdere initiatieven met betrekking tot de onafhankelijkheid van "independent directors"[3]. Het belang van de vennootschap zou immers voldoende beschermd moeten zijn indien transacties met "related parties" worden voorbehouden aan "independent directors". In dat geval zou ook het mogelijke probleem dat, om aandeelhouders in staat te stellen de transactie te beoordelen, bedrijfsgeheimen en andere vertrouwelijke informatie publiek gemaakt moet worden, kunnen worden voorkomen.

De voorgestelde regeling roept voorts nog de volgende vragen op:

- Wat is - behalve de definitie - de relatie met de IAS-richtlijn en in hoeverre ontstaan doublures en dus onduidelijkheden met rapportageverplichtingen uit die richtlijn.
- Welke activa worden bedoeld in lid 1? materiële vaste activa? Volgens de laatste jaarrekening?

[3] zie Aanbeveling 2005/162/EG, Pb. L. 52/51