



Aan de Minister van Veiligheid en Justitie  
Mr I.W. Opstelten  
Postbus 20301  
2500 EH Den Haag

**Tevens per e-mail: [mvj@minjus.nl](mailto:mvj@minjus.nl)**

Datum 26 mei 2014

Inzake: Voorstel voor een EU Richtlijn ter bevordering van lange termijn  
aandeelhouderschap (COM 2014 / 213 final)

Excellentie,

De Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen ("VEUO") heeft met grote belangstelling kennis genomen van het voorstel van de Europese Commissie voor een Richtlijn ter bevordering van lange termijn aandeelhouderschap. Het verheugt de VEUO ook zeer dat zij in de gelegenheid wordt gesteld om daaromtrent reeds nu haar commentaar aan u te kunnen leveren.

### **Algemeen**

In algemene zin kan de VEUO de analyse die aan het Richtlijnvoorstel ten grondslag ligt onderschrijven. In het bijzonder betreft dit de overkoepelende observatie dat bij aandeelhouders, met inbegrip van veel institutionele beleggers, in de afgelopen 15 jaar steeds meer en sterker sprake is geweest van een focus op de korte termijn. Dit 'short termism', zoals de Europese Commissie het aanduidt, is inderdaad een ernstig probleem juist waar beursgenoteerde ondernemingen zich steeds meer richten op de langere termijn met inbegrip van aspecten van maatschappelijke verantwoord ondernemen. Zoals de Europese Commissie terecht schrijft is dat echter een focus die bij (buitenlandse) institutionele beleggers en stemadviesbureaus (de zogenaamde 'proxy advisors') veel beperkter aanwezig is. Het is zeer toe te juichen dat wordt getracht om de regelgeving juist meer op de lange termijn doelstellingen af te stemmen.

De Europese Commissie heeft in dit voorstel een aantal onderwerpen in het vizier genomen. Het gaat de Commissie met name om het niveau en de kwaliteit van het overleg dat institutionele beleggers met de ondernemingen voeren, het beloningsbeleid van bestuurders, de transparantie van 'related party transactions', de betrouwbaarheid

# VEUO

en kwaliteit van stemadviesbureaus en het faciliteren van grensoverschrijdend stemmen en het identificeren van aandeelhouders.

De VEUO constateert dat het Nederlandse recht op een aantal onderdelen reeds voorziet in adequate regelingen. Op andere onderdelen geldt echter dat EU regelingen welkom zijn met name daar waar de reikwijdte van het Nederlandse recht aan de landsgrenzen gebonden is. Dat geldt in het bijzonder waar het de rol van Europese stemadviesbureaus betreft. Voor Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen vormt dit reeds jaren een bron van zorg. Ook de problemen bij het grensoverschrijdend stemmen zijn reeds jaren lang een punt van aandacht voor Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen.

Hoewel de VEUO zich in algemene zin in de voorstellen kan vinden, zijn er drie deelonderwerpen waar zij bezwaren tegen heeft. De eerste twee daarvan zijn fundamenteel en principieel van aard en met name daarvoor vraagt de VEUO uitdrukkelijk de aandacht van de Minister.

Het eerste onderwerp betreft de voorstellen die voorzien in een versterkte monitoring rol van aandeelhouders waar het gaat over strategie en de kapitaalstructuur van de onderneming. Dit staat haaks op de lessen die de afgelopen jaren zijn getrokken uit de crisis namelijk dat de kapitaalstructuur van de onderneming en haar strategie juist niet in de exclusieve handen van de aandeelhouders moet worden gelegd omdat bij een grote meerderheid van de aandeelhouders het hierboven vermelde en door de EU terecht scherp bekritiseerde 'short termism' zo'n grote rol speelt.

Het tweede onderdeel waar de VEUO zorgen over heeft betreft de regeling van de 'related party transactions'. De VEUO meent dat de regeling zoals die nu door de Europese Commissie wordt voorgesteld juist ook weer haaks staat op het waarborgen van een lange termijn strategie en de rol die het bestuur en de Raad van Commissarissen daarin principieel toekomt. Deze regeling moet derhalve in de visie van de VEUO in ieder geval worden aangepast. Voor alle duidelijkheid zij hier overigens opgemerkt dat de VEUO uiteraard onderkent dat het Richtlijnvoorstel mede is ingegeven door de praktijken in bepaalde EU lidstaten waar pyramide- en andere structuren de transparantie van eventuele transacties te veel buiten beeld houden. De VEUO onderschrijft graag dat juist om die reden geen enkel bezwaar tegen de nagestreefde transparantie bestaat om te voorkomen dat relatief kleine groepen controlerende aandeelhouders zichzelf bevoordelen. Dat probleem bestaat echter niet als in alle openheid stabiele lange termijn aandeelhouders in de onderneming actief zijn. Probleem is nu juist dat daarvan, zeker ook in Nederland, juist veel te weinig sprake is. Integendeel, in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen is de wens die ook in de politiek reeds zo'n twintig jaar sterk leeft om te komen tot stabiele aandeelhouders met een focus op de lange termijn, maar heel beperkt gerealiseerd. De voorgestelde regeling zou in de nu voorgestelde vorm dat proces van het ontwikkelen van stabiel grootaandeelhouderschap slechts verder ontmoedigen en frustreren.

# VEUO

Daarmee zou het paard achter de lange termijn wagen worden gespannen en juist de korte termijn weer overheersen. Dat kan niet de bedoeling zijn. Hieronder worden deze twee onderwerpen nader uitgewerkt.

Ten slotte wordt als derde deelonderwerp nog een aantal opmerkingen gemaakt over het voorgestelde stemrecht van de aandeelhouders over het remuneratierapport zoals voorzien in de Artikelen 9a en 9b van het Richtlijnvoorstel. De VEUO onderschrijft dat aandeelhouders het remuneratiebeleid moeten vaststellen, maar een stemming over remuneratie die binnen dat beleid blijft (en aldus geheel geldig is) is onlogisch, onduidelijk en ondeugdelijk.

## **Strategie en kapitaalstructuur horen nadrukkelijk de verantwoordelijkheid van bestuur en de Raad van Commissarissen te zijn (en te blijven)**

Zoals hiervoor uiteengezet kan de VEUO zich volledig vinden in de fundamentele analyse die aan de voorstellen van de Europese Commissie ten grondslag ligt en die terecht centraal stelt dat beleggers en hun adviseurs, waaronder stemadviesbureaus ('proxy advisors'), veel te veel oog hebben voor de korte termijn en veel te weinig oog voor de lange termijn. Merkwaardig is echter dat de Europese Commissie vervolgens de oplossing van dit fundamentele vraagstuk blijkbaar in handen lijkt te willen leggen van diezelfde aandeelhouders.

In het bijzonder waar het de strategie en de kapitaalstructuur van de onderneming betreft (lees: de mate waarin de onderneming met schulden wordt gefinancierd) staat dit haaks op de lessen die in de crisis geleerd zouden moeten zijn en op het Nederlandse recht. In dat Nederlandse recht hebben nu juist vanaf 2007 zowel de rechters (met name ook de Hoge Raad in zijn bekende ABN AMRO en ASMI beschikkingen) en de organisaties die verantwoordelijk zijn voor de Nederlandse Corporate Governance Code steeds onderstreept dat deze onderwerpen door bestuur en de Raad van Commissarissen behoren te worden bepaald.

De VEUO dringt er bij de Minister op aan dat het bovenstaande in het Richtlijnvoorstel nadrukkelijk wordt geadresseerd en wordt benadrukt. Het gaat hier om een essentiële hoeksteen van het juridisch gebouw dat juist lange termijnbeleid moet waarborgen.

## **Related Party Transactions**

Op zichzelf is een regeling die de transparantie van tegenstrijdig belang transacties in het licht stelt toe te juichen. Iets anders is echter om dergelijke transacties aan de goedkeuring van de aandeelhoudersvergadering te onderwerpen zonder dat de partij waar het om gaat mag meestemmen. Dit betekent immers dat de beslissing over een dergelijke transactie in handen wordt gelegd van de overige aandeelhouders ongeacht de strategische rationale van zo'n transactie op lange termijn. En juist als het bestuur een transactie voorstelt, mits dat uiteraard in onafhankelijkheid daartoe is gekomen (zie

hierna), zal er zo'n strategische rationale zijn. Anders gezegd; met het huidige Richtlijnvoorstel wordt korte termijn aandeelhouders juist de macht gegeven om transacties die in het lange termijn belang zijn van de vennootschap te blokkeren. Daarbij kan nog aangetekend worden dat als het gaat om transacties met stabiele lange termijn aandeelhouders die nu net wel het lange termijn belang van de vennootschap op het oog zullen hebben. Anders gezegd; in deze situaties is essentieel dat het bestuur en de Raad van Commissarissen kunnen bepalen wat in het belang van de vennootschap is, uiteraard tenzij de transactie de identiteit en het karakter van de vennootschap fundamenteel veranderd of zo groot is dat een dergelijke verandering daarmee gegeven is. Zoals bekend geldt daarvoor in het Nederlandse recht de bepaling van Art. 2:107a BW. Een en ander past ook perfect bij het Rijnlandse governance model waarbij het primaat aan het bestuur toekomt en waarvan juist in de afgelopen jaren eens te meer is gebleken dat het niet verstandig is dit in te ruilen voor het anglo-saxische model dat zo sterk op aandeelhouderswaarde is gericht.

Wat in de voorziene regeling in ieder geval een groot obstakel is, is dat bij elke transactie een rapport van een onafhankelijke financiële deskundige vereist is dat aan de algemene vergadering, en derhalve publiekelijk, moet worden voorgelegd. Dit is niet alleen zeer duur, maar ook praktisch ondoenlijk en ten opzichte van de concurrentie een zeer groot nadeel. Daarbij moet bedacht worden dat de definitie van "Related Party" in Artikel 1 van het Richtlijnvoorstel wel heel ruim is getrokken. Er is immers aangeknoopt bij de definitie in de International Accounting Standards ("IAS"). Paragraaf 24 daarvan ("IAS 24") kent een zeer ruim begrip van Related Parties. Daaronder vallen onder andere, naast vele andere verhoudingen, ook dochter- en groepsmaatschappijen. De regeling die nu wordt voorgesteld brengt dus ook mee dat heel veel intra concern/intra group transacties onder de regeling zouden vallen. Alle volstrekt normale intra concern verschuivingen zouden aldus met een gedetailleerde financiële rapportage publiek moeten worden gemaakt en aan de algemene vergadering moeten worden voorgelegd. Niet alleen wordt daarmee een onwerkbaar situatie gecreëerd, maar ook wordt met dit voorstel bovendien juist de hiervoor al enkele maken onderstreepte essentiële verantwoordelijkheid van het bestuur en de Raad van Commissarissen uitgehold.

De VEUO roept de Minister derhalve met nadruk op om het Richtlijnvoorstel te voorzien van een eigen definitie van 'Related Party' die veel verder beperkt wordt dan de definitie onder de IAS. Meer in het algemeen roept de VEUO de Minister op om de regeling zodanig aan te passen dat het vereiste van een onafhankelijke financiële waardering wordt geschrapt of in ieder geval wordt beperkt tot een enkel evident geval.

Een volgende kwestie die hier de aandacht vraagt is dat niet helder is wat een "transactie" hier betekent. Blijkbaar, en terecht, is hier uitsluitend gedacht aan de overdracht van activa ('assets'). De huidige formulering is echter dat het moet gaan om transacties "that represent more than 1% of their assets". Anders gezegd; het gaat hier om een waarde indicatie. Dat betekent dat een transactie ook bijvoorbeeld kan zijn een

dividenduitkering of het ter beschikking stellen van financiering aan de vennootschap door een grootaandeelhouder of het nemen door een grootaandeelhouder van een belang van meer dan 1% in een emissie die nodig is om de lange termijn strategie daadwerkelijk te kunnen uitvoeren. Dergelijke transacties moeten uitdrukkelijk worden uitgesloten van Artikel 9c Richtlijnvoorstel. Hier wreekt zich dat van het begrip "Transaction" geen definitie is opgenomen in het Richtlijnvoorstel. Die definitie hoort wel in het Richtlijnvoorstel thuis en zou als volgt kunnen luiden:

*"Transaction in Article 9c means a sale or purchase of assets from or by a party who holds 1% or more of the capital in the company."*

De VEUO roept de Minister op het er toe te leiden dat deze definitie inderdaad in het voorstel wordt opgenomen. Het voorgaande wil natuurlijk niet zeggen dat hier geen adequate waarborgen moeten worden geboden. Die worden met de beoogde transparantie (waar de VEUO niets aan afdoet) overigens ook uitdrukkelijk gegeven. Waarborgen in aanvulling op die transparantie moeten worden gezocht in de onafhankelijkheid van het bestuur. De beslissing behoort in dergelijke gevallen te worden genomen door onafhankelijke bestuurders. Het Nederlandse recht voorziet daar reeds nu uitdrukkelijk in zowel op basis van de wet (Art. 2:129 lid 6 BW) als op basis van de Nederlandse Corporate Governance (hoofdstukken II.3 en III.6). De VEUO dringt er met kracht op aan dat in het Richtlijnvoorstel Artikel 9c lid 1 en lid 2 op deze wijze worden aangepast. Dat zou eenvoudig kunnen gebeuren door in Artikel 9c lid 1 de tweede alinea te schrappen en Artikel 9c lid 2 van een geheel nieuwe tekst te voorzien die zou kunnen luiden:

*"All transactions as defined in paragraph 1 should be approved by the Board or if the Company has a two tier board structure the Supervisory Board. Directors with an interest in the transaction or directors associated with a party which has an interest in the transaction, are not permitted to vote and participate in the decisionmaking process in respect of the relevant transaction."*

Dit zou ook een einde maken aan het onderscheid dat nu wordt gemaakt tussen een transactie ter waarde van 1% van de activa (in Artikel 9c lid 1) en ter waarde van 5% van de activa (Artikel 9c lid 2). Dit onderscheid is nu willekeurig en ontbeert een rechtvaardiging en een dragende grond. Dat zou ook een extra argument zijn om af te zien van de in de ontwerp Richtlijn voorgestelde regel dat een aandeelhouder niet zou mogen meestemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders. Dat is sowieso een regel die niet goed past in het Nederlandse wettelijk stelsel.

## **Stemming over het remuneratierapport**

De laatste opmerkingen in deze reactie betreffen, zoals reeds hiervoor aangekondigd, de regeling die in Artikel 9a en 9b wordt gegeven over het remuneratierapport. Voorop staat dat het Richtlijnvoorstel bepaalt dat de algemene vergadering van



aandeelhouders het beloningsbeleid moet goedkeuren. Dit komt overeen met het geldende Nederlandse recht (art. 2:135 BW). De VEUO kan zich hierin vinden. Problematisch is echter dat het Richtlijnvoorstel vervolgens vereist dat het beleid om de drie jaar opnieuw ter goedkeuring moet worden voorgelegd. Dat impliceert dus ook dat een beloningsbeleid dat door de AvA is vastgesteld en vertaald in contractuele afspraken met bestuurders, nadien ongedaan kan worden gemaakt. De situatie die dan ontstaat is echter volledig onduidelijk en is zowel logisch als juridisch innerlijk tegenstrijdig. Na een goedkeuring van het beloningsbeleid zullen immers contractuele verplichtingen zijn aangegaan met bestuurders die niet na drie jaar weer kunnen worden opgebroken als de algemene vergadering, mogelijk in een geheel andere samenstelling, een ander beleid stelt te willen. Verduidelijkt moet derhalve in ieder geval worden dat een wijziging van het beloningsbeleid slechts voor toekomstige contracten met bestuurders kan gelden c.q. voor nieuwe contracten met bestuurders na afloop van de contracten die op basis van een goedgekeurd beloningsbeleid zijn aangegaan. Eenzelfde onduidelijkheid geldt met betrekking tot de laatste zin van paragraaf 1 van Artikel 9a van het Richtlijnvoorstel waarin is aangegeven dat de beloning wel provisioneel mag worden toegekend. De gevolgen daarvan zijn ook geheel onduidelijk. In dit verband zou in ieder geval in het Richtlijnvoorstel moeten worden verhelderd dat waar bijvoorbeeld aan een aankomend bestuurder beloning is betaald voorafgaande aan zijn benoeming, en dus voorafgaande aan de goedkeuring van zijn beloning als bestuurder, dit niet kan worden teruggevorderd.

Artikel 9b ten slotte van het Richtlijnvoorstel voorziet in een stemming over het remuneratierapport. De VEUO is daar geen voorstander van. Vorig jaar is na een intensief debat met en in de Tweede Kamer nu juist uitdrukkelijk, en terecht, besloten dat naar Nederlands recht weliswaar gerechtvaardigd is om de uitvoering van het remuneratiebeleid te agenderen, maar dat het onlogisch en ongewenst is daarover een stemming van de algemene vergadering uit te lokken. Een dergelijke stemming kan immers geen enkel gevolg hebben en is daarmee een besluit dat uitsluitend voor verwarring en onduidelijkheid kan zorgen. De VEUO dringt er derhalve bij de Minister op aan om ook in Europees verband te volstaan met de jaarlijkse agendering van de bespreking van het beloningsbeleid.

## **Afsluiting**

De VEUO hoopt met het voorgaande een bijdrage te hebben geleverd aan de verdere verbetering van het onderhavige Richtlijnvoorstel. Voor alle duidelijkheid onderstreept de VEUO graag nog eens dat het doel van dit Richtlijnvoorstel, namelijk het leveren van een bijdrage aan het versterken van het lange termijn perspectief van ondernemingen en daarmee van de Europese economie, van harte wordt onderschreven.

Vanzelfsprekend zijn wij graag beschikbaar om het bovenstaande nog nader toe te lichten zowel mondeling als schriftelijk al naar gelang waar uw voorkeur naar uitgaat.

Hoogachtend en met vriendelijke groet,

Namens de VEUO



H.J. de Kluiver  
Algemeen Secretaris VEUO

