



Aan het Ministerie van Justitie en Veiligheid
T.a.v. de Minister voor Rechtsbescherming
Postbus 20301
2500 EH Den Haag

Den Haag, 27 maart 2018

Ref: B18.10

Betreft: Consultatie voorontwerp ter implementatie van de richtlijn langetermijnbetrokkenheid
aandeelhouders

Geachte heer Dekker,

Graag maakt Eumedion gebruik van de mogelijkheid om te reageren op het consultatiedocument d.d. 27 februari 2018 inzake het voorontwerp ter implementatie van de richtlijn langetermijnbetrokkenheid aandeelhouders (hierna: het voorontwerp).

1. Algemeen

Het voorontwerp strekt tot implementatie van de richtlijn langetermijnbetrokkenheid aandeelhouders¹ (hierna: richtlijn). Kort gezegd, bevat deze richtlijn bepalingen om: a) de betrokkenheid van aandeelhouders bij de corporate governance van beursvennootschappen verder te vergroten en b) de transparantie tussen beursvennootschappen en beleggers te bevorderen. Het op verantwoorde en efficiënte wijze uitoefenen van de aan 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). Betrokken en verantwoord aandeelhouderschap is hét speerpunt waar de bij Eumedion aangesloten institutionele beleggers, allen met een lange

¹ Richtlijn 2017/828/EU van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft (PbEU 2017, L132).

termijn beleggingshorizon, zich individueel en in collectief verband voor inspannen. Eumedion onderschrijft daarom van harte de achterliggende doelstellingen van het voorontwerp.

Bij enkele onderdelen van het voorontwerp heeft Eumedion echter de nodige bedenkingen. Het betreft in het bijzonder:

- De gekozen uitgangspunten voor de implementatie. Ten onrechte wordt het belang van een aantrekkelijk beleggingsklimaat niet meegenomen.
- De dubblures tussen het voorontwerp en de reeds bestaande bepalingen over het bezoldigingsbeleid. Deze dragen niet bij aan de gebruiksvriendelijkheid van de wet en leiden tot onnodige administratieve lasten.
- De uitwerking van de bepalingen over het bezoldigingsverslag. Eumedion meent dat onder andere moet worden verduidelijkt of het bezoldigingsverslag onderdeel uitmaakt van het bestuursverslag, tijdens welke algemene vergadering dit verslag ter adviserende stemming moet worden voorgelegd aan de algemene vergadering en welke rol de accountant heeft bij dit verslag.
- Het gebruik van de lidstaatoptie op grond waarvan kleine en middelgrote beursvennootschappen hun bezoldigingsverslag slechts ter bespreking hoeven voor te leggen aan de algemene vergadering als alternatief voor de adviserende stemming (conceptart. 2:135b, lid 3, BW). Ook bij kleine en middelgrote beursvennootschappen ontstaat met enige regelmaat discussie over de uitvoering van het bezoldigingsbeleid en willen aandeelhouders via een adviserende stemming vinger aan de pols houden ten aanzien van de toekenning van bezoldiging(selementen). Eumedion meent dat ook de algemene vergadering van kleine en middelgrote beursvennootschappen de bevoegdheid zou moeten krijgen om een adviserende stem uit te brengen over het bezoldigingsverslag en pleit ervoor om geen gebruik te maken van voornoemde lidstaatoptie. Extra administratieve lasten zijn er namelijk niet.
- Het voorstel om de wettelijke verankering van de in de corporate governance code opgenomen bepalingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders te behouden. Het behoud daarvan is niet langer nodig. Het doel waarvoor destijds is gekozen voor wettelijke verankering wordt voortaan al bereikt door middel van het voorontwerp. Eumedion pleit er daarom voor om de wettelijke verankering in te trekken en art. 5:86 van de Wft te schrappen.
- De keuze van de wetgever om art. 9 quater, lid 4, derde alinea, van de richtlijn niet te implementeren. De Nederlandse wet schrijft al voor dat majeure van betekenis zijnde art. 2:107a BW- transacties met verbonden aandeelhouders moeten worden goedgekeurd door de algemene vergadering. Gelet hierop moet ook uitvoering worden gegeven aan het onderdeel van de richtlijn waaruit volgt dat een aandeelhouder die als verbonden partij

betrokken is bij een van betekenis zijnde transactie, moeten worden uitgesloten van de stemming over die transactie. Eumedion pleit ervoor om art. 2:107a BW in lijn te brengen met de richtlijn.

Alvorens in te gaan op het voorontwerp wil Eumedion eerst nog een opmerking maken over de consultatietermijn. Eumedion stelt het op prijs dat het voorontwerp openbaar wordt geconsulteerd. Wel vindt Eumedion de consultatietermijn van vier weken te kort. Wij zouden het zeer op prijs stellen als bij toekomstige consultaties een langere termijn wordt gehanteerd. Het opstellen van een reactie kost – zeker bij een belangrijk onderwerp en uitgebreid voorontwerp als dit – nu eenmaal behoorlijk wat tijd. Een langere termijn kan volgens ons ook bijdragen aan een verbetering van de kwaliteit van de consultatiereacties en daarmee aan een verbeterd voorontwerp.

2. Belang van een gunstig beleggingsklimaat ten onrechte niet meegenomen als uitgangspunt voor de implementatie

In paragraaf 3 zijn vier uitgangspunten voor de implementatie geformuleerd. Hieruit blijkt onder meer dat lidstaatopties worden overgenomen indien ze bijdragen aan lastenverlichting of aansluiten bij bestaande praktijk, wetgeving, zelfregulering of rechtspraak. Hoewel Eumedion het belang van lastenverlichting onderschrijft, meent zij dat dit niet ten koste zou moeten gaan van effectieve zeggenschap door aandeelhouders. Zoals de Europese Commissie terecht onderkent, is effectieve zeggenschap van de aandeelhouders een eerste vereiste voor een goede corporate governance² en is effectieve en duurzame aandeelhoudersbetrokkenheid een van de hoekstenen van het corporate governance model van beursvennootschappen dat gebaseerd is op controlemechanismen tussen de verschillende organen en belanghebbenden³. Een noodzakelijke voorwaarde hiervoor is dat aandeelhouders a) afdoende rechten hebben en b) deze rechten effectief kunnen uitoefenen. Wanneer aandeelhouders twifelen aan de mate van bescherming van hun belangen in een bepaald land, dan heeft dat gevolgen voor alle beursvennootschappen die in dat land zijn gevestigd. Het is daarom van groot belang dat aandeelhouders vertrouwen houden in het Nederlandse systeem van corporate governance en *checks and balances*. Eumedion vindt daarom dat Nederland bij de implementatie van de richtlijn qua aandeelhoudersrechten niet uit de pas zou moeten lopen bij andere lidstaten. Het gaat dan in het bijzonder om de implementatie van de bepalingen over de betrokkenheid van aandeelhouders bij zowel het bezoldigingsverslag als *related party transactions* en om de implementatie van de bepalingen over de effectieve uitoefening van aandeelhoudersrechten. Gelet op het voorgaande

² Zie overweging 3 bij de richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen (PbEU 2007, L184).

³ Zie overweging 14 bij de richtlijn.

meent Eumedion dat het belang van een gunstig beleggingsklimaat zou moeten worden toegevoegd aan het lijstje met uitgangspunten voor de implementatie van de richtlijn.

3. Doublures met bestaande regelgeving over het bezoldigingsbeleid moeten worden voorkomen

Conceptart. 2:135a, lid 5, BW stelt vereisten aan de inhoud van het bezoldigingsbeleid van een beursvennootschap. Zoals in de conceptmemorie van toelichting (p. 5) terecht wordt onderkend, overlappen deze vereisten deels met de reeds bestaande eisen die worden gesteld aan het bezoldigingsbeleid van naamloze vennootschappen (hierna: NV's). Op grond van deze bestaande eisen dienen in het bezoldigingsbeleid ten minste de in art. 2:383c tot en met e BW omschreven onderwerpen aan de orde te komen. Uit de toelichting volgt dat omwille van de leesbaarheid van conceptart. 2:135a, lid 5, BW ervoor gekozen is om alle verplichtingen uit de richtlijn op te nemen in dat artikel in plaats van een verwijzing naar art. 2:383c tot en met e BW. Hoewel Eumedion snapt dat deze aanpak de leesbaarheid van conceptart. 2:135a BW ten goede komt, meent zij dat dit niet bijdraagt aan de gebruiksvriendelijkheid van de wet en tot onnodige administratieve lasten leidt. De gekozen aanpak leidt ertoe dat beursvennootschappen en aandeelhouders meerdere BW-bepalingen moeten raadplegen om inzicht te krijgen in de eisen die worden gesteld aan het bezoldigingsbeleid. Om dit te voorkomen is Eumedion er voorstander van dat de eisen uit art. 2:383c tot en met e BW worden geïntegreerd in conceptart. 2:135a, lid 5, BW. Kortom, Eumedion meent dat in art. 2:135, lid 1, laatste zin, BW voor beursvennootschappen zou moeten worden verwezen naar art. 2:135a BW.

4. Wenselijk dat het bezoldigingsverslag onderdeel uitmaakt van het bestuursverslag

Een ander punt van aandacht is de verplichting voor beursvennootschappen om te rapporteren over de uitvoering van het bezoldigingsbeleid. Zoals terecht door de wetgever wordt onderkend (p. 7 van de conceptmemorie van toelichting) dient op grond van de reeds bestaande regels in het bestuursverslag informatie te worden opgenomen over de wijze waarop het bezoldigingsbeleid in het verslagjaar in de praktijk is gebracht (artikel 2:391, lid 2, BW) en dient in de toelichting bij de jaarrekening informatie te worden opgenomen over de bezoldiging (artikel 2:383c tot en met e BW). Het artikel uit de richtlijn dat ziet op het bezoldigingsverslag wordt in een nieuw artikel geïmplementeerd, te weten conceptart. 2:135b BW. Het is voor Eumedion niet duidelijk of dit bezoldigingsverslag onderdeel uitmaakt van het bestuursverslag en adviseert om dit te verduidelijken. Vanuit het oogpunt van overzichtelijkheid en gebruikersvriendelijkheid verdient het de voorkeur om het bezoldigingsverslag wél onderdeel te laten zijn van het bestuursverslag. Dit kan eventueel ook door in het bestuursverslag te refereren aan een separaat bezoldigingsverslag, bij voorkeur in combinatie met een *hyperlink* naar dat separate verslag in het bestuursverslag. Mocht de wetgever van mening zijn dat het bezoldigingsverslag een separaat

verslag is dat geen onderdeel uitmaakt van het bestuursverslag dan vindt Eumedion het wenselijk dat wordt verduidelijkt tijdens welke algemene vergadering het bezoldigingsverslag ter adviserende stemming moet worden voorgelegd aan de algemene vergadering. Wat ons betreft moet de stemming over het bezoldigingsverslag plaatsvinden tijdens de algemene vergadering waarin de jaarrekening moet worden vastgesteld.⁴

5. Rol accountant bij het bezoldigingsverslag onduidelijk

Daarnaast is de rol die de accountant bij het bezoldigingsverslag heeft niet duidelijk. In conceptart. 2:135b, lid 8, BW valt te lezen dat de accountant controleert of het bezoldigingsverslag de in dat artikel vereiste informatie bevat. Eumedion is hier een voorstander van. Wel vraagt Eumedion zich af wat de omvang van de rol van de accountant bij het bezoldigingsverslag is en vindt het wenselijk dat dit wordt verduidelijkt. Moet de accountant slechts onderzoeken of de in art. 2:135b BW vereiste informatie aanwezig is in het bezoldigingsverslag⁵ of moet de accountant deze informatie ook inhoudelijk toetsen? Aangezien in de wettekst (en in de richtlijn) wordt gesproken over controleren, lijkt het dat de accountant meer moet doen dan een aanwezigheidstoets. Indien dat het geval is, dan vraagt Eumedion zich af op welke wijze de accountant hier uitvoering aan moet geven. Kan de accountant bijvoorbeeld wel controleren of het totale bedrag van de bezoldiging inderdaad bijdraagt aan de langetermijnprestaties van de vennootschap, zoals conceptart. 2:135b, lid 4, onderdeel c, BW bepaalt? Daarnaast is het niet ondenkbaar dat in het bezoldigingsverslag meer informatie wordt opgenomen dan door de wet wordt vereist. Eumedion vraagt zich af wat van de accountant wordt verwacht ten aanzien van deze additionele informatie en adviseert om dit te verduidelijken. Voorts vraagt Eumedion zich af hoe de controleverplichting van de accountant uit conceptart. 2:135b, lid 8, BW zich verhoudt tot de reeds bestaande verplichting van de accountant om na te gaan of er geen materiële onjuistheden in het bestuursverslag staan over onder meer de wijze waarop het bezoldigingsbeleid in het verslagjaar in de praktijk is gebracht?

6. Ook bij kleine en middelgrote vennootschappen zou het bezoldigingsverslag ter adviserende stemming aan de algemene vergadering moeten worden voorgelegd

Uit de conceptmemorie van toelichting (p. 11) blijkt dat de wetgever ervoor heeft gekozen om gebruik te maken van de lidstaatoptie⁶ op basis waarvan kleine en middelgrote beursvennootschappen het bezoldigingsverslag slechts ter bespreking hoeven voor te leggen aan de algemene vergadering als alternatief voor de adviserende stemming. Als reden wordt de lastenverlichting voor kleine en middelgrote beursvennootschappen aangevoerd. Eumedion vindt

⁴ Vgl. ook conceptart. 2:135b, lid 3, BW waaruit blijkt dat bij kleine en middelgrote ondernemingen het bezoldigingsverslag moet worden besproken tijdens de algemene vergadering waarin de vaststelling van de jaarrekening op de agenda staat.

⁵ Vgl. art. 9 ter, lid 5, eerste alinea van de richtlijn waaruit volgt dat de wettelijke auditor of het auditkantoor controleert of de bij art. 9 ter vereiste informatie is verstrekt.

⁶ Art. 9 ter, lid 4, tweede alinea, van de richtlijn.

dit niet steekhoudend. Ten eerste speelt het lastenverzwaringpunt geen rol. Qua administratieve lasten maakt het weinig verschil of een bezoldigingsverslag als discussiepunt wordt behandeld tijdens een algemene vergadering of ter adviserende stemming wordt voorgelegd. Het enige verschil is dat in het tweede geval de discussie over het bezoldigingsverslag moet worden afgesloten met een stemming. Het houden van een stemming hoeft niet tot extra lasten te leiden omdat deze per acclamatie kan geschieden, stemkastjes zijn immers niet verplicht voorgeschreven. Ten tweede ziet Eumedion niet in waarom het bij kleine en middelgrote beursvennootschappen minder belangrijk is dat het bezoldigingsbeleid wordt uitgevoerd overeenkomstig het door de algemene vergadering vastgestelde beleid. Ook bij kleine en middelgrote beursvennootschappen ontstaat met enige regelmaat discussie over de uitvoering van het bezoldigingsbeleid en willen aandeelhouders vinger aan de pols houden ten aanzien van de toekenning van bezoldiging(selementen). Dit zou wat Eumedion betreft moeten geschieden via een adviserende stemming over het bezoldigingsverslag in de algemene vergadering. Ten derde kan erop worden gewezen dat het inconsistent zou zijn om de algemene vergadering wel de bevoegdheid te geven om het bezoldigingsbeleid van alle beursvennootschappen vast te stellen maar de bevoegdheid om een adviserende stem uit te brengen over de uitvoering van dat beleid ten aanzien van een deel van deze vennootschappen te onthouden. Eumedion meent dat ook de algemene vergadering van kleine en middelgrote beursvennootschappen de bevoegdheid zou moeten krijgen om een adviserende stem uit te brengen over het bezoldigingsverslag. Eumedion pleit er daarom vanuit het perspectief van een aantrekkelijk beleggingsklimaat voor om conceptart. 2:135b, lid 3, BW te schrappen en geen gebruik te maken van de lidstaattoptie uit art. 9 ter, lid 4, tweede alinea, van de richtlijn.

Daarnaast vinden wij dat geregeld zou moeten worden dat in ieder geval de voorzitter van de remuneratiecommissie zijn of haar portefeuille ter beschikking moet stellen als de algemene vergadering tegen het bezoldigingsverslag heeft gestemd. Hier kan een prikkel van uitgaan om op een verantwoorde manier uitvoering te geven aan het bezoldigingsbeleid. Mocht de desbetreffende voorzitter van de remuneratiecommissie in functie willen blijven, dan vinden wij dat dit expliciet zou moeten worden goedgekeurd door de algemene vergadering.

7. Wettelijke verankering van de in de corporate governance code opgenomen bepalingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders niet langer nodig

Op grond van het reeds bestaande art. 5:86 van de Wft dienen institutionele beleggers met zetel in Nederland (kort gezegd: beleggingsinstellingen, instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's), levensverzekeraars, pensioenfondsen en premiepensioeninstellingen) mededeling te doen over de naleving van de tot hen gerichte principes en *best practice* bepalingen uit de corporate governance code. In de conceptmemorie van toelichting (p. 3) valt te

lezen dat een deel van de in de richtlijn opgenomen transparantieplichtingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders met zetel in Nederland aansluit bij hetgeen als principe c.q. *best practice* bepaling is opgenomen in de corporate governance code. Eumedion meent dat het niet langer nodig is om de in de corporate governance code opgenomen bepalingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders wettelijk te verankeren. Destijds is gekozen voor de wettelijke verankering van deze bepalingen met het doel om transparantie over het door institutionele beleggers gevoerde beleid ten aanzien van de uitoefening van het stemrecht op aandelen te vergroten, in het bijzonder ten opzichte van de achterliggende begunstigden. Tegen deze achtergrond is er destijds bepaald dat in Nederland gevestigde institutionele beleggers en vermogensbeheerders aan hun achterliggende beleggers en cliënten verantwoording moeten afleggen over het beleid ten aanzien van de uitoefening van stemrecht op de door hen gehouden aandelen (of certificaten daarvan) die – waar dan ook ter wereld – tot de handel op een markt in financiële instrumenten zijn toegelaten.⁷ Eumedion meent dat het voor het bereiken van dit doel niet langer noodzakelijk is om de in de corporate governance code opgenomen bepalingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders wettelijk te verankeren. Dit doel wordt immers voortaan al bereikt door middel van het voorontwerp. Institutionele beleggers en vermogensbeheerders dienen voortaan op grond van conceptart. 5:87c van de Wft te rapporteren over de uitvoering van hun betrokkenheidsbeleid. Hierbij dient ook te worden gerapporteerd over de wijze waarop de institutionele belegger of vermogensbeheerder heeft gestemd op de algemene vergaderingen van de vennootschappen waarin is belegd. Een andere reden waarom destijds is gekozen voor de wettelijke verankering was dat het de positie van de achterliggende begunstigden van institutionele beleggers en vermogensbeheerders zou versterken. De verplichting tot het doen van een mededeling omtrent de naleving van de voor institutionele beleggers toepasselijke principes en *best practice* bepalingen uit de corporate governance code werd door de verankering immers een wettelijke verplichting. Door het voorontwerp gaat deze reden ook niet langer op. Gelet op het bovenstaande pleit Eumedion ervoor om de wettelijke verankering van de in de corporate governance code opgenomen bepalingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders in te trekken en art. 5:86 van de Wft te schrappen.

8. Een aandeelhouder die als verbonden partij betrokken is bij een majeure van betekenis zijnde art. 2:107a- BW transactie moeten worden uitgesloten van de stemming over die transactie

In conceptart. 2:169 BW is geregeld dat van betekenis zijnde transacties met een verbonden partij die niet in het kader van de normale bedrijfsvoering of niet onder normale marktvoorwaarden zijn aangegaan, moeten worden goedgekeurd door de raad van commissarissen of, in het geval van een *one tier board*, door het bestuur. Er wordt geen gebruik

⁷ Kamerstukken II 2006/07, 30 658, nr. 5, p. 18/19.

gemaakt van de aan lidstaten geboden mogelijkheid om aandeelhouders te laten stemmen over van betekenis zijnde transacties met verbonden partijen die het bestuurs- of toezichthoudend orgaan van de vennootschap heeft goedgekeurd (art. 9 quater, lid 4, tweede alinea, van de richtlijn). Het gebruik van deze optie zou volgens de wetgever a) leiden tot lastenverzwaring voor vennootschappen en b) niet passen binnen het Nederlandse systeem waarin het bestuur en de raad van commissarissen handelen in het belang van de vennootschap.⁸

Eumedion kan zich erin vinden dat zogenoemde niet-majeure van betekenis zijnde transacties met verbonden partijen⁹ slechts hoeven te worden goedgekeurd door de raad van commissarissen of in het geval van een *one tier board* door het bestuur, en niet door de algemene vergadering. Voor majeure van betekenis zijnde art. 2:107a BW- transacties¹⁰ met verbonden partijen – ongeacht of deze worden gesloten in het kader van de normale bedrijfsvoering of onder normale marktvoorwaarden of niet – voorziet de wet immers al in een goedkeuringrecht voor de algemene vergadering. Hoewel dit niet uit de conceptmemorie van toelichting en uit de transponeringstabel blijkt, is de Nederlandse wet op dit punt al in overeenstemming met de richtlijn en is het voor majeure van betekenis zijnde art. 2:107a BW- transacties niet nodig om art. 9 quater, lid 4, tweede alinea jo. lid 5, tweede alinea, van de richtlijn te implementeren. Dat geldt echter niet voor art. 9 quater, lid 4, derde alinea, van de richtlijn. Dat onderdeel van de richtlijn schrijft (onder meer) voor dat indien bij een van betekenis zijnde transactie met een verbonden partij een aandeelhouder betrokken is, deze aandeelhouder niet aan de stemming mag deelnemen. Ten onrechte wordt dit onderdeel van de richtlijn niet geïmplementeerd.¹¹ De wetgever lijkt eraan voorbij te gaan dat majeure van betekenis zijnde art. 2:107a BW- transacties met verbonden aandeelhouders nu ook al door de algemene vergadering moeten worden goedgekeurd op grond van art. 2:107a BW. Eumedion meent dat voor die gevallen voornoemd onderdeel uit de richtlijn moet worden geïmplementeerd. Kortom, Eumedion meent dat art. 2:107a BW in lijn moet worden gebracht met art. 9 quater, lid 4, derde alinea, van de richtlijn. In dat kader zou aansluiting kunnen worden gezocht bij de Nederlandse biedingsregels waarin reeds is geregeld dat een controlerend aandeelhouder¹² en personen met wie hij in onderling overleg handelt niet mogen meedoen aan de stemming in de algemene

⁸ Zie conceptmemorie van toelichting p. 15.

⁹ Dat wil zeggen van betekenis zijnde transacties die niet kwalificeren als een 2:107a BW-transactie.

¹⁰ Bij majeure van betekenis zijnde transacties gaat het volgens art. 2:107a BW om besluiten van het bestuur omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming. Op grond van dit artikel dienen de volgende transacties in ieder geval door de algemene vergadering te worden goedgekeurd: 1) overdracht van de onderneming of vrijwel de gehele onderneming aan een derde, 2) het aangaan of verbreken van duurzame samenwerking van de vennootschap met een andere rechtspersoon of vennootschap indien deze samenwerking of verbreking van ingrijpende betekenis is voor de vennootschap en 3) het nemen of afstoten van een deelneming in het kapitaal van een vennootschap ter waarde van ten minste een derde van het bedrag van de activa volgens de (geconsolideerde) balans met toelichting volgens de laatst vastgestelde jaarrekening van de vennootschap.

¹¹ Op p. 15 van de conceptmemorie van toelichting valt te lezen dat dit onderdeel van de richtlijn geen implementatie behoeft aangezien de optie in art. 9 quater, lid 4, tweede alinea, van de richtlijn evenmin worden geïmplementeerd.

¹² Een aandeelhouder die in ieder geval een belang van groter dan 30% van de stemrechten houdt.

waarin wordt besloten hem vrij te stellen van de biedplicht.¹³ Daarnaast zou de wetgever aansluiting kunnen zoeken bij de in de Wft opgenomen bepalingen over het beloningsbeleid voor financiële ondernemingen. Hieruit volgt onder meer dat bestuurders en andere medewerkers van deze ondernemingen niet mogen meestemmen in de algemene vergadering waarin wordt besloten om deze personen een hogere bonus toe te kennen dan 100% van het vaste salaris.¹⁴

Volledigheidshalve wijst Eumedion nog op het volgende. Art. 9 quater, lid 4, vierde alinea, van de richtlijn geeft lidstaten de optie om – mits aan bepaalde voorwaarden is voldaan – toe te staan dat de aandeelhouder die verbonden partij is wel mag deelnemen aan de stemming over de goedkeuring van de van betekenis zijnde transactie waarbij hij betrokken is. Een van de voorwaarden is dat wordt verhinderd dat de aandeelhouder die verbonden partij is de transactie toch goedkeurt indien de meerderheid van de aandeelhouders die geen verboden partij zijn ertegen is. Aangezien in de Nederlandse context niet aan deze voorwaarde wordt voldaan, is het gebruik van deze lidstaatoptie niet aan de orde.

Eumedion meent dat de hierboven genoemde punten moeten worden geadresseerd in het voorontwerp, de toelichting en de transponeringstabel.

9. Ook een *statement* van de raad van commissarissen zou onderdeel moeten uitmaken van de informatie die openbaar moet worden gemaakt over van betekenis zijnde transacties

In de conceptmemorie van toelichting (p. 14) valt te lezen dat geen gebruik wordt gemaakt van de lidstaatoptie om de aankondiging van een van betekenis zijnde transactie vergezeld te laten gaan door een apart verslag waarin wordt beoordeeld of de transacties al dan niet redelijk en billijk is en waarin wordt toegelicht van welke veronderstellingen daarbij is uitgegaan en welke methoden daarbij zijn gehanteerd. Eumedion kan zich hier met het oog op het beperken van administratieve lasten voor vennootschappen wel iets bij voorstellen. Op grond van conceptart. 2:168 BW (en art. 9 quater, lid 2, van de richtlijn)) dient bij de aankondiging van een van betekenis zijnde transactie bepaalde informatie openbaar te worden gemaakt. Hieronder valt onder meer “andere informatie die noodzakelijk is voor de beoordeling of de transactie in redelijkheid kon worden aangegaan vanuit het oogpunt van de vennootschap en de aandeelhouders die geen verbonden partij zijn”. Uit de conceptmemorie van toelichting (p. 41) volgt dat hierbij moet worden gedacht aan de reden van het aangaan van de transactie of de voorwaarden waaraan de verbonden partijen op grond van de transactiedocumentatie dienen te voldoen. Eumedion meent dat ook een *statement* van de raad van commissarissen over de van betekenis zijnde transactie onderdeel zou moeten uitmaken van de informatie die openbaar moet worden gemaakt. Dit sluit ook aan bij de reeds

¹³ Art. 2 Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft.

¹⁴ Art. 1:121, lid 4, Wft jo. art. 94, lid 1, onderdeel g, onder ii, CRD IV.

bestaande rechtspraak over de rol van de raad van commissarissen en de informatieverstrekking aan de algemene vergadering.¹⁵ Eumedion beveelt aan om dit te verduidelijken.

10. Richtlijn voorziet niet in een *recall*-verplichting voor vermogensbeheerders in het geval van *securities lending*

In de conceptmemorie van toelichting (p. 47) wordt ingegaan op het fenomeen *securities lending*. Volgens de wetgever kan het uitlenen van aandelen controverserige veroorzaken inzake aandeelhoudersbetrokkenheid. Eumedion erkent dat de praktijk van *securities lending* leidt tot een dilemma op het terrein van corporate governance. De institutionele belegger zal de hoogte van de uitleenvergoeding, die ten gunste van zijn begunstigen kan worden verdiend, dienen af te wegen tegen de baten van het stemmen op de algemene vergadering. In de toelichting valt te lezen dat verkochte aandelen ten behoeve van de betrokkenheid, met inbegrip van het stemmen tijdens de algemene vergadering, moeten worden teruggeëist.¹⁶ Eumedion meent dat dit wel erg ver gaat en niet aansluit bij de praktijk. Daarnaast vraagt Eumedion zich af of een dergelijke *recall*-verplichting wel is beoogd. Op grond van de richtlijn (art. 3 decies van de richtlijn) dienen vermogensbeheerders te rapporteren over hun beleid inzake *securities lending* en de wijze waarop dat beleid wordt toegepast, met name tijdens de algemene vergadering van de vennootschappen waarin is belegd. Eumedion kan zich hierin vinden. Eumedion kan zich echter niet vinden in de interpretatie van de wetgever dat uitgeleende aandelen verplicht moeten worden teruggeëist ten behoeve van de betrokkenheid. Een dergelijke *recall-verplichting* is ook niet opgenomen in de artikelen van de richtlijn. Wat Eumedion betreft zouden vermogensbeheerders in hun beleid inzake *securities lending* moeten aangeven in welke gevallen zij uitgeleende aandelen *recallen*. Dit sluit ook beter aan bij de praktijk. Eumedion heeft in 2006 in haar evaluatie van het AVA-seizoen 2006 de positie ingenomen dat het uitlenen van aandelen door institutionele beleggers in voor de beursvennootschap “*event driven* situaties” moet worden ontmoedigd. Indien een bepaalde algemene vergadering een dergelijke *event driven* situatie kan opleveren, attendeert Eumedion haar deelnemers hierop. In dat geval geeft Eumedion haar deelnemers in overweging om de eventueel uitgeleende aandelen voor de registratiedatum die voor deze algemene vergadering geldt, terug te halen.¹⁷ Eumedion meent dat de toelichting in overeenstemming moet worden gebracht met de in art. 3 decies van de richtlijn opgenomen verplichtingen voor vermogensbeheerders en de bestaande praktijk ten aanzien van *securities lending*.

¹⁵ Gerechtshof Amsterdam (OK), 15 februari 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:BZ1149 (Van der Moolen Holding N.V.), Gerechtshof Amsterdam (OK), 8 april 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:1243 (AAA Auto Group N.V.), Gerechtshof Amsterdam (OK), 6 februari 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:377 (Xeikon N.V.), Gerechtshof Amsterdam (OK), 24 april 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1626 en Gerechtshof Amsterdam (OK), 14 juli 2017, *Ondernemingsrecht* 2017/122 (Fortuna Entertainment Group N.V.).

¹⁶ Zie ook overweging 21 bij de richtlijn.

¹⁷ <https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/handboeken/eumedion-handboek-cg-2017.pdf> en https://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/position-papers/position_paper_securities_lending.pdf.

Afsluitend wil Eumedion nog een wat meer technische opmerkingen maken. In de conceptmemorie van toelichting (p. 47) valt te lezen dat verkochte aandelen met inbegrip van het stemmen tijdens de algemene vergadering moeten worden teruggeëist. Eumedion meent dat verduidelijkt zou moeten worden dat het gaat om het *recallen* van aandelen vóór de **registratiedatum**. Op de registratiedatum wordt immers al vastgelegd wie er tijdens de algemene vergadering stemgerechtigd is. Dit zou volgens ons ook moeten worden gereflecteerd in conceptart. 5:87e, lid 2, onderdeel d, van de Wft.

11. Mate van bescherming van aandeel – en certificaathouders van beursgenoteerde BV's moet gelijk worden getrokken met die van beursgenoteerde NV's

In conceptart. 2:187 BW wordt een schakelbepaling geïntroduceerd waardoor bepaalde artikelen uit boek 2 van het BW van overeenkomstige toepassing worden verklaard op beursgenoteerde BV's. Eumedion is hier een voorstander van. Wel valt het Eumedion op dat niet alle wettelijke bepalingen die de positie van aandeel- en certificaathouders van NV's moet beschermen, van overeenkomstige toepassing worden verklaard op de aandeel- en certificaathouders van de BV. Zo worden bijvoorbeeld de volgende bepalingen niet van overeenkomstige toepassing verklaard: het recht voor certificaathouders om 'in normale omstandigheden' het stemrecht te kunnen uitoefenen, het verplichte openbare bod in het geval een partij overwegende zeggenschap verkrijgt, het goedkeuringsrecht van de algemene vergadering inzake belangrijke bestuursbesluiten ex art. 2:107a BW en de publicatie van een verklaring over de toepassing van de Nederlandse corporate governance code. Wij zien niet in waarom de aandeel- en certificaathouders van een beursgenoteerde BV een mindere mate van bescherming zouden moeten hebben dan de aandeel- en certificaathouders van een beursgenoteerde NV. Wij pleiten er daarom voor om de mate van bescherming van aandeel- en certificaathouders van beursgenoteerde BV's op hetzelfde niveau te brengen als die van aandeel- en certificaathouders van beursgenoteerde NV's.

12. Afsluitend: overige opmerkingen

Algemeen

- In de concept memorie van toelichting (p. 1) valt te lezen dat de richtlijn in art. 3 bis, lid 8, art. 3 ter, lid 6, en art. 3 quater, lid 3, aan de Europese Commissie de bevoegdheid toekent om uitvoeringshandelingen vast te stellen. Eumedion meent dat het de inzichtelijkheid van de wetgeving ten goede komt als in de artikelsgewijze toelichting wordt vermeld welke artikelen uit de richtlijn nader worden uitgewerkt door de Europese Commissie. Dit zou bijvoorbeeld moeten worden opgenomen bij de artikelsgewijze toelichting op conceptart. 2:120, lid 6, BW en conceptart. 49b, 49d, 49da en 49db van de Wge.

Bezoldigingsbeleid en bezoldigingsverslag

- Een punt waar verduidelijking wenselijk is, is de frequentie van de openbaarmaking van het bezoldigingsverslag. In conceptart. 2:135b BW wordt geregeld dat het bezoldigingsverslag aan de algemene vergadering moet worden voorgelegd ter raadgevende stemming (lid 2) en dat dat verslag na de algemene vergadering openbaar moet worden gemaakt op de website van de vennootschap (lid 7). Eumedion vraagt zich af of aan deze openbaarmakingsverplichting is voldaan indien het bezoldigingsverslag bij de agenda voor de algemene vergadering waarin over dat verslag zal worden gestemd, is gevoegd. Of is het de bedoeling dat het bezoldigingsverslag na de algemene vergadering nog een keer openbaar wordt gemaakt? Gelet op het voorkomen van onnodige administratieve lasten lijkt dat laatste niet voor de hand te liggen. De algemene vergadering heeft immers slechts het recht om een raadgevende stem uit te brengen over het bezoldigingsverslag en heeft dus niet het recht om dat verslag te amenderen. Eumedion vindt het wenselijk dat hier meer duidelijkheid over komt.
- In het bezoldigingsverslag moet op grond van conceptart. 2:135b, lid 4, BW worden ingegaan op zaken zoals het totale bedrag aan bezoldigingen uitgesplitst naar onderdeel (onderdeel a), het relatieve aandeel van de vaste en variabele bezoldigingen (onderdeel b), de wijze waarop prestatiecriteria zijn toegepast (onderdeel d), het aantal toegekende en aangeboden aandelen en aandelenopties en de belangrijkste voorwaarden voor uitoefening van de rechten (onderdeel g), de gehele of gedeeltelijke terugvordering van een bonus (onderdeel h). Eumedion vindt de huidige formulering wat ongelukkig gekozen omdat hieruit niet blijkt dat deze informatie per bestuurder moet worden verstrekt. Eumedion meent dat in lijn met art. 9 ter van de richtlijn uit de tekst van conceptart. 2:135b, lid 4, BW zou moeten blijken dat de aldaar genoemde informatie per bestuurder moet worden verstrekt.¹⁸ Daarnaast is het voor Eumedion niet duidelijk hoe conceptart. 2:135b, lid 4, onderdeel a, BW dat bepaalt dat het totale bedrag aan bezoldigingen moet worden uitgesplitst naar onderdeel moet worden uitgelegd. Welke onderdelen heeft de wetgever daarbij op het oog? Zijn dat de in art. 2:383c tot en met e BW omschreven onderwerpen? Eumedion adviseert om dit te verduidelijken.
- In conceptart. 2:135a, lid 5, onderdeel g, BW wordt art. 9 bis, lid 6, zesde alinea, eerste zin, van de richtlijn geïmplementeerd. Uit deze richtlijn bepaling volgt dat in het bezoldigingsbeleid een omschrijving moet worden opgenomen van de besluitvorming die voor de vaststelling, herziening en uitvoering van het beleid wordt gevolgd, met inbegrip van maatregelen om belangenconflicten te voorkomen of te beheersen en, indien van toepassing, de rol van de remuneratiecommissie of andere bevoegde commissies. Over de rol van de

¹⁸ Zie ook overweging 34 bij de richtlijn waaruit volgt dat aandeelhouders, potentiële beleggers en belanghebbenden in staat moeten worden gesteld een volledig en betrouwbaar beeld van de aan elke bestuurder toegekende bezoldiging te verkrijgen en dat het bijzonder belangrijk is dat elk onderdeel en het totale bedrag van de bezoldiging openbaar wordt gemaakt.

remuneratiecommissie wordt echter gezwegen in conceptart. 2:135a BW. Eumedion meent dat het de inzichtelijkheid van de wetgeving ten goede komt indien niet alleen uit de conceptmemorie van toelichting maar ook uit de wettekst zelf blijkt dat moet worden ingegaan op de rol van de remuneratiecommissie of een andere bevoegde commissie. Eumedion adviseert om in conceptart. 2:135a, lid 5, onderdeel g, BW nauwer aan te sluiten bij de tekst van de richtlijn.

- Eumedion meent dat conceptart. 2:135b, lid 4, onderdeel f, BW ten onrechte verder gaat dan de richtlijn. Op grond van het voorgestelde onderdeel f moet in het bezoldigingsverslag alle bezoldiging van bestuurders van dochtermaatschappen of maatschappijen waarvan het de financiële gegevens consolideert worden opgenomen. De richtlijn (art. 9 ter, lid 1, onderdeel c) gaat er volgens ons slechts vanuit dat in het bezoldigingsverslag moet worden vermeld of een bestuurder nog bezoldiging ontvangt van een andere onderneming binnen dezelfde groep. Het gaat dus om de bezoldiging die de bestuurder van de beursvennootschap ontvangt uit hoofde van zijn bestuurslidmaatschap van groepsmaatschappijen van deze vennootschap. Eumedion adviseert om conceptart. 2:135b BW op dit punt in lijn te brengen met de richtlijn.
- Uit onderdeel g van conceptart. 2:135b, lid 4, BW volgt dat in het bezoldigingsverslag moet worden ingegaan op het aantal toegekende aandelenopties. Het is voor Eumedion niet duidelijk waarom deze transparantieverplichting beperkt zou moeten worden tot aandelenopties alleen. Wat Eumedion betreft zou in het bezoldigingsverslag moeten worden ingegaan op alle toegekende rechten op aandelen, dus ook bijvoorbeeld *warrants*, SAR's, *phantom stock* en converteerbare obligaties. Eumedion meent dat aansluiting zou moeten worden gezocht bij de huidige formulering van art. 2:383d BW waarin wordt gesproken over het toekennen van rechten om aandelen in het kapitaal van de vennootschap (of een dochtermaatschappij) te nemen of te verkrijgen.
- Daarnaast is Eumedion verbaasd dat de wetgever er niet voor heeft gekozen om daar waar mogelijk aan te sluiten bij de reeds in het BW gehanteerde terminologie. Te meer nu een van de gehanteerde uitgangspunten voor de implementatie is om zoveel mogelijk aan te sluiten bij bestaande regelgeving en zelfregulering. In dit kader geeft Eumedion in overweging om in conceptart. 2:135a BW nauwer aan te sluiten bij de in het BW gebruikte terminologie. Het is verwarrend indien voor dezelfde zaken verschillende termen worden gehanteerd. Zo zou volgens Eumedion in plaats van het woord prestatiecriteria beter kunnen worden gesproken over door of vanwege de vennootschap gestelde doelen (vgl. art. 2:383c, lid 1, BW), in plaats van uitstelperioden over de termijn waarop de beloning betaalbaar is (vgl. art. 2:383c BW) en in plaats van wachtperiode die bepaalt op welk moment aandelen worden verkregen over de resterende looptijd van de nog niet uitgeoefende rechten (vgl. art. 2:383d BW).

- Voorts valt het Eumedion op dat op grond van conceptart. 2:135b, lid 4, onderdeel h, BW in het bezoldigingsverslag alleen hoeft te worden ingegaan op de gehele of gedeeltelijke terugvordering van bonussen op grond van art. 2:135, lid 8, BW. Wat Eumedion betreft zou ook moeten worden ingegaan op de aanpassing van een bonus op grond van art. 2:135, lid 6, BW (vgl. art. 2:383c, lid 6, BW).
- In conceptart. 2:135b, lid 5 en 6, BW worden art. 9 ter, lid 2 en 3, uit de richtlijn geïmplementeerd. Deze richtlijnbevestigingen zien – kort gezegd – op de verwerking van de persoonsgegevens van bestuurders in het bezoldigingsverslag. Eumedion vraagt zich af of boek 2 van het BW wel de aangewezen plek is om deze bepalingen over de verwerking van persoonsgegevens te implementeren. Ligt het niet voor de hand om deze richtlijnbevestigingen in de uitvoeringswet Algemene verordening gegevensbescherming te implementeren?
- In de conceptmemorie van toelichting (p. 9) valt te lezen dat in het bezoldigingsverslag ook beloningscomponenten zoals door de vennootschap betaalde kinderbijslag moeten worden opgenomen en dat in dat geval uitsluitend het bedrag van de toegekende bezoldiging bekend moet worden gemaakt zonder vermelding van de reden waarom. Eumedion wil hier enkele kanttekeningen bij plaatsen. Ten eerste vindt Eumedion het gekozen voorbeeld ongelukkig omdat kinderbijslag door de overheid wordt betaald en niet door vennootschappen. Ten tweede vraagt Eumedion zich af onder welke noemer bijvoorbeeld door de vennootschap betaalde studiekosten voor kinderen van bestuurders moeten worden opgenomen. Valt dat onder overige emolumenten?

Transacties met verbonden partijen

- Op p. 42 van de conceptmemorie van toelichting valt te lezen dat indien binnen de vennootschap twijfel bestaat over de vraag of een transactie van betekenis is, het in de rede om al in een vroeg stadium de raad van commissarissen in te lichten. Eumedion deelt deze mening. Wel vraagt Eumedion zich af wat de consequenties zijn en welke procedure gevolgd moet worden indien bij de periodieke toetsing als bedoeld in conceptart. 2:169, lid 2, BW blijkt dat een transactie ten onrechte niet openbaar is gemaakt ten tijde van het aangaan daarvan. Eumedion vindt het wenselijk dat hier meer duidelijkheid over wordt verschaft.
- Voorgesteld wordt om van betekenis zijnde transacties met verbonden partijen te laten goedkeuren door de raad van commissarissen of het bestuur in het geval van een *one tier board* (conceptart. 2:169, lid 1, BW). Wat Eumedion betreft zou deze bevoegdheid in het geval van een *one tier board* bij de niet uitvoerende bestuurders moeten worden belegd en adviseert om dat in de wettekst tot uitdrukking te brengen.

Identificatie van aandeelhouders, doorgifte van informatie en facilitering van de uitoefening van aandeelhoudersrechten

- Op grond van de reeds bestaande identificatieregeling hebben aandeelhouders het recht om via de vennootschap te communiceren met andere aandeelhouders met betrekking tot een onderwerpen die op de algemene vergadering aan de orde komen (art. 49c van de Wge). Eumedion onderschrijft van harte de keuze van de wetgever om dit recht voor aandeelhouders te behouden. Daarnaast stelt de wetgever voor om het bestaande systeem op grond waarvan partijen in de bewaarketen geen identificatiegegevens mogen verstrekken over aandeelhouders die minder dan 0,5% van het geplaatste kapitaal van een vennootschap houden, te behouden. Eumedion kan zich daar vanuit het oogpunt van de bescherming van de privacy van kleine veelal particuliere aandeelhouders wel iets bij voorstellen, maar meent dat de identificatieregeling hierdoor wel kan worden omzeild. Niet kan worden uitgesloten dat een aandeelhouder ervoor kiest om kleine plukjes aandelen te houden bij meerdere partijen die samen wel optellen tot meer dan 0,5% maar per individuele partij niet. Het gevolg hiervan is dat de verschillende partijen dan geen identificatiegegevens hoeven te verstrekken en dat de vennootschap geen goed overzicht krijgt van de aandeelhouders die ten minste 0,5% van het geplaatste kapitaal houden. Kortom, door gebruik te maken van verschillende partijen kunnen aandeelhouders voorkomen dat zij worden geïdentificeerd. Eumedion meent dat dit onwenselijk is en meent dat in het voorontwerp waarborgen zouden moeten worden opgenomen om omzeiling van de identificatieregeling te voorkomen. In dat kader zou ook overwogen kunnen worden om de 0,5%-drempel te schrappen.
- Door de voorgestelde wijziging van 49b van de Wge wordt het aantal gegevens waar bij een identificatieverzoek om mag worden verzocht, uitgebreid. Voortaan mag onder meer worden gevraagd sinds welke datum de aandelen worden aangehouden. In de praktijk kunnen zich de nodige problemen voordoen bij het voldoen aan deze bepaling. Het is immers lastig te bepalen sinds welke datum de aandelen worden aangehouden. In de praktijk worden aandelen in plukjes gekocht en verkocht. Hierdoor is het moeilijk te bepalen wat dé aankoopdatum van de aandelen is.
- In conceptart. 49db, lid 2, van de Wge wordt art. 3 quater, lid 2, derde alinea, van de richtlijn geïmplementeerd. Het valt Eumedion op dat in afwijking van de richtlijn niet is voorzien in de situatie waarin zich in de bewaarketen meerdere tussenpersonen bevinden. In dat geval schrijft de richtlijn voor dat deze tussenpersoon de stembevestiging moet doorgeven in de stemketen. Eumedion adviseert om conceptart. 49db, lid 2, van de Wge in overeenstemming te brengen met de richtlijn.
- Uit de conceptmemorie van toelichting (p. 51) volgt dat rechtspersonen waarvan de gegevens onjuist in het aandeelhoudersregister staan het recht hebben om deze gegevens te corrigeren. Het is Eumedion niet duidelijk waarom conceptart. 49d, lid 6, van de Wge (en art.

3 bis, lid 5, van de richtlijn) het recht op correctie beperkt tot rechtspersonen en adviseert om dat nader toe te lichten.

- In conceptart. 49d, lid 7, van de Wge wordt geregeld dat een partij in de bewaarketen niet kan worden aangesproken voor overtreding van een geheimhoudingsbeding. Ondanks dat partijen in de bewaarketen op grond van de richtlijn verplicht worden om mee te werken aan identificatieverzoeken, meent Eumedion dat verduidelijkt zou moeten worden dat dit betekent dat partijen in de bewaarketen ook geen beroep mogen doen op geheimhoudingsbedingen.
- Uit conceptart. 2:120, lid 6, BW volgt dat een aandeelhouder of een door de aandeelhouder aangewezen derde om een stembevestiging kan vragen. Eumedion vraagt zich af of de huidige formulering van dit artikellid niet te breed is. Zou de zinsnede “De bevestiging wordt verschaft door de vennootschap aan de persoon die daarom heeft verzocht,” niet moeten worden vervangen door: “De bevestiging wordt verschaft door de vennootschap aan de aandeelhouder of een door die aandeelhouder aangewezen derde,”?
- Eumedion meent dat in conceptart. 49db, lid 2, van de Wge ten onrechte alleen gesproken wordt over “de bevestiging van de geldigheid van de uitgebrachte stem, bedoeld in artikel 120, zesde lid, van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek”. De stembevestiging uit conceptart. 2:120, lid 6, BW ziet immers op de geldige registratie en telling van de door de aandeelhouder uitgebrachte stemmen. Eumedion meent dat het woord “geldigheid” uit conceptart. 49db, lid 2, van de Wge zou moeten worden vervangen door “geldige registratie en telling”. Beide elementen zijn immers essentieel voor het uitbrengen van een stem.
- Op p. 52, tweede alinea, van de conceptmemorie van toelichting valt te lezen dat partijen in de bewaarketen met zetel in Nederland ofwel de aandeelhouder zelf in staat moeten stellen om zijn rechten, waaronder stemrechten, uit te oefenen ofwel namens de aandeelhouder de rechten moeten uitoefenen. In dat laatste geval mogen de partijen in de bewaarketen niet eigenstandig beslissen over de uitoefening van het stemrecht; dit mag alleen op uitdrukkelijke machtiging en instructie van de aandeelhouder.¹⁹ Het zogenoemde ‘*broker voting*’ is derhalve niet toegestaan. Eumedion adviseert om dit te verduidelijken op p. 52.
- Voorts wil Eumedion nog aandacht vragen voor p. 20 van de conceptmemorie van toelichting. Op die pagina valt het volgende te lezen: “De uitgevende instelling ziet in beginsel enkel dat het centraal instituut de aandelen bezit (...)”. Tegen de achtergrond dat het huidige Wge-systeem gebaseerd is op collectieve mede-eigendom vindt Eumedion deze passage wat ongelukkig geformuleerd.²⁰ Mogelijk bedoelt de wetgever hier te zeggen dat in de praktijk veelal het centraal instituut of een intermediair zal zijn ingeschreven in het

¹⁹ Vgl. art. 3 quater, lid 1, onderdeel b, van de richtlijn en conceptart. 49db, lid 1, onderdeel b, van de Wge.

²⁰ Het girodepot en het verzameldepot vormen een bijzonder soort deelgenootschap, waarbij de cliënten ieder voor zich aanspraak kunnen maken op hun deel van de door de intermediair gehouden effecten.

aandeelhoudersregister van de vennootschap.²¹ Eumedion adviseert om voornoemde passage uit de toelichting aan te passen.

- In de conceptmemorie van toelichting (p. 49) wordt erop gewezen dat door de Wijzigingswet financiële markten 2016 de definitie van centraal instituut wordt aangepast ter uitvoering van de verordening centrale effectenbewaarinstellingen (welke wijziging nog niet is doorgevoerd) en dat dan ook centrale effectenbewaarinstellingen in andere lidstaten onder de definitie van centraal instituut vallen. Uit de parlementaire geschiedenis²² blijkt dat het mogelijk is dat zich meerdere centrale effectenbewaarinstellingen in Nederland vestigen en dat de Wge zodanig wordt gewijzigd dat ieder van hen girodepots in de zin van de Wge aan kan houden. Tegen deze achtergrond vraagt Eumedion zich af in hoeverre niet in Nederland gevestigde centrale effectenbewaarinstellingen ook onder het bereik van de in de Wge opgenomen identificatieregeling vallen en adviseert om dit toe te lichten. Vallen deze effectenbewaarinstellingen wel onder de definitie van centraal instituut? Of moeten zij worden aangemerkt als instellingen in het buitenland?

Transparantieplichtingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders

- Voor de toepassing van het nieuwe hoofdstuk 5.6A van de Wft wordt het begrip institutionele belegger gedefinieerd door naar de betreffende bepalingen uit de richtlijn te verwijzen. Deze aanpak leidt ertoe dat de Wft op dit punt niet zelfstandig leesbaar is hetgeen tot onnodig speurwerk voor de gebruikers van de Wft leidt. Eumedion adviseert om in de Wft uit te schrijven welke entiteiten onder de definitie van institutionele belegger vallen (te weten: levensverzekeraars en pensioenfondsen), te meer nu het gaat om entiteiten die al onder de Wft vallen.
- In conceptart. 5:87c, lid 2, van de Wft wordt art. 3 octies, lid 1, onderdeel a, van de richtlijn geïmplementeerd. Eumedion meent dat de onderdelen b tot en met e (net als de onderdelen a en f) van conceptart. 5:87c, lid 2, van de Wft zouden moeten beginnen met “de wijze waarop”. Overigens menen wij dat ook in de toelichting zou moeten worden verduidelijkt dat het er bij de onderdelen a tot en met f om gaat op welke wijze daar uitvoering aan is gegeven. Daarnaast vinden wij het wenselijk dat in onderdeel f nauwer wordt aangesloten bij de tekst van de richtlijn. In de wettekst zou moeten worden verduidelijkt dat het gaat om feitelijke en potentiële belangenconflicten.
- Op grond van conceptart. 5:87c, lid 3, van de Wft moeten institutionele beleggers en vermogensbeheerders onder meer informatie openbaar maken over de wijze waarop zij hun stemrechten hebben uitgeoefend. Uit de conceptmemorie van toelichting (p. 45) volgt dat ter

²¹ Art. 8b van de Wge luidt als volgt: “Indien effecten op naam zijn geleverd aan een intermediair of aan een centraal instituut, kan in het desbetreffende register van de uitgevende instelling, de naam en het adres van de intermediair onderscheidenlijk het centraal instituut worden opgenomen”.

²² Kamerstukken II 2014/15, 34 198, nr. 3, p. 16.

beperking van eventuele nalevingskosten, beleggers kunnen besluiten om stemmen die onbeduidend zijn vanwege het onderwerp van de stemming of de grootte van het aandeel in de vennootschap niet openbaar te maken. Volgens de wetgever is het aan beleggers zelf om hun eigen criteria vast te stellen over de vraag welke stemmingen wegens het onderwerp van de stemming of de grootte van het aandeel in de vennootschap onbeduidend zijn en deze consequent toe te passen. Eumedion vraagt zich in dit kader af aan wat voor soort criteria moet worden gedacht en adviseert om dat te verduidelijken.

- Uit conceptart. 5:87c, lid 3, van de Wft volgt verder dat institutionele beleggers en vermogensbeheerders een toelichting moeten geven op de belangrijkste stemmingen. Eumedion vraagt zich af wat precies onder de belangrijkste stemmingen moet worden verstaan. Gaat het hier bijvoorbeeld om stemmingen over aangelegenheid die veel media-aandacht hebben gekregen of om stemmingen over punten die in aanloop naar het algemene vergaderingenseizoen door de institutionele belegger of vermogensbeheerder als speerpunt zijn aangemerkt? Eumedion adviseert om dit te verduidelijken.
- Conceptart. 5:87d, lid 3, van de Wft implementeert art. 3 nonies, lid 2, tweede alinea, van de richtlijn. Eumedion meent dat in aansluiting op de richtlijn uit de wettekst zou moeten blijken dat een duidelijke en gemotiveerde opgave moet worden gedaan waarom de vermogensbeheerovereenkomst tussen de institutionele belegger en de vermogensbeheerder de in conceptart. 5:87d, lid 2, van de Wft opgenomen elementen niet bevat. Dit zou ook moeten worden verduidelijkt in de toelichting (p. 46). Min of meer hetzelfde geldt voor conceptart. 5:87c, lid 4, van de Wft. In aansluiting op art. 3 octies, lid 1, van de richtlijn zou uit de wettekst moeten blijken dat institutionele beleggers en vermogensbeheerders een duidelijke en gemotiveerde toelichting moeten geven indien geen (volledig) betrokkenheidsbeleid wordt ontwikkeld of dat beleid en de uitvoering daarvan niet of niet geheel openbaar wordt gemaakt.
- In conceptart. 5:87e van de Wft wordt geregeld dat vermogensbeheerders bepaalde kerninformatie moeten verstrekken aan institutionele beleggers. Alvorens in te gaan op de inhoud van voornoemd conceptart. wil Eumedion eerst nog wat algemenere opmerkingen maken. Het valt Eumedion op dat een deel van de in conceptart. 5:87e van de Wft genoemde informatie eveneens moet worden verstrekt op grond van reeds bestaande wetgeving. In de conceptmemorie van toelichting wordt helaas met geen woord gerept over de samenhang tussen dit conceptartikel en de bestaande rapportageverplichtingen ingevolge de AIFM-richtlijn, de UCITS-richtlijn en MiFID II. Daar waar er sprake is van overlap, zou moeten worden verwezen naar de reeds bestaande Wft-bepalingen waarin die rapportageverplichtingen zijn geïmplementeerd. Dit komt de inzichtelijkheid en samenhang van de wetgeving ten goede. Daarnaast heeft Eumedion nog een meer technische vraag. In de praktijk informeren vermogensbeheerders de institutionele beleggers veelal meerdere

keren per jaar over bepaalde in conceptart. 5:87e van de Wft genoemde zaken (zoals de samenstelling van de portefeuille). Tegen deze achtergrond vraagt Eumedion zich af of alle door conceptart. 5:87e van de Wft voorgeschreven informatie moet worden opgenomen in 1 afzonderlijke rapportage of dat in die rapportage (bijvoorbeeld via *hyperlinks*) mag worden verwezen naar andere rapportages? Vanuit het oogpunt van lastenverlichting verdient het laatste de voorkeur. Eumedion vindt het wenselijk dat dit wordt verduidelijkt.

- Daarnaast heeft Eumedion nog wat vragen over de uitleg van conceptart. 5:87e van de Wft. Een vermogensbeheerder moet onder meer aangeven op welke wijze zijn beleggingsstrategie of de uitvoering daarvan in overeenstemming is met de overeenkomst en op welke wijze deze overeenkomst bijdraagt aan de middellange-tot langetermijnprestaties van de portefeuille van de institutionele belegger (lid 1). Het is Eumedion niet duidelijk wat moet worden verstaan onder de portefeuille van de institutionele belegger. Gaat het daarbij om dat stukje van de portefeuille waarop de vermogensbeheersovereenkomst betrekking heeft? Zo niet, dan vraagt Eumedion zich af hoe vermogensbeheerders kunnen voldoen aan deze verplichting? Immers alleen dat deel van de portefeuille van de institutionele belegger waar de vermogensbeheersovereenkomst op ziet, ligt binnen de invloedssfeer van de vermogensbeheerder. Voorts moet op grond van conceptart. 5:87e van de Wft informatie worden verstrekt over de belangrijkste materiële middellange-tot langetermijnrisico's die aan de beleggingen zijn verbonden (lid 2, onderdeel a). Het is voor Eumedion niet duidelijk wat wordt verstaan onder de belangrijkste materiële risico's. Zijn niet alle materiële risico's belangrijk? Voorts moeten vermogensbeheerders informatie verschaffen over het gebruik van volmachtadviseurs voor betrokkenheidsactiviteiten (lid 2, onderdeel c). In dit kader vraagt Eumedion zich af wat onder betrokkenheidsactiviteiten moet worden verstaan. Eumedion vindt het wenselijk dat meer helderheid wordt verschaft over de hiervoor genoemde punten.
- Tevens heeft Eumedion nog een wetstechnische opmerking over conceptart. 5:87e van de Wft. In lid 2, onderdeel d, wordt geregeld dat vermogensbeheerders ook informatie moeten verschaffen over hun beleid inzake effectenleningen. Eumedion meent dat aansluiting zou moeten worden gezocht bij de terminologie uit het reeds bestaande art. 5:45, lid 6, van de Wft. Daarom adviseert Eumedion om het beleid inzake effectenleningen te vervangen door "het beleid inzake het sluiten van overeenkomsten waarin een tijdelijke en betaalde overdracht van deze stemmen is geregeld".
- In de conceptmemorie van toelichting (p. 23/24) wordt een inschatting gemaakt van de kosten die institutionele beleggers en vermogensbeheerders moeten maken om te kunnen voldoen aan de transparantieverplichtingen uit het voorontwerp. De wetgever gaat er vanuit dat de kosten per vermogensbeheerder ongeveer 500 euro bedragen. Eumedion meent dat dit geen realistische schatting is. De werkelijke kosten zullen een veelvoud van de geschatte

kosten bedragen. In het geval van vermogensbeheerders is het aannemelijker om uit te gaan van 500 euro per klant.

Eumedion zou het zeer op prijs stellen als bovenstaande punten worden betrokken in de voorbereiding van het definitieve wetsvoorstel. Wij zijn uiteraard graag bereid ons commentaar mondeling nader toe te lichten. Onze contactpersoon is Diana van Kleef (diana.vankleef@eumedion.nl, tel. 070 2040 302).

Met vriendelijke groet,

A handwritten signature in blue ink, consisting of several loops and a long horizontal stroke at the end.

Drs. Rients Abma
Directeur Eumedion

Zuid Hollandlaan 7
2596 AL DEN HAAG