

Erasmus
School of
Law

Symposium

Aandeelhoudersrichtlijn

De invloed van de implementatie van de
Aandeelhoudersrichtlijn op het vennootschapsrecht

Erasmus University Rotterdam



Programma

- 13.30 uur **Ontvangst en registratie**
- 14.00 uur **Welkomstwoord**
Prof.mr. M.A. (Maarten) Verbrugh
- 14.15 uur **Tegenstrijdig belang in het kader van de 'related party transactions'**
Prof.mr. J.M. (Matthijs) de Jongh
- 14.40 uur **Langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders**
Prof.mr. B.F. (Bastiaan) Assink
- 15.05 uur **De positie en rol van institutionele beleggers**
Drs. R. (Rients) Abma
- 15.25 uur **Pauze**
- 15.55 uur **Het beloningsbeleid van bestuurders van beursvennootschappen**
Prof.mr. E.C.H.J. (Emmanuel) Lokin
- 16.20 uur **De responsieperiode bij beursvennootschappen**
Prof.mr. H.M. (Hélène) Vletter-van Dort
- 16.40 uur **Enkele conclusies en afsluiting**
Prof.mr. C.A. (Kid) Schwarz
- 16.50 uur **Borrel**
- 18.00 uur **Einde**



Tegenstrijdig belang in het kader van 'related party transactions'

Matthijs de Jongh

Raadsheer Gerechtshof Amsterdam

HGL Ondernemingsrecht & geschiedenis Erasmus School of Law

Erasmus
School of
Law

Tegenstrijdig belang en transacties met verbonden partijen

26 juni 2019
Matthijs de Jongh

Erasmus University Rotterdam



Tegenstrijdig belang

- Wettelijke regeling
 - Onthouding
 - Veronderstelt autonoom bestuur
 - Begrip identiek aan *Bruil*-arrest
- *Linders/Hofstee*
 - Openheid
 - Marktconform; evt. inschakeling derde
 - Bij AV-goedkeuring: tijdige en evt. schriftelijke informatie aan aandeelhouders

Tegenstrijdig belang

- Corporate Governance Code 2016
 - Gericht op voorkomen belangenverstremgeling
 - Meldingsplicht
 - Marktconform
 - RvC-goedkeuring
 - Bestuursverslag

Tegenstrijdig belang

- Reguleringsstrategieën
 - Gedragsnormen ter voorkoming belangenverstrengeling
 - Transparantie
 - Onthouding beraadslaging/besluitvorming
 - Marktconform
 - (Goedkeuring)

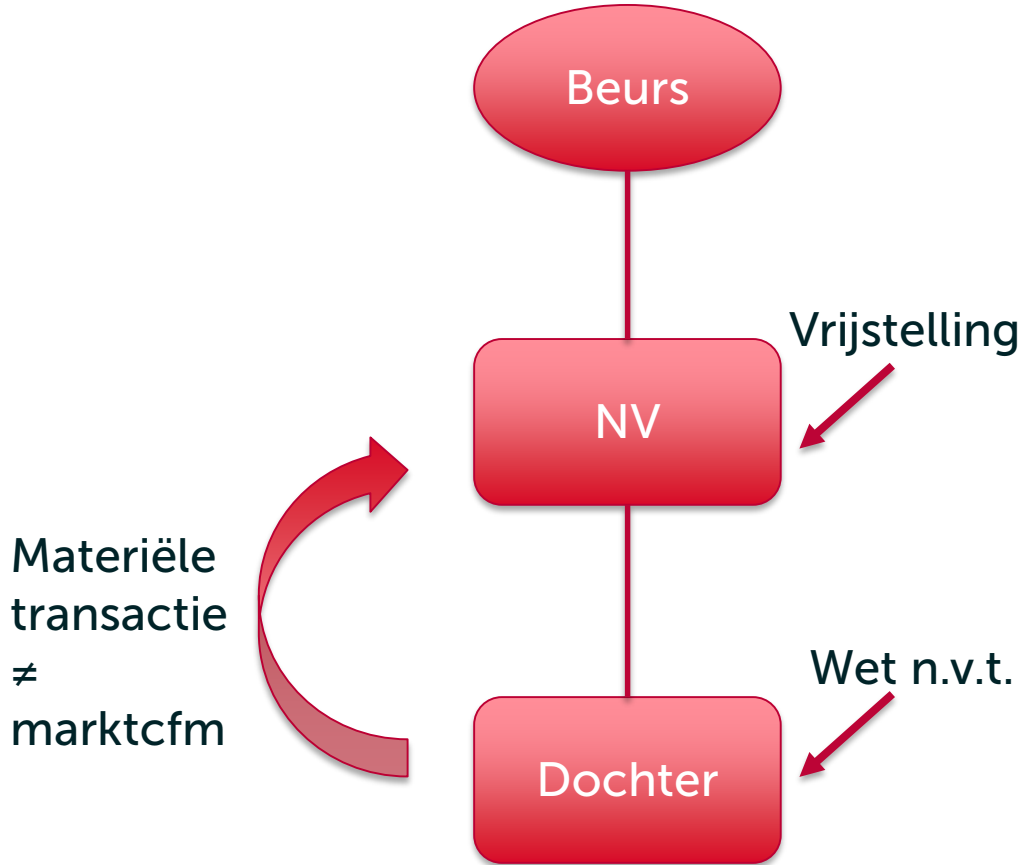
Aandeelhoudersrichtlijn

- Beursvennootschap
- Materiële transactie
 - Aangegaan met verbonden partij
 - IAS24: (mede)controle
 - 10%-aandeelhouder, bestuurders, commissarissen
 - Koersgevoelig

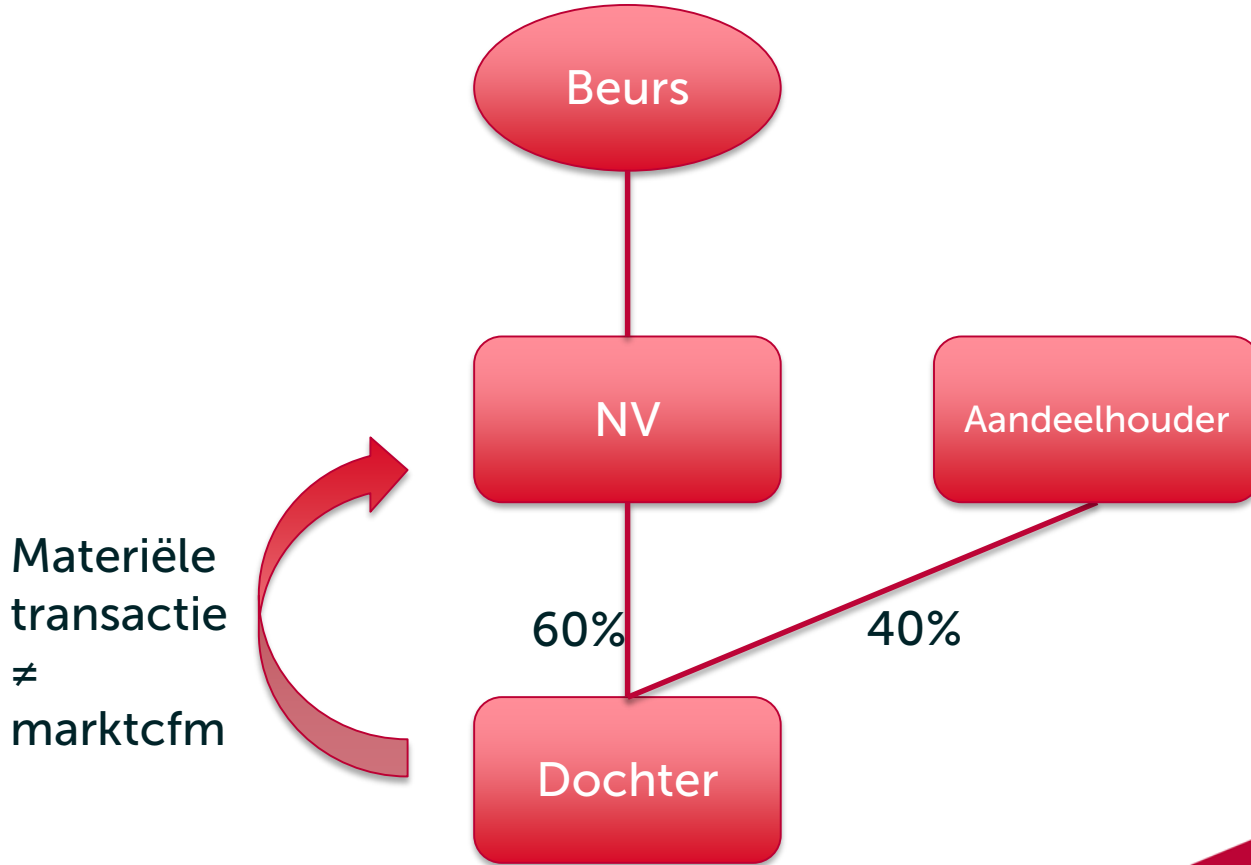
Materiële transacties

1. Marktconform & in gewone bedrijfsuitoefening
 - RvC stelt procedure vast ter periodieke beoordeling of aan voorwaarden is voldaan
2. Niet marktconform en/of in gewone bedrijfsuitoefening
 - Informatie bij aangaan transactie
 - Goedkeuring RvC
 - Onthoudingsregel bij t.b.
 - Vrijstelling

Dochtermaatschappij

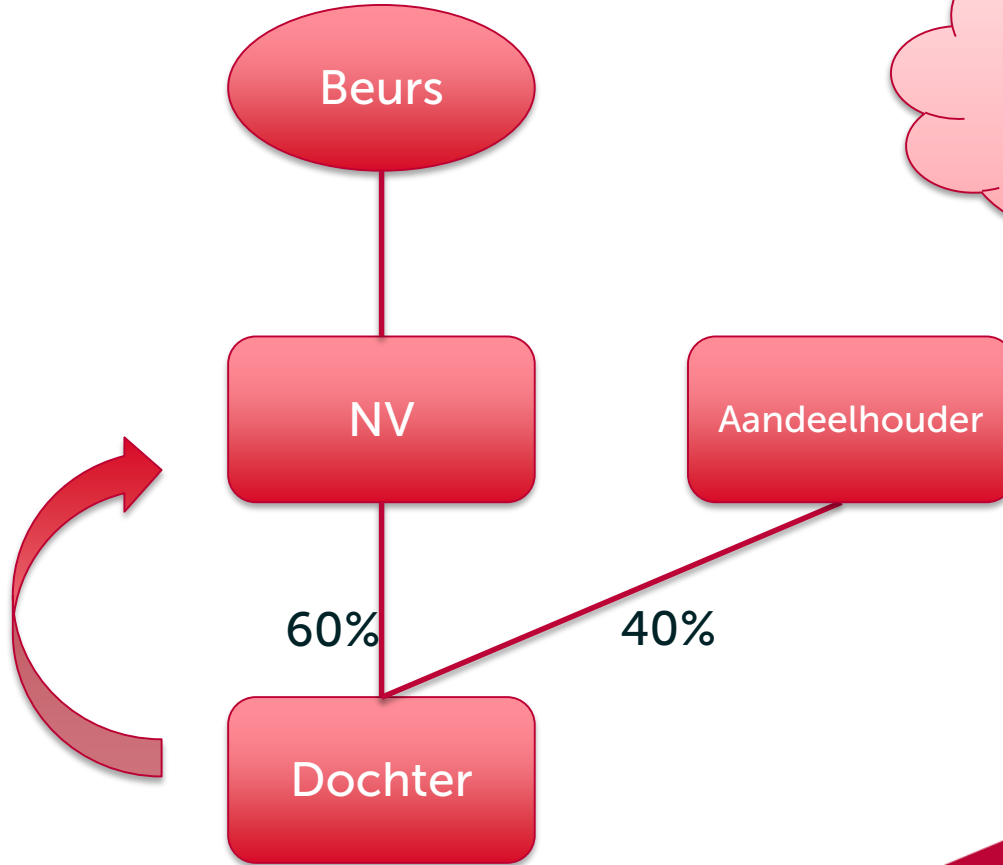


Dochtermaatschappij



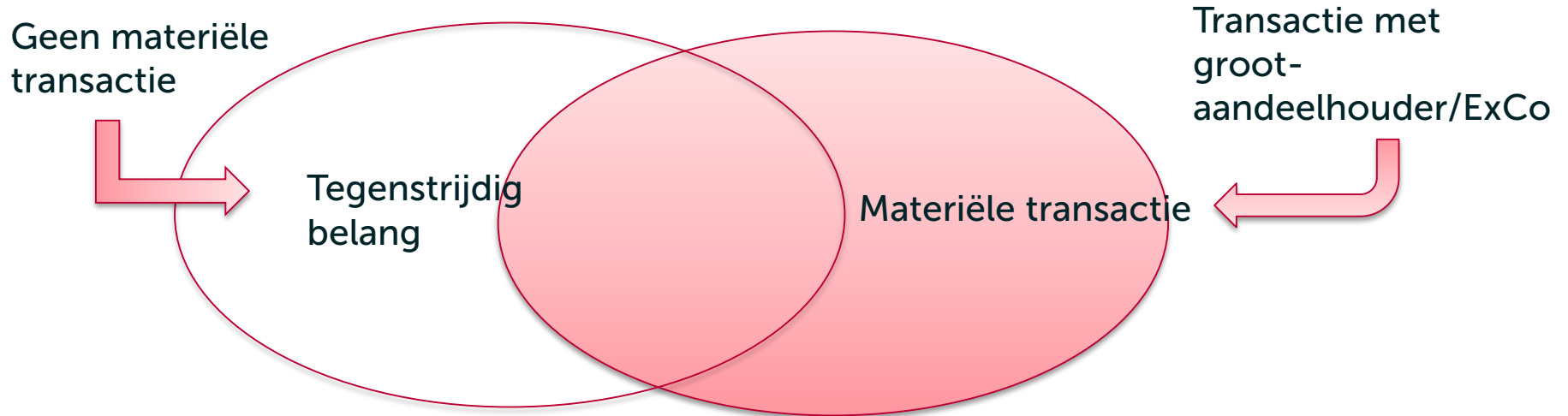
Dochtermaatschappij

Materiële
transactie
≠
marktcfm



Linders/Hofstee?

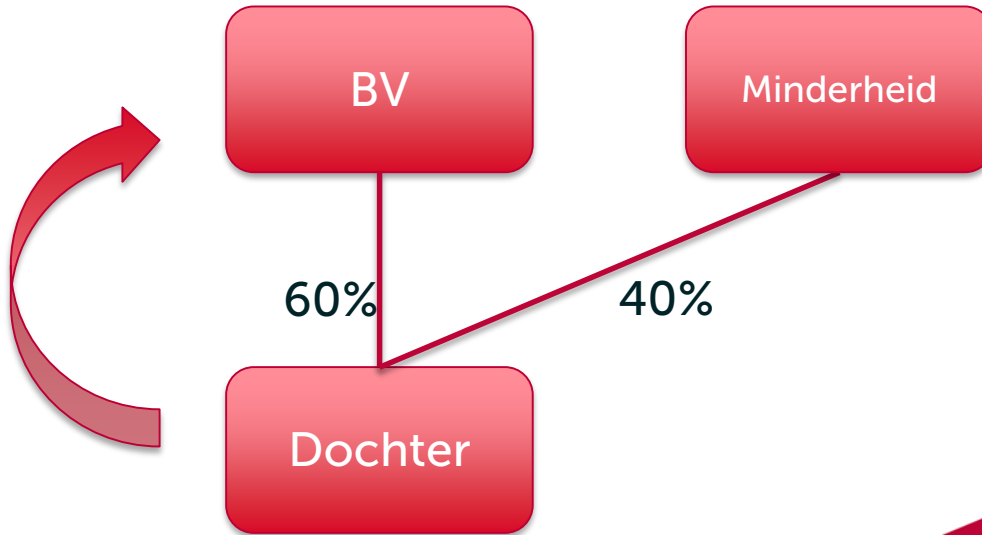
Gedeeltelijke overlap



Geen beursvennootschap



Materiële
transactie
≠
marktcfm



Pauliana als inspiratie

- *Linders/Hofstee* bij reëel risico belangenverstrengeling, ook zonder tegenstrijdig belang
 - 3:46 lid 1 sub 4 BW als houvast bij vraag of reëel risico belangenverstrengeling bestaat (vgl. 43 lid 1 sub 4 Fw)
 - Rechtshandelingen met:
 1. echtgenoot, pleegkind, bloed- of aanverwant tot in 3e graad van bestuurder/commissaris
 2. >50% belang (samen met echtgenoot, pleegkind etc.)
 3. wiens echtgenoot, pleegkind etc. >50%-belang houden

- Bij tegenstrijdig belang (i.d.z.v. *Bruil*):
 - Onthoudingsregel + *Linders/Hofstee*
- Beursvennootschap:
 - Nieuwe regels bij materiële transacties
- Niet-beursvennootschap:
 - *Linders/Hofstee* bij reëel risico belangenverstrengeling, ook zonder t.b.
 - 3:46 lid 1 sub 4 BW



Langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders

Bastiaan Assink

Partner NautaDutilh

HGL Ondernemingsrecht Erasmus School of Law

Langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders

(N.a.v. wijzigingsrichtlijn en implementatiewetsvoorstel)

Prof. mr. Bastiaan F. Assink
Rotterdam, 26 juni 2019

Twée zijden

1. Waarop ziet die langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders meer precies?
(Dus: betrokkenheid *waarbij?*)

2. Waarin kan die langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders zich concreet vertalen?
(Dus: betrokkenheid *hoe?*)

Wetsvoorstel en richtlijn

TK 2018/19, 35058, nr. 3, p. 1

“De wijzigingsrichtlijn wijzigt enkele bepalingen in richtlijn 2007/36/EG (...) en voegt enkele bepalingen in om de betrokkenheid van aandeelhouders bij de corporate governance van beursvennootschappen verder te vergroten en de transparantie tussen vennootschappen en beleggers te bevorderen”.

Richtlijn (EU) 2017/828, cons. (14)-(15)*

“Een grotere betrokkenheid van aandeelhouders bij de corporate governance is een van de middelen die kunnen bijdragen tot een verbetering van de financiële en niet-financiële prestaties van vennootschappen (...)”.

“(...) belangrijke aandeelhouders (...) kunnen daarom een belangrijke rol vervullen in de corporate governance (...), maar ook meer in het algemeen met betrekking tot hun strategie en langetermijnprestaties”.

* Niet in de oorspronkelijke richtlijn

The logo for Erasmus University, featuring the word "Erasmus" in a stylized, cursive script.

Nadruk op langetermijnperspectief valt in vruchtbare NL bodem

- Vier parallelle **Cancun**-uitspraken van de HR uit 2014
("bevorderen van het bestendige succes van de onderneming")
- **NL Corporate Governance Code** uit 2016
("langetermijnwaardecreatie"; geen verwijzing naar Cancun...?)
- OK inz. **AkzoNobel** in 2017
(expliciete verbinding tussen 'Cancun' en 'Code')
- Eumedions **Stewardship Code** uit 2018
("long-term value creation by Dutch listed investee companies")
- Wettelijk verankerd **standpuntrecht** van werknemers via OR bij NV's sinds 2010
(een tegenwicht tegen een al te kortetermijngerichtheid)
- **Nota** modernisering ondernemingsrecht uit 2016
("meer aandacht voor duurzaamheid en langetermijndenken")

Nog iets: van langetermijnperspectief naar belangenverbreding



J.L.P. Cahen, 'De invloed van de belangenverbreding op het handelen van de aandeelhouder', p. 71-84.

("Dit maatschappelijke ontwikkelingsproces (...) heeft geresulteerd in een verbreding van de belangenbasis van de vennootschappelijke rechtsbetrekking: naast het aandeelhoudersbelang stellen het vennootschappelijk belang en het werknemersbelang zich op. (...) De belangenverbreding gaat juist ten koste van de centrale plaats die het aandeelhoudersbelang innam".)

Uitlopers in Nederland

- Weer die vier parallelle **Cancun**-uitspraken van de HR uit 2014, voortbouwend op o.a. zijn **ABN Amro**- en **ASMI** uitspraken uit 2007 en 2010
(belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming, te onderscheiden van "*de belangen van alle betrokkenen*" bij de vennootschap en haar onderneming, "*waaronder die van de aandeelhouders*")
- **NL Corporate Governance Code** uit 2016
(stap van streven door de beursvennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op lange termijn, naar breder streven naar "het creëren van waarde op de lange termijn"; benoeming van diverse 'stakeholders', niet alleen aandeelhouders)
- **Nota modernisering ondernemingsrecht** uit 2016
(nadruk op trits 'aandeelhouders, werknemers en schuldeisers' van de vennootschap, daarnaast ook iets over haar "*afnemers en klanten*")

Terug naar de richtlijn; belangenverbreding voorbij klassiekers

- **Considerans (14)***

("Een grotere betrokkenheid van aandeelhouders bij de corporate governance is een van de middelen die kunnen bijdragen tot een verbetering van de financiële en niet-financiële prestaties van vennootschappen, ook wat betreft ecologische, sociale en governancefactoren, met name zoals bedoeld in de door de Verenigde Naties ondersteunde beginselen voor verantwoord investeren. Bovendien is een grotere betrokkenheid van alle belanghebbenden, in het bijzonder werknemers, bij de corporate governance een belangrijke factor om ervoor te zorgen dat beursgenoteerde vennootschappen de zaken op langere termijn aanpakken, die moet worden aangemoedigd en waarmee rekening moet worden gehouden") [*** Niet in de oorspronkelijke richtlijn**]

- **Art. 3 lid 1 sub a octies (art. 5:87c lid 2 Wft)**

(betrokkenheidsbeleid van o.a. institutionele beleggers, mede m.b.t. "de niet-financiële prestaties en risico's" en "maatschappelijke en ecologische effecten")

Aanknopingspunten in NL ondernemingsrecht?

- Niet in de herziening van het BV-recht in 2012 of in de wet bestuur/toezicht uit 2013
- Evenmin in lopende projecten, o.a. bestuur/toezicht rechtspersonen of personenvennootschapsrecht
- Wel enkele verdwaalde **uitzonderingen in Boek 2 BW en de WOR:**
 - * art. 2:391 lid 1 BW: mogelijke opname in bestuursverslag van analyse m.b.t. *"zowel financiële als niet-financiële prestatie-indicatoren"* inclusief *"milieu- en personeelsaangelegenheden"*
 - * art. 25 lid 1 sub l WOR: adviesrecht van de OR m.b.t. een door de ondernemer voorgenomen besluit tot het treffen van een belangrijke maatregel i.v.m. *"de zorg van de onderneming voor het milieu"*
- Zie wel ook rechtspraak, o.a. de **Cancun**-uitspraken van de HR uit 2014
(nadruk op 'in de regel vooral' bevorderen van *"het bestendig succes van de onderneming"*; is niet identiek aan maximaliseren van winst of aandeelhouderswaarde, vgl. OK in **AkzoNobel**)
- Zie ook de NL **Corporate Governance Code** uit 2016 (BPB 1.1.1) en Eumedions **Stewardship Code** uit 2018 (principle 2)
- Meer terloops: **Nota** modernisering ondernemingsrecht uit 2016

Verklaring voor koers in richtlijn?

- Nadruk op langetermijnperspectief vanwege **financiële crisis** (dus t.t.v. oorspronkelijke richtlijn)
(cons. (2): "aandeelhouders [hebben] het nemen van buitensporige kortetermijnrisico's door bestuurders in veel gevallen ondersteund")
 - Ook oog voor tijdvak tien jaar nadien (dus t.t.v. wijzigingsrichtlijn), maar zonder duidelijke verklaring
(cons. (2): bovendien zijn er duidelijke aanwijzingen dat "het huidige niveau van "toezicht" op de vennootschappen waarin is belegd" en de betrokkenheid van onder andere institutionele beleggers "vaak onvoldoende is en te sterk op kortetermijndenken is gericht")
 - Zie **economische ontwikkelingen** als lage rentestand en behoefte van institutionele beleggers aan sneller rendement om verplichtingen bij te benen, bijv. jegens gepensioneerden die steeds ouder worden ('T.I.N.A.'?)
 - En belangenverbreding dan? Evenmin duidelijke verklaring in de richtlijn. Zie toenemende discussie in samenleving rond bijv. **ethische kwesties** (roken, wapenproductie, prijsstelling medicijnen, productie in lagelonenlanden, fiscaliteit, gender diversity) en **klimaatcrisis** (Urgenda is illustratief)
 - 'Duurzaam' is **meerzijdig**: naast langetermijnperspectief ook belangenverbreding
 - Toenemende maatschappelijke rol voor (beurs)vennootschappen
- (vgl. <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter> van begin 2019)

Ander, verwant punt

- Richtlijn koppelt brede bevordering van langetermijnprestaties van beursvennootschappen aan "*cruciale rol*" daarbinnen van bestuurders die "*bij[dragen] tot het succes van de vennootschap op de lange termijn*" (cons. (28))
- Consequentie kan zijn dat **doorwerking van externe aspecten**, zoals maatschappelijke en ecologische effecten, **in juridische normering van bestuurshandelen** sterker wordt (idem voor commissarissen)
- In NL mogelijk via **open wettelijke normen** als redelijkheid en billijkheid (art. 2:8 lid 1 jo. 3:12 BW), behoorlijke taakvervulling (art. 2:9 lid 1 BW), vennootschappelijk belang (art. 2:129/239 lid 5 BW): gaat over zorgvuldigheid
- Normen die doorklinken in o.a. de **Cancun**-uitspraken van de HR en die, blijktens zijn **ABN Amro**- en **ASMI**-uitspraken, gevoelig zijn voor inkleuring door breed gedragen opvattingen als bijv. in de **NL Corporate Governance Code** uit 2016 tot uitdrukking komend
- BPB 1.1.1 legt zelfs een **direct verband** tussen bestuurshandelen m.b.t. vormgeving van strategie en aandacht voor "*aspecten van ondernemen*" zoals "*milieu*", "*mensrechten*", tegengaan van "*corruptie*"
- Zie bijv. ook de kwestie van **bestuursbezoldiging** in de richtlijn (en art. 2:135a BW)
- Op termijn een **wettelijke verankering** in NL, bijv. in Boek 2 BW?

Van 'waarbij' naar 'hoe' ...

- 'Langetermijnbetrokkenheid' verstaan als het bevorderen van betrokkenheid van aandeelhouders **voor een lange termijn bij** een specifieke beursvennootschap
 - * Niet geregeld in richtlijn en wetsvoorstel; ook geen invoering dubbel stemrecht voor langdurig aandeelhouderschap
 - * I.i.g. niet in dit wetgevingsproject: gaat om "*implementatiewetgeving*", dus terughoudendheid om "*franje toe te voegen*", om "*de nationale koppen nog eens keer daarbovenop te zetten*"
- 'Langetermijnbetrokkenheid' verstaan als het bevorderen van betrokkenheid van aandeelhouders **bij het langetermijnperspectief van** een specifieke vennootschap
 - * Met name weerklank in regelingen m.b.t. AV-betrokkenheid bij bestuurdersbezoldiging, vgl. art. 2:135a BW
 - * Daarbuiten eigenlijk niet zo veel nieuws
- **Mengvorm: art. 3 lid 1 sub a octies (art. 5:87c lid 2 Wft)**
 - * Institutionele belegger moet via betrokkenheidsbeleid o.a. inzicht geven in uitoefening van toezicht op beursvennootschappen waarin is belegd t.a.v. bijv. prestaties, risico's, effecten
- Wat gaan institutionele beleggers **doen?** *'The proof of the pudding is in the eating'*

... ook buiten de kaders van richtlijn en wetsvoorstel

- Nadruk op bevordering van betrokkenheid bij het langetermijnperspectief van de vennootschap
- Faciliterend, regulerend; i.i.g. **geen regelgeving** voor nodig
- Een manier is het opzoeken bij belangrijke aandeelhouders van **gedachtewisseling over**, en **steun voor**, langetermijnbeleid en de daarop gerichte strategie
 - * Vgl. de ASMI-uitspraak van de HR uit 2010 over dialoog met aandeelhouders + inrichtingsvrijheid
 - * Vgl. de NL Corporate Governance Code uit 2016 en Eumedions Stewardship Code uit 2018
 - * Vgl. ook de richtlijn, bijv. over bevordering van “*de dialoog tussen vennootschappen en hun aandeelhouders*” (cons. (16))
- Een andere manier is het **verbinden** van art. 2:8 lid 1 BW, aanwending door aandeelhouders van (stem)rechten en het vennootschappelijk belang (i.h.b. bevordering van langetermijnwaardecreatie) als vertrekpunt
 - * Nog even terug in de tijd, naar Cahen in 1970, ook over Wennex uit 1944 (herhaald in 1959 en 1960)
 - * Weer naar het heden, naar bijv. ‘Cancun’, ‘AkzoNobel’, de NL Corporate Governance Code uit 2016
 - * Zie bijv. P. van Schilfgaarde bij NJ 2014/286 (Cancun) over “*het oude, aan [Wennex] gekoppelde idee*”
- Waar staan we nu? Een mooi onderwerp voor een volgend ESL symposium!

Enkele gevolgtrekkingen

- Langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders in de wijzigingsrichtlijn ziet ook op betrokkenheid bij het langetermijnperspectief van beursvennootschappen, wier maatschappelijke rol belangrijker wordt
- Daarbij speelt in de richtlijn een belangenverbreding die reikt voorbij klassieke belangen van aandeelhouders, werknemers en schuldeisers als betrokkenen bij vennootschap en onderneming
- Het tijdgewricht waarin wij inmiddels leven, verklaart deze ontwikkeling sinds de oorspronkelijke richtlijn (uit 2007) van toenemende nadruk op langetermijnperspectief én belangenverbreding
- Deze belangenverbreding kan ook gaan doorwerken in de juridische normstelling voor bestuurders (en commissarissen) van beursvennootschappen bij hun taakvervulling, bijv. via open normen
- Ook zonder afzonderlijke regelgeving kan deze langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders zich laten bevorderen, bijv. via het voeren van dialogen en eisen van redelijkheid en billijkheid



De positie en rol van institutionele beleggers

Rients Abma
Directeur Eumediton



De positie en rol van institutionele beleggers

Symposium Aandeelhoudersrichtlijn

26 juni 2019

Agenda

- Huidige rol en positie institutionele beleggers
- Impact herziene EU Aandeelhoudersrichtlijn 2017
- Toekomstscenario mede aan de hand van huidige ontwikkelingen op beleggingsterrein

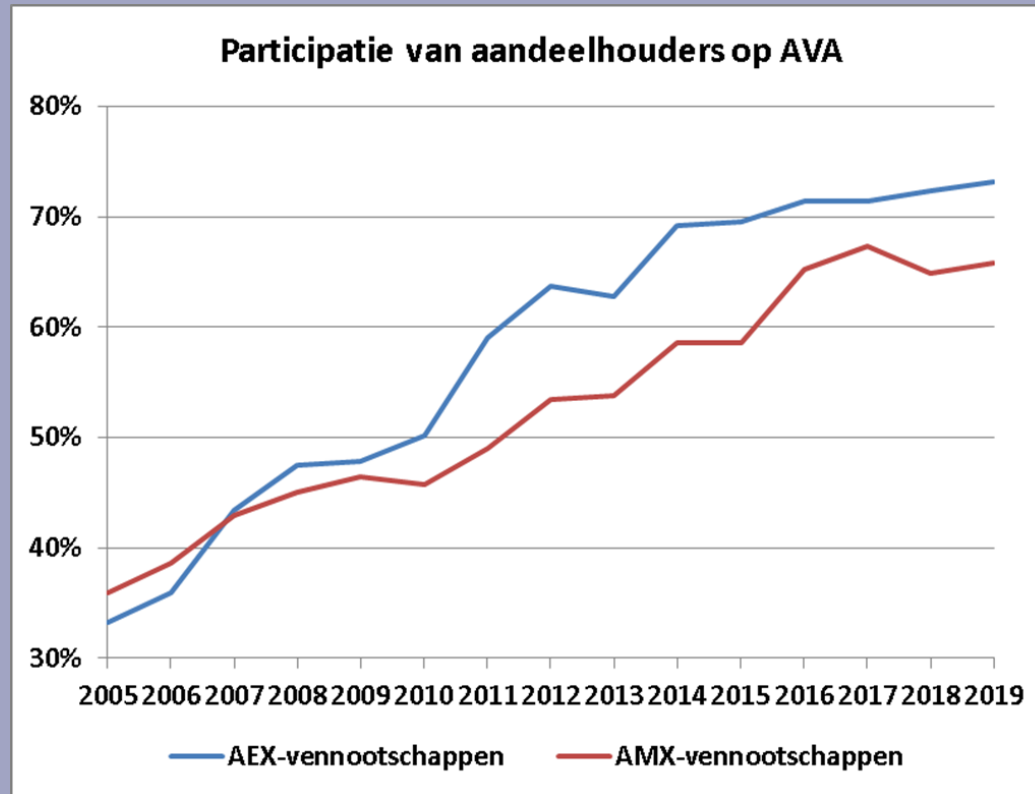
Institutionele beleggers

- Primair: fiduciaire verantwoordelijkheid jegens achterliggende begunstigen en cliënten
- Corporate Governance Code 2003 en 2008: ook verantwoordelijkheid jegens beursvennootschappen
- Herziene richtlijn aandeelhoudersrechten (2017): ook verantwoordelijkheid jegens belanghebbenden van beursvennootschappen ('stakeholders') én het maatschappelijk middenveld ('civil society')
- Verordening ESG disclosures (2019): ook bijdrage leveren aan verduurzaming Europese economie

Aandeelhoudersstructuur AEX-vennootschappen

	%, 1995	%, 2014
Buitenlandse institutionele beleggers	37	87
Nederlandse institutionele beleggers	24	6
Nederlandse niet-financiële ondernemingen	19	6
Nederlandse particulieren	19	1
Overheid	0	0
Onbekend	1	0

Steeds meer aandeelhouders stemmen op AVA's



Impulsen toegenomen betrokkenheid institutionele beleggers

- Overtuiging dat dit bijdraagt aan verbetering rendement-risicoprofiel van beleggingen + onderdeel MVB
- Bepalingen voor institutionele beleggers in Nederlandse corporate governance code 2003
 - Gericht op stemmen in de AVA
 - Wettelijke verankering in art 5:86 Wft
- Eerste versie EU Aandeelhoudersrichtlijn 2007
 - Introductie stemregistratiedatum/verbod blokkering van aandelen
- Opkomst van Stewardship Codes
 - Van 'stemmen' naar (ook) 'engagement'
 - 2010: Primeur in Verenigd Koninkrijk
 - 2011: Eumedion Best Practices betrokken aandeelhouderschap
 - 2019: Nederlandse Stewardship Code

Geïnfomeerd stemmen of worden stemadviesbureaus blindelings gevolgd?

Say on Pay Votes at S&P1500 July 1, 2017 to June 30, 2018

Investor Correlation with PVA	ISS Recommendation*		GL Recommendation	
	FOR	AGAINST	FOR	AGAINST
BlackRock	99.5%	16.7%	99.3%	14.2%
Vanguard	99.8%	35.9%	98.8%	26.4%
SSGA	98.4%	41.8%	95.6%	28.7%
Fidelity FMR	98.5%	24.0%	97.5%	15.8%
BNY	62.4%	81.5%	60.1%	61.3%
JPMorgan	99.7%	74.1%	94.8%	33.1%
Goldman Sachs	100.0%	84.0%	93.9%	32.5%
Norges	99.5%	78.0%	94.2%	34.6%
Legal & General	58.5%	97.7%	55.2%	63.3%
T. Rowe Price	99.3%	62.5%	95.3%	29.2%
Wellington	97.5%	32.5%	99.3%	45.5%
Northern Trust	100.0%	5.7%	99.5%	1.8%
AXA	99.6%	94.5%	94.0%	34.3%
Franklin Templeton	94.8%	39.0%	99.1%	79.0%
BMO Investment Management	83.1%	79.6%	80.0%	47.6%
BNP Paribas Asset Management	35.7%	100.0%	35.9%	82.8%
UBS Global Asset Management	74.4%	95.7%	69.8%	58.4%
Dimensional Fund Advisors	92.5%	96.0%	93.0%	93.8%
Allianz Global Investors	17.3%	96.6%	16.0%	87.4%
Schroders	68.3%	97.5%	63.4%	59.0%
Average	84.0%	66.7%	81.7%	46.4%

Wat is invloed stemadviesbureaus?

- Veel institutionele beleggers ontvangen stemadvies op basis van eigen stembeleid

From a sample of 1,435 Asset Owners or Asset Managers who disclose a Proxy Voting Policy:

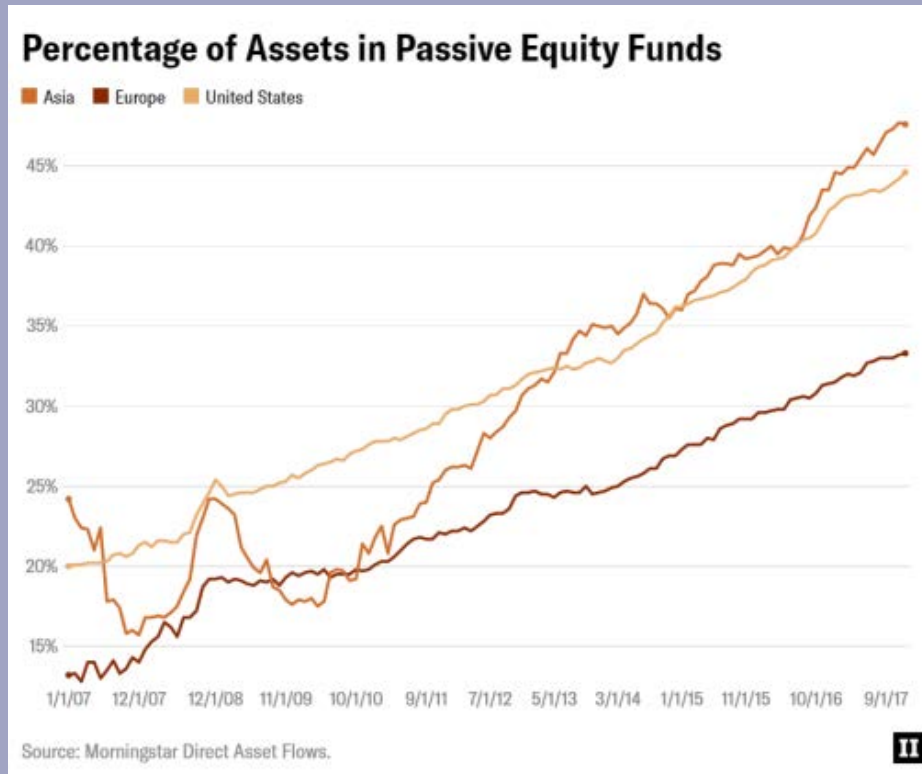
- 74.7% have their own policy
- 12.8% delegate to and use the ISS voting policy
- 6.5% delegate to and use the Glass Lewis policy
- 4.0% delegate to and use another PVA's policy
- 2.0% delegate to the policy of their sub adviser

- Herzene EU Aandeelhoudersrichtlijn: stemadviesbureaus moeten code volgen met bepaalde minimeisen
 - Herzene Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis worden in juli verwacht

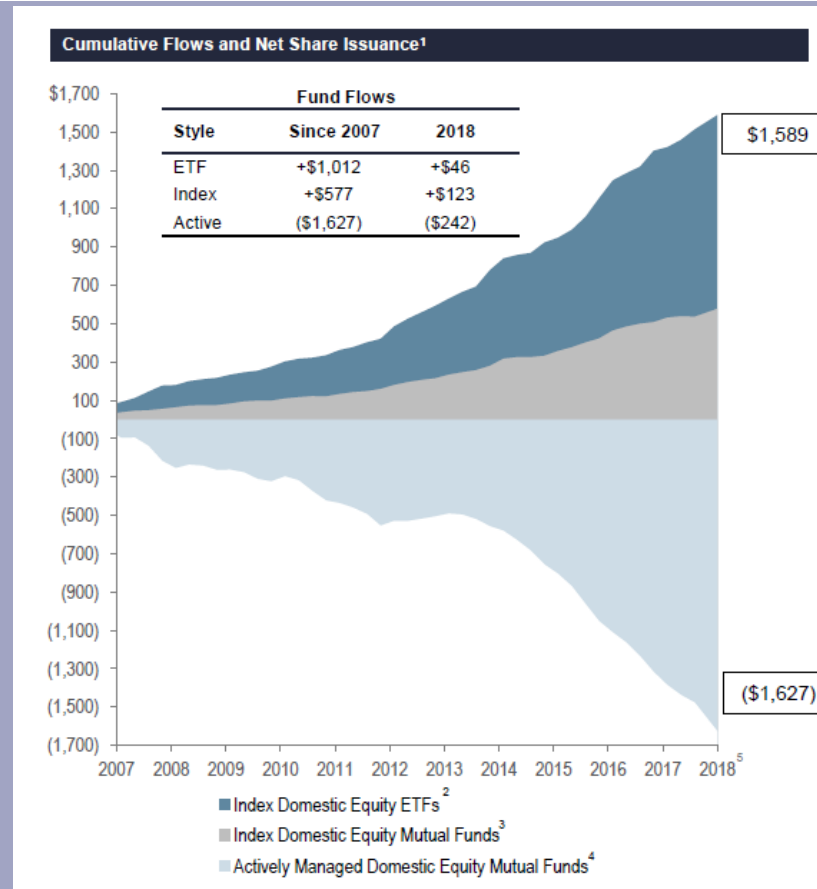
Herziene EU Aandeelhoudersrichtlijn

- Codificatie van bepalingen uit nationale Stewardship Codes
 - Impuls voor effectieve en duurzame aandeelhoudersbetrokkenheid
 - Pas-toe-of-leg-uit principe in wet
 - Vooral impact op kleinere institutionele beleggers
- Openheid over mandaten tussen vermogensbeheerders en ‘asset owners’
 - Op welke wijze is beleggingsstrategie afgestemd op langetermijnverplichtingen?
 - Moet kortetermijngeneigdheid op kapitaalmarkt verminderen en langetermijnaandeelhouderschap bevorderen
 - Impact waarschijnlijk beperkt

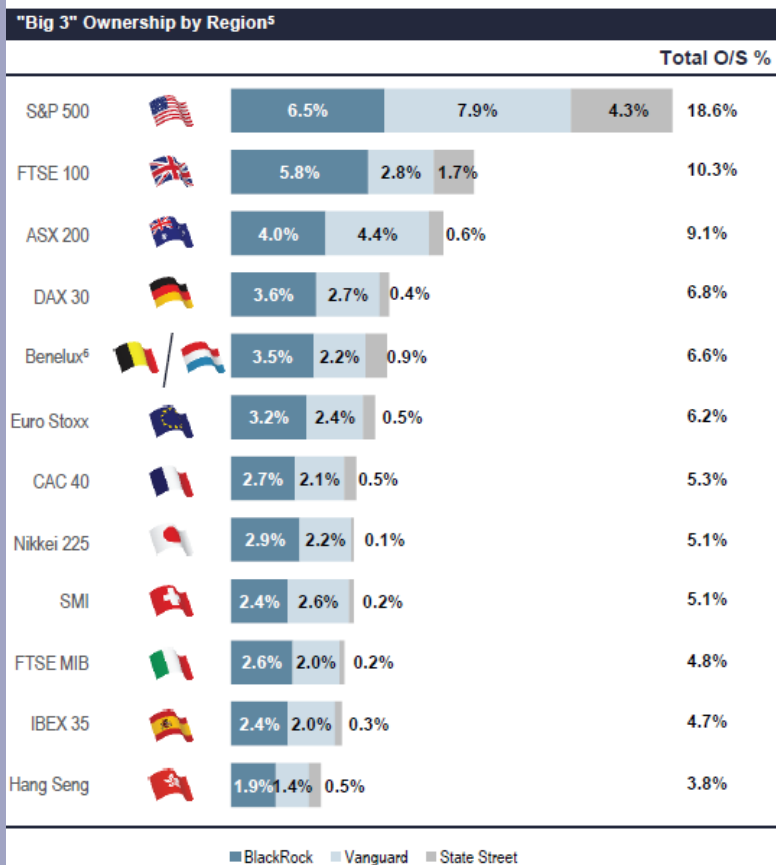
Passief, indexmatig beleggen rukt op



Sterke groei continueert

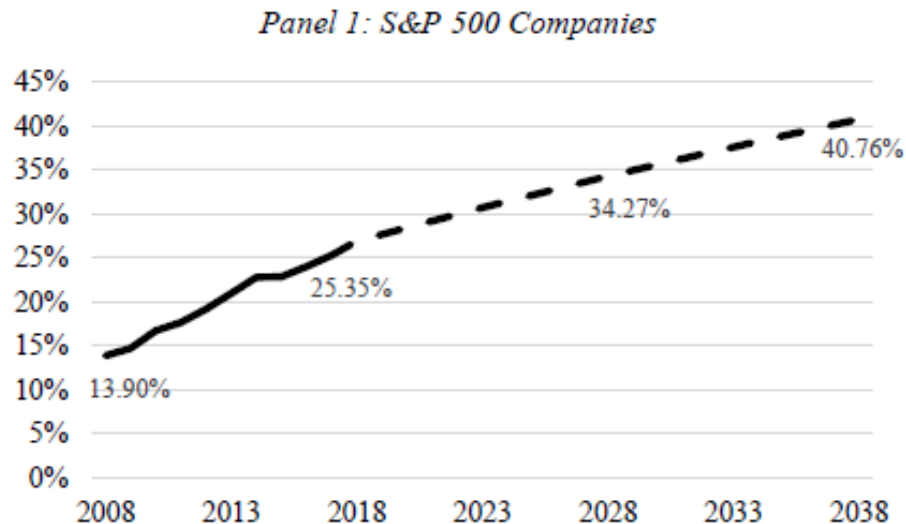


Invloed van de 'grote 3' indexbeleggers



Toekomstscenario

Figure 3. Expected Future Growth—Big Three Combined Voting Stake



Bron: L. Bebchuk & S. Hirst, 'The Specter of the Giant Three', *Boston University Law Review*, Vol. 99 (2019)

Impact op aandeelhouderschap en engagement

	Average industry passively managed fund	Average industry actively managed fund
Average portfolio turnover	Low	High (relative to index funds)
Holding period	Practically permanent owners	Temporary owners
Decision to add company	Company added to index by index provider	Manager views stock as undervalued
Decision to sell company	Company removed from index by index provider	Stock hits price target or falls out of favor with manager
Engagement program	Focuses on governance topics	Focuses on governance topics, earnings, and capital allocation decisions

Source: Vanguard.

Dialog- en engagementactiviteiten van de 'grote 3'

	Aantal uitgebrachte stemmen op AVA's en stemgedrag 2016/17	% van de beursvennootschappen waarin is belegd waarmee dialoog is gevoerd (2016)	Omvang <i>stewardship</i> team (2017)
BlackRock	163.461 (91% voor; 9% tegen)	10,6%	33
Vanguard	170.974 (94% voor; 6% tegen)	6,3%	21
State Street	158.053 (86% voor; 14% tegen)	6,8%	11

Bron: Morningstar

Toekomstscenario

- Bij menig beursfonds zullen indexbeleggers de belangrijkste aandeelhouders zijn/worden
- Stabiele aandeelhouders, in beginsel loyaal aan bestuur
- Engagement in 'high profile' zaken, gericht op langetermijnwaardecreatie
- Stemrecht zal nog meer aan belang winnen
 - Roep om jaarlijkse herbenoeming bestuurders en commissarissen
 - Meer verzoeken om aandeelhoudersvoorstellen ter (adviserende) stemming voor te leggen om indexbeleggers kleur te laten bekennen
- Kans op vijandige overnames wordt (nog) kleiner
- Meer indexfondsen met opname van alleen ondernemingen met hoge ESG-rating



Het beloningsbeleid van bestuurders van beursvennootschappen

Emmanuel Lokin

Advocaat Stibbe

HGL Ondernemingsrecht Universiteit Utrecht



*Beloningen
en de
Aandeelhoudersrichtlijn*

Inleiding

- Doel:
 - Stimuleren van **langetermijn aandeelhoudersbetrokkenheid**.
 - **Bezoldigingsbeleid**: is een van de sleutelinstrumenten om belangen vennootschap in overeenstemming te brengen met die van bestuurders.
 - **Bezoldigingsverslag**: transparantie vergroten ten behoeve van het afleggen van verantwoording.
- Uitgangspunten zijn:
 - Geen implementatie als het nationale recht al in lijn is met de richtlijn;
 - Zoveel mogelijk aansluiten bij bestaande wetgeving of zelfregulering;
 - Is dit niet mogelijk? Dan zoveel mogelijk aansluiten bij de tekst van de richtlijn; en
 - Opties worden overgenomen indien ze bijdragen aan lastenverlichting of aansluiten bij bestaande praktijk, wetgeving, zelfregulering of rechtspraak.



Vaststelling bezoldigingsbeleid

- Nieuw: een verplicht bezoldigingsbeleid voor **commissarissen** bij beursvennootschappen.
- AV heeft al het recht om te stemmen over het bezoldigingsbeleid (alle NV's).
- Verplicht voorleggen aan de AV:
 - iedere **4 jaar** (alleen beursvennootschappen, 2:135a lid 2 BW); en
 - bij iedere **wijziging** (dus niet bij iedere materiële wijziging zie MvT (alle NV's)).
- **Bij amendement**: beleid wordt vastgesteld met een meerderheid van ten minste 3/4 meerderheid uitgebrachte stemmen, tenzij in de statuten een lagere meerderheid is voorgeschreven.
- **STAK** mag wel mee blijven stemmen.

Vaststelling bezoldigingsbeleid

- Geen (nieuw) bezoldigingsbeleid vastgesteld (art. 2:135 lid 9 BW, dus alle NV's)?
 - dan vindt bezoldiging plaats conform de **bestaande praktijk** of het **bestaande beleid**.
 - In dat geval: volgende vergadering nieuw beleid.
 - Wanneer is er geen beleid? Bijvoorbeeld indien na 4 jaar het nieuwe beleid wordt afgestemd of na een fusie of omzetting.
- Individuele bezoldiging is dus niet (langer) nietig bij geen beleid.
- In welke volgende vergadering? **Jaarlijks** of **bava**.
- “en waar het herziene bezoldigingsbeleid wordt geagendeerd, bijvoorbeeld omdat aandeelhouders gebruik maken van hun agenderingsrecht als neergelegd in artikel 114a.”
- Beleid, datum en uitkomst stemming: onverwijld openbaar (**15dgn**) voor ten minste periode dat het beleid van toepassing is.



Vaststelling bezoldigingsbeleid

- **Bij amendement:** versterking van de positie van de ondernemingsraad.
 - Geen standpunt, maar een **adviesrecht**.
 - Wordt het advies niet overgenomen? Dan een schriftelijke onderbouwing.
 - Voorzitter OR mag het advies toelichten.
- **Bij amendement:** indien **OR-commissaris** vanwege structuurvennootschap? Dan maakt “een persoon die door de OR wordt aanbevolen” deel uit van de **RemCo** (art. 2:160a BW).



Afwijken bezoldigingsbeleid?

- Alleen **tijdelijk**: uiterlijk tot nieuw bezoldigingsbeleid is vastgesteld.
- Alleen onder **uitzonderlijke omstandigheden**.
- Situaties waarin afwijking noodzakelijk is om:
 - de **langetermijnbelangen** en de **duurzaamheid** van de vennootschap als geheel te dienen; of
 - haar **levensvatbaarheid** te garanderen.
- In het bezoldigingsbeleid: de **procedurele voorwaarden** en van welke **onderdelen** mag worden afgeweken.
- “De uitzondering is opgenomen voor gevallen waarin het voortbestaan van een vennootschap in gevaar is.”
- Voorbeeld: vennootschap in zwaar weer, dringend bepaalde CEO nodig, past niet binnen beleid.
- Dan is flexibiliteit en snelheid geboden.



Inhoud bezoldigingsbeleid

- Duidelijk en begrijpelijk en **alomvattend** overzicht.
- Onderwerpen:
 - een toelichting op de wijze waarop het bezoldigingsbeleid bijdraagt aan de **bedrijfsstrategie**, de **langetermijnbelangen** en de **duurzaamheid** van de vennootschap (a);
 - een toelichting op de wijze waarop in het bezoldigingsbeleid rekening is gehouden met de loon- en arbeidsvoorwaarden van de werknemers van de vennootschap (c);
 - **Bij amendement**: een toelichting op de wijze waarop in het bezoldigingsbeleid rekening is gehouden met:
 - De **identiteit**, **missie** en **waarden** van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming;
 - De **bezoldigingsverhoudingen** binnen de vennootschap **en de daarmee verbonden onderneming**;
 - Het **maatschappelijk draagvlak**.



Pay ratio in bezoldigingsbeleid?

- Art. 2:135a lid 6 sub c BW:
- Wettelijke verankering van bpb 3.1.2(iii) Code 2016.
- Hieraan kan invulling worden gegeven door gebruik te maken van *ratio's* om de verhouding met de bezoldiging van werknemers weer te geven.
- De pay ratio vergezellen met een "*narrative*".

Stemming bezoldigingsverslag

- Verplichtstelling van een bezoldigingsverslag.
- Overzicht van de bezoldigingen, met inbegrip van voordelen **in welke vorm** dan ook, die zijn **toegekend** of **verschuldigd** zijn.
- Art. 2:135 lid 5a BW vervalt.
- Voor “open” NV’s die geen beursnotering hebben, is het niet langer verplicht om de onderwerpen genoemd in art. 2:383c – e BW gezamenlijk als afzonderlijk discussieonderwerp op de agenda van de AVA op te nemen.
- Voor beursgenoteerde NV’s geldt echter: **jaarlijks** een **adviserende stemming** over het bezoldigingsverslag (uitvoering beleid).
- Voor de hand ligt: tijdens de vergadering waarin de jaarrekening wordt vastgesteld.
- Ook opnemen hoe rekening is gehouden met de vorige stemming.
- Bezoldigingsverslag dient **10 jaar** beschikbaar te zijn op de website.



Inhoud bezoldigingsverslag

- Eisen aan de inhoud van het bezoldigingsverslag.
- Code 2016: teruggang. Nu weer gedetailleerder.
- Duidelijk en begrijpelijk.
- De **jaarlijkse verandering** in de bezoldiging over ten minste vijf boekjaren, de ontwikkeling van de **prestaties** van de **vennootschap** en de **gemiddelde bezoldiging**, uitgaande van een volledige werkweek, van de **werknemers** van de vennootschap die geen bestuurder zijn gedurende deze periode, gezamenlijk gepresenteerd op een wijze die vergelijking mogelijk maakt.
- Noch nadere toelichting, noch pay ratio vereist.



Inhoud bezoldigingsverslag

- Verhouding tussen 2:135b BW, 2:383c – e BW (toelichting jaarrekening) en 2:391 lid 2 BW (bestuursverslag)?
- 2:383c – e BW:
 - Beursvennootschappen hoeven niet langer te voldoen aan art. 2:383c – e BW.
 - Dus: die informatie hoeft niet langer opgenomen te worden in de toelichting bij de jaarrekening.
 - Let op: wel art. 2:383 BW (totaal bedrag bezoldiging gezamenlijke bestuurders en commissarissen).
 - Daarnaast: wel in het bezoldigingsverslag.
- 2:391 lid 2 BW alleen nog voor “open NV’s”:
 - Verplichting vervalt om in het bestuursverslag mededeling te doen van het bezoldigingsbeleid en de wijze waarop dit beleid in de praktijk is gebracht.



Een accountant

- Accountant controleert of het bezoldigingsverslag de ex art. 2:135b BW vereiste informatie bevat.
- Dit kan de accountant zijn die de jaarrekening controleert, maar dat hoeft niet.
- Accountant controleert **alleen de aanwezigheid** van de informatie, niet de juistheid ervan.
- In beginsel dus geen inhoudelijke toetsing.
- Ziet de accountant dat het bezoldigingsverslag niet in overeenstemming is met de jaarrekening? Dan niet buiten beschouwing laten. Geen **actief onderzoek** vereist.
- De accountant hoeft **geen afzonderlijke verklaring** op te stellen.
- Overige verplichting (toepassen beloningen key management personnel) wijzigen niet.
- Let op: Guidelines on the standardised presentation of the remuneration report.

Langetermijn betrokkenheid?

- Positie aandeelhouders is wel degelijk versterkt.
 - Vaststelling met 3/4 meerderheid;
 - Adviserende stemming bezoldigingsverslag (maar zonder sanctie);
- In sommige gevallen blij gemaakt met een dode mus:
 - Iedere 4 jaar of materiele wijziging;
 - Stemming over het bezoldigingsbeleid.
- In sommige gevallen is de positie wellicht zelfs verzwakt:
 - Mogelijkheid afwijking bezoldigingsbeleid;
 - Belonen conform de bestaande praktijk of het bestaande beleid .
- De grote winnaar lijkt de OR te zijn:
 - OR-commissaris in de RemCo;
 - Adviesrecht voorafgaand aan de vaststelling van het bezoldigingsbeleid; en
 - Toelichting rekening houden met de interne beloningsverhouding;
- En als toetje: het maatschappelijk draagvlak.





De informatie in deze presentatie is met zorg samengesteld,
maar er kunnen geen rechten ontleend worden aan de inhoud.



De responsieperiode bij beursvennootschappen

Hélène Vletter-van Dort

HGL Financieel recht & governance Erasmus School of Law

Toeziçthouder

Erasmus
School of
Law

De Bedenktijd: naïef of noodzaak?

26 juni 2019

Hélène M. Vletter-van Dort

Erasmus University Rotterdam



1. Opzet

- a. Onderliggende veronderstelling Aandeelhoudersrichtlijn en Voorontwerp Bedenktijd
- b. Definitie langetermijnbeleggers
- c. (On)betrouwbaarheid institutionele beleggers
- d. Prioritering van stakeholders
- e. Wat is de toegevoegde waarde van een bedenktijd?
- f. Stroken Aandeelhoudersrichtlijn en Voorontwerp met elkaar?

2. Onderliggende veronderstellingen

Overeenkomende veronderstelling van Richtlijn en Voorontwerp:

- er is zoiets als een *langetermijnbelegger*

Richtlijn zegt:

- effectieve en duurzame aandeelhoudersbetrokkenheid is een van de hoekstenen van het corporate governance model van beursvennootschappen

Voorontwerp:

- bemoeienis met het beleid van bepaalde, op korte termijn gerichte aandeelhouders, kan een 'ordentelijk proces' onder druk zetten

3. Definitie langetermijnbelegger

Wat is een langetermijnbelegger?

- Aandeelhoudersrichtlijn: richt zich primair tot institutionele beleggers, tussenpersonen en vermogensbeheerders
- > art. 1 lid 2 sub e, definitie institutionele belegger:
 - (a) onderneming die werkzaamheden verricht op het gebied van levensverzekering en herverzekering
 - (b) instelling voor bedrijfspensioenvoorziening

3. (vervolg)

Financiële wereld kent zes typen institutionele beleggers:

- mutual funds
- hedge funds
- pension funds
- endowment funds
- insurance companies
- commercial banks

Doorslaggevend criterium: een organisatie die investeert namens zijn/haar achterban. Kortom: *begripsverwarring*

3. (vervolg)

MvT bij Voorontwerp gaat ervan uit dat NL een Rijnlands model heeft waarbij langetermijnwaardecreatie centraal staat

> bemoeienis van op korte termijn gerichte aandeelhouders met het beleid kan dit model verstoren

Worden normatieve en feitelijke argumenten niet door elkaar gehaald?

4. Beleggingshorizon

Enkele voorbeelden:

Beleggingshorizon van een pensioenfonds 40-50 jaar, maar kijken in de praktijk veel naar kwartaalrendement

Private equity heeft juist een wat langere termijn focus: 5-7 jaar

FD 22 juni 2019: *Beursnotering Fastned: Koers explodeert*

'Maar de respons in Nederland, zeker bij pensioenfondsen, is ontzettend lauw', zegt de Fastned-topman. 'Ik vind het wel een beetje raar. Alle pensioenfondsen kijken ernaar, maar het moet van ver komen. Vanuit Frankrijk en Duitsland is er juist heel veel support voor groene infrastructuur en elektrisch rijden.'

5. (On)betrouwbaarheid institutionele beleggers

Onderneming en institutionele beleggers:



6. Prioritering van stakeholders

Dilemma:

Als aandeelhouders als groep kennelijk niet betrouwbaar zijn, hoe prioriteert de onderneming dan stakeholders in het belang van de langetermijndoelstelling van de onderneming?

- > Betekent dit dat bescherming van de onderneming nuttig en nodig is?
- > Zo ja, op welke wijze?

7. Wat is de toegevoegde waarde van bedenktijd

Nut en noodzaak van bedenktijd volgens MvT: nogal hybride geformuleerd, o.a.:

- bestuur meer tijd gunnen voor inventarisatie en weging van belangen
- ordentelijke afweging en beoordeling welke strategische richting het belang van de vennootschap het beste dient
- creëren van voldoende rust en tijd voor het bestuur om op zorgvuldige wijze (in overleg met stakeholders) de strategie te bepalen
- het faciliteren van het bestuur om te handelen in het belang van de vennootschap
- het bestuur in staat stellen om met een gefundeerde reactie te komen

7. (vervolg)

Is dit alles juist?

Gebaseerd op veronderstellingen dat

- a. NL een Rijnlants model kent;
- b. actief optreden van aandeelhouders kan leiden tot *short-termism*;
- c. bedenktijd leidt tot betere besluitvorming.

8. Beperkt beroep op bedenktijd

- Ondernemingen die hebben gekozen onbeschermd te zijn, kunnen in beginsel GEEN beroep doen op bedenktijd, tenzij:
 - > bieden wel beschermd is
 - > AvA instemt met de *no frustration rule*
- Ondernemingen kunnen beroep op bedenktijd statutair uitsluiten
- Inroepen bedenktijd is een recht en geen plicht

9. Samenloop met Code

MvT:

- responstijd Code verhindert agendering van een voorstel;
- bedenktijd laat agendering onverlet, d.w.z. de AvA kan het voorstel bespreken maar er niet over stemmen

> wat gaan aandeelhouders doen tijdens zo'n 'bespreek' AvA?

10. Toegevoegde waarde van bedenktijd

Is deze wet nuttig en nodig?

- AFM: aanmerkelijk risico op voorkennis en marktmisbruik
- Euronext: waarom niet aansluiten bij Code?
- VEUO: enthousiast
- ISS/Glass Lewis: zien niets in inperking van aandeelhoudersrechten
- Advies Raad voor de Rechtspraak: toetsingskader dient te worden verbeterd

11. Stroken Aandeelhoudersrichtlijn en Voorontwerp?

- *Is sprake van een intrinsieke tegenstelling tussen Aandeelhoudersrichtlijn en Voorontwerp:*
- Aandeelhouders betrekken versus aandeelhouders op afstand houden?

De beste bescherming

Warren Buffet:

“When we own portions of outstanding businesses with outstanding managements, our favorite holding period is forever.”

Erasmus



Enkele conclusies en afsluiting

Kid Schwarz

HGL Ondernemingsrecht Erasmus School of Law

Borrel

