

# Een eerste stap in de implementatie van de herziene Aandeelhoudersrichtlijn

*Mr. T.C.A. Dijkhuizen\**

## 1 Inleiding

De modernisering van het Europees vennootschapsrecht en het corporate-governancekader voor beursvennootschappen staan sinds de financiële crisis hoog op de Europese agenda.<sup>1</sup> Na het 'Actieplan: Europees vennootschapsrecht en corporate governance – een modern rechtskader voor meer betrokken aandeelhouders en duurzamere ondernemingen'<sup>2</sup> publiceerde de Europese Commissie (hierna: de Commissie) op 9 april 2014 het richtlijnvoorstel tot wijziging van de Aandeelhoudersrichtlijn.<sup>3</sup> In dit wijzigingsvoorstel benoemde de Commissie vijf specifieke problemen die de effectiviteit van het corporate-governancekader voor Europese beursvennootschappen in de weg staan, namelijk:

1. onvoldoende betrokkenheid van institutionele beleggers en vermogensbeheerders bij de vennootschappen waarin wordt belegd;
2. een onvoldoende relatie tussen de beloning en prestatie van bestuurders;
3. te weinig toezicht door aandeelhouders op transacties met verbonden partijen;
4. onvoldoende transparantie bij stemadviseurs over de totstandkoming van hun stemadviezen en de wijze waarop zij omgaan met potentiële belangenconflicten; en
5. de lastige en kostbare uitoefening van aandeelhoudersrechten.

\* Mr. T.C.A. Dijkhuizen is advocaat bij NautaDutilh te Amsterdam en als promovendus verbonden aan de afdeling Ondernemingsrecht en het Hazelhoff Centre for Financial Law van Universiteit Leiden.

1. In de optiek van Overkleef is dit vooral het gevolg van een uit de financiële crisis voortgekomen perceptie van een 'failure of governance' bij financiële ondernemingen. Zie F.G.K. Overkleef, Het nieuwe Action Plan op het gebied van het Europees ondernemingsrecht, V&O 2013, afl. 1, p. 5.
2. Europese Commissie, Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's. Actieplan: Europees vennootschapsrecht en corporate governance – een modern rechtskader voor meer betrokken aandeelhouders en duurzamere ondernemingen, COM(2012)740 def, p. 4-5.
3. Europese Commissie, Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft, COM(2014)213 def.

Het wijzigingsvoorstel bevatte dan ook een set regels die ten doel hadden de voornoemde problemen het hoofd te bieden. Nadat het Europees Parlement op 14 maart 2017 met de herziening van de Aandeelhoudersrichtlijn had ingestemd, werd op 3 april 2017 het richtlijnvoorstel door de Raad van Ministers aangenomen. De publicatie van de herziene Aandeelhoudersrichtlijn (hierna: de Wijzigingsrichtlijn) vond op 20 mei 2017 plaats.<sup>4</sup> De lidstaten hebben tot 10 juni 2019 de tijd om haar bepalingen in hun nationale recht te implementeren.<sup>5</sup>

De Nederlandse wetgever heeft in dat kader de eerste stap gezet door op 27 februari 2018 een consultatieversie van het voorontwerp ter implementatie van de Wijzigingsrichtlijn (hierna: het Voorontwerp) te publiceren.<sup>6</sup> Naast het Voorontwerp is ook een concept-memorandum van toelichting gepubliceerd.<sup>7</sup> De consultatieperiode is afgelopen op 27 maart 2018. In deze bijdrage zal dit Voorontwerp centraal staan. Ik besteed eveneens aandacht aan enige consultatiereacties van diverse Nederlandse stakeholders, zoals deze terug zijn te vinden in de door het ministerie van Financiën en het ministerie van Justitie en Veiligheid geopende internetconsultatie.<sup>8</sup>

4. Richtlijn (EU) 2017/828 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, L 132/1.

5. Art. 2 Wijzigingsrichtlijn.

6. Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, de Wet op het financieel toezicht en de Wet giraal effectenverkeer ter uitvoering van 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. Voorontwerp van wet, beschikbaar op [www.internetconsultatie.nl/langetermijnbetrokkenheidaandeelhouders](http://www.internetconsultatie.nl/langetermijnbetrokkenheidaandeelhouders).

7. Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, de Wet op het financieel toezicht en de Wet giraal effectenverkeer ter uitvoering van 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. Concept-MvT, eveneens beschikbaar op [www.internetconsultatie.nl/langetermijnbetrokkenheidaandeelhouders](http://www.internetconsultatie.nl/langetermijnbetrokkenheidaandeelhouders).

8. Hier dient te worden opgemerkt dat deze bijdrage niet tot doel heeft om alle consultatiereacties te behandelen. In enkele gevallen zal aansluiting worden gezocht bij consultatiereacties om op die wijze enkele kritiekpunten op het Voorontwerp voor het voetlicht te brengen. Het gaat het bestek van dit artikel te buiten om alle naar voren gebrachte punten in de consultatiereacties te behandelen.

## 2 Reikwijdte van de Wijzigingsrichtlijn

De Wijzigingsrichtlijn is, op grond van art. 1 lid 1 en art. 2 onder a, van toepassing op beursgenoteerde vennootschappen met een statutaire zetel in een EU-lidstaat waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op een in een lidstaat gelegen of werkzame gereglementeerde markt.<sup>9</sup> Dat impliceert dat ook beursgenoteerde *besloten vennootschappen* onder de reikwijdte van de Wijzigingsrichtlijn vallen. Dit heeft in het bijzonder gevolgen voor de implementatie in de Nederlandse wetgeving in het Burgerlijk Wetboek (BW). De Wijzigingsrichtlijn wordt ook ten dele geïmplementeerd in de Wet op het financieel toezicht (Wft) en de Wet giraal effectenverkeer (Wge).<sup>10</sup>

In het BW zal een specifieke schakelbepaling, art. 187 van het Voorontwerp, worden opgenomen om ervoor te zorgen dat de beursgenoteerde besloten vennootschappen ook onder de reikwijdte van de te implementeren artikelen vallen. De artikelen van de oorspronkelijke Aandeelhoudersrichtlijn<sup>11</sup> zijn destijds geïmplementeerd in titel 4 van Boek 2 BW, 'Naamloze vennootschappen', en niet alsmede van toepassing verklaard op besloten vennootschappen, omdat beursgenoteerde besloten vennootschappen toen niet bestonden. Door de inwerkingtreding van de Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht<sup>12</sup> is dit veranderd.<sup>13</sup>

Nu de voorschriften uit de Wijzigingsrichtlijn rond het beloningsbeleid en transacties met verbonden partijen van toepassing zijn op beursvennootschappen, dienen beursgenoteerde besloten vennootschappen ook onder de toepassing van de te implementeren artikelen te vallen. De voornoemde schakelbepaling verklaart onder andere de artikelen die zien op het beloningsbeleid, het beloningsverslag en transacties met verbonden partijen van overeenkomstige toepassing op beursgenoteerde besloten vennootschappen. Tegelijkertijd worden de artikelen die voortvloeien uit de implementatie van de oorspronkelijke Aandeelhoudersrichtlijn, zoals art.2:114a lid 1 BW, ook van

overeenkomstige toepassing verklaard.<sup>14</sup> Hier is echter wel sprake van een beperking tot die specifieke artikelen die voortvloeien uit de oorspronkelijke Aandeelhoudersrichtlijn. De Gemeenschappelijke Commissie Vennootschapsrecht (hierna: GCV) vraagt zich in haar consultatiereactie af waarom juist gekozen is voor deze beperking, nu ook andere artikelen uit het BW en de Wft (specifiek) van toepassing zijn op beursvennootschappen.<sup>15</sup> De GCV denkt hierbij bijvoorbeeld aan de regeling van het verplicht bod. Het lijkt dan ook op de weg van de wetgever te liggen om hieromtrent duidelijkheid te scheppen in de uiteindelijke memorie van de toelichting.

De richtlijn is voorts van toepassing op:

1. tussenpersonen voor zover zij diensten met betrekking tot aandelen van beursvennootschappen verlenen aan aandeelhouders of aan andere tussenpersonen;
2. institutionele beleggers voor zover zij beleggen in aandelen die worden verhandeld op een gereglementeerde markt;
3. vermogensbeheerders voor zover zij namens beleggers handelen in aandelen die worden verhandeld op een gereglementeerde markt; en
4. volmachtadviseurs voor zover zij diensten verlenen aan aandeelhouders van beursvennootschappen die binnen de reikwijdte van de richtlijn vallen.<sup>16</sup>

Na deze uiteenzetting over de reikwijdte van de richtlijn, zal nu worden ingegaan op de wijze waarop de Nederlandse wetgever de verschillende onderwerpen van de richtlijn in het Voorontwerp heeft laten terugkomen, en wordt stilgestaan bij de door de wetgever gemaakte beleidskeuzes. Hierbij zal in het bijzonder aandacht worden besteed aan de wijze waarop de wetgever is omgegaan met de in de Wijzigingsrichtlijn opgenomen lidstaatopties.

## 3 Het versterken van aandeelhoudersbetrokkenheid bij beursvennootschappen

De financiële crisis heeft blootgelegd dat zowel institutionele beleggers als (hun) vermogensbeheerders weinig betrokken zijn bij en toezicht houden op het reilen en zeilen van de onderneming waarin wordt belegd, terwijl juist een effectieve en duurzame aandeelhoudersbetrokkenheid wordt gezien als een van de hoekstenen van het corporate-governancemodel van een beursgenoteerde vennootschap.<sup>17</sup> Voorts zijn de aan-

9. Hieruit valt op te maken dat de regeling zich beperkt tot de vennootschappen waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt en zich niet uitstrekt tot vennootschappen waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel van een multilaterale handelsfaciliteit.

10. Concept-MvT, p. 2.

11. 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, L 184/17.

12. Wet van 18 juni 2012 tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van de regeling voor besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid (Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht), Stb. 2012, 299.

13. Als gevolg van de inwerkingtreding van de Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht is de verplichte blokkeringsregeling ex. art. 2:195 BW (oud) komen te vervallen. Het is voor de besloten vennootschap mogelijk om statutair te bepalen dat geen beperkingen gelden voor de overdracht van aandelen, waardoor van een tot dat moment bestaande belemmering voor een beursnotering niet langer sprake is. Dientengevolge vormt art. 8a Wge geen belemmering meer voor notering van (certificaten van) aandelen van beursgenoteerde besloten vennootschappen. Zie hierover A.A. Bootsma, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, Certificaten van aandelen in Fastned BV toegelaten tot de handel op de nieuwe gereglementeerde markt van Nxchange, Ondernemingsrecht 2016/111, p. 555 e.v.

14. Concept-MvT, p. 2.

15. De reactie van de GCV is te raadplegen op [www.internetconsultatie.nl/langtermijnbetrokkenheidaandeelhouders/reactie/a4f76275-31b4-40fe-aaaf0eccd24ecc7f](http://www.internetconsultatie.nl/langtermijnbetrokkenheidaandeelhouders/reactie/a4f76275-31b4-40fe-aaaf0eccd24ecc7f). Overigens maakt ook Eumedion gewag van de opgenomen beperking. Eumedion pleit ervoor dat het geheel van wettelijke bepalingen die de positie van de aandeel- en certificaathouders van de naamloze vennootschap moeten beschermen, ook van toepassing wordt verklaard op beursgenoteerde besloten vennootschappen om de mate van bescherming van aandeel- en certificaathouders van deze vennootschappen op hetzelfde niveau te brengen. Zie de consultatiereactie van Eumedion, p. 11. Deze consultatiereactie is te vinden op [www.internetconsultatie.nl/langtermijnbetrokkenheidaandeelhouders/reactie/3956653c-9cda-4621-915f-6a9d51fed0dc](http://www.internetconsultatie.nl/langtermijnbetrokkenheidaandeelhouders/reactie/3956653c-9cda-4621-915f-6a9d51fed0dc).

16. Concept-MvT, p. 2.

17. Preambule, nr. 14 Wijzigingsrichtlijn.

deelhouders en vermogensbeheerders te sterk gericht op kortetermijnrendementen, wat juist weer ten koste gaat van de werking van het corporate-governancekader. Dit kortetermijndenken schaadt bovendien de langetermijnprestaties van zowel de beursvennootschap als de institutionele beleggers zelf.<sup>18</sup> Deze beperkte betrokkenheid wordt mede verklaard door het gegeven dat deze institutionele beleggers en (hun) vermogensbeheerders niet transparant hoeven te zijn over hun beleggingsstrategie, betrokkenheidsbeleid en de uitvoering van dit laatstgenoemde beleid.

In de Wijzigingsrichtlijn zijn dan ook bepalingen opgenomen die transparantieplichtingen inhouden. Deze verplichtingen hebben tot doel de institutionele beleggers aan te sporen om een meer langetermijnvisie met betrekking tot hun beleggingsstrategie te ontwikkelen en hierbij rekening te houden met sociale, milieu- en governanceaspecten.<sup>19</sup> Het vergroten van de transparantie moet tegelijkertijd de uiteindelijke begunstigden in staat stellen om betere beleggingsbeslissingen te nemen. Ook zou transparantie over deze onderwerpen de dialoog tussen vennootschappen en hun aandeelhouders bevorderen en de verantwoordingsplicht van de institutionele beleggers naar hun stakeholders en het maatschappelijk middenveld uitbreiden.<sup>20</sup>

In het Voorontwerp wordt voorgesteld de transparantieplichtingen uit de Wijzigingsrichtlijn in de Wft te implementeren in de voorgestelde art. 5:87c t/m 5:87f. De verplichting voor de institutionele belegger of vermogensbeheerder om een betrokkenheidsbeleid te ontwikkelen en dit beleid tezamen met de uitvoering van het beleid op de website te publiceren, wordt neergelegd in art. 5:87c.<sup>21</sup> In hetzelfde artikel worden in het tweede lid ook de inhoudelijke vereisten ten aanzien van dit betrokkenheidsbeleid uiteengezet. De institutionele belegger of vermogensbeheerder dient bijvoorbeeld te beschrijven op welke wijze hij toezicht houdt op de beursondernemingen waarin belegd is ten aanzien van *relevante* aangelegenheden, zoals de strategie, de financiële en niet-financiële prestaties en risico's en hun corporate governance. Indien de institutionele belegger of vermogensbeheerder geen betrokkenheidsbeleid ontwikkelt of afziet van publicatie van dit beleid, dan dient hij hiervan gemotiveerd opgave te doen op zijn website.<sup>22</sup>

Voorts wordt in art. 5:87d een bepaling geïntroduceerd die ziet op de verplichting voor institutionele beleggers om de hoofdlijnen van de beleggingsstrategie op de website te publi-

ceren.<sup>23</sup> Indien een vermogensbeheerder het vermogen van de institutionele belegger beheert, dient de institutionele belegger kernelementen van zijn overeenkomst met deze vermogensbeheerder openbaar te maken, zoals de wijze waarop deze overeenkomst de vermogensbeheerder aanzet tot het in lijn brengen van de beleggingsstrategie en -beslissingen met de (langetermijn)verplichtingen van de institutionele belegger. Indien de overeenkomst tussen de institutionele belegger en de vermogensbeheerder de vorenbedoelde informatie niet of niet geheel bevat, dan dient de institutionele belegger dit op zijn website uit te leggen.<sup>24</sup>

Bij de implementatie van bovenstaande richtlijnbeoordelingen is de wetgever dicht bij de tekst van de richtlijn gebleven. Dit is wellicht ook de verklaring voor het gegeven dat de verschillende stakeholders weinig tot geen op- of aanmerkingen hebben bij dit onderdeel van het Voorontwerp. Het blijft echter de vraag of bovenstaande bepalingen daadwerkelijk het beoogde effect, het vergroten van aandeelhoudersbetrokkenheid bij vennootschappen waarin belegd is, zullen sorteren. Transparantieplichtingen geven immers niet per definitie de (juiste) prikkels om tot betrokken aandeelhouderschap te komen.<sup>25</sup> Tevens speelt hier de vraag of van aandeelhouders – institutionele beleggers in het bijzonder – wel een dergelijke betrokkenheid verwacht kan worden, nu zij veelal te maken hebben met conflicterende belangen, weinig prikkels hebben om te investeren in het monitoren van de vennootschappen waarin belegd wordt, en zelf ook worden beoordeeld aan de hand van behaalde (kortetermijn)rendementen.<sup>26</sup> De schoen wringt des te meer nu de institutionele beleggers en vermogensbeheerders kunnen besluiten af te zien van de ontwikkeling van een betrokkenheidsbeleid indien zij een duidelijke en gemotiveerde toelichting over de redenen daartoe openbaar maken.<sup>27</sup> Dit ziet overigens niet zozeer op de implementatiewijze van de Wijzigingsrichtlijnbeoordelingen in de Nederlandse wetgeving, maar heeft mijns inziens wel effect op het realiseren van de voornoemde doelstelling van de richtlijn.

Verder zijn in het voorgestelde art. 5:87e verdere transparantieplichtingen opgenomen ten aanzien van de vermogensbeheerder. Een vermogensbeheerder dient, op grond van het voorgestelde art. 5:87e, de institutionele belegger eenmaal per boekjaar te informeren op welke wijze zijn beleggingsstrategie en de uitvoering daarvan in lijn zijn met de overeenkomst zoals gesloten tussen de institutionele belegger en vermogensbeheerder, en op welke wijze de overeenkomst bijdraagt aan

18. Preambule, nr. 2 en 15 Wijzigingsrichtlijn.

19. Preambule, nr. 14 Wijzigingsrichtlijn.

20. Preambule, nr. 16 Wijzigingsrichtlijn.

21. Art. 5:87c lid 1 respectievelijk lid 3 van het Voorontwerp. Overigens heeft de Nederlandse wetgever ervoor gekozen geen gebruik te maken van de lidstaatoptie om de institutionele beleggers en vermogensbeheerders te verplichten de vorenbedoelde informatie ook op een andere manier eenvoudig beschikbaar te stellen, zoals op een centrale website. Het uitgangspunt is, aldus de wetgever, dat institutionele beleggers en vermogensbeheerders de informatie op de eigen website publiceren. Zie concept-MvT, p. 19.

22. Art. 5:87c lid 4 van het Voorontwerp.

23. Art. 5:87d lid 1. Overigens geldt ook hier dat de Nederlandse wetgever ervoor gekozen heeft geen gebruik te maken van de lidstaatoptie om de institutionele beleggers en vermogensbeheerders te verplichten de vorenbedoelde informatie ook op een andere wijze online beschikbaar te stellen. Zie concept-MvT, p. 19.

24. Art. 5:87d lid 3 van het Voorontwerp.

25. Overkleef 2013, p. 7 en de in noot 20 van zijn artikel opgenomen literatuur. Vgl. T.C.A. Dijkhuizen & J. Nijland, *De herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn: een eerste reflectie*, MvO 2017, afl. 5-6, p. 123-125.

26. G.T.M.J. Raaijmakers, *De Aandeelhoudersrichtlijn in de rebound*, *Ondernemingsrecht* 2017/114, p. 643.

27. Dijkhuizen & Nijland 2017.

middellange- tot langetermijnprestaties van de portefeuille van de institutionele belegger. De Wijzigingsrichtlijn voorziet in een lidstaatoptie om vermogensbeheerders te verplichten deze kerninformatie met het jaarverslag openbaar te maken. De wetgever heeft van de lidstaatoptie afgezien, nu, in de optiek van de wetgever, de relatie tussen de vermogensbeheerder en de institutionele belegger vooral gebaseerd is op bilaterale overeenkomsten. Het ligt dan ook, aldus de wetgever, op de weg van deze institutionele belegger om de vermogensbeheerder tot verantwoording te roepen of de relatie te beëindigen. Openbaarmaking van de genoemde kerninformatie uit het jaarverslag creëert in de optiek van de wetgever in dat kader geen meerwaarde.<sup>28</sup> Hierbij wordt ook verwezen naar de aan een dergelijke openbaarmaking verbonden lastenverzwaring. In dit kader verdient ook nog opmerking dat de te openbaren informatie ook concurrentiegevoelig is, waardoor een eventuele plicht tot publicatie van de informatie – zoals Raaijmakers stelt – al snel tot algemeen geformuleerde en weinigzeggende teksten zou leiden.<sup>29</sup> Dit zou dan op zijn beurt ook niet hebben bijgedragen aan het doel dat de richtlijn oorspronkelijk voor ogen heeft met deze lidstaatoptie en het valt dan ook toe te juichen dat de wetgever geen gebruik heeft gemaakt van de optie.

Ten slotte kent de richtlijn ook enkele transparantieplichtingen die zien op volmachtadviseurs. Deze verplichtingen worden geïmplementeerd in het voorgestelde art. 5:87f. De volmachtadviseur dient op grond van dit artikel essentiële informatie over de totstandkoming van zijn onderzoek, aanbevelingen en stemadviezen openbaar te maken. Bovendien dient hij zijn feitelijke *en* potentiële belangenconflicten of zakenrelaties die van invloed (kunnen) zijn op de totstandkoming van zijn onderzoek, advies of stemadviezen, openbaar te maken.<sup>30</sup> Hierbij dient te worden opgemerkt dat in het voorgestelde lid 6 (slechts) gerefereerd wordt aan de vastgestelde belangenconflicten. Het verdient aanbeveling dat de wetgever ook refereert aan de potentiële belangenconflicten, temeer nu in de concept-memorie van toelichting juist wordt verwezen naar zowel feitelijke als potentiële belangenconflicten.<sup>31</sup> De betreffende informatie moet voor een periode van drie jaar beschikbaar blijven op de website van de volmachtadviseur, om zodoende institutionele beleggers de mogelijkheid te geven hun keuze voor een volmachtadviseur te baseren op prestaties uit hun verleden.<sup>32</sup>

#### 4 Het beloningsbeleid en -verslag als instrument voor de versterking van de relatie tussen de beloning en prestaties van bestuurders

De richtlijn heeft mede tot doel de relatie tussen de beloning en de prestaties van bestuurders te versterken. Het belonings-

beleid wordt gezien als een van de sleutelinstrumenten voor beursondernemingen om hun belangen te *alignen* met die van hun bestuurders.<sup>33</sup> Gezien het belangrijke karakter van het beloningsbeleid is het essentieel dat dit beleid op passende wijze wordt vastgesteld door de bevoegde vennootschapsorganen en dat aandeelhouders de mogelijkheid wordt gegeven zich uit te spreken over dit beleid.<sup>34</sup> De aandeelhouder dient op grond van art. 9bis van de Wijzigingsrichtlijn – ter versterking van de *beloningsgovernance* binnen beursvennootschappen – een adviserend of bindend stemrecht te krijgen over het beloningsbeleid. De regeling uit de Wijzigingsrichtlijn wordt in het Voorontwerp geïmplementeerd in de vorm van voorgestelde wijzigingen in art. 2:135 BW en een nieuw art. 135a. Bovendien wordt het laatstgenoemde artikel tezamen met het voorgestelde art. 135b, op grond van het voorgestelde art. 145 lid 2, van overeenkomstige toepassing verklaard op het beloningsbeleid ten aanzien van commissarissen van beursgenoteerde besloten vennootschappen.

Belangrijk uitgangspunt bij de implementatie van deze regeling is dat aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen op grond van art. 2:135 lid 1 BW reeds de bevoegdheid hebben om het beloningsbeleid vast te stellen.<sup>35</sup> Dientengevolge maakt de Nederlandse wetgever geen gebruik van de lidstaatoptie om tussen een adviserend en een bindend stemrecht voor aandeelhouders te kiezen.<sup>36</sup> Wel wordt in het Voorontwerp voorzien in een nieuw negende lid van art. 2:135 BW – van toepassing op alle naamloze vennootschappen – dat ziet op die gevallen waarin geen sprake is van een beloningsbeleid. In de praktijk bestaat, aldus de concept-memorie van toelichting, hierover de vraag in hoeverre een besluit tot beloning van een bestuurder op grond van art. 2:14 lid 1 BW nietig kan worden verklaard indien geen vastgesteld

28. Zie concept-MvT, p. 19.

29. Raaijmakers 2017, p. 645.

30. Concept-MvT, p. 20.

31. Concept-MvT, p. 20. Zie hieromtrent onder meer de reactie van de GCV, p. 7-8.

32. Art. 5:87f lid 4; concept-MvT, p. 20.

33. Preambule, nr. 28 Wijzigingsrichtlijn.

34. Preambule, nr. 28 Wijzigingsrichtlijn.

35. De bevoegdheid van de algemene vergadering lijkt zich overigens in de praktijk te beperken tot verwerping of vaststelling van het door de raad van commissarissen geïnitieerde beloningsbeleid. Zie Principe 3.1 van de Nederlandse Corporate Governance Code en best practice 3.1.1. Vgl. T.C.A. Dijkhuizen & C.F.J. van Tuyll, A third way for say on pay? Een visie op de invulling van *say on pay* bij beursvennootschappen in Nederland, TAO 2017, afl. 4, p. 202.

36. Concept-MvT, p. 4.

beloningsbeleid bestaat.<sup>37</sup> Het nieuwe artikellid bepaalt dat in zo'n geval de vennootschap bestuurders kan bezoldigen conform het bestaande beleid of de bestaande praktijk totdat een (nieuw) beloningsbeleid is vastgesteld.<sup>38</sup>

Tevens voorziet het Voorontwerp in het nieuwe art. 135a, dat (slechts) van toepassing is op beursgenoteerde naamloze vennootschappen (art. 135a lid 1). In dit artikel wordt onder meer bepaald dat het beloningsbeleid eens per vier jaar door de aandeelhouders moet worden vastgesteld.<sup>39</sup> De verplichting voor beursvennootschappen om het beloningsbeleid eens per vier jaar voor te leggen aan de aandeelhouders zal in de praktijk niet leiden tot een lastenverzwaring. Uit onderzoek van Van der Elst en Lafarre blijkt immers dat het merendeel van de Nederlandse beursvennootschappen het beloningsbeleid eenmaal per drie jaar voorlegt aan de algemene vergadering.<sup>40</sup> Ook wordt in dit artikel voorzien in een afwijkingsmogelijkheid ten aanzien van het vastgestelde beloningsbeleid. De beursgenoteerde vennootschap kan onder uitzonderlijke omstandigheden afwijken van het bezoldigingsbeleid, indien deze afwijking noodzakelijk is om de langetermijnbelangen en duurzaamheid van de vennootschap als geheel te dienen of haar levensvatbaarheid te garanderen.<sup>41</sup> Dit is mijns inziens een strenge toets en een beroep op deze afwijkingsmogelijkheid zal niet spoedig resulteren in de toekenning van een additionele (variabele) vergoeding.<sup>42</sup>

Voorts kent het voorgestelde art. 135a enige vereisten ten aanzien van het beloningsbeleid, zoals een bespreking van de wijze waarop het beloningsbeleid bijdraagt aan de bedrijfsstrategie, de langetermijnbelangen en de duurzaamheid van de vennoot-

schap.<sup>43</sup> Ook zijn in dit artikel vereisten opgenomen ten aanzien van de toekenning van variabele beloningen en van op aandelen gebaseerde beloningen.<sup>44</sup> Zo dienen de vennootschappen de financiële en niet-financiële criteria voor de toekenning van variabele beloningen op te nemen in het beloningsbeleid en uiteen te zetten op welke wijze de vastgestelde criteria bijdragen aan de bedrijfsstrategie, de langetermijnbelangen en de duurzaamheid van de vennootschap.

Het Voorontwerp voorziet ook in de implementatie van een wettelijke verplichting tot het opstellen van een afzonderlijk beloningsverslag. Op grond van het voorgestelde art. 135b dient de vennootschap een duidelijk, begrijpelijk bezoldigingsverslag op te stellen, dat vervolgens ter raadgevende stemming moet worden voorgelegd aan de algemene vergadering.<sup>45</sup> In de concept-memorie van toelichting wordt verduidelijkt dat hoewel de Wijzigingsrichtlijn in beginsel spreekt over een bindende of adviserende stem ten aanzien van het beloningsverslag, in dit artikel – in lijn met art. 2:117 lid 4/2:227 lid 7 BW – ervoor is gekozen de term 'raadgevende stem' te hanteren.<sup>46</sup> Hoewel dit standpunt niet onverdedigbaar is, meent de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO) in zijn consultatiereactie dat alsnog beter aangesloten kan worden bij de richtlijn en in dit kader de term 'adviserende stem' gehanteerd moet worden. De VEUO onderbouwt dit standpunt door te stellen dat het in art. 2:117/227 BW een raadgevende stem in het kader van het besluitvormingsproces betreft, terwijl het in het voorgestelde art. 135b om een afzonderlijk besluit gaat 'waarvan de rechtskracht die van een advies is'.<sup>47</sup> Het is interessant om te bezien of de wetgever het advies van de VEUO, om de term 'adviserende stem' conform de richtlijn te hanteren, opvolgt.

Het voorgestelde art. 135b kent ook enkele vereisten ten aanzien van de inhoud van het beloningsverslag. Zo dient onder meer inzicht te worden gegeven in de wijze waarop het totale bedrag van de (toegekende) beloning strookt met het algemene beloningsbeleid en bijdraagt aan de langetermijnprestaties van de vennootschap. Ten slotte kent het artikel over het beloningsverslag uit de Wijzigingsrichtlijn – art. 9ter – nog de lidstaatoptie om voor kleine en middelgrote ondernemingen<sup>48</sup> te bepalen dat het bezoldigingsverslag ook als agendapunt ter bespreking kan worden voorgelegd aan de algemene vergadering in plaats van een adviserende stemming.<sup>49</sup> De wetgever meent dat deze lidstaatoptie leidt tot lastenverlichting en kiest om die reden voor implementatie van deze optie in art. 135b lid 3. Kleine en middelgrote ondernemingen, als bedoeld in art. 2:396 lid 1 en 2:397 lid 1 BW, kunnen het bezoldigings-

37. De wetgever is, blijkens de wetgeschiedenis, van mening dat de raad van commissarissen in beginsel zou moeten belonen binnen de kaders van het vastgestelde beloningsbeleid (Kamerstukken I 2003/04, 28179, B, p. 15). Zie in dit kader ook de uitspraak van Rechtbank Rotterdam in Econosto/De Vries, waarin de rechtbank het verdedigbaar acht 'dat een bezoldigingsbesluit dat afwijkt van het door de algemene vergadering vastgestelde beleid nietig is wegens strijd met de wet', Rb. Rotterdam 30 maart 2011, JAR 2011/128 (Econosto/De Vries), r.o. 5.3. Dit uitgangspunt vond ook steun in de literatuur, zie hiertoe onder meer R. Abma e.a., De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen (Serie Recht en Praktijk Ondernemingsrecht, deel 9), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 59; L.G. Verburg, De bestuurder van de nv en de bv, in: A.R. Houweling & G.W. van der Voet (red.), Bijzondere arbeidsverhoudingen, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2012, p. 235-236; I. Meijer-Wagenaar, Over beloningen van bestuurders: artikel 2:135 BW en de relatie met het arbeidsrecht, WPNR 2006/6682, p. 681-688. Van Slooten en Zaal menen daarentegen, in een eerder gepubliceerd artikel, wel ruimte te zien om in een specifiek geval af te wijken van het vastgestelde beloningsbeleid indien de raad van commissarissen hiervoor zeer goede gronden heeft. Zij menen bovendien dat de sanctie nietigheid lastig is te verenigen met de termen 'beleid' en 'met inachtneming van' in art. 2:135 BW, die, in hun optiek, een zekere afwijkingsbevoegdheid zouden impliceren. Zie J.M. van Slooten & I. Zaal, Gebrekkig loon, Ondernemingsrecht 2008/85. Vgl. in dit kader Dijkhuizen & Van Tuyll 2017, p. 203.

38. Concept-MvT, p. 4.

39. Art. 135a lid 2 van het Voorontwerp.

40. C. van der Elst & A. Lafarre, Shareholder Voice on Executive Pay: A Decade of Dutch Say on Pay, European Business Organization Law Review (18) 2017, p. 57. Vgl. Dijkhuizen & Van Tuyll 2017, p. 205.

41. Art. 135a lid 3 respectievelijk lid 4 van het Voorontwerp.

42. Vgl. Dijkhuizen & Van Tuyll 2017, p. 205.

43. Art. 135a lid 5 onder a van het Voorontwerp.

44. Art. 135a lid 5 onder d respectievelijk e van het Voorontwerp.

45. Art. 135b lid 1 respectievelijk lid 2.

46. Zie concept-MvT, p. 10.

47. De reactie van de VEUO is te raadplegen op [www.internetconsultatie.nl/langetermijnbetrokkenheidaandeelhouders/reactie/a3f6c721-295e-48e6-ae47-b73aa1f50d4d](http://www.internetconsultatie.nl/langetermijnbetrokkenheidaandeelhouders/reactie/a3f6c721-295e-48e6-ae47-b73aa1f50d4d).

48. Zoals bepaald in art. 2:396 lid 1 en 2:397 lid 1 BW.

49. Art. 9ter lid 4 van de Wijzigingsrichtlijn.

verslag dus als afzonderlijk bespreekpunt agenderen in plaats van een adviserende stemming over het verslag te laten plaatsvinden.

Het toekennen van een stemrecht aan aandeelhouders ten aanzien van het beloningsverslag is een heikel punt in het licht van de bestaande verhoudingen binnen de Nederlandse beursvennootschap. Ik heb in eerdere publicaties reeds uiteengezet welke gevolgen de toekenning van een dergelijk stemrecht heeft.<sup>50</sup> In het huidige Nederlandse systeem stelt de algemene vergadering het beloningsbeleid vast en geeft de raad van commissarissen hieraan uitvoering door middel van het toekennen van de individuele beloningen aan de bestuurders. De commissarissen hebben in die zin een werkgeversrol ten opzichte van de bestuurders wat betreft de toekenning van bestuurdersbeloningen. De raad van commissarissen legt vervolgens verantwoording af over de wijze waarop hij uitvoering heeft gegeven aan de aan hem op grond van art. 2:135 lid 4 BW gedelegeerde taak door middel van het remuneratierapport. Deze werkgeversrol van de raad van commissarissen zal worden ondergraven ingeval aandeelhouders een zekere invloed kunnen uitoefenen door het verkregen stemrecht ten aanzien van het beloningsverslag. Hierbij dient in ogenschouw te worden genomen dat aandeelhouders in beginsel hun eigen belang voorop mogen stellen in de uitoefening van hun aandeelhoudersrechten,<sup>51</sup> terwijl de raad van commissarissen zich moet richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. De raad van commissarissen lijkt dan ook juist het aangewezen orgaan om de uitvoering van het beloningsbeleid overeen te laten stemmen met de langetermijndoelstellingen van de vennootschap, wat juist als doelstelling van de richtlijn heeft te gelden. Bovendien valt niet uit te sluiten dat een afkeurende stem ten aanzien van het beloningsverslag vooral een uiting is van een generieke onvrede over de prestaties van de onderneming.<sup>52</sup> Het verslag krijgt hiermee een andere lading en dit heeft op zijn beurt een onbedoeld effect op de inhoud van het beloningsverslag.<sup>53</sup>

### 5 Toezicht op transacties met verbonden partijen

De Wijzigingsrichtlijn voorziet ook in bepalingen gericht op de versterking van het toezicht van aandeelhouders, in het bijzonder minderheidsaandeelhouders, op transacties van de beursvennootschap met verbonden partijen. Deze transacties

kunnen schade toebrengen aan de beursgenoteerde vennootschap en haar (minderheids)aandeelhouders doordat verbonden partijen – haar management, bestuurders, controlerende instanties of aandeelhouders – zich hiermee waarde van de vennootschap kunnen toe-eigenen.<sup>54</sup> Het vergroten van de transparantie rond zulke transacties<sup>55</sup> en het toekennen van goedkeuringsbevoegdheden aan aandeelhouders of het toezichthoudend orgaan – bij beursvennootschappen in de regel de raad van commissarissen<sup>56</sup> – zijn waarborgen ter bescherming van de belangen van aandeelhouders, schuldeisers, werknemers en andere belanghebbenden die betrokken kunnen zijn bij een dergelijke transactie. Deze partijen zijn dan immers in de gelegenheid zich te (later) informeren over de gevolgen die de transacties hebben op de waarde van de vennootschap.<sup>57</sup>

De bepalingen uit de Wijzigingsrichtlijn worden geïntroduceerd in de voorgestelde afdeling 8 van Boek 2 BW, die overeenkomstig de inhoud van de bepaling ‘Transacties met verbonden partijen’ komt te luiden. Zoals hierboven reeds genoemd, bevatten de bepalingen enerzijds transparantieplichtingen en kennen zij anderzijds bepaalde bevoegdheden toe aan vennootschapsorganen. In het voorgestelde art. 168 wordt bepaald dat de beursvennootschap verplicht is *een van betekenis zijnde transactie* openbaar te maken op het moment dat de transactie is aangegaan, indien deze transactie niet in het kader van de normale bedrijfsvoering of onder normale marktvoorwaarden met een verbonden partij zou zijn aangegaan. Een van betekenis zijnde transactie wordt in het voorgestelde art. 167 lid 3 gedefinieerd als:

‘een transactie (i) tussen de vennootschap en een of meer houders van aandelen, die alleen of gezamenlijk ten minste een tiende gedeelte van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigen; en (ii) die de activa van de vennootschap doet verminderen zonder evenredige vermindering van de schulden, of die de schulden van de vennootschap doet toenemen zonder evenredige vermeerdering van de activa’.

Verskillende consultatiereacties plaatsen kanttekeningen bij de implementatie van dit onderdeel van de richtlijn. De reacties zien op verschillende elementen van de implementatie, maar ik beperk mij in deze bijdrage tot de nadere specificatie van het begrip ‘een van betekenis zijnde transactie’. De Wijzigingsrichtlijn bepaalt, onder art. 9 quater lid 1, dat lidstaten bij de definitie van materiële transacties – het begrip dat in de richtlijn gehanteerd wordt ten aanzien van dit onderwerp<sup>58</sup> –

50. Zie T.C.A. Dijkhuizen, Het richtlijnvoorstel tot wijziging van de Aandeelhoudersrechtenrichtlijn, Bb (23) 2015, afl. 8, p. 75-85, p. 80. Zie ook onder meer in dit kader C.F.J. van Tuyl van Serooskerken, Een bespreking van enkele beloningsinitiatieven. ‘Say on Pay’ of ‘less is more’, TAO 2014, afl. 2, p. 78; H.M. Vletter-van Dort, Is Doomsday aangebroken voor zelfregulering door beursvennootschappen?, FR 2014, afl. 6, p. 257-258; Dijkhuizen & Nijland 2017; Vgl. Dijkhuizen & Van Tuyl 2017, p. 205.

51. HR 30 juni 1944, NJ 1944/465 (Wennex). Zie ook J.M. de Jongh, Redelijkheid en billijkheid en het evenredigheidsbeginsel, in het bijzonder in de verhouding van aandeelhouders tot het bestuur, Ondernemingsrecht 2011/124, p. 612. Vgl. Dijkhuizen & Van Tuyl 2017, p. 206 en de aldaar in noot 73 aangehaalde literatuur.

52. Vgl. Dijkhuizen & Van Tuyl 2017, p. 206 en de aldaar in noot 74 aangehaalde literatuur.

53. Raaijmakers 2017, p. 646.

54. Preambule, nr. 42 Wijzigingsrichtlijn.

55. Preambule, nr. 44 Wijzigingsrichtlijn.

56. Preambule, nr. 42 Wijzigingsrichtlijn.

57. Preambule, nr. 44 Wijzigingsrichtlijn.

58. Overigens is de GCV kritisch op de keuze voor de term ‘transacties van betekenis’ in plaats van de term ‘materiële transacties’, die wordt gehanteerd in de Wijzigingsrichtlijn. Zie hieromtrent de consultatiereactie van de GCV, p. 4. Zie hieromtrent ook de consultatiereactie van de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB), p. 2. De consultatiereactie van de NVB is te raadplegen op [www.internetconsultatie.nl/langetermijnbetrokkenheidsaandeelhouders/reactie/3f8023c3-46c0-46fc-9570-13369ab7c077](http://www.internetconsultatie.nl/langetermijnbetrokkenheidsaandeelhouders/reactie/3f8023c3-46c0-46fc-9570-13369ab7c077).

één of meer kwantitatieve ratio's vaststellen op basis van de gevolgen van de transactie voor de financiële positie, de inkomsten, de activa, de kapitalisatie, met inbegrip van eigen vermogen, of de omzet van de vennootschap, danwel rekening houden met de aard van de transactie en de positie van de verbonden partij.

Zoals gezegd definieert de Nederlandse wetgever een van betekenis zijnde transactie als 'een transactie (i) tussen de vennootschap en een of meer houders van aandelen, die alleen of gezamenlijk ten minste een tiende gedeelte van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigen; en (ii) die de activa van de vennootschap doet verminderen zonder evenredige vermindering van de schulden, of die de schulden van de vennootschap doet toenemen zonder evenredige vermeerdering van de activa'. Uit de concept-memorandum van toelichting volgt dat deze criteria zijn ontleend aan de praktijk.<sup>59</sup> Dit betreft evenwel 'alternatieve, kwalitatieve'<sup>60</sup> criteria en zijn geen vorenbedoelde kwantitatieve ratio's.<sup>61</sup> Er worden in het bijzonder vraagtekens gezet bij de inhoud van deze criteria. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) wijst bijvoorbeeld op het ontbreken van de bestuurders en commissarissen als verbonden partij onder (i). Er wordt in het huidige criterium (i) gesproken over de aandeelhouder, maar niet over de bestuurder of commissaris.<sup>62</sup>

Op het tweede criterium is ook de nodige kritiek. In dit criterium wordt een van betekenis zijnde transactie gedefinieerd als een transactie die de activa van de vennootschap doet verminderen zonder evenredige vermindering van de schulden, of een transactie die de schulden van de vennootschap doet toenemen zonder evenredige vermeerdering van de activa. In verschillende reacties wordt de formulering of het gegeven voorbeeld ter toelichting – de uitgifte van aandelen tegen een te lage prijs – als ongelukkig of inadequaet beoordeeld. De AFM wijst er onder meer op dat bepaalde transacties die niet per direct in de balans zichtbaar worden, zoals een garantie of voorwaardelijke koop, niet zichtbaar zijn en daarmee buiten de definitie vallen. De GCV acht het gegeven voorbeeld in de toelichting ongelukkig, nu bij de uitgifte van aandelen tegen een te lage prijs weliswaar geen sprake is van een vermindering of vermeerdering van activa of schulden van de vennootschap, maar deze uitgifte wel leidt tot een verwatering van het economische belang van aandeelhouders. Dit zijn juist transacties waaraan risico's verbonden zijn voor de (minderheids)aandeelhouders van de vennootschap, en deze zouden dus moeten vallen onder de definitie van een van betekenis zijnde transactie.<sup>63</sup> Het is gezien de omvang van het aantal kritiekpunten op dit onderdeel niet onaannemelijk dat de wetgever de bepalingen op dit onderdeel nog eens tegen het licht zal houden.

59. Concept-MvT, p. 13-14.

60. Zie de consultatiereactie van de GCV, p. 4.

61. Zie de consultatiereactie van de NVB, p. 2.

62. Zie de consultatiereactie van AFM, p. 3. Deze consultatiereactie is te raadplegen op [www.internetconsultatie.nl/langtermijnbetrokkenheidaandeelhouders/reactie/55ab60a5-f0d0-4ac9-9526-722976c7c0c9](http://www.internetconsultatie.nl/langtermijnbetrokkenheidaandeelhouders/reactie/55ab60a5-f0d0-4ac9-9526-722976c7c0c9).

63. Zie de consultatiereactie van de GCV, p. 5.

Tegelijkertijd kan een andere keuze van de wetgever ten aanzien van dit onderwerp rekenen op grote steun onder de stakeholders. In art. 9quater lid 4 van de Wijzigingsrichtlijn wordt aan de lidstaten de keuze gelaten of materiële transacties met verbonden partijen worden goedgekeurd door de algemene vergadering of door het bestuur of toezichthoudend orgaan. In het voorgestelde art. 169 wordt bepaald dat van betekenis zijnde transacties zijn onderworpen aan de goedkeuring van de raad van commissarissen of het bestuur indien sprake is van een *one-tier board*. In dit kader zijn de bestaande regels inzake tegenstrijdig belang ex art. 2:129 lid 6 en 2:140 lid 5 BW van toepassing en dienen bestuurders en commissarissen met een direct of indirect persoonlijk belang dat tegenstrijdig is met het belang van de vennootschap niet deel te nemen aan de beraadslaging en besluitvorming over de voorgenomen transactie.<sup>64</sup> Deze keuze lijkt mij gezien de rol en verantwoordelijkheden van de raad van commissarissen binnen de huidige *checks and balances* binnen de beursgenoteerde vennootschap zeer passend. Het zijn immers de commissarissen die zich bij de besluitvorming over de goedkeuring van dergelijke transacties moeten richten naar het belang van de vennootschap en de daarbij betrokkenen, waaronder ook het betrokken belang van aandeelhouders. Het is bovendien maar de vraag of de algemene vergadering in staat zal zijn effectief toezicht te houden op mogelijk misbruik in geval van transacties met verbonden partijen.<sup>65</sup>

## 6 Aandeelhoudersidentificatie en de uitoefening van aandeelhoudersrechten

Ten slotte kent de Wijzigingsrichtlijn ook enkele bepalingen die zien op de identificatie van aandeelhouders en de facilitering van de (grensoverschrijdende) uitoefening van aandeelhoudersrechten. Aandelen in beursvennootschappen worden vaak gehouden via complexe en grensoverschrijdende bewaarketens. Dit maakt het enerzijds lastig voor de beursvennootschap om in dialoog te treden met haar aandeelhouders, nu zij veelal in beginsel alleen de betrokken centrale effectenbewaarinstantie (in het jargon van de markt: een Central Securities Depository (CSD)) als (juridisch) rechthebbende ziet, tenzij de aandeelhouder 3% of meer van de aandelen in het kapitaal van de vennootschap houdt.<sup>66</sup> Anderzijds maakt dezelfde structuur het de aandeelhouder moeilijk om daadwerkelijk zijn aandeelhoudersrechten uit te oefenen. De Wijzigingsrichtlijn voorziet in bepalingen gericht op de identificatie van de aandeelhouders van een beursvennootschap, verplichtingen voor tussenpersonen – die deel uitmaken van de bewaarketen – om informatie door te geven binnen de bewaarketen en, ten slotte, bepalingen die tussenpersonen verplichten die uitoefening van aandeelhoudersrechten te faciliteren. In het Voorontwerp wordt voorgesteld deze bepalingen te implementeren in een nieuw te vormen hoofdstuk 3a in de Wge.

64. Concept-MvT, p. 13.

65. Raaijmakers 2017, p. 647.

66. Concept-MvT, p. 20.

Allereerst is relevant welke lidstaat bevoegd is regels te stellen ten aanzien van deze regelgeving in het licht van de veelal grensoverschrijdende bewaarketen. Op grond van art. 1 lid 2 van de Wijzigingsrichtlijn is de lidstaat waar de vennootschap haar statutaire zetel heeft bevoegd om regels te stellen met betrekking tot de bewaarketen die voorafgegaan wordt door dezelfde uitgevende instelling, voor zover de partijen in de bewaarketen zelf ook zetel in Nederland hebben. Tevens dienen de partijen uit de bewaarketen die zetel hebben in een andere lidstaat, verzoeken van aandeelhouders, uitgevende instellingen en andere tussenpersonen te erkennen.<sup>67</sup>

Een belangrijk kritiekpunt dat naar voren komt uit de consultatiereacties ziet niet zozeer op de bepaling die ter implementatie van de Wijzigingsrichtlijn wordt geïntroduceerd in de Wge, maar op de keuze om als gevolg van de voorgestelde bepalingen de huidige art. 15 en 39 Wge te laten vervallen. Euroclear Nederland (hierna: Euroclear)<sup>68</sup> en de NVB zijn hier zeer kritisch over en menen dat het schrappen van deze artikelen op gespannen voet staat met het systeem/de gemeenschapsstructuur van de Wge. Binnen dit systeem heeft de aandeelhouder niet zozeer rechten die rechtstreeks voortvloeien uit geïndividualiseerde effecten, maar is hij deelgenoot in het depot naar evenredigheid van het aantal in bewaring gegeven effecten. Het zijn juist art. 15 en 39 Wge die waarborgen dat de deelgenoten in het depot het aan de effecten verbonden stemrecht kunnen uitoefenen, iedere aandeelhouder tot de hoeveelheid waarvoor hij deelgenoot van het depot is. Deze kritiek lijkt in ieder geval duidelijk te maken dat de vorenbedoelde artikelen niet overeenkomen met hetgeen is bepaald in het voorgestelde art. 49db, nu deze bepaling voornamelijk aan tussenpersonen de verplichting oplegt tot het faciliteren van de uitoefening van aandeelhoudersrechten. Indien de wetgever toch meent dat bedoelde artikelen zouden moeten vervallen – ondanks de hierboven geformuleerde kritiek –, dan zou de memorie van toelichting wellicht meer duidelijkheid moeten verschaffen over de gemaakte keuze om art. 15 en 39 Wge te laten vervallen.

Het Voorontwerp voorziet zoals gezegd in nieuwe regelgeving ten aanzien van de identificatie van aandeelhouders. Ook in de Wge zijn, sinds de inwerkingtreding van de Wet 'Frijns'<sup>69</sup> op 1 juli 2013,<sup>70</sup> enige bepalingen opgenomen ten aanzien van identificatie van aandeelhouders. Beursgenoteerde vennootschappen kunnen op grond van het bestaande art. 49b lid 1 Wge een identificatieverzoek doen aan Euroclear, aangesloten instellingen, tussenpersonen, instellingen in het buitenland en beheerders van beleggingsinstellingen. Hier is de voorwaarde

aan verbonden dat een dergelijk identificatieverzoek slechts wordt gedaan in de periode vanaf zestig dagen tot en met de dag van een algemene vergadering.<sup>71</sup> Hierbij geldt dat de vennootschap zelf de verschillende tussenpersonen binnen de bewaarketen verzoekt om de benodigde identificatiegegevens te verstrekken. Kortom, de beursvennootschap blijft aan zet. Voorts is in de huidige Wge een bepaling opgenomen die de beursgenoteerde vennootschap verplicht van een aandeelhouder ontvangen informatie door te zenden naar andere aandeelhouders, indien deze informatie verband houdt met een onderwerp dat is geagendeerd voor de algemene vergadering.<sup>72</sup> De uitgevende instelling is hiertoe niet verplicht als de informatie minder dan zeven werkdagen voor een algemene vergadering is ontvangen, van de informatie een onjuist of misleidend signaal uitgaat met betrekking tot de beursgenoteerde vennootschap, of dit te duchten is, dan wel als de informatie van zodanige aard is dat verzending naar maatstaven van redelijkheid niet van de vennootschap kan worden verlangd.<sup>73</sup>

In het voorgestelde nieuwe art. 49b is, in lid 5, een bepaling opgenomen die een andere systematiek ten aanzien van het verkrijgen van de identificatiegegevens herbergt. Immers, de partij in de bewaarketen met zetel in Nederland waartoe het identificatieverzoek is gericht en die niet of niet volledig over de gegevens beschikt, dient dit verzoek onverwijld door te geven aan die partijen in de bewaarketen waarvoor zij de effecten bewaart. Zodoende zou het identificatieverzoek uiteindelijk die partij moeten bereiken die daadwerkelijk over de gevraagde gegevens beschikt. Je zou kunnen stellen dat hier meer sprake is van een 'sneeuwbal'-methodiek, waarbij de partijen binnen de bewaarketen een zekere verantwoordelijkheid dragen voor het doorgeleiden van het verzoek, terwijl onder de huidige systematiek van de Wge de uitgevende instelling steeds zelf weer actie moet ondernemen, nadat zij antwoord heeft gekregen van de partij uit de bewaarketen.<sup>74</sup> Voorts voorziet het Voorontwerp in de implementatie van de regeling inzake doorgifte van informatie binnen de bewaarketen. In het voorgestelde art. 49da wordt bepaald dat een beursvennootschap met zetel in Nederland tijdig en op een gestandaardiseerde wijze informatie aan een partij in de bewaarketen verstrekt die de aandeelhouder in staat moet stellen zijn aandeelhoudersrechten uit te oefenen. De tussenpersonen zijn op grond van het tweede lid van dit artikel verplicht deze informatie onverwijld door te geven aan de aandeelhouder dan wel aan de volgende tussenpersoon in de bewaarketen. Dezelfde tussenpersonen zijn *mutatis mutandis* ook, op grond van lid 5 van het artikel, verplicht informatie die verstrekt wordt door de aandeelhouder door te geven aan de uitgevende instelling (of de volgende tussenpersoon binnen de bewaarketen). Ook hier is weer sprake van een zekere verantwoordelijkheid voor de doorgifte van de informatie aan de zijde van de tussenpersonen (en daarmee verbonden controlekosten).

67. Concept-MvT, p. 20.

68. De consultatiereactie van Euroclear is te raadplegen op [www.internetconsultatie.nl/langetermijnbetrokkenheidaandeelhouders/reactie/a01b3891-3533-48a9-aacb-758957ec263a](http://www.internetconsultatie.nl/langetermijnbetrokkenheidaandeelhouders/reactie/a01b3891-3533-48a9-aacb-758957ec263a).

69. Wet van 15 november 2012 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007, Stb. 2012, 588.

70. Stb. 2012, 693.

71. Art. 49b lid 3 Wge.

72. Art. 49c lid 1 Wge.

73. Art. 49c lid 2 respectievelijk lid 4 Wge.

74. Zie Dijkhuizen 2015, p. 84.



Het naast elkaar bestaan van twee regelingen ten aanzien van de identificatie van aandeelhouders is reeds in de aanloop naar de publicatie van het Voorontwerp door Raaijmakers gesignaleerd. Mede gezien het streven van de Wijzigingsrichtlijn naar een uniform en eenvoudig systeem om op die manier de dialoog tussen vennootschap en aandeelhouder te bevorderen, ligt het voor de hand om zo veel mogelijk aansluiting te zoeken bij de door de Wijzigingsrichtlijn voorgestelde regeling.<sup>75</sup> De wetgever heeft dit in de voorgestelde artikelen ook duidelijk gedaan. Het blijft echter de vraag in hoeverre het naast elkaar bestaan van de twee regelingen in de praktijk tot onduidelijkheid zal leiden.

Ten slotte is in het Voorontwerp een bepaling, art. 49db, opgenomen die ziet op het faciliteren van de aandeelhoudersrechten. De tussenpersonen dienen (1) regelingen op te stellen die noodzakelijk zijn om te zorgen dat de aandeelhouder of een door deze aandeelhouder aangewezen derde in staat is om bijvoorbeeld de aan het aandeel verbonden stemrechten uit te oefenen, of (2) de rechten namens de aandeelhouder uit te oefenen op basis van een uitdrukkelijke machtiging en instructie van deze aandeelhouder. De uitgevende instelling is op basis van dit artikel, en indien daartoe verzocht, verplicht de uitgebrachte stem te bevestigen, zodat de aandeelhouder daadwerkelijk zekerheid heeft dat hij zijn stemrecht uitgeoefend heeft. Deze bepaling heeft vooral tot doel het stemproces te verbeteren. De Dutch Advisory Committee Securities Industry (DACSI), de belangenvereniging van instellingen in Nederland die actief zijn in de effectenbranche, heeft in zijn consultatiereactie<sup>76</sup> gewezen op de open geformuleerde verplichting. DACSI voorziet dat door deze open formulering wellicht sprake zal zijn van ‘operationele wildgroei’, en een mogelijke veelheid aan systemen en procedures om aan de vorenbedoelde verplichtingen te voldoen zou juist opnieuw een belemmering vormen voor de uitoefening van de aandeelhoudersrechten. DACSI stelt dan ook voor om door de Commissie op te stellen uitvoeringshandelingen in dit kader af te wachten. Het is in dit kader noemenswaardig dat de Commissie op 11 april jl. de consultatie betreffende een nieuwe verordening ter vaststelling van minimumvereisten bij het implementeren van de Aandeelhoudersrichtlijn aangaande aandeelhouderidentificatie, het doorgeven van informatie en het faciliteren van het uitoefenen van aandeelhoudersrechten<sup>77</sup> heeft opgezet.

## 7 Slot

In deze overzichtsbijdrage stond het door de wetgever gepubliceerde Voorontwerp ter implementatie van de richtlijn, alsmede de langtermijnbetrokkenheid van aandeelhouders cen-

traal. Dit Voorontwerp is de eerste stap in de implementatie van de Wijzigingsrichtlijn, die vooral tot doel heeft het Europese vennootschapsrecht te moderniseren en het corporate-governancekader voor Europese beursvennootschappen te versterken. In deze bijdrage is eveneens aandacht besteed aan de consultatiereacties van diverse Nederlandse stakeholders zoals deze terug zijn te vinden in de internetconsultatie. Het Voorontwerp geeft er blijk van dat de wetgever in zijn keuzes wat de lidstaatopties betreft enerzijds aansluiting zoekt bij de bestaande wet- en regelgeving en de praktijk en anderzijds – indien regelgeving ontbreekt – zo veel mogelijk aansluiting zoekt bij de letterlijke tekst van de Wijzigingsrichtlijn. Hierdoor doet de wetgever niet aan *gold plating* en dat wordt door alle betrokken stakeholders als zeer belangrijk ervaren. Tegelijkertijd hebben de verschillende stakeholders ook belangrijke kritiekpunten naar voren gebracht in hun consultatiereactie op het Voorontwerp. Het is nu aan de wetgever om de volgende stap te zetten.

75. Vgl. Raaijmakers 2017, p. 644.

76. Deze consultatiereactie is te raadplegen op [www.internetconsultatie.nl/langtermijnbetrokkenheidaandeelhouders/reactie/2dd0034e-dd44-408d-a182-a708b6123281](http://www.internetconsultatie.nl/langtermijnbetrokkenheidaandeelhouders/reactie/2dd0034e-dd44-408d-a182-a708b6123281).

77. Europese Commissie, Public Consultation on Minimum Requirements in the Transmission of Information for the Exercise of Shareholders Rights, 11 april 2018, beschikbaar via [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2018-1944240\\_nl](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2018-1944240_nl).