

# De Eumedion ‘Best practices voor betrokken aandeelhouderschap’ voor institutionele beleggers

*Mr. F. P. R. Schreuder\**

## Inleiding

Er is de laatste tijd grote druk uitgeoefend op institutionele beleggers om zich als een goed rentmeester (*steward*) te gedragen. Wereldwijd hebben verschillende organisaties zich gebogen over de vraag hoe dit te bewerkstelligen. In dit artikel worden de ‘Best practices voor betrokken aandeelhouderschap’<sup>1</sup> besproken die door Eumedion zijn opgesteld voor de bij haar aangesloten institutionele beleggers (pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen, beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders). Vervolgens zal ter vergelijking kort de UK Stewardship Code<sup>2</sup> worden besproken, zoals deze is uitgevaardigd door de Financial Reporting Council (hierna: FRC). De Eumedion *best practice*-bepalingen en de UK Stewardship Code zijn vrij recent tot stand gekomen. De Eumedion *best practices* zijn vastgesteld op 30 juni 2011 en treden op 1 januari 2012 in werking. De UK Stewardship Code is op 2 juli 2010 in werking getreden.

## Achtergrond

Na de kredietcrisis is er met een beschuldigende vinger gewezen naar financiële instellingen en de manier waarop zij zijn omgesprongen met de beginselen die voortvloeien uit de corporate governance code (hierna: CGC).<sup>3</sup> Een veelgehoorde klacht is dat de verhouding tussen de raad van bestuur (hierna: RvB), de raad van commissarissen (hierna: RvC) en aandeelhouders in verregaande mate onder druk is komen te staan. Toegenomen aandeelhoudersactivisme, met daaraan gekoppeld het streven naar meer winst door uitvoering te geven aan kortetermijnbeleid, heeft aanzienlijk bijgedragen aan deze scheefgroei.<sup>4</sup> Er zijn genoeg voorbeelden denkbaar van gevallen waarin aandeelhouders de RvB van een beursvennootschap aanspoorden om op korte termijn meer winst te behalen.

Enkele activistische aandeelhouders van DSM kwamen een paar jaar geleden al (met succes) in opstand tegen het idee om een loyaliteitsdividendplan op te stellen.<sup>5</sup>

De afgelopen jaren hebben zich meerdere zaken aangediend waarbij de Ondernemingskamer, en in sommige gevallen de Hoge Raad, heeft moeten oordelen over vennootschappelijke verhoudingen en meer specifiek over de positie die de RvB en de RvC hebben ingenomen tegenover activistische aandeelhouders. Denk hierbij onder meer aan Stork<sup>6</sup> en ABN AMRO.<sup>7</sup> In de ASMI-zaak had een aantal activistische aandeelhouders (Hermes c.s.) een enquêteverzoek ingediend dat mede was gestoeld op een tekortschietende informatievoorziening vanuit de RvB. De Ondernemingskamer heeft geoordeeld dat

‘ter zake van diverse – voor het beleid en de gang van zaken van (de onderneming van) ASMI – essentiële onderwerpen en kwesties onduidelijkheden zijn blijven bestaan en legitieme vragen van Hermes c.s. onbeantwoord zijn gebleven. Naar het oordeel van de Ondernemingskamer gaat het hier om informatie waarop een aandeelhouder als zodanig recht heeft en moeten Hermes c.s. worden geacht ook belang bij het verkrijgen van die informatie te hebben.’<sup>8</sup>

In cassatie heeft de Hoge Raad de beschikking van de Ondernemingskamer vernietigd door te stellen dat de door ASMI te bepalen strategie in beginsel een aangelegenheid van het bestuur is.<sup>9</sup> De RvB is in beginsel niet gehouden de algemene vergadering van aandeelhouders (AVA) vooraf in zijn besluitvorming te betrekken behalve in gevallen die in de wet en/of de statuten zijn aangeduid. De Hoge Raad heeft met de ASMI-beschikking een duidelijke grens gesteld aan de steeds groter wordende invloed die activistische aandeelhouders de

\* Mr. F.P.R. Schreuder is als advocaat werkzaam bij Clifford Chance te Amsterdam.

1. <[www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/best-practices/best\\_practices\\_betrokken-aandeelhouderschap.pdf](http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/best-practices/best_practices_betrokken-aandeelhouderschap.pdf)>.  
2. <[www.frc.org.uk/images/uploaded/documents/UK%20Stewardship%20Code%20July%2020103.pdf](http://www.frc.org.uk/images/uploaded/documents/UK%20Stewardship%20Code%20July%2020103.pdf)>.  
3. B.J. de Jong, Samenwerken in het ondernemingsrecht, Ondernemingsrecht 2011, nr. 15, p. 80.  
4. J.J. Prinsen, Corporate governance op de grens van een nieuw decennium. Verhoudingen tussen bestuur, commissarissen en aandeelhouders van de beursvennootschap, O&F 2011, nr. 1, p. 29.

5. S.F. de Beurs, Loyaliteitsdividend bij beursvennootschappen; gerechtvaardigd?, O&F 2011, nr. 2, p. 4.  
6. Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, JOR 2007, 42.  
7. HR 13 juli 2007, NJ 2007, 434.  
8. Hof Amsterdam (OK) 5 augustus 2009, ARO 2009, 127, r.o. 3.16. Zie hierover bijvoorbeeld E. Schoenmaker-Tijsseling, Het recht van een individuele aandeelhouders op informatie, TvOB 2011, p. 84.  
9. HR 9 juli 2010, NJ 2010, 544.

laatste jaren bij beursvennootschappen (soms succesvol) trachten uit te oefenen.

De kritiek van aandeelhouders op bestuurders van een vennootschap is overigens van alle tijden. Isaac Le Maire uitte op 24 januari 1609 kritiek op de VOC door te stellen dat: 'vrye lieden haer geldt niet langer (wordt) onthoude (...) als haer lieff is'.<sup>10</sup> Vier eeuwen later gaf de commissie-Tabaksblat de noodzaak aan voor het versterken van de positie van aandeelhouders binnen beursvennootschappen met als doel om de *checks and balances* te herstellen en daar waar nodig te versterken.

De focus van institutionele beleggers is in beginsel gericht op de lange termijn. Er kan echter een moment komen waarop de beleggingsstrategie van institutionele beleggers botst met het belang van hun principalen (*private equity*-huizen), die vaak worden beloofd naar rato van hun prestaties gedurende een kortere termijn. Institutionele beleggers investeren met het geld van begunstigen en het is daarom dan ook niet meer dan logisch dat diezelfde begunstigen in ruil hiervoor een bepaalde mate van transparantie willen zien.<sup>11</sup> Verder wordt vaak betoogd dat het voor aandeelhouders erg lastig is om het bestuur te controleren en daar waar nodig verantwoordelijk te houden voor de geleverde (wan)prestaties.<sup>12</sup>

Het is overigens niet zo dat institutionele beleggers op dit moment met lege handen staan. Aandeelhouders beschikken over een aantal instrumenten waarmee invloed kan worden uitgeoefend op (het bestuur van) de vennootschap waarin wordt belegd. Zo komt aan aandeelhouders het initiatiefrecht toe conform artikel 2:114a van het Burgerlijk Wetboek (BW). Aandeelhouders die ten minste 1% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of een belang hebben dat een waarde vertegenwoordigt van meer dan EUR 50 miljoen komt het recht toe om bepaalde onderwerpen op de agenda te plaatsen. Daarnaast zijn aandeelhouders onder omstandigheden bevoegd om een AVA bijeen te roepen op grond van artikel 2:112 BW. Verder komt aandeelhouders ook het spreek- en het stemrecht in de AVA toe.<sup>13</sup>

### De best practice-bepalingen

Institutionele beleggers bewegen zich allang niet meer binnen de landsgrenzen. Tegelijk met deze internationalisering is de roep om openheid onder begunstigen en vanuit de politiek alsmar groter geworden.<sup>14</sup> Eumedion stelt:

'Door op transparante wijze gebruik te maken van deze best practice bepalingen kunnen zowel de achterliggende begunstigen en cliënten als de Nederlandse beursvennootschappen achterhalen langs welke lijnen Nederlandse en niet-Nederlandse Eumedion-deelnemers invulling geven aan hun bestaande zeggenschapsrechten.'

De *best practice*-bepalingen van Eumedion zijn niet bindend, maar van deelnemers wordt verwacht dat zij het 'pas toe of leg uit'-beginsel toepassen. De Eumedion *best practice*-bepalingen gelden verder nadrukkelijk als aanvulling op de CGC. Hoofdstuk IV.4 van de CGC bevat een aantal bepalingen en principes die bedoeld zijn voor institutionele beleggers. Verschil met de Eumedion *best practice*-bepalingen is dat Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen op grond van artikel 5:86 Wet op het financieel toezicht (Wft) wettelijk verplicht zijn om mededeling en opgave te doen van de naleving van de CGC. De bepalingen uit hoofdstuk IV.4 van de CGC verschillen vrijwel niet van de *best practices* van Eumedion.

Eumedion-deelnemers wordt gevraagd om nauwgezet toezicht te houden op de beursvennootschappen waarin zij investeren. Hierbij dient de nadruk niet alleen op de bedrijfsmatige processen, maar bijvoorbeeld ook op het milieubeleid van een bepaalde beursvennootschap te liggen. Bij de Eumedion *best practice*-bepalingen staat in principe voorop de wijze waarop institutionele beleggers omgaan met de stemrechten die zij vanwege hun aandelenbezit hebben. Een belangrijke pijler van de *best practice*-bepalingen is het aangaan van de dialoog met de RvB van de beursvennootschap waarin men investeert. In situaties waarin het institutionele beleggers bijvoorbeeld niet lukt om de RvB van een bepaalde beursvennootschap te overtuigen van het feit dat er een koerswijziging moet worden ingezet, zou het ongenoegen hieromtrent geuit kunnen worden tijdens een aandeelhoudersvergadering. Een zwaardere maatregel zou kunnen zijn het aanspannen van een enquêteprocedure bij de Ondernemingskamer.

Betrokken aandeelhouderschap brengt verder met zich mee dat institutionele beleggers in sommige gevallen zullen moeten overleggen en samenwerken met andere institutionele beleggers. De verschillende '*acting in concert*'-regels bemoeilijken deze samenwerking echter in grote mate. Onder bepaalde omstandigheden kan de samenwerking tussen institutionele beleggers namelijk worden gekwalificeerd als '*acting in concert*', waardoor deze partijen gedwongen zouden kunnen worden om hun gezamenlijke belang in een beursvennootschap openbaar te maken.<sup>15</sup> Uit artikel 5:70 Wft vloeit voort dat partijen, bij het verkrijgen van overwegende zeggenschap, zelfs verplicht kunnen worden om een openbaar bod uit te brengen op alle aandelen van een bepaalde beursvennootschap.

Op het eerste gezicht vanzelfsprekend, maar niettemin noodzakelijk, is de bepaling die voorschrijft dat institutionele beleg-

10. VOC had al activistische aandeelhouders, NRC Handelsblad 30 januari 2009.

11. R.H. Maatman, Ondernemingsrecht, Tabaksblat en de botsende doelstellingen, Ondernemingsrecht 2004, p. 117.

12. G.T.M.J. Raaijmakers, Communicatie tussen beursondernemingen en aandeelhouders in en buiten de AVA, TvOB 2004, p. 3.

13. A. van der Krans, De zeven pijlers van corporate democracy, O&F 2011, nr. 3, p. 4-6.

14. M.C. Schouten, Toenemende transparantieplichtingen voor aandeelhouders, Ondernemingsrecht 2010, p. 96.

15. C. van der Elst, De toekomst van corporate governance in Europa, TOP 2011, p. 145.

gers regels moeten opstellen die voorschrijven hoe er moet worden omgegaan met tegenstrijdig-belangsituaties. Institutionele beleggers kunnen verschillende relaties hebben met de beursvennootschap waarin zij investeren. Zo sluit het feit dat een bank bijvoorbeeld aandelen houdt in een bepaalde beursvennootschap niet uit dat deze bank ook graag de financiële dienstverlener van deze beursvennootschap is of zou willen worden.<sup>16</sup>

Verder is een aantal bepalingen gewijd aan de manier waarop institutionele beleggers de aan hen toekomende stemrechten gebruiken. De regels die institutionele beleggers moeten opstellen betreffende het stemgedrag dienen duidelijk te zijn en openbaar te worden gemaakt. Zo is er in de bepalingen opgenomen dat Eumedion-deelnemers hun stemgedrag nader moeten toelichten in gevallen waarin er bijvoorbeeld tegen een voorstel van het bestuur van de beursvennootschap wordt gestemd. Verder kan worden gedacht aan gevallen waarin Eumedion-deelnemers zich onthouden van stemming. De toelichting bij de verschillende bepalingen omtrent het stembeleid vermeldt dat Eumedion-deelnemers ernaar moeten streven om het stemgedrag openbaar te maken en dat zij per agendapunt dienen aan te geven of er voor of tegen is gestemd. Institutionele beleggers handelen primair in het belang van hun begunstigen. Het openbaar maken van het stembeleid is in zoverre van belang dat het de begunstigen hiermee uiteindelijk inzicht geeft in de financiële doelstellingen die de institutionele belegger heeft nagestreefd. De voornaamste doelstellingen zijn het creëren van (langetermijn)waardecreatie, verhoging van het rendement en het verminderen van de risico's.<sup>17</sup> Ook uit het ten behoeve van de Europese Commissie opgestelde 'Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law' blijkt dat institutionele beleggers hun stembeleid moeten toelichten en dat zij eventueel zouden moeten aangeven of ze al dan niet uit zijn op langetermijnbetrokkenheid bij de beursvennootschap waarin zij beleggen.<sup>18</sup>

De laatste jaren is er een trend zichtbaar waarbij vooral institutionele beleggers hun aandelen, al dan niet voor korte tijd, juridisch hebben overgedragen aan een andere partij. Op deze manier blijft de institutionele belegger economisch eigenaar van de aandelen en krijgt hij een vergoeding van de partij waaraan hij de aandelen uitleent. Deze ontvangende partij kan er soms belang bij hebben om, met het oog op het uitoefenen van de aan de aandelen verbonden stemrechten, voor een bepaalde tijd te kunnen beschikken over deze aandelen. Eumedion *best practice*-bepaling nummer 10 probeert het zogenoemde *securities lending* actief tegen te gaan. Het artikel luidt als volgt:

'Eumedion-deelnemers lenen geen aandelen in voor enkel en alleen het uitoefenen van het stemrecht op deze aandelen. Ze overwegen hun uitgeleende aandelen voor de stemregistratiedatum van de betreffende aandeelhoudersvergadering van de betreffende Nederlandse beursvennootschap terug te halen als de agenda van deze vergadering een of meer controversiële onderwerpen bevat.'

In de literatuur is discussie ontstaan over het gebruik van *securities lending* door *hedge funds*. Het valt buiten het bestek van deze bijdrage om nader op deze materie in te gaan, maar het moge duidelijk zijn dat het gebruik van *securities lending* niet bijdraagt aan betrokken aandeelhouderschap.

Het secretariaat van Eumedion zal jaarlijks, onder meer op basis van de verslaggeving van Eumedion-deelnemers, controleren op welke wijze de Eumedion *best practice*-bepalingen zijn nageleefd. De Eumedion-deelnemers zelf zullen vervolgens een voortgangsrapport ontvangen dat openbaar wordt gemaakt.

### UK Stewardship Code

Ook in Engeland is men tot een set bepalingen voor institutionele beleggers gekomen, zij het een jaar eerder dan in Nederland. De FRC verwacht van institutionele beleggers dat zij op hun website aangeven hoe ze de UK Stewardship Code hebben toegepast. De Financial Services Authority heeft aangekondigd dat alle in Engeland geautoriseerde vermogensbeheerders een verklaring moeten afgeven waarin wordt aangegeven dat zij zich zullen houden aan de UK Stewardship Code, dan wel wordt uitgelegd waarom de code niet past bij hun *business model*. Naleving van de UK Stewardship Code is dus niet verplicht, maar de FRC moedigt andere institutionele beleggers (pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen, beleggingsmaatschappijen en andere collectieve investeringsmaatschappijen) wel aan om gehoor te geven aan de bepalingen uit deze code. Bij het opstellen van de UK Stewardship Code stond voorop dat beursvennootschappen weer moeten streven naar het verbeteren van de langetermijndoelstellingen (met een daarbij passend rendement) en dat zij de verschillende *governance*-principes beter in acht moeten gaan nemen. De FRC heeft voornamelijk gekeken naar de bepalingen afkomstig uit de Code on the Responsibilities of Institutional Investors, zoals deze zijn vastgesteld door het Institutional Shareholders Committee.<sup>19</sup> De FRC heeft verklaard dat de UK Stewardship Code geldt als aanvulling op de UK Corporate Governance Code. Naleving van de bepalingen uit de UK Stewardship Code geeft beursvennootschappen de kans om beter te bepalen welke benaderingswijze en verwachtingen de institutionele beleggers erop nahouden. Institutionele beleggers aangesloten bij de FRC moeten voldoen aan het 'pas toe of leg uit'-beginsel.

De UK Stewardship Code kent slechts zeven bepalingen. De eerste bepaling vermeldt dat institutionele beleggers openbaar

16. A.F. Verdam, Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdig belang (rede; te vinden op Recht.nl), 26 september 2003, p. 3.

17. A.W. van Leeuwen & R.A.M. Rinnooy Kan, Pensioenfondsen als belegger en aandeelhouder, TOP 2007, p. 214.

18. B.J. de Jong & M.A. Verbrugh, De toekomst van het Europese ondernemingsrecht, Ondernemingsrecht 2011, p. 381.

19. <<http://institutionalshareholderscommittee.org.uk/sitebuildercontent/sitebuilderfiles/ISCCCode161109.pdf>>.

moeten maken op welke wijze zij voldoen aan de verantwoordelijkheden die bij een goed rentmeesterschap horen. Deze vrije bepaling heeft tot doel om, voornamelijk voor de begunstigden, inzichtelijker te maken hoe de institutionele beleggers functioneren. In de toelichting onder de eerste bepaling valt onder meer te lezen dat institutionele beleggers duidelijk moeten maken of, en zo ja, op welke wijze zij bijvoorbeeld gebruik hebben gemaakt van *proxy voting*.

Verder dienen institutionele beleggers regels op te stellen die erop toezien dat er goed wordt omgegaan met situaties waarin er sprake is van een tegenstrijdig belang. Het is onvermijdelijk dat dergelijke situaties zich zullen voordoen. Een van de belangrijkste regels vinden we terug in bepaling nummer 3. Institutionele beleggers zijn verplicht om hun participatiemaatschappijen nauwgezet te controleren. Het is heel wel denkbaar dat het belang van de bestuurders van de participatiemaatschappij niet overeenstemt met dat van de institutionele belegger. Zo roepen overnames door *private equity*-huizen vaak onduidelijkheid op daar waar het de herkomst van de financiering, de wijze van financiering en de achtergrond van de deal betreft.<sup>20</sup> In beginsel streven *private equity*-huizen naar rendement op de korte termijn, terwijl dit doorgaans geen doelstelling is van institutionele beleggers.

Daarnaast moeten institutionele beleggers duidelijke richtlijnen opstellen die vaststellen in welke gevallen bepaalde activiteiten moeten worden afgestoten, om zo de waarde van een aandelenportefeuille te beschermen. De toelichting bij deze bepaling stelt dat het in beginsel niet uitmaakt of er een actief of een passief investeringsbeleid wordt gevolgd. Institutionele beleggers zouden dit principe (het interveniëren) onder meer kunnen toepassen door een publieke verklaring af te geven naar aanleiding van een aandeelhoudersvergadering of door zelfs een voorstel in te dienen om bijvoorbeeld één of meer bestuurders te vervangen.

De overige bepalingen schrijven onder meer voor dat institutionele beleggers ervoor open moeten staan om, daar waar nodig, samen op te trekken met andere investeerders.<sup>21</sup> Juist in tijden van economische onrust zou dit een effectief instrument kunnen zijn om de betrokkenheid van institutionele beleggers te vergroten en om de beursvennootschappen waarin zij investeren meer zekerheid te bieden. In de praktijk zijn er echter nogal wat problemen om aan deze bepaling te voldoen, aangezien de belangen van institutionele beleggers dikwijls ver uit elkaar liggen. Verder moeten de bij de FRC aangesloten ondernemingen duidelijke richtlijnen opstellen die voorschrijven hoe er wordt gestemd en hoe het stemgedrag moet worden toegelicht. Institutionele beleggers wordt aanbevolen te overwegen om een onafhankelijke accountantsverklaring (geba-

seerd op specifieke *auditing standards*) te verkrijgen die exact weergeeft hoe 'betrokken' de onderneming is en hoe er met de stemrechten is omgegaan. Tijdens de beraadslaging die voorafging aan de totstandkoming van de UK Stewardship Code, heeft een aantal deelnemers aangegeven bang te zijn dat deze accountantsverklaring zou kunnen zorgen voor hoge kosten en 'second guessing' van het betrokken aandeelhouderschap.<sup>22</sup> De FRC zal periodiek controleren of UK Stewardship Code-deelnemers hebben gehandeld met inachtneming van de in de code neergelegde beginselen.

## Conclusie

Het merendeel van de Eumedion *best practice*-bepalingen komt in grote lijnen overeen met die van de UK Stewardship Code. De Eumedion *best practice*-bepalingen bevatten meer bepalingen dan de UK Stewardship Code en zijn specifiek van aard, maar uit de toelichting bij de UK Stewardship Code blijkt dat beide codes op ongeveer dezelfde onderwerpen zien. Alleen de Eumedion *best practice*-bepalingen nummer 9 en 10 komen niet rechtstreeks voor in de UK Stewardship Code. Deze bepalingen dragen Eumedion-deelnemers op om sociaal en milieugerelateerde onderwerpen in acht te nemen bij het uitoefenen van de aan hen toekomende stemrechten, respectievelijk om zich niet langer in te laten met *securities lending*. Uit de toelichting bij bepaling nummer 4 uit de UK Stewardship Code blijkt echter dat institutionele beleggers, die zich aan deze code hebben gecommitteerd, ook wordt opgedragen om sociaal en milieugerelateerde onderwerpen in acht te nemen. De UK Stewardship Code zwijgt echter over *securities lending*.

Institutionele beleggers hebben in beginsel een verplichting ten opzichte van de begunstigden om aan de langetermijndoel-einden te voldoen. De Eumedion *best practice*-bepalingen en de UK Stewardship Code dragen er in ieder geval aan bij dat institutionele beleggers meer betrokken raken bij de beursvennootschap waarin zij beleggen. Betrokkenheid onder institutionele beleggers wordt niet alleen vergroot door Eumedion- en UK Stewardship Code-deelnemers verplichtingen op te leggen, maar bijvoorbeeld ook door te kijken naar het toekennen van extra stemrechten of andere financiële voordelen aan trouwe aandeelhouders.<sup>23</sup> Zo gek was de insteek van het loyaliteitsdividend bij DSM in dat opzicht nog niet.

20. H.L. Kaemingk, Publieke verantwoording door private equity-fondsen: de vernieuwde gedragscode voor participatiemaatschappijen, *Ondernemingsrecht* 2007, p. 463.

21. Stewardship code aims to encourage collaboration, *Financial Times UK*, 6 oktober 2010.

22. Financial Reporting Council, Implementation of the UK Stewardship Code, juli 2010, p. 9.

23. G.J. Roest, Het EU vennootschapsrecht in het tweede decennium van de 21e eeuw, *WPNR* (2011) 6902, p. 837.