

Het nieuwe Action Plan op het gebied van het Europese ondernemingsrecht (2012)

*Mr. F. G. K. Overkleeft LLM **

Inleiding en achtergrond

De achtergrondsituatie klinkt bekend. Een ambitieuze Europese agenda gericht op het vervolmaken van de interne markt. Een op groei en concurrentievermogen georiënteerde Europese doelstelling die op een in de zeer nabije toekomst gelegen streefdatum moet zijn verwezenlijkt als aanjager. Momentum voor het ontwikkelen en doorvoeren van beleidsinitiatieven op Europees niveau dat wordt gegeneerd door schandalen rond grote publieke ondernemingen. Een groep van experts die een intellectuele *business case* opstelt voor een hervormingsagenda op het gebied van het Europese ondernemingsrecht. Tot slot een concreet actieplan van de Europese Commissie met een plattegrond voor de te ontwikkelen concrete initiatieven. Deze achtergrondschets hoort bij het EU Action Plan 'Modernising company law and enhancing corporate governance in the European Union – A plan to move forward' van de Europese Commissie van mei 2003 (hierna: het EU Action Plan 2003).¹ De in 2000 geformuleerde Lissabonagenda² met de doelstelling om de Europese Unie uiterlijk in 2010 tot de meest concurrerende en dynamische kenniseconomie ter wereld te laten uitgroeien, maakte een speerpunt van de vervolmaking van de interne markt, een aantal boekhoudschandalen in de Verenigde Staten (onder meer Enron) genereerde in 2002 momentum voor maatregelen op het gebied van *corporate governance*, de High Level Group of Company Law Experts leverde eind 2002 het wetenschappelijk fundament voor een Europese agenda op het gebied van het ondernemingsrecht aan³ en medio 2003 kwam de Commissie – nadat inmiddels ook bedrijfsschandalen binnen de Europese Unie aan het licht waren gekomen (Parmalat, Ahold) – met haar EU Action Plan 2003. Dezelfde achter-

grondschets is echter ook van toepassing op het nieuwe actieplan op het gebied van het Europese ondernemingsrecht, dat op 12 december 2012 door de Europese Commissie is gepubliceerd (hierna: het EU Action Plan 2012).⁴ Zo lijkt de geschiedenis zich toch te kunnen herhalen, zelfs binnen een periode van slechts tien jaar.

De hierboven geschetste achtergrond van het EU Action Plan 2003 geeft uiteraard geen volledige weergave van het werkelijke krachtenveld waarin deze agenda destijds tot stand is gekomen. Ook is de vergelijking met de totstandkomingsgeschiedenis van het EU Action Plan 2012 wellicht niet helemaal terecht gemaakt. Toch is het opmerkelijk om te constateren dat ook het EU Action Plan 2012 vooraf is gegaan door een nieuw geformuleerde groeiagenda van de Europese Unie in de vorm van de Europa 2020-strategie⁵ en van momentum is voorzien door de financiële crisis en de daaruit voortkomende perceptie van een *failure of governance* bij financiële instellingen.⁶ Het intellectueel fundament was dit keer afkomstig van de zogeheten Reflection Group, die op 5 april 2011 haar rapport over de toekomst van het Europese ondernemingsrecht presenteerde,⁷ terwijl de Europese Commissie zelf in twee groenboeken uit 2010 (*corporate governance* bij financiële instellingen)⁸ en 2011 (het 'EU corporate governance frame-

* Mr. F.G.K. Overkleeft, LLM is werkzaam als advocaat bij NautaDutilh te Amsterdam.

1. Mededeling van de Europese Commissie aan de Raad en het Europees Parlement 'Modernising company law and enhancing corporate governance in the European Union – A plan to move forward' van 21 mei 2003, COM(2003)284 def.
2. Conclusies van de vergadering van de Raad van de Europese Unie gehouden op 23 en 24 maart 2000 te Lissabon, bron: <http://ec.europa.eu/archives/growthandjobs/european-councils/index_en.htm>.
3. Report of the High Level Group of Company Law Experts on a modern regulatory framework for company law in Europe van 4 november 2002, bron: <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf>.

4. Mededeling van de Europese Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's 'Action plan: European company law and corporate governance – A modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies' van 12 december 2012, COM(2012)740/2. De op de website van de Europese Commissie gepubliceerde versie is thans nog in conceptvorm, de definitieve tekst moet nog worden gepubliceerd.
5. Mededeling van de Europese Commissie 'Europe 2020: A strategy for smart, sustainable and inclusive growth' van 3 maart 2010, COM(2010)2020 def.
6. Zie bijv. het EU Action Plan 2012, p. 3: 'The financial crisis has revealed that significant weaknesses in corporate governance of financial institutions played a role in the crisis.'
7. Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law, 5 april 2011, bron: <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf>. Zie hierover B.J. de Jong & M.A. Verbrugh, De toekomst van het Europees vennootschapsrecht, Ondernemingsrecht 2011, nr. 75.
8. Europese Commissie, Green paper on corporate governance in financial institutions and remuneration policies, 2 juni 2010, COM(2010)284 def.

work')⁹ de lijnen van haar toekomstig beleid uiteenzette. Beide groenboeken werden vervolgens in consultatie gegeven, waarna de Europese Commissie voor elk groenboek een afzonderlijk *feedback statement* publiceerde.¹⁰ Nadat eind 2011 het *feedback statement* voor het EU corporate governance framework was gepubliceerd, lanceerde de Europese Commissie begin 2012 een nieuwe consultatieronde, dit keer op basis van het Reflection Group-rapport, waarvan de resultaten in juli 2012 bekend werden gemaakt.¹¹ Tot slot is – net als in 2003 – ook nu weer een actieplan van de Europese Commissie het sluitstuk van al deze beschouwingen.

Tot zover de overeenkomsten. De verschillen tussen de situatie anno 2003 en die in 2012/2013 zijn immers groot. Het belangrijkste verschil is dat de Europese Unie zich in de huidige tijd vanwege de aanhoudende problemen in de eurozone en de daarmee verband houdende richtingenstrijd over een verdere economische, fiscale en politieke integratie in een vrijwel permanente existentiële crisis lijkt te bevinden. Waar in het EU Action Plan 2003 nog het nodige optimisme ten aanzien van de Lissabon-strategie doorklonk, is het in de huidige tijd wezenlijk moeilijker om een vergelijkbaar optimisme ten aanzien van de Europe 2020-groeidoelstellingen van de Europese Unie te genereren. Ook qua momentum is er een duidelijk verschil. De zeer kalme ontvangst van het EU Action Plan 2012 wekt de indruk dat de *sense of urgency* die eind 2008 op het meest zichtbare moment van de financiële crisis met de deconfiture van enkele grote financiële instellingen werd gevoeld voor wat betreft hervormingen op het gebied van corporate governance mogelijk weer is verwaterd. In de wetenschap en praktijk kan na een periode van vier jaar ook een zekere vervaging van interesse in het project een rol hebben gespeeld; voor sommigen is de aanvankelijke honger naar nieuwe ideeën en oplossingen voor de financiële crisis mogelijk gaandeweg omgeslagen in een consultatiemoetheid. Ook ligt het in de huidige omstandigheden niet bepaald voor de hand om te verwachten dat een hoge prioriteit kan worden gegeven aan een bredere agenda op het terrein van het algehele Europese ondernemingsrecht, terwijl de Europese Unie zelf zich in een mogelijk beslissende fase van haar bestaan bevindt. Aldus ging de presentatie van het EU Action Plan 2012 in de media vrijwel onopgemerkt voorbij.

Toch verdient het EU Action Plan 2012 onze aandacht. De Europese Commissie heeft in dit actieplan de koersen en prioriteiten op het gebied van het Europese ondernemingsrecht voor de komende jaren uiteengezet. Onder deze actiepunten bevinden zich initiatieven en plannen die van grote waarde kunnen zijn voor de kwaliteit en bruikbaarheid van het Europese ondernemingsrecht. Ten aanzien van het vorige Action Plan valt bijvoorbeeld de aandacht die het Action Plan 2012 niet alleen aan beursvennootschappen, maar juist ook aan het segment van KMO's (kleine en middelgrote ondernemingen) geeft in positieve zin op.¹² Ook de aankondiging van een unificatie van het over verschillende richtlijnen verspreide *acquis* van het Europese ondernemingsrecht in één regeling is zonder meer positief te noemen.¹³ Een ander deel van de voorgestelde agenda heeft echter een zeker 'kicking the can down the road'-karakter in de vorm van aankondigingen van nader onderzoek en haalbaarheidsstudies ten aanzien van de voorgestelde maatregelen. Of de hele agenda dan ook praktisch uitvoerbaar is, zal dus nog moeten blijken. Ook de politieke haalbaarheid voor het doorvoeren van de aangekondigde maatregelen is in de huidige onzekere tijd geen gegeven. Het zal dus ook afwachten worden om te zien hoeveel van de in het plan genoemde initiatieven de Europese Commissie ook daadwerkelijk op de korte termijn gerealiseerd zal kunnen krijgen.

In deze bijdrage bespreek ik kort enkele hoofdpunten van het EU Action Plan 2012. Volledigheid wordt niet beoogd, ook kan niet op elk thema met een voldoende mate van diepgang worden ingegaan. Ik beperk me tot een korte bespreking van de onderwerpen die betrekking hebben op de corporate governance van beursvennootschappen, te weten de voorstellen van de Europese Commissie tot het verbeteren van transparantie in verschillende (rechts)relaties in de context van beursgenoteerde ondernemingen en de voorstellen met betrekking tot het faciliteren van betrokken aandeelhouderschap bij beursvennootschappen. De concrete uitwerking die de Europese Commissie bij vele van deze maatregelen voorstelt, is het opleggen van aanvullende transparantieplichtingen (*disclosure*). Mijn conclusie is dat het pakket aan voorgestelde maatregelen zeker nuttige onderdelen bevat, maar dat het voor andere onderdelen de vraag is en blijft in hoeverre het mogelijk is om via het opleggen en handhaven van transparantieplichtingen daadwerkelijk effectief te kunnen sturen op gedrag van de betrokken partijen. Het risico bestaat dat het opleggen van aanvullende transparantieplichtingen – in combinatie met de bestaande transparantieplichtingen op grond van het financieel toezichtrecht en de verschillende nationale codes – het doel voorbijschiet. Dit risico zou in ieder geval een punt van aandacht moeten zijn in de *ex ante impact assessments* voor de afzonderlijke uitvoeringsmaatregelen en in het verdere wetgevingsproces.

9. Europese Commissie, Green paper on the EU corporate governance framework, 5 april 2011, COM(2011)164 def. Zie hierover M.J. van Ginneken, Het Groenboek corporate governance, Ondernemingsrecht 2011, nr. 81 en Ch.F. van der Elst & E.P.M. Vermeulen, Corporate Governance 2.0: assessing the corporate governance green paper of the European Commission, European Company Law 2011, p. 165-174.

10. Zie <http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf> (financiële instellingen) en <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf> (corporate governance).

11. Zie voor een overzicht M.L. Lennarts & J. Roest, Europees vennootschapsrecht: waar staan we en waar moeten we naar toe? (preadvies Vereniging Handelsrecht 2012), Deventer: Kluwer 2012, p. 1-60. Zie voorts kritisch J.N. Schutte-Veenstra & M.A. Verbrugh, Openbare raadpleging over de toekomst van het Europese vennootschapsrecht; een kritische bespreking, Ondernemingsrecht 2012, nr. 136.

12. EU Action Plan 2012, p. 12-14.

13. EU Action Plan 2012, p. 15.

Initiatieven gericht op transparantie

Het EU Action Plan 2012 bevat een aantal concrete maatregelen die gericht zijn op het verbeteren van transparantie in verschillende relaties. Het gaat hier om verplichtingen tot het verstrekken van bepaalde informatie, al dan niet in een nader bepaalde vorm, alsook om voorschriften dan wel aanbevelingen ten aanzien van de inhoud en kwaliteit van de te verstrekken informatie. De Europese Commissie vat de strekking van haar initiatieven tot verbetering van transparantie zelf als volgt samen:

‘Companies need to provide better information about their corporate governance to their investors and society at large. At the same time companies should be allowed to know who their shareholders are and institutional investors should be more transparent about their voting policies so that a more fruitful dialogue on corporate governance matters can take place.’¹⁴

Bij nadere beschouwing van de concrete uitvoeringsmaatregelen die de Europese Commissie in het kader van verbetering van transparantie voorstelt, blijkt dat de Europese Commissie het middel van transparantie op verschillende manieren inzet. Sommige maatregelen zijn primair gericht op het verstrekken van informatie ten behoeve van bepaalde gebruikers die iets met die informatie kunnen doen. Een voorbeeld is de aangekondigde studie naar mogelijkheden voor beursvennootschappen om de identiteit van hun aandeelhouders te achterhalen.¹⁵ De gedachte achter dit initiatief is dat (meer) informatie over de identiteit van aandeelhouders beursvennootschappen zou kunnen helpen om met deze aandeelhouders in dialoog te treden. Dezelfde discussie is eerder in Nederland gevoerd in het kader van de identificatieregeling voor investeerders en de verlaging van de laagste drempel voor het melden van kapitaalbelangen of zeggenschap in beursgenoteerde ondernemingen (de zogeheten ‘Wmz’-drempel) van 5% naar 3%, beide in het kader van de aankomende Wet corporate governance.¹⁶ Ook het streven van de Europese Commissie om te komen tot een verbetering van de kwaliteit van de ‘comply or explain’-verklaringen van beursvennootschappen ten aanzien van de naleving van de toepasselijke corporate-governancecodes is in zekere zin op informatieverstrekking aan gebruikers gericht. Hier zijn beleggers de beoogde gebruikers; zij betrekken volgens de Europese Commissie de verklaringen over de naleving van corporate-governancecodes van beursvennootschappen bij het maken van hun beleggingsbeslissingen.¹⁷ Het feit dat het EU Action Plan 2012 in het hierboven weergegeven citaat, waar het gaat over verslaggeving over corporate governance van beursvennootschappen, ook refereert aan ‘society at large’

impliceert echter dat de Europese Commissie bij verslaggeving over corporate governance door beursondernemingen aan een bredere groep van belanghebbenden dan alleen beleggers denkt. Aldus heeft deze transparantieverplichting naast een gebruiksfunctie ook een publieke verantwoordingsfunctie. De kennelijke gedachte is hier dat van deze verantwoordingsfunctie een gedragsprikkel uitgaat om naleving te stimuleren.

Nog diffuser wordt de situatie bij het voornemen van de Europese Commissie om – mogelijk via een aanpassing van de bestaande Richtlijn aandeelhoudersrechten (2007/36 EU) – meer openbaarheid af te dwingen ten aanzien van stembeleid en stemgedrag van institutionele beleggers en de wijze waarop deze institutionele beleggers in het algemeen invulling geven aan hun aandeelhouderschap in de beursvennootschappen waarin zij belangen houden.¹⁸ Over het beoogde doel van transparantie over beleid en gedrag van institutionele beleggers merkt de Europese Commissie op:

‘Disclosure of such information could have a positive impact on investor awareness, enable ultimate investors to optimise investment decisions, facilitate the dialogue between investors and companies, encourage shareholder engagement and could strengthen companies’ accountability to civil society.’¹⁹

De eerste twee onderdelen van de hierboven weergegeven doelstelling wijzen op een gebruiksfunctie: informatieverstrekking van vermogensbeheerders aan hun achterliggende beleggers. Onderdelen drie en vier wijzen op gewenst gedrag van institutionele beleggers. Met de transparantieverplichtingen wordt dus kennelijk ook beoogd om actief en betrokken aandeelhouderschap (*stewardship*) van institutionele beleggers te stimuleren. Onderdeel vijf van het hierboven weergegeven citaat berust waarschijnlijk op een verschrijving, bedoeld zal zijn het versterken van de publieke verantwoording van institutionele beleggers aan de maatschappij als zodanig. Hoe dan ook, de ratio van het voorgenomen initiatief om te komen tot aanvullende transparantieverplichtingen voor institutionele beleggers lijkt voor een belangrijk deel gelegen te zijn in het streven om institutionele beleggers te mobiliseren om een actieve rol te vervullen in het bestel van corporate governance bij beursvennootschappen. Of een prikkel via openbaarmakingsverplichtingen echter een effectief middel zal zijn om tot daadwerkelijk betrokken aandeelhouderschap te komen, valt te betwijfelen.²⁰

Tot slot stelt de Europese Commissie bepaalde openbaarmakingsverplichtingen voor die niet op een groep gebruikers, maar op de beursvennootschappen zelf zijn gericht. Hiermee

14. EU Action Plan 2012, p. 4.

15. EU Action Plan 2012, p. 7.

16. 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. Wetsvoorstel behandeld onder Kamerstuknummer 32 014.

17. EU Action Plan 2012, p. 6.

18. EU Action Plan 2012, p. 8.

19. Ibid.

20. In dezelfde zin J.W. Winter, Aandeelhouder engagement en stewardship, in: L. Timmerman e.a. (red.), Samenwerken in het ondernemingsrecht (IVO-reeks nr. 80), Deventer: Kluwer 2011, p. 39-56 (stellend dat voor daadwerkelijk betrokken aandeelhouderschap een fundamenteel andere benadering van beleggen door institutionele beleggers is vereist).

doel ik op het voornemen van de Europese Commissie om door middel van een aanpassing van de Vierde Richtlijn inzake de jaarrekening (78/660 EG) transparantie af te dwingen ten aanzien van het diversiteitsbeleid voor bestuurders en commissarissen van beursondernemingen en ten aanzien van verslaggeving over niet-financiële risicoparameters in het kader van risicobeheer. Hier wordt *disclosure* enkel ingezet als middel om bepaald gedrag te stimuleren. Ook hier dringt de vraag zich op in hoeverre transparantieplichtingen in dit opzicht een werkelijk effectief middel zullen blijken te zijn. Met name ten aanzien van verslaggeving over risicobeheer zijn de verwachtingen hooggespannen, zo niet *wishful thinking*:

‘Extending the reporting requirements with regard to non-financial parameters would help in establishing a more comprehensive risk profile of the company, enabling more effective design of strategies to address those risks. This additional focus on non-financial aspects would encourage companies to adopt a sustainable and long-term strategic approach to their business.’²¹

Aldus wordt van deze aanvullende financiële verslaggevingsnorm wel een heel heilzame werking verwacht. Hetzelfde geldt voor de voorgestelde openbaarmakingsverplichting over diversiteitsbeleid, ook hier wordt getracht om het eigenlijke doel (meer diversiteit in bestuur en toezicht van beursvennootschappen) via een omweg te bereiken. De vraag is waarom de Europese Commissie het nodig acht om zich van deze omwegen te bedienen in plaats van een rechtstreekse aanpak. Bij dit alles moet natuurlijk wel worden opgemerkt dat discussie mogelijk is over de vraag of de Europese Commissie aan het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU) een regelgevende bevoegdheid zou kunnen ontleenen om ter zake van deze onderwerpen concrete gedragsregels voor te schrijven.²² Ten aanzien van diversiteit valt verder te wijzen op het onlangs gepubliceerde voorstel voor een richtlijn houdende een man-vrouwdiversiteitsstreven voor de toezichthoudende functie (commissarissen dan wel de *non-executives*) van beursondernemingen.²³ De weerstand waarmee dit voorstel is ontvangen, waaronder de ‘gele kaart’ die de Nederlandse Staten-Generaal inmiddels met een beroep op het subsidiariteitsbeginsel van artikel 5 VWEU ten aanzien van dit voorstel hebben getrokken, laat zien dat directe inmenging vanuit Europees niveau vanuit het perspectief van de lidstaten niet altijd mogelijk is en zeker niet altijd wordt geaccepteerd. De benadering van de Europese Commissie om via openbaarmakingsver-

plichtingen te sturen is dus zeker niet de optimale oplossing, maar misschien vanuit het perspectief van de Europese wetgever bezien de best mogelijke.

Betrokken aandeelhouderschap

De Europese Commissie neemt tot uitgangspunt dat het wenselijk is om aandeelhouders aan te moedigen om zich meer betrokken op te stellen: zij merkt actief, effectief en betrokken aandeelhouderschap aan als een van de hoekstenen van het bestel van corporate governance voor beursvennootschappen.²⁴ Met dit algemene uitgangspunt bouwt de Europese Commissie in zekere zin voort op het eerdere EU Action Plan 2003 en het daaraan ten grondslag liggende rapport van de High Level Group uit 2002. In de voorgestelde concrete uitwerking zit wel een verschil. De agenda van het EU Action Plan 2003 voor wat betreft de rol van aandeelhouders in beursvennootschappen was voor een belangrijk gedeelte gericht op het wegnemen van blokkades voor participatie van aandeelhouders, bijvoorbeeld ten aanzien van grensoverschrijdend stemmen en informatieverstrekking voorafgaand aan aandeelhoudersvergaderingen. Deze materie is vervolgens onder meer concreet uitgewerkt in de Richtlijn aandeelhoudersrechten. De achterliggende gedachte hierbij lijkt te zijn geweest dat het wegnemen van logistieke obstakels en het laten verstrekken van informatie door beursondernemingen zouden volstaan om de mate en kwaliteit van aandeelhoudersparticipatie te verhogen. Inmiddels lijkt het besef te zijn gegroeid dat er naast faciliterende maatregelen ook behoefte is aan actieve stimuli voor betrokken aandeelhouderschap. Dit komt op verschillende wijzen in het EU Action Plan 2012 tot uitdrukking.

Ten aanzien van het streven naar een meer betrokken aandeelhouderschap bevat het EU Action Plan 2012 onder meer een aangekondigde harmonisatie van specifieke goedkeuringsrechten van aandeelhouders ten aanzien van bestuurdersbezoldiging en materiële transacties met verbonden partijen (*related party transactions*). De voorgestelde maatregelen zullen waarschijnlijk via een wijziging van de Richtlijn aandeelhoudersrechten worden vormgegeven; de Europese Commissie hoopt hiervoor in de loop van 2013 al een voorstel te kunnen presenteren. Voor wat betreft bestuurdersbezoldiging stuurt de Europese Commissie aan op een verplicht goedkeuringsrecht voor aandeelhouders ten aanzien van het bezoldigingsbeleid van beursgenoteerde ondernemingen (vergelijk art. 2:135 lid 1 Burgerlijk Wetboek) in combinatie met aanvullende transparantieplichtingen van beursvennootschappen ten aanzien van zowel hun bezoldigingsbeleid alsook de individuele bezoldiging van hun bestuurders en commissarissen.²⁵ Voor wat betreft transacties met verbonden partijen zijn de voornemens van de Europese Commissie minder helder, zij het dat blijkens de toelichting de *Statement on related party transactions for listed entities* van het European Corporate Governance Forum uit 2011 een voorname bron van inspiratie zou kunnen vor-

21. EU Action Plan 2012, p. 6.

22. Over de wetgevende bevoegdheid op Europees niveau laatstelijk M.L. Lennarts & J. Roest, *Europa! Europa!* (preadvies Vereniging Handelsrecht 2012), Deventer: Kluwer 2012, p. 4-8. Zie uitgebreid G.J. Vossestein, *Modernization of European company law and corporate governance: Some considerations on its legal limits*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2010.

23. Proposal for a directive of the European Parliament and the Council on improving the gender balance among non-executive directors of companies listed on stock exchanges and related measures, 14 november 2012, COM(2012)614 def.

24. EU Action Plan 2012, p. 8.

25. EU Action Plan 2012, p. 9.

men.²⁶ Opvallend is dat een nadere regulering van transacties met verbonden partijen in de consultatieronde van het EU corporate governance framework nog door een nipte meerderheid van respondenten van de hand was geweest.²⁷ Dat de Europese Commissie haar voornemen op dit onderwerp toch doorzet, toont aan dat zij zich niet in alles door de resultaten van de consultatie laat leiden.

De overige onderdelen van het 'aandeelhoudersprogramma' van het EU Action Plan 2012 betreffen losse maatregelen die zijn gericht op enkele verspreide problemen uit de uitvoeringspraktijk. Van deze maatregelen zal met name het voornemen van de Europese Commissie om te komen tot een verduidelijking van de richtsnoeren rond *acting in concert* met het oog op het faciliteren van een dialoog tussen aandeelhouders onderling op bijval vanuit de praktijk kunnen rekenen.²⁸ Een opmerkelijk voorstel is de aangekondigde regulering van stemadviesbureaus door het afdwingen van meer transparantie over hun activiteiten en door het stellen van regels ter voorkoming van belangenconflicten.²⁹ De rol en invloed van stemadviesbureaus op het stemgedrag en de opstelling van institutionele beleggers waren recent nog voorwerp van onderzoek in Nederland door de Monitoring Commissie Corporate Governance.³⁰ Het relatief geruststellende beeld dat de Monitoring Commissie op basis van deze onderzoeken voor wat betreft de Nederlandse situatie heeft geschetst, wordt blijkbaar (nog) niet door de Europese Commissie gedeeld. Wel wacht de Europese Commissie blijkens de toelichting voor wat betreft de concrete vormgeving nog onder meer op de resultaten van de lopende European Securities and Markets Authority (ESMA)-consultatie over dit onderwerp. Ook dit initiatief zou volgens de Europese Commissie waarschijnlijk via een voorstel tot aanpassing van de Richtlijn aandeelhoudersrechten worden vormgegeven, dat naar verwachting in de loop van 2013 zal worden gepubliceerd. Gelet op de weerbaarheid en complexiteit van deze materie is dit een ambitieuze doelstelling.

Tot slot wil ik in het kader van het programma voor meer betrokken aandeelhouderschap nogmaals wijzen op de voorgestelde aanvullende transparantieplichtingen voor institutionele beleggers die ik hierboven reeds aanstipte. De ontwikkeling naar meer transparantie over wat er zich 'achter de

schermen van beursaandeelhouders' afspeelt,³¹ krijgt hiermee een nieuwe dimensie. Een belangrijke vraag is hoe dit nieuwe initiatief zich zal gaan verhouden tot de reeds bestaande regels voor institutionele beleggers uit hoofde van verschillende codes, zoals de UK Stewardship Code en de Eumedion Best Practices Betrokken Aandeelhouderschap, die beide in de toelichting van het EU Action Plan 2012 specifiek worden genoemd.³² In een resolutie van maart 2012 ten aanzien van het EU corporate governance framework liet het Europees Parlement optekenen dat op basis van de bestaande codes een Europese Stewardship Code ontwikkeld zou kunnen worden.³³ Zo ver lijkt de Europese Commissie vooralsnog niet te willen gaan, maar het is goed voorstelbaar dat zij wel maatregelen zal voorstellen om de afstemming tussen de in de verschillende lidstaten gehanteerde codes te bevorderen. Recent onderzoek van Eumedion naar de naleving van de Eumedion Best Practices voor betrokken aandeelhouderschap bij haar eigen deelnemers laat bijvoorbeeld zien dat de expliciete verslaggeving over de naleving van de Eumedion Best Practices nog te wensen overlaat.³⁴ Voor institutionele beleggers die in verschillende nationale markten opereren en dus over de naleving van verschillende codes moeten rapporteren, kan ondanks de onderlinge afstemming tussen bijvoorbeeld de Eumedion Best Practices en de UK Stewardship Code sprake zijn van een stapeling van verslaggevingsnormen. Dat de rapportage over de naleving van specifieke codes bij deze institutionele beleggers achterblijft, houdt wellicht met deze stapeling verband. Wellicht is hier een vorm van Europese afstemming mogelijk.

Afronding

Europa zal ook in 2013 nog het nieuws blijven beheersen, maar of dit nieuws ook op de uitvoering van het EU Action Plan 2012 betrekking zal hebben, valt nog maar te bezien. Toch heeft de Europese Commissie een ambitieuze agenda gepresenteerd. Afgaand op de verschillende voorstellen lijkt in ieder geval een ingrijpende aanpassing van de Richtlijn aandeelhoudersrechten op komst. Dat de Europese Commissie de uitwerking van dit veelomvattende wijzigingsvoorstel reeds in 2013 heeft voorzien, legt een behoorlijke druk op dit initiatief. Of de voorgenomen wijzigingen ook alle concreet uitvoerbaar en politiek haalbaar zullen blijken te zijn, is echter nog allerm minst zeker. Daarnaast blijft nog de vraag in hoeverre de voorgestelde maatregelen ook daadwerkelijk het door de Europese Commissie beoogde effect zullen kunnen sorteren. Met name

26. EU Action Plan 2012, p. 9-10. Zie voor het betreffende statement <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_related_party_transactions_en.pdf>.

27. Zie het *feedback statement* bij het EU corporate governance framework van 15 november 2011, p. 16-17.

28. EU Action Plan 2012, p. 11.

29. EU Action Plan 2012, p. 10-11.

30. Zie het derde (2011) en vierde (2012) nalevingsrapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code van 9 december 2011 respectievelijk 13 december 2012, bron: <www.corpgov.nl>.

31. Dit was de titel van de preadviezen over dit onderwerp van Raaijmakers en Abma voor de Vereniging Handelsrecht in 2007. Zie voor een recent overzicht R. Abma, *Verantwoordelijkheden van en codes voor institutionele beleggers als aandeelhouders*, in: P.J. van der Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers (red.), *Handboek onderneming en aandeelhouder (Serie Onderneming en Recht, deel 69)*, Deventer: Kluwer 2012, p. 563-582.

32. EU Action Plan 2012, p. 8.

33. Resolutie van het Europees Parlement van 29 maart 2012 over een corporate governance framework voor Europese ondernemingen, P7_TA(2012)0118, nr. 34.

34. Monitoring rapportage 2012 betreffende de toepassing van Eumedion Best Practices Betrokken Aandeelhouderschap van 18 december 2012, bron: <www.eumedion.nl>.

ten aanzien van de aanvullende transparantieplichtingen over risicomanagement door beursondernemingen en activiteiten van institutionele beleggers is de Europese Commissie wel heel optimistisch over de verwachte gedragseffecten. De effectiviteit van de voorgestelde maatregelen zou in ieder geval nog eens kritisch moeten worden bekeken in de aangekondigde *ex ante impact assessments* die de Europese Commissie ter voorbereiding van alle concrete uitvoeringsmaatregelen zal uitvoeren.³⁵ Dit neemt niet weg dat het werkprogramma dat de Europese Commissie zichzelf voor de komende jaren op het gebied van het Europese ondernemingsrecht heeft gegeven zeker een aantal nuttige voorgenomen maatregelen bevat. Het wachten is nu op de eerste stap in de uitvoering ervan.

35. Zie EU Action Plan 2012, p. 5.