

209. Aandeelhoudersbetrokkenheid van institutionele beleggers bij Nederlandse beursvennootschappen en de Nederlandse Stewardship Code

MW. MR. M.A.J. CREMERS EN MW. MR. S. RIETVELD

Op 1 januari 2019 is de Nederlandse Stewardship Code in werking getreden. Deze door pensioenfondsen, levensverzekeraars en vermogensbeheerders vastgestelde gedragscode geeft door middel van elf Principes uiting aan het toenemende belang van betrokken en verantwoord aandeelhouderschap en de rol die institutionele beleggers spelen bij het bevorderen van langetermijnwaardcreatie van de Nederlandse beursvennootschappen waarin zij beleggen. In deze bijdrage gaan wij in op de verschillende principes uit de Stewardship Code en plaatsen we deze binnen het huidige en toekomstige wet- en regelgevend kader voor institutionele beleggers op het gebied van aandeelhoudersbetrokkenheid. In de door ons bijgevoegde visual is weergegeven waar de Principes uit de Stewardship Code samenlopen met dit wet- en regelgevend kader maar ook waar deze Principes juist verder gaan.

1. Inleiding

Aandeelhoudersbetrokkenheid door met name institutionele beleggers en de daarmee gemoeide verantwoordelijkheden staan volop in de belangstelling. De impact van institutionele beleggers op de beursvennootschappen waarin zij beleggen is groot. De gedachte is dat wanneer institutionele beleggers (goed geïnformeerd) gebruik maken van hun rechten jegens een beursvennootschap en haar organen, dit de *checks and balances* binnen die vennootschap vergroot en daarmee de corporate governance van die vennootschap verbetert.¹

De laatste loot aan de stam van de steeds uitgebreidere wet- en regelgeving over aandeelhoudersbetrokkenheid bij Nederlandse beursvennootschappen vormt de door Eumedion, belangenbehartiger van institutionele beleggers, op 3 juli 2018 gepubliceerde en op 1 januari 2019 in werking getreden Stewardship Code.² De Stewardship Code is van toepassing op *alle* institutionele beleggers³ die

aandelen houden in Nederlandse beursvennootschappen^{4,5}. De Stewardship Code bevat elf Principes met *guidance* die institutionele beleggers helpen om te voldoen aan hun verantwoordelijkheden rond betrokken aandeelhouderschap op een manier die bijdraagt aan de langetermijnwaardcreatie door Nederlandse beursvennootschappen waarin is belegd en daarmee aan het langetermijnrendement op hun beleggingen.

De Stewardship Code legt enerzijds een grotere verantwoordelijkheid bij institutionele beleggers jegens hun begunstigen en cliënten en jegens de beursvennootschap (en haar organen) waarin is belegd en anderzijds stelt de Stewardship Code beursvennootschappen beter in staat te bepalen welke aandeelhouders zich ervoor inzetten om geïnformeerd te stemmen en bereid zijn om een constructieve dialoog met hen aan te gaan.⁶

De Stewardship Code staat niet op zichzelf. De Nederlandse Corporate Governance Code ('Corporate Governance Code'), de Pensioenwet en de Code Pensioenfond-

1 Zie bijvoorbeeld R. Abma e.a., *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen*, Deventer: Wolters Kluwer, 2017, p. 163 e.v., J. Biesheuvel-Hoitinga, A.A. Bootsma & H.M. Vletter-van Dort, 'De relatie tussen de raad van commissarissen en aandeelhouders(vergadering) bij beursvennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2012/29 en R. Abma, 'Het stemproces van institutionele beleggers', in: G.T.M.J. Raaijmakers & R. Abma, *Achter de schermen van beursaandeelhouders*, Deventer: Wolters Kluwer, 2007, p. 76 en 78-79.

2 Via <https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/best-practices/2018-07-nederlandse-stewardship-code-nl-versie.pdf>.

3 De Stewardship Code verstaat hieronder pensioenfondsen, levensverzekeraars en vermogensbeheerders. Wij sluiten in dit artikel aan bij deze definitie. Waar dit niet het geval is, zullen wij dit duidelijk vermelden.

4 Wij sluiten in dit artikel aan bij de definitie van Nederlandse beursvennootschap zoals gebruikt in de Stewardship Code: een vennootschap met statutaire zetel in Nederland waarvan de aandelen, of certificaten van aandelen, zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of een vergelijkbaar systeem.

5 De Stewardship Code is opgesteld door (Nederlandse en niet-Nederlandse) deelnemers van Eumedion (zie <https://www.eumedion.nl/nl/nieuws/eerste-nederlandse-stewardship-code-gepubliceerd>). Het toepassingsbereik is echter aanzienlijk breder: *alle* institutionele beleggers worden door Eumedion opgeroepen om betekenisvol invulling te geven aan de Principes uit de Stewardship Code.

6 Preambule bij de Stewardship Code, p. 1.

sen bevatten eveneens bepalingen rondom verantwoord en betrokken aandeelhouderschap. Daarnaast is er nieuwe wetgeving op komst; de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn⁷ bevat enkele bepalingen over aandeelhoudersbetrokkenheid door institutionele beleggers en vermogensbeheerders.⁸ Deze richtlijn dient uiterlijk op 10 juni 2019 in de Nederlandse wet- en regelgeving te zijn geïmplementeerd. Op 2 april 2019 heeft de Tweede Kamer daartoe het wetsvoorstel ter implementatie van de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn ('implementatiewetsvoorstel')⁹ aangenomen.

Van institutionele beleggers wordt niet alleen verwacht dat zij economische waarde creëren voor hun achterban, maar ook dat zij hun stewardrol richting de vennootschappen waarin zij deelnemen omarmen

In dit artikel schetsen we in paragraaf 2 eerst enkele achtergronden rondom aandeelhoudersbetrokkenheid van institutionele beleggers. Wij maken daarbij een onderscheid tussen de verantwoordelijkheid jegens de eigen achterban, jegens de beursvennootschap en jegens de maatschappij. In paragraaf 3 komt vervolgens het huidig wet- en regelgevend kader aan de orde. Hier behandelen we ook het wet- en regelgevend kader van pensioenfondsen. Vervolgens gaan we in paragraaf 4 in op de nieuwe bepalingen onder de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn en het implementatiewetsvoorstel. In paragraaf 5 komen de Principes uit de Stewardship Code aan bod. Een visual (weergegeven aan het eind van dit artikel) brengt in kaart waar de Principes uit de Stewardship Code samenlopen met het huidige en toekomstige wet- en regelgevend kader maar ook waar deze Principes juist verder gaan. We sluiten af met een conclusie.

2. Achtergronden rondom aandeelhoudersbetrokkenheid van institutionele beleggers

Verantwoordelijkheid institutionele belegger jegens achterban

Omdat institutionele beleggers gelden beleggen voor rekening en risico van hun achterliggende begunstigden of

cliënten, geldt als algemeen uitgangspunt dat zij primair dienen te handelen in het belang van deze achterban. Zij moeten het aan hen toevertrouwde vermogen als een 'goed huisvader' beheren en daarover verantwoording afleggen.¹⁰ De Corporate Governance Code bepaalt in dit kader in de preambule dat institutionele beleggers verantwoordelijk zijn jegens hun achterliggende begunstigden of cliënten om op zorgvuldige en transparante manier te beoordelen op welke wijze zij gebruik maken van hun rechten als aandeelhouder van vennootschappen. Vanwege deze fiduciaire verantwoordelijkheid richting de achterban, zal een institutionele belegger een kosten-batenanalyse moeten maken: het gaat om de afweging of, en op welke wijze, de uitoefening van de zeggenschapsrechten in de verscheidene vennootschappen waarin is geïnvesteerd van positieve invloed is op de waarde van de beleggingsportefeuille.¹¹

Verantwoordelijkheid institutionele belegger jegens beursvennootschappen

Institutionele beleggers handelen echter ook in hoedanigheid van aandeelhouder in beursvennootschappen. Al decennialang wordt in de jurisprudentie¹² in dit kader uitgegaan van het adagium dat aandeelhouders – en daarmee ook institutionele beleggers – mogen handelen in hun eigen belang. Dit uitgangspunt is niet absoluut, maar is in zoverre beperkt dat dit handelen in eigen belang niet zo ver mag gaan dat daarbij de grenzen van art. 2:8 BW worden overschreden. Op grond van art. 2:8 BW moeten institutioneel betrokkenen, zoals aandeelhouders, zich als zodanig jegens elkaar en de vennootschap gedragen naar hetgeen door de redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd.¹³ Dit uitgangspunt is ook opgenomen in de preambule van de Corporate Governance Code: 'Aandeelhouders kunnen bij hun handelen hun eigen belangen nastreven, zolang zij zich ten opzichte van de vennootschap, haar organen en hun

7 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).

8 De Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn bevat separate verplichtingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders. Bovendien is het toepassingsbereik van de richtlijn niet helemaal gelijk aan het toepassingsbereik van de Stewardship Code. Institutionele beleggers zijn op grond van art. 2 Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn levensverzekeraars en instellingen voor bedrijfspensioenvoorzieningen. Vermogensbeheerders zijn volgens ditzelfde artikel onder meer AIFMD en UCITS beheerders.

9 *Kamerstukken I* 2018/19, 35058, A.

10 Zie bijvoorbeeld ook E.P. Roelofsen, 'Aandeelhoudersbetrokkenheid en beleggingsstrategie in het kader van de nieuwe aandeelhoudersrichtlijn', *Bb* 2018/50, p. 182. Zie voor pensioenfondsen bijvoorbeeld art. 135 Pensioenwet.

11 Zie bijvoorbeeld Abma (2007), p. 81-86 en A.F. Verdam, 'Diversiteit in institutionele beleggers: verschil in opstelling als aandeelhouder? Een verkenning', *TvOB* 2005/6, p. 197. Overigens vragen wij ons af of deze fiduciaire rol niet verder gaat of zou moeten gaan dan de waarde van de beleggingsportefeuille. Zo kunnen wij ons voorstellen dat bijvoorbeeld pensioenfondsen naast het financiële rendement ook andere niet-financiële criteria laten meewegen bij het samenstellen van hun portefeuille. Zie hierover bijvoorbeeld M. van Bruggen, 'Een juridische benadering van maatschappelijk verantwoord beleggen door pensioenfondsen', *TPV* 2017/37.

12 HR 30 juni 1944, *NJ* 1944/465 (*Wennex*), HR 13 november 1959, *NJ* 1960/472 (*Distilleerderij Melchers*) en HR 19 februari 1960, *NJ* 1960/473 (*Aurora*). Zie recenter bijvoorbeeld Hof Amsterdam (OK) 12 oktober 2016, «JOR» 2017/90 (*Delta Lloyd*), r.o. 3.5.

13 Sommige auteurs zijn van mening dat deze leer zou moeten worden verlaten ten gunste van een leer waarbij aandeelhouders zich moeten richten naar het belang van de vennootschap en de aan haar verbonden onderneming. Zie bijvoorbeeld B.F. Assink, 'Kanttekeningen bij Boskalis/Fugro', *MvO* 2018/7.1 en P. van Schilfgaarde in zijn annotatie onder HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286 (*Cancun*), onder 8.

*mede-aandeelhouders gedragen naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid.*⁹

De precieze omvang en inhoud van deze norm kan van kleur veranderen naar gelang de omstandigheden van het geval en de betrokken belangen.¹⁴ Een belangrijke factor is allereerst de aard van de aandeelhouder. Aandeelhouders komen in verschillende vormen en maten voor en dit heeft invloed op de verwachtingen ten aanzien van het gedrag van deze aandeelhouders.¹⁵ Het zijn van institutionele belegger brengt bijvoorbeeld specifieke verantwoordelijkheden met zich. Dit betreft niet alleen de al eerder genoemde verantwoordelijkheid richting de eigen achterban maar daarnaast is van belang dat institutionele beleggers professionele partijen zijn, waar kennis, kunde en ervaring aanwezig zijn. Aan de andere kant geldt dat veelal sprake is van een gediversifieerde en gespreide aandelenportefeuille waardoor een institutionele belegger doorgaans niet nauw en actief betrokken is en/of kan zijn bij elke vennootschap waarin is geïnvesteerd.

Een andere relevante omstandigheid is de mate van invloed van de aandeelhouder op de vennootschap waarin zij heeft geïnvesteerd. Algemeen wordt aangenomen dat naarmate aandeelhouders meer aandelen houden of anderszins een belangrijke invloed hebben op de gang van zaken binnen de vennootschap, zij ook meer rekening moeten houden met de belangen van anderen, waaronder het belang van de vennootschap.¹⁶ ¹⁷ Onderzoek toont aan dat verreweg de meeste aandelen in Nederlandse AEX-vennootschappen gehouden worden door Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers.¹⁸ Institutionele beleggers hebben daarmee veel invloed op die vennootschappen.¹⁹ Algemeen wordt dan ook aangenomen dat institutionele beleggers – naast de al eerder genoemde verantwoordelijkheid jegens de eigen achterban – in het kader van betrokken aandeelhouderschap ook in toenemende mate een verdergaande

verantwoordelijkheid hebben jegens de beursvennootschappen waarin zij beleggen.²⁰

Verantwoordelijkheid institutionele belegger jegens de maatschappij

Ook vanuit de maatschappij wordt al jaren druk uitgeoefend op institutionele beleggers. Zo werd in 2013 ten tijde van de economische crisis en de crisis op de woningmarkt vanuit de politiek het plan geopperd om het pensioengeld in te zetten voor het aflossen van hypotheekschuld en door pensioenfondsen hypotheek te laten financieren.²¹ Tegelijkertijd hebben diezelfde pensioenfondsen jegens hun achterban de verantwoordelijkheid om ervoor te zorgen dat hun pensioenen niet in gevaar komen en hun vermogen op een veilige wijze belegd wordt. Daarnaast wordt van pensioenfondsen en overige institutionele beleggers verwacht dat zij de zeggenschapsrechten verbonden aan aandelen daadwerkelijk uitoefenen, dat zij actief betrokken zijn bij de gang van zaken binnen de vennootschap en hierover verantwoording afleggen.²² Hierbij wordt de laatste jaren van institutionele beleggers bovendien een steeds grotere maatschappelijke betrokkenheid verwacht: het zogenoemde *duurzaam aandeelhouderschap* of *maatschappelijk verantwoord beleggen*. Institutionele beleggers kunnen niet langer slechts oog hebben voor de mogelijke financiële gevolgen van het beleid van de vennootschap maar moeten ook aandacht schenken aan ESG-aspecten (*Environmental, Social and Governance*).²³ ²⁴ Zowel de verzekeringssector als de pensioenfondsensector hebben in dit verband IMVO-convenanten²⁵ met onder meer de Nederlandse overheid gesloten op grond waarvan deze sectoren toezeggen zich in te zetten voor thema's op het gebied van zowel milieu, sociale omstandigheden als ondernemingsbestuur.

3. Huidig wet- en regelgevend kader aandeelhoudersbetrokkenheid

Eerder wezen wij er al op dat aandeelhouders bij de uitoefening van hun rechten in beginsel hun eigen belangen mogen nastreven, voor zover de gedragsnorm van de redelijkheid en billijkheid (art. 2:8 BW) niet wordt geschonden.

14 Zie eerder S. Rietveld, 'De stemmende aandeelhouder begrensd', *TOP* 2013/7, p. 273.

15 M. Olaerts, 'Is de aandeelhouder gebonden aan het belang van de vennootschap?', *Ondernemingsrecht* 2017/113.

16 Zie bijvoorbeeld Abma e.a. (2017), p. 159, M. Koelemeijer, 'De verantwoordelijke aandeelhouder', *TvOB* 2015/2, p. 65-71, R. Abma, 'Algemeen belang vanuit de optiek van de aandeelhouder', *WPNR* 2015/7048, p. 126-127 en B.F. Assink & W.J. Slagter, *Compendium Ondernemingsrecht (Deel I)*, Deventer: Wolters Kluwer, 2013, par. 46, p. 861-865.

17 In de preambule van de Corporate Governance Code wordt het als volgt omschreven: 'Hoe groter het belang is dat een aandeelhouder in de vennootschap houdt, des te groter is zijn verantwoordelijkheid jegens de vennootschap, mede-aandeelhouders en andere stakeholders.' Zie bijvoorbeeld ook de NCR Code voor coöperatieve ondernemingen in het kader van ledenbetrokkenheid (p. 6-7), via https://www.cooperatie.nl/sites/default/files/ncr_code_voor_cooperatieve_ondernemingen.pdf.

18 Zie de preambule bij de Stewardship Code, p. 1. Zie bijvoorbeeld ook H.M. Vletter-Van Dort, 'De aandeelhouder als hoeksteen van de vennootschap', *Ondernemingsrecht* 2018/45, p. 285.

19 Roelofsen (2018), p. 182.

20 Abma e.a. (2017), p. 160-162 en p. 165. Ook de rechtspraak toont aan dat – met name enkele toonaangevende – institutionele beleggers een bepaalde verantwoordelijkheid ten opzichte van de beursvennootschap of de overige aandeelhouders hebben. Abma (2007), p. 85-86 wijst bijvoorbeeld op Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, «JOR» 2007/42 (Stork), r.o. 3.16.

21 <https://economie.rabobank.com/publicaties/2013/september/kwartaalbericht-woningmarkt-september-2013/>.

22 Zie bijvoorbeeld ook D.A.M. Melis, 'De Nederlandse Stewardship Code. Global institutional investor stewardship vanuit Nederlands perspectief', *MvO* 2019/3-4, p. 128.

23 Zie bijvoorbeeld Abma e.a. (2017), p. 169, Van Bruggen 2017/37 en Abma (2015), p. 125-126.

24 Zie nader over duurzaamheidsverplichtingen voor financiële instellingen S. Kröner-Rosmalen, 'Duurzaamheidsverplichtingen voor de financiële sector: een overzicht', *FRP* 2018/806, p. 26-37.

25 Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen-Convenanten. Zie nader hierover Melis (2019), p. 133-134.

Een specifieke verantwoordelijkheid²⁶ van institutionele beleggers kreeg in Nederland voor het eerst vorm in de Corporate Governance Code.²⁷ Van institutionele beleggers wordt verwacht dat zij 1) jaarlijks hun stembeleid in ieder geval op hun website publiceren (Best practice bepaling ('Bpb') 4.3.5), 2) jaarlijks in het bestuursverslag of op de website verslag doen van de uitvoering van dit stembeleid (Bpb 4.3.6), en 3) ten minste eenmaal per kwartaal verslag uitbrengen of en hoe zij als aandeelhouders hebben gestemd op algemene vergaderingen (Bpb 4.3.6). Daarnaast zijn ook de meer in het algemeen tot aandeelhouders gerichte Bpb's van belang voor institutionele beleggers, zoals Bpb's 4.1.5 en 4.1.6 waarin aandeelhouders worden opgeroepen om het agenderingsrecht slechts uit te oefenen na overleg met het bestuur, om een eventueel door het bestuur ingeroepen responstijd te respecteren bij agendering van een onderwerp dat kan leiden tot een wijziging van de strategie van de vennootschap en om een dergelijk agendapunt tijdens de algemene vergadering toe te lichten en eventuele vragen daarover te beantwoorden. Ook Bpb 4.3.1 over het stemmen naar eigen inzicht en het gebruik van stemadviezen van derden past in dit rijtje. Samen met Principes 4.1 en 4.3 zijn deze bepalingen erop gericht dat aandeelhouders, en in het bijzonder institutionele beleggers, actief en op een verantwoorde wijze, hun rol binnen het vennootschappelijke systeem van *checks and balances* vervullen.²⁸ Nederlandse institutionele beleggers zijn verplicht ten minste eenmaal per boekjaar in hun bestuursverslag volgens het 'pas toe of leg uit'-beginsel mededeling te doen over de naleving van voornoemde principes en Bpb's (art. 5:86 Wft). Met deze verplichting wordt – ten behoeve van de begunstigden of cliënten van institutionele beleggers – beoogd de transparantie te vergroten over het door institutionele beleggers gevoerde beleid ten aanzien van de uitoefening van het stemrecht op aandelen.²⁹ Handhaving van deze verplichting vindt plaats door de begunstigden of cliënten van institutionele beleggers. De AFM heeft hierin geen rol.³⁰

Vanwege komende nationale en internationale ontwikkelingen³¹ zijn de principes en Bpb's met betrekking tot de (algemene vergadering van) aandeelhouders bij de herziening van de Corporate Governance Code in 2016 niet ingrijpend gewijzigd ten opzichte van de Corporate Governance Code uit 2008. Wij vinden dit begrijpelijk. Voorkomen moet worden dat principes of Bpb's overlap vertonen met bijvoorbeeld de nieuwe verplichtingen onder de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn, of erger nog, daarmee conflicteren. Interessant is dat de Monitoring Commissie Corporate Governance Code ('Monitoring Commissie') het nuttig acht om bij een toekomstige wijziging van de Corporate Governance Code de mogelijkheden te verkennen om verantwoordelijkheden van aandeelhouders op te nemen in een stewardship code.³² Het is nog niet duidelijk op welke wijze de Monitoring Commissie hieraan invulling zal geven. Wij kunnen ons voorstellen dat de Monitoring Commissie hierbij – al dan niet gedeeltelijk – aansluiting zoekt bij de Stewardship Code door bijvoorbeeld in de Corporate Governance Code te verwijzen naar de Principes van de Stewardship Code of deze Principes over te nemen in de Corporate Governance Code.³³

De Stewardship Code biedt institutionele beleggers aan de hand van 11 principes handvatten om invulling te geven aan hun rol als aandeelhouder in Nederlandse beursvennootschappen

Betrokken en verantwoord aandeelhouderschap komt ook tot uiting in diverse zelfregulerende initiatieven. Een mooi voorbeeld hiervan vormen de in 2011 door Eumedion gepubliceerde Best Practices voor betrokken aandeelhouderschap ('Eumedion Best Practices').³⁴ Deze Eumedion Best Practices waren bestemd voor de Eumedion deelnemers;³⁵ van hen werd verwacht dat zij zich inspanden om zo goed mogelijk uitvoering te geven aan deze best practices op een *comply or explain*-basis. Per 1 januari 2019 vervangt de Nederlandse Stewardship Code de Eumedion Best Practices. Ook internationaal worden initiatieven genomen om

26 In het algemeen kan hier ook nog gedacht worden aan het recht van aandeelhouders om de algemene vergadering bij te wonen, daarin het woord te voeren en stemrecht uit te oefenen of de algemene vergadering bijeen te roepen, dan wel aan het goedkeuren van besluiten en het vragen om inlichtingen.

27 D.A.M. Melis & R. Pruijm, 'De ideale aandeelhouder', in: S. Schuit, D. Strik & B. Bier (red.), *Jaarboek corporate governance: editie 2011-2012*, Deventer: Wolters Kluwer, 2010, p. 140. Zie ook Koelemeijer (2015), p. 69 en 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), *Onderneming en aandeelhouder*, Deventer: Wolters Kluwer, 2012, p. 564-566.

28 Abma e.a. (2017), p. 163-171. Zie ook Abma, *GS Toezicht Financiële Markten*, art. 5:86 Wft, aant. 3 (bijgewerkt tot 15 maart 2017).

29 Zie Abma, *GS Toezicht Financiële Markten*, art. 5:86 Wft, aant. 6 (bijgewerkt tot 15 maart 2017).

30 Art. 1:25 Wft is niet van toepassing (art. 5:86 lid 4 Wft). Zie Abma, *GS Toezicht Financiële Markten*, art. 5:86 Wft, aant. 10 (bijgewerkt tot 15 maart 2017). Zie ook *Kamerstukken II 2006/07*, 30658, nr. 5, p. 19.

31 De Monitoring Commissie Corporate Governance Code verwees hierbij naar de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn en naar de – toen nog concept – Stewardship Code, zie het Slotdocument van de Monitoring Commissie (29 januari 2018), p. 10, via <https://www.mccg.nl/?page=5757>.

32 Voorstel voor herziening van de Code, p. 46, via <https://www.mccg.nl/?page=5405>.

33 Zo ook A. van der Krans, 'Uitoefening aandeelhoudersrechten, in de Code en in de praktijk', *O&F* 2016/3, p. 13-14.

34 Via https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/best-practices/best_practices_betrokken-aandeelhouderschap.pdf. Zie F.P.R. Schreuder, 'De Eumedion "Best practices voor betrokken aandeelhouderschap" voor institutionele beleggers', *V&O* 2012/11, p. 215-218.

35 Hieronder vallen in ieder geval pensioenfondsen en vermogensbeheerders van deze pensioenfondsen die aandelen houden in Nederlandse beursvennootschappen. De Stewardship Code kent een breder toepassingsbereik: naast pensioenfondsen en vermogensbeheerders vallen ook levensverzekeraars daaronder.

de verantwoordelijkheden van institutionele beleggers op het gebied van aandeelhoudersbetrokkenheid nader in te vullen door middel van zelfregulering. Bekende voorbeelden zijn de ICGN Global Stewardship Principles uit 2016 en de UK Stewardship Code uit 2012.³⁶

De Stewardship Code staat niet op zichzelf maar is onderdeel van een veel breder regelgevend kader rondom verantwoord en betrokken aandeelhouderschap

Op institutionele beleggers die een pensioenfonds zijn, is tevens sectorspecifieke regelgeving over verantwoord beleggen van toepassing. Op grond van art. 135 lid 4 Pensioenwet moet ieder pensioenfonds in zijn bestuursverslag vermelden op welke wijze in het beleggingsbeleid rekening wordt gehouden met milieu en klimaat, mensenrechten en sociale verhoudingen. Op 19 januari 2019 is de Herziene Pensioenfondsenrichtlijn³⁷ in de Nederlandse wet- en regelgeving geïmplementeerd.³⁸ In deze regeling wordt op verschillende plaatsen benadrukt dat een pensioenfonds rekening moet houden met ESG-factoren, bijvoorbeeld bij het beleggingsbeleid en bij de risicobeheersystemen.³⁹ In de Code Pensioenfondsen zijn drie normen voor verantwoord beleggen opgenomen waaraan pensioenfondsen moeten voldoen op een *comply or explain*-basis.⁴⁰ Deze normen betreffen ten eerste het vaststellen en openbaar maken van overwegingen omtrent verantwoord beleggen. Pensioenfondsen moeten daarnaast als belegger goed ondernemingsbestuur bevorderen in de ondernemingen waar ze aandeelhouder zijn. Ten tweede dient het bestuur bij het bepalen

van het beleid rekening te houden met de verplichtingen die het pensioenfonds is aangegaan. Het bestuur dient hierbij ook bedacht te zijn op verantwoordelijkheid ten opzichte van de achterban om te zorgen voor optimaal beleggingsrendement bij een aanvaardbaar risico. Ten derde geldt dat onder de achterban draagvlak moet zijn voor het beleid voor verantwoord beleggen.⁴¹

4. Toekomstig wet- en regelgevend kader aandeelhoudersbetrokkenheid

Er is ook nieuwe wetgeving op komst voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders:⁴² de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn en het implementatiewetsvoorstel. Met de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn beoogt de Europese Commissie effectieve en duurzame aandeelhoudersbetrokkenheid bij beursvennootschappen te bevorderen. Overweging (14) van deze richtlijn noemt effectieve en duurzame aandeelhoudersbetrokkenheid *'een van de hoekstenen van het corporategovernancemodel van beursgenoteerde vennootschappen, dat is gebaseerd op controlemechanismen tussen de verschillende organen en belanghebbenden.'*⁴³ In Hoofdstuk I ter van de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn staan enkele transparantieplichtingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders. Het implementatiewetsvoorstel voorziet in enkele nieuwe artikelen in de Wet op het financieel toezicht ('Wft'): art. 5:87a tot en met 5:87e Wft.

Betrokkenheidsbeleid institutionele beleggers en vermogensbeheerders voortaan verplicht

Institutionele beleggers en vermogensbeheerders moeten op grond van art. 5:87c (nieuw) Wft een betrokkenheidsbeleid opstellen. Zij moeten het betrokkenheidsbeleid op hun website publiceren, of toelichten waarom zij dit niet doen. Het beleid ziet onder meer op het voeren van een dialoog met de vennootschap, het uitoefenen van stemrecht en de beheersing van belangenconflicten. Er geldt ook een verplichting achteraf: investeerders moeten openbaar maken op welke wijze het betrokkenheidsbeleid is uitgevoerd. Overigens hebben vrijwel alle institutionele beleggers ook nu al een betrokkenheidsbeleid omdat dit bijvoorbeeld was opgenomen in de Eumedion Best Practices.⁴⁴

36 Abma e.a. (2017), p. 163-165. Zie ook Melis (2019), p. 128-130. De ICGN Global Stewardship Principles vormen een wereldwijd (vrijblijvend) raamwerk voor investeerders waarin de basisverantwoordelijkheden op het gebied van stewardship zijn opgenomen. De UK Stewardship Code is van toepassing op institutionele beleggers (in casu vermogensbeheerders en vermogensbezitters) die aandelen houden in UK beursvennootschappen en op dienstverleners, zoals stemadviesbureaus. Deze partijen moeten jaarlijks een stewardshipsverklaring afleggen volgens het *comply or explain*-beginsel. Zie ook H.M. Vletter-Van Dort & T.A. Keijzer, 'Herziening Britse Corporate Governance Code: stof tot nadenken', *Ondernemingsrecht* 2018/56, par. 7.

37 Richtlijn (EU) 2016/2341 van het Europees parlement en de Raad van 14 december 2016 betreffende de werkzaamheden van en het toezicht op instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening (IBPV's) (*PbEU* 2016, L 354/37). Deze richtlijn is ook bekend als IORP II.

38 *Stb.* 2018, 515.

39 Zie overwegingen 57 en 58 en art. 19 lid 1 onderdeel b, art. 21 lid 1 en art. 25 lid 2 onderdeel g van de richtlijn. Voor (beroeps)pensioenfondsen vloeien de meeste regels reeds voort uit de Pensioenwet en de Wet verplichte beroepspensioenregeling, aldus de wetgever (zie de sponsoringstabel in *Kamerstukken II* 2017/18, 34934, nr. 3, p. 51 e.v.). Zie voor premiepensioeninstellingen art. 3:267a Wft.

40 De Code Pensioenfondsen is wettelijk verankerd (art. 33 lid 2 Pensioenwet jo. art. 11 Besluit uitvoering Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling). Pensioenfondsen zijn verplicht de normen van de Code toe te passen of gemotiveerd in het bestuursverslag uit te leggen welke normen zij niet toepassen.

41 Wij noemen ten slotte nog het op 3 december 2018 bij de Tweede Kamer ingediende initiatiewetsvoorstel tot wijziging van de Pensioenwet en de Wet verplichte beroepspensioenregeling in verband met het toekennen van een adviesrecht aan het verantwoordingsorgaan en belanghebbendenorgaan voor het maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid en een goedkeuringsrecht voor het uitsluitingenbeleid (*Kamerstukken II* 2018/19, 35101, 2).

42 Zie voor de definities van institutionele belegger en vermogensbeheerder onder de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn voetnoot 8.

43 Zie over de vraag of de aandeelhouder daadwerkelijk als hoeksteen van de beursvennootschap kan fungeren Vletter-Van Dort 2018/45.

44 Zie hierover ook Abma e.a. (2017), p. 167 en Roelofsen (2018), p. 184.

Tijdens de consultatie van het implementatiewetsvoorstel is meermaals geopperd⁴⁵ dat het voorgestelde art. 5:87c Wft de huidige wettelijke verankering van de principes en Bpb's voor institutionele beleggers uit de Corporate Governance Code uit art. 5:86 Wft zou kunnen vervangen omdat dit dezelfde materie zou betreffen. De wetgever wenst art. 5:86 Wft echter te behouden. Aan de ene kant erkent de wetgever dat er veel overlap is tussen de principes en Bpb's van de Corporate Governance Code en de verplichtingen uit het implementatiewetsvoorstel maar aan de andere kant sluiten beide regelingen wat betreft toepassingsbereik en inhoud niet volledig op elkaar aan. Daarnaast zouden mogelijke toekomstige wijzigingen van de Corporate Governance Code op onderdelen verder kunnen gaan dan de wetgeving. De wetgever wijst daarbij op de toegevoegde waarde van de Corporate Governance Code, als instrument van zelfregulering, dat bij uitstek een aanvulling vormt op overheidsregulering. Wel dient onnodige samenloop tussen zelfreguleringsinitiatieven, waaronder bijvoorbeeld ook de Code Pensioenfondsen, en wetgeving zoveel mogelijk te worden voorkomen, aldus de wetgever. Dit standpunt sluit ook aan bij hetgeen de Monitoring Commissie bij de herziening van de Corporate Governance Code in 2016 heeft vermeld. Nu de implementatie van de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn binnenkort een feit zal zijn en er meer zicht is op andere relevante ontwikkelingen met betrekking tot aandeelhouders, ziet het kabinet evenals de Monitoring Commissie een rol weggelegd voor deze Commissie om het onderdeel van de Corporate Governance Code met betrekking tot aandeelhouders nader te bezien.⁴⁶

Verplichte openbaarmakingen elementen beleggingsstrategie institutionele beleggers en elementen overeenkomst met vermogensbeheerders

Het voorgestelde art. 5:87d Wft bepaalt dat institutionele beleggers jaarlijks openbaar moeten maken hoe hun beleggingsstrategie is afgestemd op het profiel en de looptijd van hun verplichtingen, meer in het bijzonder de langetermijnverplichtingen, en hoe deze bijdraagt aan de middellange- en langetermijn-prestatie van hun portefeuille. Wanneer institutionele beleggers gebruikmaken van vermogensbeheerders, dienen de voornaamste onderdelen van de overeenkomst met de vermogensbeheerder die betrekking hebben op een aantal specifieke kwesties, openbaar te worden gemaakt. De opzet is dat de vaak langlopende verplichtingen van verzekeraars en pensioenfondsen moeten aansluiten bij het beleggingsbeleid van de vermogensbeheerder. Hiermee hoopt de Europese regelgever het kortetermijndenken in de financiële wereld te bestrijden.⁴⁷ Vermogensbeheerders moeten ten slotte de institu-

tionele beleggers informeren hoe hun beleggingsstrategie bijdraagt aan de prestaties op middellange en lange termijn van de activa van de institutionele belegger of het fonds (art. 5:87e Wft). Ook hier vindt handhaving van deze bepalingen plaats door institutionele beleggers of achterliggende begunstigen of cliënten van institutionele beleggers.⁴⁸

De wetgever gaat in de memorie van toelichting⁴⁹ bij het implementatiewetsvoorstel ook in op de Stewardship Code en benoemt daarbij – wederom – dat het toepassingsbereik en de inhoud van de Corporate Governance Code, de Stewardship Code en het implementatiewetsvoorstel enigszins van elkaar verschillen. Desalniettemin staat het kabinet positief tegenover initiatieven vanuit de markt ter bevordering van aandeelhoudersbetrokkenheid en juicht het zelfs toe wanneer deze initiatieven verder gaan dan wetgeving. Tegelijkertijd acht de wetgever het van belang dat onnodige samenloop tussen zelfreguleringsinitiatieven of afwijkingen tussen de verschillende initiatieven en wetgeving zoveel mogelijk wordt voorkomen. In geval van strijdigheid tussen hetgeen is bepaald in codes van zelfregulering en wetgeving geldt onverkort hetgeen in de wet is bepaald, aldus de wetgever.⁵⁰

5. De Stewardship Code

Oorsprong Stewardship Code

De Stewardship Code komt voort uit en vervangt de Eumedion Best Practices. De Stewardship Code is evenwel aangepast aan het huidige en toekomstige⁵¹ wet- en regelgevend kader. In de Stewardship Code worden dan ook niet alleen de nieuwe stewardshipverplichtingen voor institutionele beleggers uit de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn geïntegreerd maar zij omvat tevens de best practices uit de Corporate Governance Code die van toepassing zijn op institutionele beleggers. Daarnaast bevat de Stewardship Code een aantal extra Principes als gevolg van de veranderende verwachtingen ten aanzien van aandeelhoudersbetrokkenheid.⁵² Op sommige plaatsen gaat de Stewardship Code verder dan de huidige en toekomstige wet- en regelgeving. Voor een overzicht hiervan verwijzen wij naar de door ons toegevoegde visual aan het eind van dit artikel.

De Stewardship Code bestaat uit een preambule, elf Principes en een toelichting op deze Principes. Van belang is ook het op 17 december 2018 door Eumedion en de Pensioenfederatie gepubliceerde Servicedocument 'Verantwoord

45 Zie de reacties van Eumedion, de Pensioenfederatie en Dufas, via <https://www.internetconsultatie.nl/langetermijnbetrokkenheidaandeelhouders/reacties>. Zie ook R. Abma, 'Het voorontwerp van het wetsvoorstel ter implementatie van de herziene richtlijn aandeelhoudersrechten', *Ondernemingsrecht* 2018/107.

46 *Kamerstukken II* 2018/19, 35058, nr. 3, p. 3-4 en p. 33-34.

47 Roelofsen (2018), p. 184.

48 Art. 5:87b (nieuw) Wft sluit de werking van art. 1:25 Wft uit. Het ligt volgens de wetgever in de rede dat institutionele beleggers in dialoog zullen treden met hun vermogensbeheerders en stemaadviseurs en als ultimum remedium hun contractuele regelingen zullen opzeggen. Achterliggende begunstigen of cliënten zullen in dialoog treden met de institutionele beleggers en eventueel als uiterste rechtsmiddel een vordering wegens onrechtmatige daad instellen, zie *Kamerstukken II* 2018/19, 35058, nr. 3, p. 62. Zie ook Roelofsen (2018), p. 185.

49 *Kamerstukken II* 2017/18, 35058, nr. 3, p. 4.

50 *Kamerstukken II* 2017/18, 35058, nr. 3, p. 4.

51 Dat wil zeggen: de Stewardship Code houdt rekening met de aankomende implementatie van de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

52 Preambule bij de Stewardship Code, p. 2.

en betrokken aandeelhouderschap⁵³ ('Servicedocument'). Hierin lichten Eumedion en de Pensioenfederatie toe op welke manier institutionele beleggers de Principes van de Stewardship Code en de wettelijke bepalingen rond verantwoord en betrokken aandeelhouderschap kunnen implementeren. Het document biedt onder meer praktische handvatten om hieraan betekenisvol invulling te geven.⁵⁴

Toepassingsbereik Stewardship Code

De Stewardship Code is in beginsel alleen van toepassing op Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers⁵⁵ die aandelen houden in *Nederlandse* beursvennootschappen. De Principes *kunnen*, waar dit passend is,⁵⁶ eveneens worden toegepast op niet-Nederlandse beursvennootschappen waarin is belegd, al zijn de principes van de Stewardship Code specifiek gericht op *stewardship* en aandeelhoudersbetrokkenheid richting Nederlandse beursvennootschappen.⁵⁷

Status Stewardship Code

De principes uit de Stewardship Code zijn niet bindend maar Eumedion roept institutionele beleggers op om 'betekenisvol invulling te geven' aan de Principes uit de Stewardship Code.⁵⁸ Op grond van het Servicedocument wordt van hen verwacht dat zij een stewardshipbeleid uitvoeren dat is gericht op het behouden en vermeerderen van waarde⁵⁹ voor hun begunstigden en cliënten. Zij worden bovendien geacht de Principes na te leven en te verankeren in hun beleggingsproces. Daarnaast wordt van pensioenfondsen en levensverzekeraars verwacht dat zij ernaar streven om de verplichting tot naleven van de Principes vast te leggen in de mandaten met hun vermogensbeheerder(s) en daarop toe te zien.⁶⁰ Ten slotte wordt van alle institutionele beleg-

gers verlangd dat zij vanaf boekjaar 2019⁶¹ over de naleving van de Stewardship Code rapporteren volgens het 'pas toe of leg uit'-beginsel.⁶² Volgens het Servicedocument wordt er rekening gehouden met het feit dat het toepassingsniveau per institutionele belegger kan verschillen afhankelijk van de beschikbare middelen voor de invulling van aandeelhoudersbetrokkenheid. Belangrijk is wel dat de keuzes die hierbij worden gemaakt duidelijk worden vastgelegd, worden gemotiveerd en openbaar worden gemaakt, aldus het Servicedocument.⁶³

Principe 1 Stewardship Code

Op grond van Principe 1 van de Stewardship Code moeten institutionele beleggers een *stewardship*beleid hebben waarin wordt beschreven hoe zij stewardship richting de Nederlandse beursvennootschappen waarin zij hebben belegd integreren in hun beleggingsstrategie. Zoals eerder vermeld hebben de meeste institutionele beleggers reeds nu al een soortgelijk beleid omdat dit ook een vereiste was onder de Eumedion Best Practices (best practice 2).⁶⁴ Het hebben van een betrokkenheidsbeleid⁶⁵ zal bovendien op grond van de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn (art. 3 octies lid 1 sub a) wettelijk worden verankerd in art. 5:87c Wft. Nieuw in Principe 1 is echter dat het stewardshipbeleid ook de langetermijnwaardecreatie door Nederlandse beursvennootschappen dient te bevorderen. Dit gaat verder dan de wet- en regelgeving maar sluit aan bij de missie van Eumedion en de rode draad uit de in 2016 herziene Corporate Governance Code.⁶⁶

Principe 2 Stewardship Code

Hoe de rol van een betrokken aandeelhouder vorm kan krijgen en hoe de dialoog tussen de institutionele beleggers en beursvennootschappen kan worden ingevuld staat centraal in Principes 2 t/m 5 van de Stewardship Code.

53 Via <https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/best-practices/2018-12-servicedocument-nederlandse-stewardship-code.pdf>. Zie voor pensioenfondsen ook het Servicedocument Verantwoord Beleggen van de Pensioenfederatie uit 2016, via <https://www.pensioenfederatie.nl/paginas/nl/openbaar/publicaties/servicedocumenten/servicedocument-verantwoord-beleggen>.

54 Servicedocument, p. 5-6.

55 Zie voor de definitie van institutionele belegger onder de Stewardship Code voetnoot 3.

56 In de Principes van de Stewardship Code zien we de term '*waar passend en naar eigen goeddunken*' meermaals terugkomen. Het Servicedocument benadrukt dat het toepassingsniveau van de Principes van de Stewardship Code door institutionele beleggers kan verschillen, afhankelijk van de beschikbare middelen voor de invulling van aandeelhoudersbetrokkenheid. Daarnaast kunnen factoren als de omvang, de organisatie, de eigen cultuur, de stakeholders, de pensioenfondsdeelnemers, het beleggingsbeleid (fundamenteel/kwantitatief, actief/passief) en de mate van uitbesteding een rol spelen bij de implementatie van de Stewardship Code. Ook specifieke omstandigheden kunnen ervoor zorgen dat een of meer Principes niet kunnen worden toegepast.

57 Zie de preambule van de Stewardship Code, onder 4.

58 Zie het Eumedion nieuwsbericht 'Eerste Nederlandse Stewardship Code gepubliceerd' van 3 juli 2018, via <https://eumedion.nl/nl/nieuws/eerste-nederlandse-stewardship-code-gepubliceerd>.

59 Wij gaan er vanuit dat bedoeld is de 'economische waarde'.

60 Servicedocument, p. 14.

61 Wij gaan er vanuit dat bedoeld is het boekjaar dat op of na 1 januari 2019 is aangevangen.

62 Deze rapportageverplichting volgens het 'pas toe of leg uit'-beginsel is niet wettelijk verankerd, zoals bij de Corporate Governance Code en de Code Pensioenfondsen wel het geval is.

63 Servicedocument, p. 20. In het kader van duurzaam beleggen door pensioenfondsen benadrukt ook De Nederlandsche Bank dat er geen standaardaanpak bestaat die passend is voor alle pensioenfondsen. Wel zou een pensioenfonds onderbouwde keuzes moeten maken en moeten nadenken welke aanpak past bij de eigen situatie en achterban, zie de DNB Sectorbrief Duurzaam beleggen pensioenfondsen van 27 augustus 2018, via <http://www.toezicht.dnb.nl/binaries/50-237366.pdf>.

64 Zie ook Abma e.a. (2017), p. 167 en Roelofsen (2018), p. 184.

65 Een stewardshipbeleid gaat volgens de preambule bij (p. 2) en de toelichting op de Stewardship Code (p. 9) verder dan een betrokkenheids- of engagementbeleid. Betrokkenheid wordt gezien als een onderdeel van het bredere concept "stewardship".

66 Zie Servicedocument, p. 16-17. Langetermijnwaardecreatie is niet meer weg te denken binnen besturend Nederland, zie eerder S. Rietveld, 'Slotdocument Monitoring Commissie: terugblik, maar vooral ook vooruitkijken', *MVO* 2018/5-6, p. 160. Zie principe 1.1 en Bpb's 1.1.1 t/m 1.1.4 van de Corporate Governance Code. Ook het Kabinet streeft ernaar om langetermijnwaardecreatie van beursvennootschappen te borgen, zie *Kamerstukken II* 2017/18, 31083, nr. 55, p. 5. Zie ook de aangenomen Motie van het Lid Van der Lee van 12 februari 2019 over langetermijnwaardecreatie (*Kamerstukken II* 2018/19, 32637, nr. 353).

Het gaat er volgens het Servicedocument om dat sprake is van *bewuste meningsvorming* door de institutionele belegger. Als betrokken en verantwoord aandeelhouder dien je jezelf rekenschap te geven van het beleid, de gedragingen en de governance van de beursvennootschap en dien je te bepalen of deze aspecten in overeenstemming zijn met de eigen overtuigingen over langetermijnwaardecreatie. In een concrete situatie kan een aandeelhouder vervolgens bepalen welke instrumenten het meest geschikt zijn om een aangelegenheid bij een beursvennootschap ter discussie te stellen.⁶⁷ Principe 2 bepaalt in dit verband dat institutionele beleggers toezicht moeten houden op de Nederlandse beursvennootschappen waarin is belegd ten aanzien van materiële aangelegenheden. Dit zijn aangelegenheden die waarschijnlijk een significant effect zullen hebben op het vermogen van de vennootschap om langetermijnwaarde te creëren, zoals de strategie, de kapitaalstructuur en de corporate governance. De toelichting bij de Stewardship Code meldt dat bij de beoordeling van de kansen om langetermijnwaarde te creëren, het van essentieel belang is om milieu-, (waaronder risico's en kansen gerelateerd aan klimaatverandering) sociale en governance-informatie (waaronder de samenstelling van het bestuur en diversiteit) in overweging te nemen naast financiële informatie.⁶⁸ De verplichting om toezicht te houden zien we ook terugkomen in de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn (art. 3 octies lid 1 sub a) en het implementatiewetsvoorstel (art. 5:87c lid 2 sub a nieuw Wft).

Principe 3 Stewardship Code

Op grond van Principe 3 – dat een nadere uitwerking vormt van het feit dat aandeelhouders zich dienen te gedragen naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid – wordt van aandeelhouders verwacht dat zij bereid zijn de dialoog aan te gaan met de bestuurders en commissarissen van de Nederlandse beursvennootschappen waarin is belegd. De Monitoring Commissie roept beursvennootschappen in haar Slotdocument bij de Corporate Governance Code op om in dit verband ook open te staan voor een dergelijke dialoog.⁶⁹ Indien passend en naar eigen goeddunken, moeten institutionele beleggers daarnaast bereid zijn om nadere stappen te zetten als er zaken zijn waarover een aanhoudend verschil van inzicht bestaat. Hier kan bijvoorbeeld gedacht worden aan het schrijven van een brief aan de vennootschap waarin zorgpunten uiteen worden gezet

of extra vergaderingen met bestuurders en/of commissarissen, maar waar nodig ook het nemen van gerechtelijke stappen, zoals het instellen van een enquêteprocedure of het starten van een kort geding of zelfs het verkopen van de aandelen.⁷⁰ Om beursvennootschappen ten slotte in staat te stellen om de beweegredenen van de institutionele beleggers te achterhalen, wordt in Principe 3 bepaald dat bij het aangaan van een dialoog op verzoek van de vennootschap de volledige aandelenpositie⁷¹ (long en short) van de institutionele belegger bekend wordt gemaakt.⁷² Samenvattend rust op institutionele beleggers derhalve een actieve monitoring of toezichtsrol die kan bestaan uit het aangaan van een dialoog en andere *engagement* activiteiten. Deze rol maakte ook deel uit van de Eumedion Best Practices (best practices 1-3) en komt terug in de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn (art. 3 nonies lid 1 sub a) en het implementatiewetsvoorstel (art. 5:87c lid 2 sub b nieuw Wft).

Principe 4 en 5 Stewardship Code

Het aangaan van een dialoog met de beursvennootschap is bij uitstek een gelegenheid voor institutionele beleggers om samen op te trekken. Principes 4 en 5 bepalen in dit verband dat zij niet alleen moeten samenwerken met andere aandeelhouders maar ook moeten communiceren met andere relevante belanghebbenden⁷³ van de Nederlandse beursvennootschappen waarin is belegd. Dit laatste aspect is nieuw ten opzichte van de Eumedion Best Practices (de samenwerking met andere aandeelhouders was vermeld in best practice 4). Beide onderwerpen zijn echter wel opgenomen in de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn (art. 3 nonies lid 1 sub a) en in het implementatiewetsvoorstel (art. 5:87c lid 2 sub d en e nieuw Wft). Ten aanzien van de communicatie met relevante belanghebbenden kan een parallel getrokken worden met de Corporate Governance Code. Deze gaat, volgens de preambule, uit van het in Nederland gehanteerde uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken *stakeholders*. Deze tendens zien we ook terug in de jurisprudentie.⁷⁴ Institutionele beleggers moeten bij deze samenwerking overigens bedacht zijn op mogelijke risico's die voortvloeien uit bijvoorbeeld

67 Servicedocument, p. 22 t/m 27.

68 Toelichting bij de Stewardship Code, p. 9-10.

69 Slotdocument, p. 10 en 30. Zie ook B. Elion, 'De herziene Richtlijn Aandeelhoudersrechten in Nederland', *MvO* 2018/1-2, p. 16, Abma e.a. (2017), p. 170 en Van der Krans (2016), p. 18-19. Zie voor een voorbeeld in de jurisprudentie van een beursvennootschap die bereid was de dialoog aan te gaan: Hof Amsterdam (OK) 12 oktober 2016, «JOR» 2017/90 (*Delta Lloyd*).

70 Toelichting bij de Stewardship Code, p. 10-11. Ook deze bepaling gaat verder dan wet- en regelgeving, zie Servicedocument, p. 16-17.

71 Hiermee wordt bedoeld het volledige economische belang in de zin van art. 5:25kbis Wft, zie toelichting bij de Stewardship Code p. 11.

72 Zie Servicedocument, p. 16-17.

73 Bijvoorbeeld banken, crediteuren, klanten, leveranciers, de ondernemersraad en niet-gouvernementele organisaties, zie toelichting bij de Stewardship Code, p. 10.

74 Bijvoorbeeld HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, *NJ* 2007/434 (*ABN AMRO*), HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, *NJ* 2010/544 (*ASM*), HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286 (*Cancun*) en Hof Amsterdam (OK) 12 oktober 2016, «JOR» 2017/90 (*Delta Lloyd*). In *ABN AMRO* overweegt de Hoge Raad bijvoorbeeld dat het bestuur 'bij de vervulling van zijn bij wet of de statuten opgedragen taak het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming voorop dient te stellen en belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking behoort te nemen.' Zie ook W.J. Oostwouder, 'Corporate Governance in Nederland: lange termijn waardecreatie', *O&F* 2016/3.5, p. 42-43.

de Verordening Marktmissbruik⁷⁵ en de wet- en regelgeving rondom *acting in concert*.^{76 77}

Principe 6 Stewardship Code

Principe 6 gaat over het mogelijke bestaan van andere belangen dan aandeelhoudersbelangen tussen institutionele beleggers en de beursvennootschap waarin is belegd, die mogelijk kunnen leiden tot conflictsituaties. Institutionele beleggers kunnen bijvoorbeeld financiële producten aanbieden aan de Nederlandse beursvennootschap waarin is belegd of een lid van het bestuur of de raad van commissarissen van de institutionele belegger kan bijvoorbeeld lid zijn van het bestuur of de raad van commissarissen van de Nederlandse beursvennootschap.⁷⁸ Verwacht wordt dat institutionele beleggers een beleid hebben ten aanzien van belangenconflicten en dat zij dit beleid openbaar maken. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan een procedure om nevenfuncties van medewerkers te monitoren, en een opsomming te geven van situaties waarbij een mogelijk belangenconflict ontstaat, en het in kaart brengen van de partijen waarmee op enigerlei wijze een (zakelijke) relatie bestaat. Een soortgelijke bepaling kwam ook reeds voor in de Eumedion Best Practices (best practice 5) en zien we ook terug in de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn (art. 3 nonies lid 1 sub a) en het implementatiewetsvoorstel (art. 5:87c lid 2 sub f nieuw Wft).⁷⁹

Principe 7-8 Stewardship Code

Principes 7 en 8 zien op de uitoefening van stemrechten. Het is algemeen aanvaard dat van een verantwoordelijke en betrokken institutionele belegger wordt verwacht dat deze van zijn stemrecht gebruik maakt.⁸⁰ Principe 7 bepaalt (in lijn met best practice 7 van de Eumedion Best Practices) dat institutionele beleggers hun stemrecht en andere aandeelhoudersrechten in Nederlandse beursvennootschappen op een geïnformeerde manier⁸¹ uitoefenen. Dit betekent onder meer dat de institutionele belegger een stembeleid heeft en

zijn stemrecht in lijn met dit stembeleid uitoefent.⁸² Principe 8 bepaalt dat de institutionele belegger zijn stembeleid openbaar maakt. Dit is in lijn met het bepaalde in de Corporate Governance Code (Bpb 4.3.5).

De almaar toenemende en soms overlappende regelgeving lijkt soms net op het steeds sneller uitdijende heelaal

Zowel de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn en het implementatiewetsvoorstel, als de Corporate Governance Code bevatten bepalingen inzake de transparantie van institutionele beleggers over hun stemgedrag. De Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn (art. 3 octies lid 1 sub b) en het implementatiewetsvoorstel (art. 5:87c lid 3 nieuw Wft) bepalen dat institutionele beleggers jaarlijks ten minste een algemene omschrijving geven van de wijze waarop zij hebben gestemd op de algemene vergaderingen, waaronder het stemgedrag en een toelichting op de belangrijkste stemmingen. Ook de Corporate Governance Code vraagt van institutionele beleggers dat zij ten minste eenmaal per kwartaal verslag uitbrengen of, en zo ja, hoe zij als aandeelhouders hebben gestemd op algemene vergaderingen (Bpb 4.3.6).⁸³ De Stewardship Code (Principe 7) gaat verder en verlangt dat institutionele beleggers op hun website publiceren: 1) ten minste per kwartaal hoe zij hebben gestemd op hun aandelen, *per individuele vennootschap en per stempunt*, en 2) ten minste eenmaal per jaar een algemene beschrijving van hun stemgedrag tijdens algemene vergaderingen van Nederlandse beursvennootschappen waarin is belegd en een toelichting bij de belangrijkste stemmingen.⁸⁴ Bovendien verlangt de Stewardship Code van een institutionele belegger, indien deze een stem uitbrengt tegen een voorstel van het bestuur of zich onthoudt van stemming bij een voorstel van het bestuur, dat deze de redenen voor zijn stemgedrag uitlegt aan het bestuur van de vennootschap.⁸⁵ Probleem bij het uitbrengen van een geïnformeerde stem is dat institutionele beleggers over het algemeen een zeer

75 Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmissbruik (Verordening marktmissbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie (PbEU 2014, L 173/1).

76 Wet- en regelgeving waarbij de samenwerking met andere aandeelhouders er toe kan leiden dat een kapitaal- en zeggenschapsmelding moet worden gedaan, dat een openbaar bod moet worden uitgebracht of dat een verklaring van geen bezwaar moet worden aangevraagd, zie Abma e.a. (2017), p. 119-123 met verwijzingen naar relevante wetsartikelen.

77 Servicedocument, p. 23-24. Zie ook Abma (2007), p. 141-144.

78 Toelichting bij de Stewardship Code, p. 11-12. Zie ook Servicedocument, p. 21.

79 Zie ook Abma (2007), p. 115 e.v. en G.T.M.J. Raaijmakers, 'Beleggers, aandeelhouders en de AVA', *Ondernemingsrecht* 2005/38, par. 3.1.

80 Bijvoorbeeld ook Abma e.a. (2017), p. 165-166.

81 Een geïnformeerde stem houdt volgens de preambule bij de Stewardship Code, p. 2 in dat het stemrecht wordt uitgeoefend overeenkomstig het stembeleid van de institutionele belegger. In het geval dat de belegger gebruik maakt van stemadvies van derde partijen, dan zou deze onafhankelijk een eigen oordeel moeten vormen over de door dat bureau gegeven stemadviezen.

82 Servicedocument, p. 28.

83 Daarnaast bepaalt Bpb 4.3.6 dat institutionele beleggers ook verantwoording moeten afleggen over de uitvoering van het stembeleid. Onder de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn (art. 3 octies lid 1 sub a) en het implementatiewetsvoorstel (art. 5:87c lid 2 sub c nieuw Wft) lijkt het stembeleid 'vervat' te zijn in het betrokkenheidsbeleid. Over het betrokkenheidsbeleid moet verantwoording worden afgelegd onder de Herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn (art. 3 octies lid 1 sub b) en het implementatiewetsvoorstel (art. 5:87c lid 3 nieuw Wft). Zie hierover ook Abma e.a. (2017), p. 166.

84 Een stem kan worden aangemerkt als belangrijk door het onderwerp van de stemming of de grootte van de positie in de vennootschap, zie de toelichting bij de Stewardship Code, p. 12. *Kamerstukken II* 2018/19, 35058, nr. 3, p. 34 en 63 noemt als voorbeelden stemmingen over aangelegenheden die veel media-aandacht hebben gekregen en stemmingen over punten die in aanloop naar het algemene vergaderingenseizoen door de institutionele belegger als speerpunt zijn aangemerkt. Het Servicedocument, p. 32-33, vermeldt dat uiteindelijk de institutionele belegger bepaalt of een stem belangrijk is.

85 Servicedocument, p. 16-17. Zie ook Abma e.a. (2017), p. 166.

gediversifieerde en gespreide aandelenportefeuille hebben, waardoor zij stembeslissingen moeten nemen ten aanzien van een zeer groot aantal agendapunten. Dat is de reden waarom institutionele beleggers zich wenden tot stemadviseurs als ISS en Glass Lewis. Deze partijen verzorgen vaak niet alleen stemadviezen maar soms ook de stemuitoefening voor hun cliënten.⁸⁶ Het gebruik van stemadviesbureaus is daarmee kostenefficiënt en vormt onder meer een oplossing voor de eerder genoemde tegengestelde belangen van de institutionele beleggers met de beursvennootschap. Er zijn echter ook aandachtspunten bij het inschakelen van stemadviseurs. Zo zijn deze *proxy advisors* erg invloedrijk en zij drukken een belangrijke stempel op de besluitvorming van de Nederlandse beursvennootschappen. Bovendien bestaat er kritiek op de analyse door stemadviseurs; deze zou niet altijd genoeg rekening houden met de individuele situatie van een relevante vennootschap omdat zij gebruik maken van algemeen geformuleerde stemgedragrichtlijnen.⁸⁷ De Stewardship Code beoogt deze aandachtspunten te ondervangen door in Principe 8 te bepalen dat institutionele beleggers hun stembeleid openbaar moeten maken en ten minste eenmaal per jaar moeten vermelden of, en zo ja, hoe zij gebruik maken van stemadviesbureaus. Wanneer institutionele beleggers gebruik maken van de diensten van stemadviesbureaus is het van belang dat zij ervoor zorgen dat er gestemd wordt in lijn met hun eigen stembeleid. De toelichting bij de Stewardship Code bepaalt dat institutionele beleggers die een stemadviesbureau inschakelen, regelmatig moeten evalueren of hun stemadviesbureau gedegen processen, beleidsmaatregelen en capaciteiten heeft om de kwaliteit van gegeven stemadviezen te waarborgen.⁸⁸ Deze aanbevelingen zijn in lijn met de Corporate Governance Code die eveneens verwacht dat een aandeelhouder die gebruik maakt van een stemadviesbureau zich een eigen oordeel vormt over het stembeleid of de door deze adviseur verstrekte stemadviezen (Bpb 4.3.1). Onder de Herziane Aandeelhoudersrechtenrichtlijn (art. 3 octies lid 1 sub b) en het implementatiewetsvoorstel (art. 5:87c lid 3 nieuw Wft) dient de jaarlijkse verantwoording over het betrokkenheidsbeleid een opgave te bevatten over het gebruik van de diensten van stemadviseurs.⁸⁹

Principes 9-10 Stewardship Code

Principes 9 en 10 handelen over het bijeenroepingsrecht en agenderingsrecht van aandeelhouders en zien op voorafgaande informatievoorziening over het gebruik van deze rechten en aanwezigheid tijdens de desbetreffende algemene vergadering. Institutionele beleggers die overwegen om hun recht uit te oefenen om een verzoek in te dienen om

een buitengewone algemene vergadering bijeen te roepen of om een aandeelhoudersvoorstel te agenderen voor een algemene vergadering van een Nederlandse beursvennootschap, dienen voorafgaand aan de uitoefening van deze rechten overleg te hebben gepleegd met het bestuur van de vennootschap (Principe 9). Hoewel deze Principes nieuw zijn ten opzichte van de Eumedion Best Practices, bevat de Corporate Governance Code in Bpb 4.1.6 eenzelfde regeling. Evenals Bpb 4.1.5 van de Corporate Governance Code wordt daarnaast op grond van Principe 10 van de Stewardship Code van de institutionele belegger verwacht dat indien hij een onderwerp op de agenda heeft laten plaatsen, hij dit ter vergadering toelicht en zo nodig hierover vragen beantwoordt.

Principe 11 Stewardship Code

Principe 11 tracht het zogenoemde *securities lending* tegen te gaan. Het in- en uitlenen van aandelen is niet goed te rijmen met de fiduciaire verantwoordelijkheid van de institutionele belegger om de zeggenschapsrechten verbonden aan de aandelen op een verantwoorde manier te beheren. Securities lending kan daarmee een risico vormen voor de gewenste aandeelhoudersbetrokkenheid.⁹⁰ We zien in Principe 11 een verzwaring van het vereiste ten opzichte van best practice 10 van de Eumedion Best Practices. Waar deelnemers onder de Eumedion Best Practices konden *overwegen* om hun uitgeleende aandelen voor de registratiedatum van de desbetreffende algemene vergadering van de beursvennootschap terug te halen als de agenda van deze vergadering een of meer controversiële onderwerpen bevatte, zullen institutionele beleggers dit vanaf 1 januari 2019 *moeten* doen, wanneer sprake is van 'significante zaken'.⁹¹ Principe 11 bepaalt daarnaast dat institutionele beleggers zich van stemming zullen onthouden indien hun shortpositie in de desbetreffende Nederlandse beursvennootschap groter is dan hun longpositie. In die situatie kunnen de belangen van de institutionele belegger mogelijk niet overeenkomen met de doelstelling van de vennootschap waarin is belegd om langetermijnwaarde te creëren. Daarom dienen zij zich in een dergelijke situatie te onthouden van stemming.⁹²

6. Afrondend

Zoals we hiervoor hebben toegelicht is het aandeelhouder-schap van een institutionele belegger niet vrijblijvend en schept het verwachtingen en verantwoordelijkheden. De

86 Servicedocument, p. 28-29 en Abma 2007, p. 89-90. Zie ook Van der Krans (2016), p. 19-20. Zie over stemadviesbureaus ook S.B. Buijn & M.A.J. Creemers, 'Regulering stemadviesbureaus', *Ondernemingsrecht* 2015/46 en S.B. Buijn & M.G. Dudink, 'Eindelijk een dwingendrechtelijk kader voor stemadviseurs: dit smaakt naar meer', *Bb* 2018/51.

87 Abma e.a. (2017), p. 167-177, Van der Krans (2016), p. 19-20 en Abma (2007), p. 89-90 en p. 92-97.

88 Toelichting bij de Stewardship Code, p. 12.

89 Zie ook Servicedocument, p. 28-29.

90 Zie over securities lending bijvoorbeeld G.P. Oosterhoff, *Belang zonder aandeel en aandeel zonder belang*, Deventer: Wolters Kluwer, 2017/2.5.1, S. Rosmalen, 'Empty voting, alsof het niets is... Securities lending en het uitoefenen van stemrechten', *Ars Aequi* 2009, p. 693-702 en Abma (2007), p. 119-123.

91 Hiervan is bijvoorbeeld sprake als de agenda-voorstellen van economisch of strategisch belang zijn of het gaat om voorstellen waarvan verwacht wordt dat de uitkomst van de stemming controversieel zal zijn of waarvoor geldt dat de institutionele belegger het niet eens is met het advies van het bestuur van de vennootschap, zie de toelichting bij de Stewardship Code, p. 13.

92 Toelichting bij de Stewardship Code, p. 12-13.

impact van institutionele beleggers op Nederlandse beursvennootschappen is aanzienlijk. De verwachtingen richting institutionele beleggers lijken bovendien steeds groter te worden; van hen wordt niet alleen verwacht dat zij economische waarde creëren voor hun achterban, maar ook dat zij hun stewardrol richting de vennootschappen waarin zij deelnemen omarmen. Daarnaast wordt van hen een maatschappelijke betrokkenheid verwacht, die ver kan strekken. De Nederlandse Stewardship Code biedt institutionele beleggers aan de hand van elf Principes handvatten om invulling te geven aan hun rol als aandeelhouder in Nederlandse beursvennootschappen. Het is daarbij goed om te bedenken dat de Nederlandse Stewardship Code niet op zichzelf staat, maar onderdeel is van een veel breder wet- en regelgevend kader, zowel binnen als buiten Nederland. En hoewel de opstellers van de Nederlandse Stewardship Code van mening zijn dat de Principes ook nuttig kunnen zijn voor institutionele beleggers met deelnemingen in

buitenlandse beursvennootschappen, laat het natuurlijk onverlet dat er buiten Nederland ook veel andere regelgeving is waar de institutionele belegger rekening mee zal moeten houden. De toenemende en soms overlappende regelgeving lijkt soms net op het steeds sneller uitdijende heelal.⁹³ Dat kunnen wij niet tegengaan, maar we hebben met deze bijdrage wel geprobeerd om inzicht te geven in de Nederlandse Stewardship Code en het te plaatsen binnen het huidig en toekomstig wet- en regelgevend kader.

Over de auteurs

Mw. mr. M.A.J. (Manon) Cremers

Notaris bij Stibbe N.V. te Amsterdam.

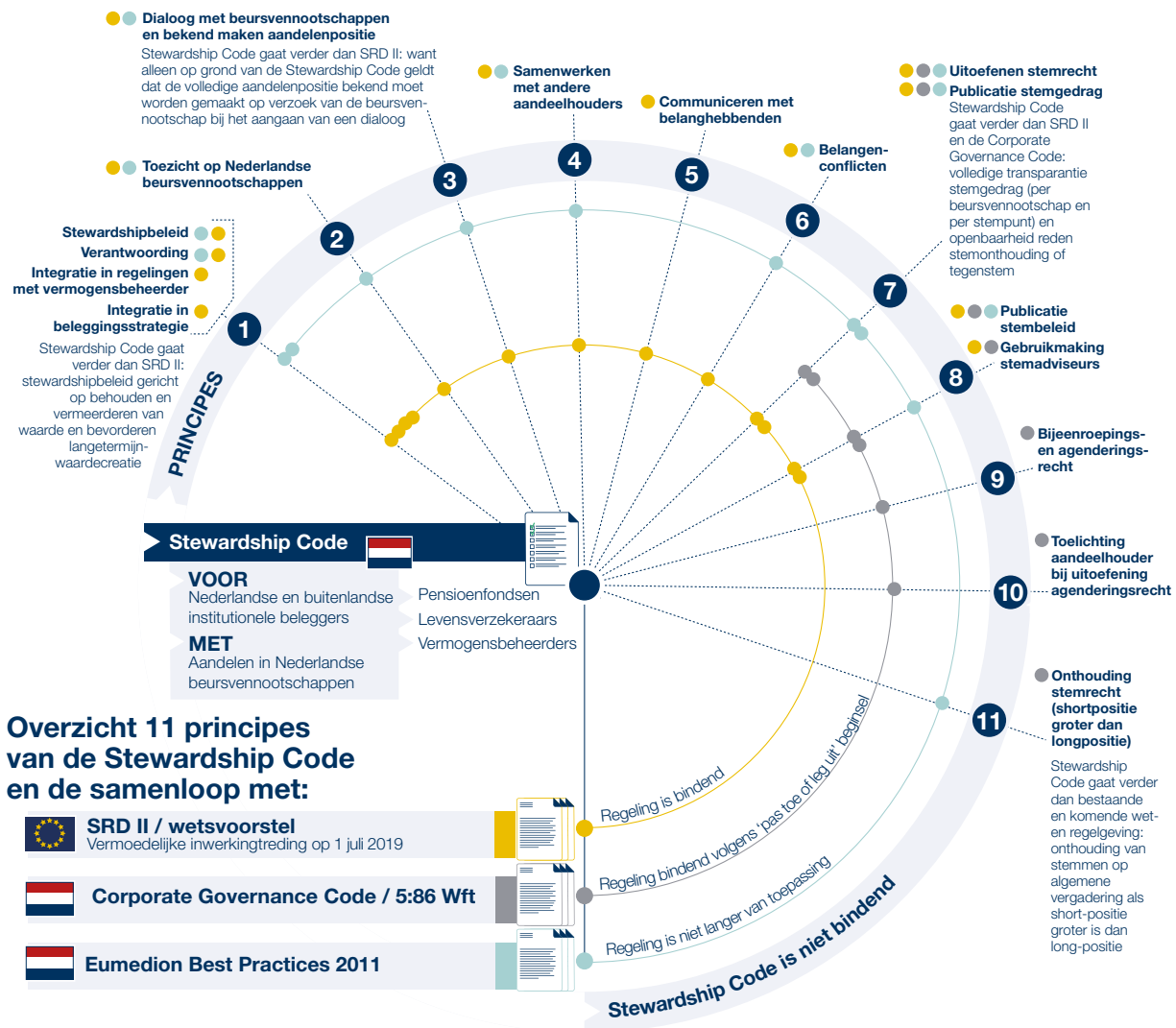
Mw. mr. S. (Sandra) Rietveld

Senior Professional Support Lawyer Corporate bij Stibbe N.V. te Amsterdam.

93 <https://releases.jhu.edu/2019/04/25/new-hubble-measurements-confirm-universe-is-outpacing-all-expectations-of-its-expansion-rate/>.

Samenloop Stewardship Code en overige verplichtingen voor institutionele beleggers

Op 1 januari 2019 is de Stewardship Code in werking getreden. De Stewardship Code komt voort uit en vervangt de Eumedion Best Practices. In de Stewardship Code worden de nieuwe stewardshipverplichtingen voor institutionele beleggers uit de Herzene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn (SRD II) geïntegreerd en het omvat tevens de best practices uit de Corporate Governance Code. Op sommige plaatsen gaat de Stewardship Code verder dan de huidige en toekomstige wet- en regelgeving.



Infographic: Kim Raad, information designer Stibbe, 2019