

Institutionele beleggers (pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders) hebben de overgrote meerderheid van de aandelen in Nederlandse beursvennootschappen. De laatste jaren worden hun maatschappelijke verantwoordelijkheden steeds verder ingekleurd.

Diana van Kleef belicht de (wettelijke) veranderingen in de afgelopen jaren - en de invloed daarvan op de verantwoordelijkheden van aandeelhouders.

Foto Rogier Bos



Diana P. van Kleef is beleidsmedewerker corporate governance en legal counsel bij Eumedion, het corporate governance en duurzaamheidsforum voor institutionele beleggers.

OOK DE BELEGGER MOET MEER VERANTWOOR- DELIJKHEID NEMEN

VIERLUIK

3

In de eerste versie van de Nederlandse corporate governance code (hierna: Code Tabaksblat) uit 2003 waren niet alleen bepalingen opgenomen om de positie van de aandeelhoudersvergadering te versterken, maar werd er ook specifiek ingegaan op de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers. Uit principe IV.4 volgde dat institutionele beleggers primair handelen in het belang van hun achterliggende begunstigers of beleggers en een verantwoordelijkheid hebben jegens hun en de vennootschappen waarin zij beleggen om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen. Daarnaast viel in dit principe te lezen dat institutionele beleggers bereid dienen te zijn om een dialoog met de vennootschap aan te gaan, wanneer zij diens uitleg ten aanzien van een afwijking

van een *best practice* bepaling uit de Code Tabaksblat niet aanvaarden. Ter uitvoering van het voorgaande schreef de Code Tabaksblat voor dat institutionele beleggers jaarlijks hun stembeleid moeten publiceren, verslag moeten doen van de uitvoering van dat beleid en eenmaal per kwartaal hoe zijn hebben gestemd. In de Verantwoording van het werk van de Commissie wees de Commissie Tabaksblat erop dat een mentaliteitsverandering bij veel institutionele beleggers noodzakelijk was, en dat zij veel meer gebruik moesten maken van de hun ter beschikking staande aandeelhoudersrechten om corrigerend op te treden. Volgens de Commissie Tabaksblat was het gerechtvaardigd om principes en best practice bepalingen voor institutionele beleggers op te nemen, omdat deze groep beleggers in tegenstelling tot andere aandeelhouders een fiduciaire verantwoordelijkheid hebben jegens

hun achterliggende begunstigden of beleggers. Daarnaast vond de Commissie Tabaksblad dat institutionele beleggers, door de omvang van de aandelenpakketten, een verantwoordelijkheid hebben richting de vennootschappen waarin zij beleggen¹.

Wettelijke verantwoordelijkheden van institutionele beleggers (2007)

Met ingang van 1 januari 2007 zijn de tot institutionele beleggers gerichte bepalingen uit de Code Tabaksblad wettelijk verankerd in hoofdstuk 5.6 van de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft)². Sindsdien zijn institutionele beleggers met zetel in Nederland³ verplicht om mee te delen of zij de tot hen gerichte principes en best practice bepalingen naleven, of dienen zij te motiveren waarom zij dat niet (geheel) doen. Uit de parlementaire geschiedenis volgt dat de invalshoek van hoofdstuk 5.6 van de Wft, ten opzichte van de Code Tabaksblad, enigszins afwijkt. Het doel van de in hoofdstuk 5.6 van de Wft opgenomen bepalingen is – aldus de Nederlandse wetgever – het vergroten van de transparantie, in het bijzonder ten opzichte van de achterliggende begunstigden, omtrent het door institutionele beleggers gevoerde beleid ten aanzien van de uitoefening van het stemrecht op aandelen⁴. Wat opvalt, is dat de Nederlandse wetgever – in tegenstelling tot de Commissie Tabaksblad – niet repte over de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers richting de vennootschappen waarin zij beleggen.

Verdere inkleuring verantwoordelijkheid in de Code Frijns (2008)

In 2008 werd de Code Tabaksblad vervangen door de Code Frijns. In de Code Frijns werden de hiervoor beschreven bepalingen over de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers gehandhaafd. Met dien verstande dat de bereidheid om een dialoog aan te gaan (in tegenstelling tot in de Code Tabaksblad) niet langer alleen was voorbehouden aan institutionele beleggers,

maar werd uitgebreid naar alle aandeelhouders⁵. In aanvulling hierop werden er enkele bepalingen opgenomen over het gebruik van de aan aandeelhouders, waaronder institutionele beleggers, toekomende rechten. Zoals het stemmen naar eigen inzicht, het ter vergadering toelichten van een door de aandeelhouder geagendeerd agendapunt en het agenderingsrecht alleen uitoefenen na overleg met het bestuur⁶.

Verantwoordelijkheden institutionele beleggers in de Code Van Manen (2016)

De Code Frijns is op zijn beurt in december 2016 vervangen door de huidige versie van de Nederlandse corporate governance code, de Code Van Manen. In de Code Van Manen zijn geen ingrijpende inhoudelijke wijzigingen doorgevoerd in de principes en best practice bepalingen die betrekking hebben op de (algemene vergadering van) aandeelhouders. Reden daarvoor waren de diverse ontwikkelingen en discussies over de rechten en verantwoordelijkheden van aandeelhouders die destijds plaatsvonden en die nog niet waren uitgekristalliseerd⁷. De toenmalige Monitoring Commissie doelde daarbij onder meer op de uiteindelijk in 2017 vastgestelde herziene richtlijn aandeelhoudersrechten. In deze richtlijn zijn (in tegenstelling tot de oorspronkelijke richtlijn aandeelhoudersrechten⁸, waar de nadruk lag op de versterking van de rechten van aandeelhouders) verschillende verplichtingen voor institutionele beleggers opgenomen.⁹

Betrokkenheids- en transparantieverplichtingen voor institutionele beleggers in de herziene richtlijn aandeelhoudersrechten (2017)

Een grotere betrokkenheid van aandeelhouders bij de corporate governance is – zo valt te lezen in overweging 14 bij voornoemde richtlijn – een van de middelen die kan bijdragen tot een verbetering van de financiële

[illegible]

vennootschappen bij het bepalen welke aandeelhouders zich ervoor inzetten om geïnformeerd te stemmen en bereid zijn om een constructieve dialoog aan te gaan. In de stewardship code zijn zowel de eerder besproken betrokkenheidsverplichting uit de herziene richtlijn aandeelhoudersrechten als de tot institutionele beleggers gerichte bepalingen uit de Code Van Manen geïntegreerd, alsmede een aantal extra principes als gevolg van de veranderende verwachtingen ten aanzien van aandeelhoudersbetrokkenheid. Zo bepaalt de stewardship code dat:

- a) Het betrokkenheidsbeleid gericht dient te zijn op 'het behouden en vermeerderen van waarde voor hun begunstigen en/of cliënten en dient het langetermijnwaardecreatie door Nederlandse beursvennootschappen waarin is belegd te bevorderen'.
- b) Op de website informatie moet worden gepubliceerd over hoe er is gestemd per individuele vennootschap en per stempunt.
- c) In sommige gevallen de redenen voor het stemgedrag moeten worden uitgelegd aan het bestuur van de vennootschap.
- d) Op verzoek van de vennootschap de volledige aandelenpositie bekend dient te worden gemaakt (indien buiten de context van een aandeelhoudersvergadering de dialoog wordt aangegaan).
- e) Er een strikt beleid met betrekking tot *securities lending* dient te zijn.

In de preambule worden institutionele beleggers die belegd zijn in Nederlandse beursvennootschappen aangemoedigd om zich te committeren aan de principes van de stewardship code en te rapporteren over de implementatie daarvan.¹⁵

Transparantieplichtingen voor institutionele beleggers in het kader van duurzaamheid (2019 en 2020)

Uit de in 2019 vastgestelde Europese verordening betreffende informatieverschaffing over duurzaamheid in de financiële dienstensector (hierna: SFDR)¹⁶ volgt dat institutionele beleggers ook een rol hebben bij het vrijmaken van kapitaal om de duurzame Europese toekomst te financieren. Van financiële marktdeelnemers¹⁷, waaronder institutionele beleggers, wordt verlangd dat zij informatie verschaffen over de integratie van duurzaamheidsrisico's, over het in aanmerking nemen van ongunstige effecten op de duurzaamheid in hun procedures en over duurzaamheid met betrekking tot financiële producten. Eumedion heeft zich na de publicatie van het voorstel voor de verordening (en overigens ook al daarvoor) er voorstander van getoond dat institutionele beleggers openbaar maken hoe materiële ESG-factoren worden meegenomen in het beleggingsbeleid en in de adviesprocessen¹⁸. De vereisten uit de SFDR zullen nog nader worden uitgewerkt in door de Europese Commissie vast te stellen technische reguleringsnormen, welke worden ontwikkeld door de Europese koepels van toezichthouders op banken, verzekeraars, pensioenfondsen en beurzen (EBA, EIOPA en ESMA)¹⁹. Uit het finale rapport van voornoemde koepels volgt dat institutionele beleggers in het kader van de SFDR over een breed scala aan onderwerpen moeten gaan rapporteren, waaronder over de mate waarin de ondernemingen waarin wordt belegd de UN Guiding Principles on Business and Human Rights of de OESO

‘Er zitten meerdere initiatieven in de pijplijn die waarschijnlijk van invloed zijn op de invulling van de verantwoordelijkheden van beleggers’

richtlijnen voor multinationale ondernemingen naleven²⁰. Daarnaast voorziet de in 2020 vastgestelde taxonomieverordening in extra transparantieverplichtingen voor institutionele beleggers die financiële producten beschikbaar stellen. Deze beleggers moeten sinds begin dit jaar – in aanvulling op de SFDR – ook informatie verschaffen over, kort gezegd, de mate van ecologische duurzaamheid van hun beleggingen²¹.

Verantwoordelijkheid grote institutionele beleggers om mensenrechten te respecteren (2021)

De Nederlandse rechter lijkt de verantwoordelijkheden van institutionele beleggers (nog) verder in te kleuren. Uit de baanbrekende Shell-uitspraak uit 2021 volgt kort samengevat dat grote, invloedrijke ondernemingen een eigen verantwoordelijkheid hebben om mensenrechten te respecteren zoals verwoord in de UN Guiding Principles²². Dit lijkt te impliceren dat ook grote institutionele beleggers in dit kader kunnen worden aangesproken op hun eigen verantwoordelijkheden²³. Hierbij kan worden gedacht aan toezeggingen die institutionele beleggers zelf hebben gedaan op dit terrein. Zoals het Klimaatcommitment van de financiële sector, of het ondertekenen van de Principles for Responsible Investment, danwel een convenant op het terrein van maatschappelijk verantwoord ondernemen/beleggen. Daarnaast kan van actieve, betrokken, verantwoorde en duurzame beleggers worden verwacht dat zij alles in het werk stellen om ervoor te zorgen dat de ondernemingen waarin zij beleggen, zich houden aan de internationale afspraken op het terrein van mensenrechten. Dat kunnen zij bijvoorbeeld doen door – in lijn met de in de hierboven besproken stewardship code opgenomen escalatieprocedure²⁴ – dit onderwerp aan de orde te stellen in de dialogen met de ondernemingen waarin wordt belegd, aandeelhoudersresoluties in te dienen (en eventueel mee te stemmen met andermans resoluties), nieuwe bestuurders en commissarissen voor te dragen, eventueel gerechtelijke stappen te ondernemen tegen de onderneming en/of de aandelen te verkopen²⁵. Dat institutionele beleggers

deze handschoen in de praktijk ook oppakken, blijkt wel uit de meest recente speerpuntenbrief van Eumedion²⁶, waarin Nederlandse beursvennootschappen die een relatief grote impact hebben op klimaatverandering of die anderszins grote klimaatrisico's lopen, worden aangemoedigd om een adviserende aandeelhoudersstemming te houden over de implementatie van hun net zero transitieplan. Daarnaast vraagt Eumedion de Nederlandse beursvennootschappen om te rapporteren over de effectiviteit van hun maatregelen (en procedures) die ervoor moeten zorgen dat de mensenrechten in hun hele waardeketen worden gewaarborgd. Los van deze brief kan er nog op worden gewezen dat enkele institutionele beleggers – al dan niet onder druk van de samenleving en niet-gouvernementele organisaties (NGO's) – hun aandelen in fossiele bedrijven hebben verkocht of gaan verkopen²⁷.

Verder inkleuren

Sinds 2003 is er een trend waarneembaar waarbij de verantwoordelijkheden (en verplichtingen) van institutionele beleggers onder invloed van de samenleving, NGO's, de rechtspraak en regelgeving steeds verder worden ingekleurd. Eumedion heeft hier oog voor en heeft in haar beleidsplan 2022 aangekondigd dat zij hierin ondersteunend wil zijn. In dat kader wordt onder meer gewezen op de eerdergenoemde speerpuntenbrief, de dialogen die met vennootschappen worden gevoerd en de beïnvloeding van aankomende wet- en regelgeving²⁸. Er zitten op wetgevend terrein nog meerdere initiatieven in de pijplijn die waarschijnlijk van invloed zijn op de invulling van de verantwoordelijkheden van institutionele beleggers. Zonder een uitputtende opsomming te geven, kan gewezen worden op de aanstaande Europese richtlijn over duurzame corporate governance en due diligence, de aangekondigde herziening van de herziene richtlijn aandeelhoudersrechten, het bij de Tweede Kamer ingediende initiatiefwetsvoorstel verantwoord en duurzaam internationaal ondernemen en de in het coalitieakkoord aangekondigde nationale wetgeving op het terrein van internationaal maatschappelijk verantwoord ondernemen²⁹.

Noten

1. Commissie Tabaksblat, Verantwoording van het werk van de Commissie, 2003, p.39 en p.45.
2. Stb. 2006, 605 en 664.
3. Destijds vielen beleggingsinstellingen, levensverzekeraars en pensioenfondsen met zetel in Nederland onder deze wettelijke bepaling (Stb. 2006, 605). Tegenwoordig vallen ook instellingen voor collectieve belegging in effecten en premiepensioeninstellingen daaronder (art. 5:86 Wft jo. art. 1:1 Wft (definitie institutionele belegger)).
4. Kamerstukken II 2006/07, 30 658, nr. 5, p. 17.
5. Principe IV van de Code Frijns.
6. Best practice bepalingen IV.4.4 tot en met IV.4.6 van de Code Frijns.
7. Commissie Van Manen, Verantwoording van het werk van de Commissie, 2016, p.24.
8. Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen, PbEU 2007, L 184.
9. Commissie Van Manen, Voorstel voor herziening van de Code, 2016, p.46 en hoofdstuk I TER van de 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.
10. Overweging 15 bij de herziene richtlijn aandeelhoudersrechten.
11. Als gedefinieerd in de herziene richtlijn aandeelhoudersrechten.
12. Kamerstukken I 2018/19, 35 058, C, p. 5.
13. Stb. 2019, 423 en Stb. 2019, 436.
14. <https://www.eumediton.nl/clientdata/215/media/clientimages/2018-11-commentaar-wetsvoorstel-implementatie-richtlijn-aandeelhoudersbetrokkenheid.pdf>.
15. Preambule 3, 4 en 9 van de Nederlandse stewardship code.
16. Verordening (EU) 2019/2088 van het Europees Parlement en de Raad van 27 november 2019 betreffende informatieverschaffing over duurzaamheid in de financiële dienstensector, PbEU 2019, L 317.
17. Art. 2 SFDR (definitie financiële marktdeelnemer).
18. <https://www.eumediton.nl/nl/public/kennisbank/consultaties/2018/2018-08-commentaar-conceptverordening-transparantie-over-duurzame-beleggingen-en-duurzaamheidsrisico-s.pdf>.
19. Op het moment van het schrijven van dit artikel waren deze normen nog niet vastgesteld.
20. Zie tabel 1 uit het Final Report on draft Regulatory Technical Standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a(3), Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088.
21. Artikelen 5 tot en met 7 van de Verordening (EU) 2020/852 van het Europees Parlement en de Raad van 18 juni 2020 betreffende de totstandbrenging van een kader ter bevordering van duurzame beleggingen en tot wijziging van Verordening (EU) 2019/2088, PbEU 2020, L 198. Deze verplichting geldt met ingang van 1 januari 2022 ten aanzien klimaatmitigatie – en adaptatie en met ingang van 1 januari 2023 ten aanzien van de overige milieudoelstellingen.
22. Rb. Den Haag 26 mei 2021, *ECLI:NL:RBDHA:2021:5537 (Shell/ Milieudefensie)*, rechtsoverwegingen 4.4.13 en 4.4.16.
23. Zie ook: noot bij Shell-uitspraak (JOR 208).
24. Guidance bij principe 3.
25. Zie ook Aanhangsel Handelingen II 2021/22, 939.
26. <https://www.eumediton.nl/clientdata/215/media/clientimages/Focus-Letter-2022.pdf?v=220105143332>.
27. Zoals ABP en het pensioenfonds PME.
28. <https://www.eumediton.nl/clientdata/215/media/clientimages/Beleidsplan-2022.pdf?v=220103113548>.
29. Coalitieakkoord 2021-2025, Omzien naar elkaar, vooruitkijken naar de toekomst, p.39.