



Brussel, 9.4.2014
SWD(2014) 126 final

WERKDOCUMENT VAN DE DIENSTEN VAN DE COMMISSIE

SAMENVATTING VAN DE EFFECTBEOORDELING

bij

Voorstel voor een

**RICHTLIJN VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD
tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het aanmoedigen van de
langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat
bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft**

en

**AANBEVELING VAN DE COMMISSIE
over de kwaliteit van de rapportage over corporate governance ("pas toe of leg uit")**

{COM(2014) 213 final}

{C(2014) 2165 final}

{SWD(2014) 127 final}

1. INLEIDING

De afgelopen jaren zijn bij Europese beursgenoteerde vennootschappen bepaalde tekortkomingen in de corporate governance aan het licht gekomen. Deze tekortkomingen betreffen verschillende partijen: bestuurders, aandeelhouders (institutionele beleggers en vermogensbeheerders) en volmachtadviseurs.

Slechts een aantal sleutelaspecten van corporate governance zijn op EU-niveau geharmoniseerd. Dat is vooral gebeurd via Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen. Deze richtlijn bevat voorschriften met betrekking tot de deelname aan algemene vergaderingen. In het "Actieplan: Europees vennootschapsrecht en corporate governance – een modern rechtskader voor meer betrokken aandeelhouders en duurzame ondernemingen" onderstreept de Commissie de noodzaak van versterking van het huidige kader.¹ In deze effectbeoordeling wordt gekeken naar mogelijke manieren om de doelstellingen van het actieplan te verwezenlijken.

2. OMSCHRIJVING VAN HET PROBLEEM

In deze effectbeoordeling wordt een analyse gegeven van een aantal problemen op het terrein van corporate governance. Een van de kernproblemen bij corporate governance is de scheiding tussen eigendom en zeggenschap en de principaal-agent-relatie die als gevolg daarvan tussen aandeelhouders en bestuurders bestaat. Het delegeren van het bestuur van een vennootschap door de aandeelhouders ('principalen') aan de bestuurders ('agenten') geeft bestuurders de ruimte om meer in hun eigen belang dan in het belang van de aandeelhouders te handelen. Dit kan leiden tot een minder optimale corporate governance en minder optimale prestaties van vennootschappen. Institutionele beleggers en vermogensbeheerders vormen tegenwoordig een belangrijke macht op de aandelenmarkten en de rol van bemiddeling in de beleggingsketen (delegeren van het dagelijks beheer van een belegging aan vermogensbeheerders) is aanzienlijk toegenomen. Deze toegenomen rol van bemiddeling heeft geleid tot het ontstaan van prikkels binnen de beleggingsketen, waardoor teveel wordt gekeken naar kortetermijnprestaties en te weinig naar de mogelijkheden van aandeelhoudersbetrokkenheid. Institutionele beleggers en vermogensbeheerders blinken daardoor vaak uit in afwezigheid en zijn weinig geïnteresseerd in de governance van de vennootschappen waarin is belegd. Dit vergroot het principaal-agent-probleem dat tussen aandeelhouders en bestuurders bestaat en leidt tot minder optimale prestaties van beursgenoteerde vennootschappen. Uit studies is gebleken dat betrokkenheid op lange termijn van aandeelhouders niet alleen leidt tot betere prestaties van beleggers, maar ook bijdraagt aan het vergroten van het concurrentievermogen en de prestaties van vennootschappen.

2.1. Onvoldoende betrokkenheid van institutionele beleggers en vermogensbeheerders

Door de financiële crisis is duidelijk geworden dat de zeggenschap van aandeelhouders niet naar behoren functioneert in de financiële sector. Het nemen van buitensporige risico's door bestuurders werd door aandeelhouders in veel gevallen eerder ondersteund dan aan banden gelegd. De aandeelhouders van beursgenoteerde vennootschappen verschillen in de regel niet

¹ COM/2012/0740 final.

veel van die van financiële instellingen. Er zijn duidelijke aanwijzingen dat het huidige niveau van “toezicht” op vennootschappen waarin is belegd en de betrokkenheid van institutionele beleggers en vermogensbeheerders minder optimaal zijn. Uit onderzoek blijkt dat institutionele beleggers en hun vermogensbeheerders onvoldoende naar de langetermijnprestaties van een vennootschap kijken en vooral geïnteresseerd zijn in de ontwikkeling van aandelenprijzen en de opbouw van kapitaalmarktindexen. Dit kan niet leiden tot een optimaal rendement voor de eindbegunstigden (bijvoorbeeld toekomstige gepensioneerden) en zet vennootschappen op korte termijn onder druk.

Dit kortetermijndenken lijkt voort te komen uit het feit dat de belangen van vermogensbezitters en vermogensbeheerders niet overeenstemmen. Grote vermogensbezitters, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, hebben langetermijnbelangen – immers, hun verplichtingen hebben een langetermijnkarakter. Toch vertrouwen ze voor de selectie en beoordeling van vermogensbeheerders vaak op benchmarks, zoals marktindexen, en worden de prestaties van vermogensbeheerders vaak op kwartaalbasis beoordeeld. Wanneer ze onderpresteren, kunnen ze hun mandaat verliezen. Hierdoor zijn veel vermogensbeheerders, ondanks het feit dat voor de eindbegunstigden de absolute langetermijnprestaties van een belegging van belang zijn, in de eerste plaats geïnteresseerd in hun prestaties op de korte termijn, zoals die naar voren komen uit een vergelijking met een benchmark of met de prestaties van andere vermogensbeheerders. Kortetermijnprikkels leiden de aandacht af en halen de middelen weg om nog investeringen op basis van fundamentele aspecten en langetermijnvooruitzichten te verrichten en om door middel van aandeelhoudersbetrokkenheid de langetermijnwaarde van beleggingen te vergroten. Dit leidt ertoe dat vennootschappen op korte termijn onder druk komen te staan, waardoor ze worden ontmoedigd om investeringen te doen waarmee het concurrentievermogen wordt vergroot.

Al is het nog relatief beperkt, het aantal beleggers dat streeft naar een combinatie van financiële outperformance en het creëren van langetermijnwaarde en waarvan de beleggingsstrategie ook aandeelhoudersbetrokkenheid omvat, neemt toch toe.

2.2. Onvoldoende relatie tussen beloning en prestaties van bestuurders

Ook het toezicht van aandeelhouders op de beloning van bestuurders is onvoldoende gebleken. De beloning van bestuurders speelt een sleutelrol bij het op elkaar afstemmen van de belangen van bestuurders en aandeelhouders en is een belangrijk instrument om te waarborgen dat bestuurders in het belang van de vennootschap handelen. Wanneer aandeelhouders geen toezicht houden op de beloning van bestuurders, bestaat het risico dat dezen een strategie toepassen die gunstig is voor hen persoonlijk, maar niet bijdraagt aan de langetermijnprestaties van de vennootschap. In het huidige kader zijn verscheidene tekortkomingen geconstateerd. Ten eerste is de informatie die vennootschappen openbaar maken, niet allesomvattend, niet duidelijk en ook niet vergelijkbaar. Ten tweede beschikken aandeelhouders vaak over onvoldoende middelen om hun mening over de beloning van bestuurders kenbaar te maken.

2.3. Te weinig toezicht van aandeelhouders op transacties met verbonden partijen

Transacties met verbonden partijen, dat wil zeggen transacties tussen een vennootschap en het management, bestuurders, controlerende instanties of aandeelhouders, stellen de verbonden partij in de gelegenheid om zich ten koste van (minderheids-) aandeelhouders aan de

vennootschap toebehorende waarde toe te eigenen. In de meeste gevallen hebben aandeelhouders onvoldoende informatie over geplande transacties met verbonden partijen en beschikken ze niet over adequate middelen om laakbare transacties tegen te houden. Aangezien institutionele beleggers en vermogensbeheerders in de meeste gevallen minderheidsaandeelhouders zijn, zouden meer zeggenschapsrechten ten aanzien van transacties met verbonden partijen hen beter in staat stellen hun beleggingen te beschermen.

2.4. Onvoldoende transparantie van volmachtadviseurs

Volmachtadviseurs adviseren aandeelhouders over de wijze waarop ze op de algemene vergaderingen van beursgenoteerde vennootschappen het beste kunnen stemmen. Het grote (grensoverschrijdende) aandelenbezit van veel institutionele beleggers en vermogensbeheerders en de complexiteit van de kwesties waarmee rekening moet worden gehouden, maken het gebruik van volmachtadviseurs in veel gevallen onvermijdelijk. Volmachtadviseurs hebben bijgevolg een aanzienlijke invloed op het stemgedrag van deze beleggers. Er zijn met name tekortkomingen geconstateerd met betrekking tot de kwaliteit van stemadviezen en er zijn ook belangenconflicten vastgesteld.

2.5. Het uitoefenen van rechten die voortvloeien uit aandelen is moeilijk en kostbaar

Beleggers ondervinden moeilijkheden bij het uitoefenen van de rechten die uit hun aandelen voortvloeien, vooral als die aandelen grensoverschrijdend worden aangehouden. Bij houderschapketens die lopen via tussenpersonen, vooral als er veel tussenpersonen bij zijn betrokken die effectenrekeningen beheren, wordt informatie niet van de vennootschap aan aandeelhouders doorgegeven en kunnen stemmen van aandeelhouders verloren gaan. Ook is er dan een grotere kans dat stemrechten door tussenpersonen worden misbruikt. De systemen kampen in hoofdzaak met de volgende drie tekortkomingen: gebrek aan mogelijkheden voor vennootschappen om beleggers te identificeren, te late doorgifte van informatie en rechten binnen de beleggingsketen en prijsdiscriminatie ten aanzien van grensoverschrijdend aandelenbezit.

2.6. Onvoldoende kwaliteit van de informatie inzake corporate governance

Er zijn gebreken geconstateerd in de kwaliteit van de verslagen over corporate governance die door beursgenoteerde vennootschappen in de EU zijn opgesteld, vooral met betrekking tot de uitleg die moet worden gegeven wanneer een aanbeveling uit een code voor corporate governance niet wordt toegepast. In meer dan 60 % van de gevallen waarin vennootschappen ervoor kozen om een aanbeveling niet toe te passen, werd die keuze onvoldoende gemotiveerd. Een gebrekkige verslaglegging maakt het voor aandeelhouders moeilijker om geïnformeerde beleggingsbeslissingen te nemen en betrokken te zijn bij de vennootschap waarin ze hebben belegd.

2.7 Subsidiariteitsbeginsel

De bevoegdheid van de EU om op te treden, is gebaseerd op artikel 50, lid 2, onder g), van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU). Het groeiende belang van grensoverschrijdende aandelenbeleggingen (buitenlandse beleggers hebben een belang van ongeveer 44 % in de totale marktkapitalisatie van de beursgenoteerde vennootschappen in de EU) en de veranderingen in de beleggingsketen rechtvaardigen gerichte maatregelen op EU-

niveau om de bescherming van de belangen van aandeelhouders en andere belanghebbenden te waarborgen. Slechts een beperkt aantal lidstaten heeft maatregelen genomen om de problemen aan te pakken of overweegt dat te doen. Deze maatregelen kunnen de problemen niet echt oplossen. Wanneer alleen op lidstaatniveau maatregelen worden genomen, zullen vermoedelijk in elke lidstaat andere regels gaan gelden en ontstaat een ongelijk speelveld, hetgeen een ondermijnend effect kan hebben of nieuwe hinderpalen kan opwerpen voor de werking van de interne markt.

3. BELEIDSOPTIES, EFFECTANALYSE EN VOORKEURSOPTIE

3.1. Vergroten van de mate van betrokkenheid van institutionele beleggers en vermogensbeheerders

Beleidsopties
1. Geen beleidswijziging
2. Aanbeveling betreffende transparantie van institutionele beleggers en vermogensbeheerders over hun stemgedrag en betrokkenheid, alsook over bepaalde aspecten van hun mandaten voor vermogensbeheer
3. Verplichte transparantie van institutionele beleggers en vermogensbeheerders over hun stemgedrag en betrokkenheid, alsook over bepaalde aspecten van hun mandaten voor vermogensbeheer

Beoordeling van beleidsopties			
	Doeltreffendheid	Doelmatigheid	Samenhang
Optie 1: Geen beleidswijziging	0	0	0
Optie 2: Aanbeveling betreffende transparantie van institutionele beleggers en vermogensbeheerders	+	+	+
Optie 3: Bindende voorschriften voor transparantie van institutionele beleggers en vermogensbeheerders	++	+	+

Optie 3 is de voorkeursoptie:

Deze optie vergroot de transparantie over de wijze waarop vermogensbezitters hun vermogensbeheerders ertoe aanzetten te handelen in het langetermijnbelang van hun

begunstigden en een beleggingsstrategie te volgen die voorziet in aandeelhoudersbetrokkenheid. Vermogensbeheerders worden bij deze optie verplicht om transparant te zijn over hun betrokkenheidsbeleid, over de baten van dat beleid en over de wijze waarop zij zich van hun opdrachten kwijten. Als zij beschikken over wezenlijke en relevante informatie, zullen vermogensbezitters beter geïnformeerde beslissingen over hun beleggingsbeleid kunnen nemen. De grotere transparantie zal hen stimuleren om meer betrokken te zijn bij de vennootschappen waarin ze beleggen. Transparantie met betrekking tot de kosten die een portefeuille met een hoge omloopsnelheid met zich meebrengt, kan leiden tot een vermindering van de omvang van de transacties, wat ertoe bijdraagt dat vermogensbeheerders zich meer gaan richten op het vergroten van de fundamentele waarde van vennootschappen door middel van aandeelhoudersbetrokkenheid. Deze maatregelen zullen uiteindelijk resulteren in kostenbesparingen en een hoger rendement voor vermogensbezitters en eindbegunstigden. Meer aandacht voor de fundamentele aspecten en het vermogen van vennootschappen om reële waarde te creëren zou met name beursgenoteerde kmo's ten goede kunnen komen. Meer betrokkenheid en een langetermijnperspectief dragen ook bij aan meer investeringen in onderzoek en concurrentievermogen en zodoende tot meer werkgelegenheid.

De waarschijnlijkheid dat er zich een positieve verandering met beperkte kostprijs voordoet, is het grootste bij bindende transparantievoorschriften.

3.2. Versterken van relatie tussen beloning en prestatie

Beleidsopties
1. Geen beleidswijziging
2. Bindende voorschriften voor transparantie van beloning
3. Stemrecht voor aandeelhouders ten aanzien van beloning

Beoordeling van beleidsopties			
	Doeltreffendheid	Doelmatigheid	Samenhang
Optie 1: Geen beleidswijziging	0	0	0
Optie 2: Bindende voorschriften voor transparantie van beloning	+	+	+
Optie 3: Stemrecht voor aandeelhouders ten aanzien van beloning	+	++	+

Opties 2 en 3 hebben de voorkeur: Wanneer aandeelhouders duidelijke, uitgebreide en vergelijkbare informatie over het beloningsbeleid en de beloning van individuele bestuurders ontvangen, is het voor hen gemakkelijker om effectief toezicht uit te oefenen. Harmonisering van publicatievoorschriften op EU-niveau zou de informatieasymmetrie wegnemen en daarmee de bemiddelingskosten tot een minimum beperken. Het zou gunstig zijn voor grensoverschrijdende beleggingen, omdat het vergelijken van informatie daardoor gemakkelijker wordt en het ook eenvoudiger en minder kostbaar wordt om betrokken te zijn bij een vennootschap. Bovendien zouden vennootschappen daardoor ook meer verantwoording aan andere belanghebbenden moeten gaan afleggen.

Wanneer aandeelhouders stemrecht hebben over de beloning van bestuurders, hebben ze een effectief instrument in handen om toezicht te houden op de beloningen en betrokken te zijn bij vennootschappen. Het zou tegelijkertijd bijdragen aan het versterken van de relatie tussen beloning en prestatie.

3.3. Transparantie van en toezicht op transacties met verbonden partijen

Beleidsopties
1. Geen beleidswijziging
2. Richtsnoeren (zachte wetgeving)
3. Verbeteren van transparantievoorschriften voor transacties met verbonden partijen
4. Stemrecht voor aandeelhouders over de belangrijkste transacties

Beoordeling van beleidsopties			
	Doeltreffendheid	Doelmatigheid	Samenhang
Optie 1: Geen beleidswijziging	0	0	0
Optie 2: Richtsnoeren (zachte wetgeving)	≈	≈	+
Optie 3: Verbeteren van transparantievoorschriften voor transacties met verbonden partijen	+	+	+
Optie 4: Stemrecht voor aandeelhouders over de belangrijkste transacties	++	++	+

Opties 3 en 4 hebben de voorkeur: Beleggers vooraf informatie geven over de belangrijkste transacties stelt met name minderheidsaandeelhouders beter in staat om zich tegen ongerechtvaardigde transacties te verzetten en meer bij de vennootschap betrokken te zijn. Het stemrecht biedt hen de mogelijkheid om laakbare transacties tegen te houden. Dit stemrecht voor aandeelhouders stimuleert vennootschappen ook om niet te snel een transactie met verbonden partijen aan te gaan. De combinatie van meer transparantie en stemrecht zou een positief effect kunnen hebben op het concurrentievermogen en de duurzaamheid van vennootschappen en op grensoverschrijdende beleggingen.

Bindende voorschriften zijn vermoedelijk doeltreffender dan zachte wetgeving.

3.4. Transparantie van volmachtadviseurs

Beleidsopties
1. Geen beleidswijziging
2. Aanbeveling betreffende transparantie over gebruikte methoden en belangenconflicten
3. Bindende publicatievoorschriften voor gebruikte methoden en belangenconflicten
4. Gedetailleerd regelgevingskader

Beoordeling van beleidsopties			
	Doeltreffendheid	Doelmatigheid	Samenhang
Optie 1: Geen beleidswijziging	0	0	0
Optie 2: Aanbeveling betreffende transparantie	≈	+	++
Optie 3: Bindende transparantievoorschriften	+	++	+
Optie 4: Gedetailleerd regelgevingskader	++	-	-

Optie 3 heeft de voorkeur: Verplichte openbaarmaking van de twee belangrijkste problemen, de gebruikte methoden en de wijze waarop potentiële belangenconflicten worden geregeld, zet volmachtadviseurs nog verder onder druk om ten aanzien van deze cruciale aspecten adequate procedures vast te stellen. Bindende transparantievoorschriften zijn doeltreffender dan zachte wetgeving. Daarnaast brengen ze in tegenstelling tot gedetailleerde regelgeving geen vaste en onevenredig hoge lasten met zich mee.

3.5. Identificatie van aandeelhouders en bevordering van de uitoefening van aandeelhoudersrechten door aanbieders van effectenrekeningen

Beleidsopties
1. Geen beleidswijziging
2. Minimale EU-voorschriften
3. Gedetailleerde voorschriften betreffende de mogelijkheid om aandeelhouders te identificeren en verplichtingen ter bevordering van de uitoefening van aandeelhoudersrechten door tussenpersonen

Beoordeling van beleidsopties			
	Doeltreffendheid	Doelmatigheid	Samenhang

Optie 1: Geen beleidswijziging	0	0	0
Optie 2: Minimale EU-voorschriften	+	++	+
Optie 3: Verplichten van tussenpersonen om een mechanisme voor de identificatie van aandeelhouders in te voeren	++	++	+

Optie 3 heeft de voorkeur: De verplichting voor tussenpersonen die effectenrekeningen aanbieden, om aan de vennootschap een dienst van identificatie van aandeelhouders te bieden, bevordert het rechtstreekse contact tussen de aandeelhouder en de vennootschap. De verplichting voor dergelijke tussenpersonen om aan aandeelhouders informatie in verband met hun aandelen door te geven, om de uitoefening van de rechten van aandeelhouders te bevorderen en om prijsverschillen voor deze diensten in geval van grensoverschrijdende uitoefening van de rechten te motiveren, voorkomt dat aandeelhouderstemmen verloren gaan en stelt aandeelhouders beter in staat om grensoverschrijdend betrokken te zijn.

3.6. Verbeteren van de kwaliteit van verslagen over corporate governance

Beleidsopties
1. Geen beleidswijziging
2. Aanbeveling met richtsnoeren
3. Gedetailleerde voorschriften voor verslaglegging over corporate governance

Beoordeling van beleidsopties			
	Doeltreffendheid	Doelmatigheid	Samenhang
Optie 1: Geen beleidswijziging	0	0	0
Optie 2: Aanbeveling met richtsnoeren	+	++	++
Optie 3: Gedetailleerde voorschriften	++	+	+

Optie 2 heeft de voorkeur: Richtsnoeren voor de toelichting die in geval van afwijking van een code voor corporate governance toelichting dient te worden verstrekt, kunnen vennootschappen een vaste leidraad bieden om dergelijke verslagen op te stellen en de kwaliteit ervan te verbeteren. Deze richtsnoeren zullen vennootschappen ertoe aansporen grondiger na te denken over regelingen in verband met corporate governance en deze zo nodig te verbeteren, wat kan bijdragen aan betere prestaties. Dit leidt ook tot meer grensoverschrijdende beleggingen, omdat verslagen transparanter en onderling beter vergelijkbaar worden.

4. EFFECTEN VAN HET TOTALE PAKKET

De voorgestelde aanpak bestaat uit een pakket complementaire acties. Dit pakket is onderdeel van de werkzaamheden van de Commissie met betrekking tot de langetermijnfinanciering van de Europese economie: het draagt ertoe bij dat aandeelhouders meer naar de lange termijn gaan kijken, waardoor beursgenoteerde vennootschappen beter kunnen functioneren.

Doelstelling van de voorkeursopties is dat beleggers de beschikking krijgen over duidelijke, uitgebreide en vergelijkbare informatie, waardoor met name voor grensoverschrijdende beleggers de hindernissen worden weggenomen voor hun betrokkenheid bij de vennootschappen waarin ze hebben belegd. Het vergroten van de transparantie over het resultaat van beleggingsbeleid leidt niet alleen tot beter geïnformeerde beslissingen van beleggers en eindbegunstigden, maar ook tot meer betrokkenheid bij de vennootschappen waarin zij hebben belegd. Een grotere aandeelhoudersbetrokkenheid heeft op haar beurt vermoedelijk een positief effect op zowel de waarde van aandelen als op de efficiëntie, het concurrentievermogen en de prestaties van vennootschappen.²

Het voorgestelde pakket kan derhalve een positief effect hebben op de duurzaamheid op de lange termijn van beursgenoteerde vennootschappen, waaronder kmo's, die vermoedelijk een betere toegang tot kapitaalmarkten zullen krijgen. Er worden ook positieve sociale effecten verwacht, omdat vennootschappen die naar de lange termijn kijken, meer werkgelegenheid creëren. Er worden geen specifieke milieueffecten verwacht.

Het pakket zou leiden tot een verhoging van de administratieve lasten, ook voor beursgenoteerde kmo's. Aangezien vooral in transparantie- en publicatiemaatregelen is voorzien en een zekere mate van transparantie al verplicht is of vrijwillig wordt toegepast, zouden die lasten echter beperkt blijven. Verder zullen de kosten van deze maatregelen gelijkelijk over de verschillende groepen van belanghebbenden worden verdeeld.

5. EVALUATIE

Vijf jaar na het verstrijken van de omzettingstermijn wordt het pakket geëvalueerd op de effecten ervan. Op basis van de resultaten van deze evaluatie kunnen wijzigingen worden overwogen.

² De betrokkenheid van aandeelhouders inzake corporate governance, waarbij beloning een van de kernpunten is, kan een cumulatief abnormaal rendement op het aankopen en aanhouden van aandelen opleveren van gemiddeld 7 à 8 % per jaar, en kan daarnaast de kapitaalkosten van vennootschappen verlagen en hun governance en winstgevendheid aanzienlijk verbeteren.