

# Code Tabaksblat ook wettelijk verankerd voor institutionele beleggers

PER 1 JANUARI 2007 IS DE WET OP HET FINANCIËEL TOEZICHT (WFT) IN WERKING GETREDEN.<sup>1</sup> ONDERDEEL VAN DEZE WET IS DE WETTELIJKE VERANKERING VAN DE ZOGENOEMDE 'PAS TOE OF LEG UIT'-REGEL BETREFFENDE DE BEPALINGEN UIT DE NEDERLANDSE CORPORATE GOVERNANCE CODE (HIERNA: CODE TABAKSBLAT) VOOR INSTITUTIONELE BELEGGER. IEDER PENSIOENFONDS, GROOT EN KLEIN, OF HET VERMOGEN IS UITBESTEED OF NIET, MOET VOORTAAN MEDEDELING DOEN OVER DE NALEVING VAN DE PRINCIPES EN BEST PRACTICE BEPALINGEN UIT DE CODE TABAKSBLAT DIE OP HEM VAN TOEPASSING ZIJN. VOLGENS DE CODE MOET ELKE INSTITUTIONELE BELEGGER EEN BELEID HEBBEN MET BETREKKING TOT DE UITOEFENING VAN HET STEMRECHT IN DE VENNOOTSCHAPPEN WAARIN HIJ BELEGT, DIT BELEID OPENBAAR MAKEN EN VERANTWOORDING AFLEGGEN OVER HET CONCRETE STEMGEDRAG IN AANDEELHOUDERSVERGADERINGEN. DE MEDEDELING OVER DE MATE VAN NALEVING VAN DEZE BEPALINGEN MOET WORDEN GEDAAN IN HET JAARVERSLAG, OP DE WEBSITE OF AAN HET ADRES VAN IEDERE DEELNEMER OF CLIËNT DIE DAARMEE VOORAF UITDRUKKELIJK HEEFT INGESTEMD. DIT ARTIKEL BEHANDELT DE ONTSTAANSGESCHIEDENIS, DE DOELSTELLING EN DE INHOUD VAN DEZE WETTELIJKE VERPLICHTING, VOORZIEN VAN COMMENTAAR. DAARNAAST WORDEN MOGELIJKHEDEN GESCHETST OM INVULLING TE GEVEN AAN DE WETTELIJKE VERPLICHTING.

Drs. R. Abma is  
Directeur van  
Eumedion, het  
corporate  
governance forum  
voor institutionele  
beleggers.

## 1. Fiduciare verantwoordelijkheid institutionele beleggers

De afgelopen jaren is aan aandeelhouders, en aan institutionele beleggers in het bijzonder, een specifieke verantwoordelijkheid toebedeeld bij de verbetering van de corporate governance structuur van beursgenoteerde vennootschappen. De wetgever<sup>2</sup> en de Code Tabaksblat hebben de laatste jaren daartoe de bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders uitgebreid. Maar ook hier geldt het oude gezegde dat men een paard wel in het water kan trekken, maar niet kan dwingen dat

het drinkt. Volgens de commissie-Tabaksblat is een mentaliteitsverandering bij veel institutionele beleggers noodzakelijk. Zij zouden veel meer gebruik moeten maken van de hun ter beschikking staande aandeelhoudersrechten om corrigerend op te treden, aldus de commissie.<sup>3</sup> Het kabinet gaat ervan uit dat het succes van de Code Tabaksblat voor een groot deel afhankelijk is van de monitoring van de naleving van de Code door de institutionele beleggers.<sup>4</sup> Het bijzondere beroep op institutionele beleggers om gebruik te maken van de zeggenschapsrechten verbonden aan de aandelen wordt vooral door twee factoren ingegeven. Ten eerste houden institutionele beleggers ongeveer tachtig procent van de aandelen van de 25 vennootschappen die zijn opgenomen in de zogenoemde AEX-index.<sup>5</sup> Ten tweede beheren institutionele beleggers het geld van anderen. Institutionele beleggers hebben derhalve een fiduciare plicht tegenover hun begunstigen of beleggers. Zij dienen daarom ook zorgvuldig om te gaan met het uitoefenen van het stemrecht op hun aandelenbezit, zeker wanneer dit kan worden gebruikt om de prestaties van de vennootschappen waarin zij beleggen te verbeteren dan wel om de kans op (nieuwe) schandalen te verminderen.<sup>6</sup> Mede om deze redenen heeft de commissie-Tabaksblat in 2003 in de Code Tabaksblat, in

1 Stb. 2006, 475.

2 Met name de Wet aanpassing structuurregeling (Stb. 2004, 370) bevat een aantal nieuwe aandeelhoudersrechten.

3 Verantwoording van het werk van de Commissie, paragraaf 3.

4 Kamerstukken II 2003/04, 29 449, nr. 1, blz. 14.

5 Abma, R. 'Het aandeelhoudersvergaderingseizoen 2006: feiten en trends', Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur, 2006-5, pagina 170.

6 Het International Corporate Governance Network (ICGN) verwoordde het onlangs zo: 'Pursuit of high [corporate] governance standards is therefore an integral part of institutions "fiduciary obligation to generate value for beneficiaries" (ICGN Draft Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities', 24 april 2006, blz. 5).

navolging van de Britse corporate governance code<sup>7</sup>, een specifieke paragraaf gewijd aan de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers.

## 2. Code Tabaksblat

De Code Tabaksblat bevat als principe voor institutionele beleggers (IV.4): *Institutionele beleggers handelen primair in het belang van hun achterliggende begunstigden of beleggers en hebben een verantwoordelijkheid tegenover hun achterliggende begunstigden of beleggers en de vennootschappen waarin zij beleggen om op zorgvuldige en transparante wijze te boordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen*.

Naast de oproep om een stembeleid te ontwikkelen, hebben institutionele beleggers nog een andere speciale taak toebedacht gekregen in het kader van de naleving van de Code Tabaksblat. Het tweede deel van principe IV.4 van de Code stelt:

'Institutionele beleggers zijn bereid om een dialoog met de vennootschap aan te gaan, wanneer zij de uitleg van de vennootschap ten aanzien van een afwijking van een best practice bepaling uit deze code niet aanvaardden. Uitgangspunt daarbij is de erkenning dat corporate governance een kwestie van maatwerk is en dat afwijkingen van individuele bepalingen door een vennootschap zeer wel gerechtvaardigd kunnen zijn'.

Naast deze twee principes bevat de Code Tabaksblat een drietal best practice bepalingen over de transparantie van institutionele beleggers betreffende hun stembeleid:

IV.4.1 Institutionele beleggers (pensioenfondsen, verzekeraars, beleggingsinstellingen, vermogensbeheerders) publiceren jaarlijks in ieder geval op hun website hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht op aandelen die zij houden in beursgenoteerde vennootschappen.

IV.4.2 Institutionele beleggers doen jaarlijks op hun website en/of in hun jaarverslag verslag van de uitvoering van hun beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht in het betreffende boekjaar.

IV.4.3 Institutionele beleggers brengen ten minste éénmaal per kwartaal op hun website verslag uit of en hoe zij als aandeelhouders hebben gestemd op de algemene vergaderingen van aandeelhouders'.

De commissie-Tabakblat doet in de bijlage van haar code aan de wetgever de aanbeveling om 'ter facilitering' van bovengenoemde best practice bepalingen deze bepalingen wettelijk te verankeren.<sup>8</sup>

## 3. Kabinetsreactie op de Code Tabaksblat

Het kabinet omarmde de Code Tabaksblat. In zijn reactie van 1 maart 2004 kondigde het kabinet aan de Code Tabaksblat per algemene maatregel van bestuur aan te wijzen als code waaraan beursgenoteerde vennootschappen in hun jaarverslag moeten refereren in hoeverre zij de code naleven (de 'pas toe of leg uit'-regel).<sup>9</sup> Daarnaast kondigde het kabinet dat het institutionele beleggers (in de kabinetsreactie zijnde: banken, pensioenfondsen, beleggingsinstellingen en verzekeraars) wettelijk zal verplichten een beleid te hebben inzake de uitoefening van zeggenschapsrechten, dit bekend te maken en jaarlijks

verslag te doen van de uitvoering van het beleid. Het kabinet onderstreepte daarbij de fiduciaire verantwoordelijkheid van institutionele beleggers: 'als door een gebrek aan goede *checks and balances* beursgenoteerde vennootschappen onderpresteren, dan zullen de klanten en deelnemers van institutionele beleggers daar uiteindelijk de dupe van worden'.<sup>10</sup> Het kabinet maakte tegelijkertijd expliciet dat institutionele beleggers niet worden verplicht om te stemmen op de aandelen. Het kabinet onderstreepte het belang voor een institutionele belegger om een kosten-batenanalyse van het stemmen te maken. 'Een kosten-batenanalyse door de institutionele belegger zelf kan resulteren in een bewust beleid om in beginsel de zeggenschapsrechten binnen de algemene vergadering altijd uit te oefenen, om die slechts in bepaalde gevallen uit te oefenen, niet uit te oefenen of ze op een andere manier te gebruiken, zoals "achter de schermen" (uiteraard binnen de wettelijke grenzen)', aldus het kabinet.<sup>11</sup> De conclusies van een dergelijke kosten-batenanalyse zouden evenwel moeten worden opgenomen in het stembeleid dat openbaar wordt gemaakt. Ook de Europese Commissie kondigde wetgeving voor institutionele beleggers aan, inhoudende dat zij hun beleid met betrekking tot de uitoefening van hun stemrechten in ondernemingen waarin zij beleggen, bekend moeten maken.<sup>12</sup> De Commissie stelde wel dat de invoering van deze verplichting pas echt doeltreffend zou zijn wanneer de problemen in verband met grensoverschrijdend stemmen zouden zijn opgelost.

## 4. De wettelijke verankering

Het duurde nog tot 25 september 2006 voordat de regering een wetsvoorstel bij de Tweede Kamer indiende om de codebepalingen voor institutionele beleggers wettelijk te verankeren. De vertraging had volgens de minister van Financiën te maken met de verwachting dat de Europese Commissie met een richtlijnvoorstel zou komen. Toen bleek dat het richtlijnvoorstel op de lange baan werd geschoven<sup>13</sup>, werd het 'tijd om onze eigen verantwoordelijkheid te nemen', aldus de minister.<sup>14</sup> Daarbij kwam dat de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (hierna: commissie-Frijns) in haar eerste monitoringrapport concludeerde dat institutionele beleggers de Code Tabaksblat in boekjaar 2004 een stuk minder goed toepasten dan beursgenoteerde vennootschappen.<sup>15</sup> Voorts was, volgens de commissie-Frijns, de informatie van institutionele beleggers inzake de naleving van de Code Tabaksblat niet inzichtelijk en liet de gebruiksvriendelijkheid te wensen over.<sup>16</sup> Het voorstel voor de wettelijke veranke-

7 Financial Reporting Council, *The Combined Code on Corporate Governance*, juni 2006, onderdeel E.

8 Aanbeveling 12 van de commissie Tabaksblat aan de wetgever.

9 Kamerstukken II 2003/04, 29 449, nr. 1.

10 Kamerstukken II 2003/04, 29 449, nr. 1, blz. 14.

11 Kamerstukken II 2003/04, 29 449, nr. 1, blz. 14.

12 Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement: 'Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie – Een Actieplan', 21 mei 2003, COM (2003) 284 definitief.

13 Speech van Europees Commissaris McCreevy t.b.v. de Transatlantic Corporate Governance Dialogue op 27 juni 2006 in Brussel; te raadplegen via: [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int).

14 Handelingen II, 21 juni 2006, p. 93-5723.

15 Commissie Frijns, *Rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code*, december 2005, blz. 5.

16 Commissie Frijns, *Rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code*, december 2005, blz. 36.

ring van de codebepalingen voor institutionele beleggers werd onderdeel van het wetsvoorstel betreffende de Invoerings- en aanpassingswet Wet op het financieel toezicht.<sup>17</sup> Het wetsvoorstel werd op 12 oktober 2006 door de Tweede Kamer en op 7 november 2006 door de Eerste Kamer aangenomen. In de volgende subparagrafen worden de doelstelling en de inhoud van de nieuwe wettelijke regeling beschreven.

#### 4.1 DOELSTELLING WETTELIJKE VERANKERING CODEBEPALINGEN VOOR INSTITUTIONELE BELEGGERS

De nieuwe wettelijke bepalingen hebben tot doel '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 aandelen'.<sup>18</sup> De doelstelling is in lijn met de motivering van het kabinetsvoornemen uit maart 2004. De wetgever heeft daarmee wel gekozen voor een engere doelstelling dan de doelstelling die de commissie-Tabaksblat voor ogen had. In principe IV.4 van de Code Tabaksblat is immers verwoord dat institutionele beleggers ook een verantwoordelijkheid hebben jegens de vennootschappen waarin zij beleggen. De wetgever signaleert en motiveert deze discrepantie in de toelichting niet, zodat niet duidelijk is of institutionele beleggers een afwijking van principe IV.4 op dit punt (ook) dienen te motiveren.

#### 4.2 TOEPASSINGSBEREIK

Op grond van art. 1:1 jo. Art. 5:86 lid 1 Wft gelden de nieuwe wettelijke voorschriften voor (a) een institutionele belegger (b) met zetel in Nederland en (c) een belegd vermogen waartoe aandelen of certificaten van aandelen behoren die zijn toegelaten tot de handel op een markt in financiële instrumenten. Een institutionele belegger is gedefinieerd als een beleggingsinstelling, levensverzekeraar of pensioenfonds. Bij deze definitie vallen drie zaken op.

Ten eerste is het toepassingsbereik beperkter dan waar de commissie-Tabaksblat op had aangedrongen en waar het kabinet in eerste instantie ook aan dacht. Banken, vermogensbeheerders en verzekeraars anders dan levenverzekeraars blijven buiten de definitie.<sup>19</sup> Niet alleen is het toepassingsbereik vanuit het oogpunt van het beperken van de stijging van administratieve lasten ingeperkt, maar de wetgever is ook van mening dat bij banken, vermogensbeheerders en verzekeraars anders dan levensverzekeraars doorgaans ofwel geen sprake is van achterliggende begunstigden, ofwel dat dergelijke begunstigden zelf in voldoende mate invloed kunnen uitoefenen op het stembeleid dat dergelijke institutionele beleggers uitvoeren.

Een wettelijke bescherming van de achterliggende begun-

stigden van deze groep institutionele beleggers wordt derhalve minder dringend geacht. Daaraan kan worden toegevoegd dat bij vermogensbeheerders al voldoende 'commerciële prikkels' bestaan om vrijwillig een stembeleid te ontwerpen en om transparant te zijn over de uitvoering daarvan.

Ten tweede valt op dat de voorschriften alleen gelden voor de institutionele beleggers met zetel in Nederland. Buitenlandse institutionele beleggers worden niet onderworpen aan de wettelijke verplichtingen. Consequentie hiervan is dat Nederlandse institutionele beleggers met extra verplichtingen worden geconfronteerd – ook al zijn de administratieve lasten beperkt – in vergelijking met hun Europese collega's. Dit 'ongelijke speelveld' zal nog wel enige tijd blijven bestaan, aangezien de bevoegde Europese Commissaris het aanvankelijke voornemen voor een richtlijn voor institutionele beleggers in de ijskast lijkt te hebben gezet.<sup>20</sup> De inperking van het toepassingsbereik onderstreept de – in vergelijking tot de commissie-Tabaksblat – beperkte doelstelling van de wettelijke regeling: de verantwoordingsplicht van Nederlandse institutionele beleggers jegens hun achterliggende beleggers en cliënten over het beleid ten aanzien van de uitoefening van het stemrecht op de door hen aangehouden aandelen. Zij hebben volgens de wetgever een verantwoordingsplicht jegens de vennootschappen waarvan zij de aandelen houden. Aangezien nog slechts ongeveer tien procent van de aandelen van de 25 grootste Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen in handen is van Nederlandse institutionele beleggers<sup>21</sup>, bestaat de mogelijkheid dat de grootste vennootschappen niet op de hoogte zijn van het stembeleid van hun belangrijkste aandeelhouders.

Een derde voorwaarde om onder de wettelijke voorschriften te vallen is dat de institutionele belegger aandelen of certificaten van aandelen die zijn toegelaten tot de handel op een markt in financiële instrumenten in zijn beleggingsportefeuille moet hebben. Het betreft daarbij dus niet alleen (certificaten van) aandelen in naamloze vennootschappen waarvan de zetel in Nederland is gelegen, maar ook de door institutionele beleggers gehouden (certificaten van) aandelen van ondernemingen met een zetel buiten Nederland. Dit is in lijn met de gedachte achter de bepalingen uit de Code Tabaksblat. Het stembeleid van een institutionele belegger dient te zien op *alle* aandelen, ongeacht de 'nationaliteit' van de aandelen.

#### 4.3 'PAS TOE OF LEG UIT'-REGEL VOOR INSTITUTIONELE BELEGGERS

Op grond van art. 5:86 lid 2 Wft dient een institutionele belegger mededeling te doen over de naleving van de principes en best practice bepalingen van de op grond van art. 391, vijfde lid, van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (BW) aangewezen gedragscode, die zijn gericht tot de institutionele belegger. Indien de institutionele belegger die principes of best practice bepalingen in het laatst afgesloten boekjaar niet of niet geheel heeft nageleefd of niet voornemens is deze in het lopende en daarop volgende boekjaar geheel na te leven, doet hij daarvan gemotiveerd opgave.

Net als voor een Nederlandse beursgenoteerde vennootschap, geldt nu ook voor de Nederlandse institutionele beleggers de 'pas toe of leg uit'-verplichting ten aanzien

17 Kamerstukken II 2006/07, 30 658, nr. 5.

18 Kamerstukken II 2006/07, 30 658, nr. 5, blz. 17.

19 Op grond van art. 1:12 (na henummering) Wft vallen beleggingsinstellingen die hun deelnemingsrechten aanbieden aan minder dan 100 (rechts)personen en/of aan gekwalificeerde beleggers ook niet onder het toepassingsbereik van de nieuwe wettelijke regeling.

20 Zie voetnoot 13.

21 Abma, R. 'Het aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2006: feiten en trends', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur*, 2006-5, blz. 169-177.

van de bepalingen uit de Code Tabaksblat<sup>22</sup> die op hem van toepassing zijn. Deze vorm van wettelijke verankering voor institutionele beleggers wijkt af van de aanbeveling van de commissie-Tabaksblat hieromtrent. De commissie beval aan om de best practice bepalingen IV.4.1 tot en met IV.4.3 één op één in de wet op te nemen.<sup>23</sup> De wetgever motiveert zijn keus vanuit zijn streven naar een zo beperkt mogelijke toename van de administratieve lasten. De wetgever omzeilt met deze 'flexibele' regeling ook handig een lobby van belangenorganisaties om de kleinste institutionele beleggers uitgezonderd te krijgen van de wettelijke verplichtingen.<sup>24</sup>

De redactie van de wettelijke verplichting voor institutionele beleggers is vrijwel identiek aan art. 3 van het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag<sup>25</sup> (hierna: Besluit Tabaksblat), zoals dat geldt voor Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. De mededeling heeft alleen betrekking op die (onderdelen van de) principes en best practice bepalingen die zich richten tot institutionele beleggers. Dat zijn de principes en best practice bepalingen die in paragraaf 3 (hierboven) zijn opgesomd. Een institutionele belegger zal aldus moeten mededelen of hij de toepasselijke principes en best practice bepalingen van de gedragscode naleeft dan wel motiveren waarom hij (onderdelen van) de principes en best practice bepalingen van de gedragscode niet naleeft. De wetgever stelt in de toelichting op het wetsvoorstel dat het gemotiveerd opgave doen op dezelfde wijze dient te worden begrepen als in de Code Tabaksblat en in het Besluit Tabaksblat. Het punt is juist dat zowel in de Code Tabaksblat als in het Besluit Tabaksblat geen handvatten worden aangegeven op welke wijze de motivering dient te worden opgebouwd. Dat geldt dus nu ook voor een eventuele motivering van een afwijking van een codevoorschrift door een institutionele belegger. Opvallend is dat de wetgever bij wijze van handreiking in de toelichting een aantal voorbeelden geeft van het gemotiveerd afwijken van de Code Tabaksblat. Ten eerste hebben institutionele beleggers, volgens de wetgever, de mogelijkheid om geen verantwoording af te leggen 'inzake het stembeleid met betrekking tot beleggingen die niet ten behoeve van achterliggende begunstigen ("derden-gelden") maar ten behoeve van het eigen vermogen zijn gedaan'.<sup>26</sup> Ten tweede zou een institutionele belegger, volgens de wetgever, 'aandelen die worden gehouden in naamloze vennootschappen die zetel hebben in een andere staat gemotiveerd kunnen uitzonderen van haar verantwoording over het stembeleid, omdat het praktisch gezien lastig is om het stemrecht in de algemene vergadering uit te oefenen'.<sup>27</sup> Daaraan kan worden toegevoegd de eventuele (negatieve) uitkomst van de kosten-batenanalyse door de institutionele belegger ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht, zoals verwoord in de kabinetsreactie op de Code Tabaksblat: 'Mochten de kosten van een (zorgvuldige) uitoefening van zeggenschapsrechten niet worden terugverdiend, dan betekent dit dat de uitoefening ten koste gaat van degenen die een economisch belang hebben in de institutionele belegger, zoals de deelnemers van een beleggingsinstelling of de (gewezen) deelnemers en andere belanghebbenden bij het pensioenfonds'.<sup>28</sup> Een dergelijke conclusie kan evenwel pas worden getrokken na een analyse, ook door een klein pensioenfonds, van de

kosten en baten van de uitoefening van zeggenschapsrechten. De uitkomst van deze analyse zou kunnen zijn om in het geheel niet te stemmen, op een beperkt deel van de aandelen, zoals alleen op de aandelen van een Nederlandse beursgenoteerde vennootschap, of het 'uitbesteden' van de uitoefening van het stemrecht. Van de uitkomst zou in ieder geval wel melding moeten worden gemaakt in het jaarverslag of op de website van de pensioenfonds.

#### 4.4 WIJZE VAN OPENBAARMAKING

Op grond van art. 5:86 lid 2 Wft dient een institutionele belegger de mededeling over de naleving van de codevoorschriften ten minste eenmaal per boekjaar te plaatsen in zijn jaarverslag, op zijn website of aan het adres van iedere deelnemer of cliënt die daarmee vooraf uitdrukkelijk heeft ingestemd.

#### 4.5 SANCTIES OP NIET-NALEVING VAN DE WETTELIJKE VERPLICHTING

De wetgever heeft er uitdrukkelijk voor gekozen de Autoriteit Financiële Markten (AFM) geen rol te geven bij het toezicht op de naleving van de wettelijke verplichtingen door institutionele beleggers<sup>29</sup>, dit in tegenstelling tot de naleving van de 'pas toe of leg uit'-regel door de beursgenoteerde vennootschappen. Handhaving van de wettelijke verplichtingen dient primair plaats te vinden door de begunstigen van institutionele beleggers. 'Het ligt in de rede dat zij in dialoog zullen treden met de institutionele belegger en als ultimatum remedium kunnen dreigen een onrechtmatige daadsvordering in te stellen', aldus de regering.<sup>30</sup> Afgewacht dient te worden of de begunstigen van institutionele beleggers deze verantwoordelijkheid daadwerkelijk op zich kunnen en zullen nemen. De voorzitter van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Jean Frijns, is wat dit betreft optimistisch gestemd: 'Pensioenfonds kunnen boze brieven van hun deelnemers verwachten en de concurrentie tussen commerciële vermogensbeheerders neemt op dit vlak toe'.<sup>31</sup> Ik ben op dit vlak minder positief. In tegenstelling tot de beursgenoteerde vennootschappen, kennen de meeste institutionele beleggers geen 'automatisch' en kritisch verantwoordingsorgaan als de algemene vergadering van aandeelhouders. Daarnaast vormen kosten en tijd voor de begunstigen een drempel om in actie te komen. Mij lijkt het waarschijnlijker dat van de rapporta-

22 De code die op grond van art. 2:391 lid 5 BW is aangewezen als na te leven gedragscode. Zie ook art. 2 van het Besluit Tabaksblat.

23 Aanbeveling 12 van de commissie Tabaksblat aan de wetgever.

24 Zie hierover de artikelen in het Financieel Dagblad van 27 juni 2006: 'Zalm eist inzicht stemgedrag; beleggers worden verplicht tot formuleren standpunt' (pagina 1) en 'Kleine beleggers stemmen liever niet' (blz. 12).

25 Stb. 2004, 747.

26 Kamerstukken II 2006/07, 30 658, nr. 5, blz. 18. Het stembeleid ten aanzien van belangrijke deelnemingen valt voor levensverzekeraars door dit voorbeeld derhalve over het algemeen buiten de verantwoordingsplicht.

27 Kamerstukken II 2006/07, 30 658, nr. 5, blz. 18.

28 Kamerstukken II 2003/04, 29 449, nr. 1, blz. 14.

29 Art. 5:86 lid 4 Wft bepaalt dat art. 1:25 (na henummering) Wft – het artikel dat de AFM belast met het gedragstoezicht – niet van toepassing is.

30 Kamerstukken II 2006/07, 30 658, nr. 5, blz. 19.

31 B. Zevenbergen, 'Kleine beleggers stemmen liever niet', Het Financieel Dagblad, 27 juni 2006, blz. 12.

ges van de commissie-Frijns over, alsmede van de te verwachten media-aandacht voor de naleving van de codebepalingen door institutionele beleggers een sterkere disciplinerende werking zal uitgaan.

#### 4.6 DATUM VAN INWERKING/TREDING

Uit art. 175a van de Invoerings- en aanpassingswet Wft blijkt dat de hiervoor genoemde wettelijke verplichtingen voor het eerst toepasselijk zullen zijn op boekjaren van institutionele beleggers die op of na 1 januari 2007 aanvangen.

### 5. Praktische invulling van wettelijke voorschriften

Eumedion, het corporate governance forum voor institutionele beleggers, heeft als handreiking naar haar deelnemers op 28 september 2006 een 'Handleiding uitleg bepalingen uit de Code Tabaksblad die betrekking hebben op institutionele beleggers' uitgebracht.<sup>32</sup> In dit document worden met name institutionele beleggers die nog geen stembeleid hebben ontwikkeld en/of over de uitvoering daarvan nog niet rapporteren 'ingrediënten' aangereikt voor het ontwikkelen van een stembeleid en voor de rapportage over de uitvoering daarvan.

Volgens Eumedion zou bij het ontwikkelen van een stembeleid, ter invulling van best practice bepaling IV.4.1 van de Code Tabaksblad, aandacht moeten worden geschonken aan (a) de doelstelling van het stembeleid, (b) eventuele restricties in het stembeleid (bijvoorbeeld alleen stemuitoefening in bepaalde landen, sectoren of bij een bepaalde omvang), (c) welke corporate governance code of stemgedragrichtlijnen worden gehanteerd, (d) hoe wordt omgegaan met mogelijke tegenstrijdige belangen binnen het eigen concern en (e) of er gedurende het boekjaar veranderingen zijn aangebracht in het stembeleid. In het verslag over de uitvoering van het stembeleid, ter invulling van best practice bepaling IV.4.2 van de Code Tabaksblad, zou naar de mening van Eumedion ten minste aandacht moeten worden geschonken aan: (a) de belangrijkste ontwikkelingen op het terrein van de uitvoering van het beleid, (b) of het stemmen wordt uitbesteed of in house gemanaged, (c) of fysiek wordt deelgenomen aan de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders of dat 'op afstand' wordt gestemd en (d) of volmachten worden afgegeven aan andere institutionele beleggers om namens elkaar op algemene vergaderingen te stemmen.

Ter invulling van best practice bepaling IV.4.3 van de Code Tabaksblad zou een institutionele belegger volgens Eumedion een overzicht kunnen presenteren van het stembedrag op de algemene vergaderingen in het voorbije kwartaal. Eumedion biedt echter een opening om hiervan af te wijken: als een institutionele belegger ervoor kiest af te wijken van best practice bepaling IV.4.3, dan zou de institutionele belegger in dat geval wel die zaken moeten melden die significant afwijken van het eigen

stembeleid. Tot slot stelt Eumedion dat – wanneer externe vermogensbeheerders (voor ook het uitoefenen van het stemrecht) zijn ingeschakeld – zo mogelijk met deze partijen wordt overeengekomen hoe zij aan de cliënt rapporteren over het stemgedrag van voor deze institutionele belegger gehouden aandelen. Een pensioenfonds dat zijn vermogensbeheer heeft uitbesteed kan in dat kader zijn eigen stembeleid 'meegeven' aan de vermogensbeheerder of de vermogensbeheerder vragen voor hem bepaalde stemgedragrichtlijnen van een bepaalde organisatie te volgen.<sup>33</sup> Het is aanbevelingswaardig om dit gegeven te melden in het jaarverslag of op de website. Een andere mogelijkheid is dat de institutionele belegger mede kiest voor een vermogensbeheerder op grond van het gevoerde stembeleid. Onderkend dient echter te worden dat de werkelijkheid weerbarstiger is dan de praktijk. De onderhandelingsmacht van een kleine institutionele belegger is inherent beperkt. Hij zal veelal het stembeleid van de betreffende vermogensbeheerder dienen te accepteren.

### 6. Conclusie

Een institutionele belegger beheert het geld van anderen. Een institutionele belegger heeft derhalve een fiduciaire verantwoordelijkheid richting zijn begunstigden of beleggers. Goede corporate governance standaarden kunnen bijdragen aan een duurzame winstgroei van de vennootschappen waarin de institutionele belegger belegt. Het gebruik maken van het stemrecht verbonden aan de aandelen kan een van de instrumenten zijn om de corporate governance standaarden te verbeteren. 'Zeggenschapsrechten zijn te beschouwen als "asset" als onderdeel van de totale waarde die de aandelen vertegenwoordigen. Gelijk de aandelen zelf, zullen de zeggenschapsrechten op zorgvuldige wijze moeten worden beheerd'.<sup>34</sup> Vanuit dit motief heeft de commissie-Tabaksblad institutionele beleggers opgeroepen een stembeleid te ontwikkelen en bepaald dat zij zich over de uitvoering daarvan verantwoordden. De wetgever heeft deze bepalingen recentelijk verankerd in de Wft, door middel van de zogenoemde 'pas toe of leg uit'-regel. Een dergelijke regel onderstreept de eigen verantwoordelijkheid van de directies en besturen van institutionele beleggers om na te gaan of het nodig is om een stembeleid te ontwikkelen en zo ja, hoe dat er uit zou moeten zien. De wetgever schrijft niet dwingend voor dat een institutionele belegger een stembeleid moet hebben, maar vraagt wel om verantwoording wanneer een stembeleid ontbreekt. Dit is het juiste midden tussen enerzijds een wettelijke stemplicht, dat tot 'mechanisch' stemmen leidt en anderzijds het geheel ontbreken van een wettelijk kapstok om verantwoording af te leggen. Het afleggen van verantwoording leidt er in feite toe dat institutionele beleggers duidelijk moeten maken in hoeverre uitoefening van het stemrecht relevant is voor de bescherming van de waarde van de beleggingsportefeuille. De schandalen aan het begin van dit millennium laten zien dat het gebruik van de aandeelhoudersrechten door met name de lange termijnbeleggers daarvoor wel degelijk belangrijk is.

32 Te downloaden van de website van Eumedion: [www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl).

33 Te denken valt aan de (wereldwijd geldende) 'Principles of Corporate Governance' van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) of de 'Global Corporate Governance Principles' van het International Corporate Governance Network.

34 A.F. Verdam, *Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdig belang*, Boom Juridische uitgevers, 2003.