



KU LEUVEN

FACULTEIT RECHTSGELEERDHEID

Academiejaar 2018-2019

# De uitdagingen voor het vennootschapsrecht door de opkomst van stemadviseurs ('proxy advisors')

Promotor: Prof. Dr. C. CLOTTENS

Begeleider: J. VAN EETVELDE

Masterscriptie, ingediend door

**Arnaud VAN CAENEGEM**

Bij het eindexamen voor de graad van

**MASTER IN DE RECHTEN**





KU LEUVEN

FACULTEIT RECHTSGELEERDHEID

Academiejaar 2018-2019

# De uitdagingen voor het vennootschapsrecht door de opkomst van stemadviseurs ('proxy advisors')

Promotor: Prof. Dr. C. CLOTTENS

Begeleider: J. VAN EETVELDE

Masterscriptie, ingediend door

**Arnaud VAN CAENEGEM**

Bij het eindexamen voor de graad van

**MASTER IN DE RECHTEN**



## Samenvatting

Stemadviseurs zijn rechtspersonen die beroepshalve en op commerciële basis bedrijfs- en andere informatie van beursgenoteerde vennootschappen analyseren om vervolgens beleggers advies te geven over hoe zij moeten stemmen in de algemene vergadering. Ondanks hun louter adviserende functie hebben stemadviseurs in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk een invloedrijke rol in het bepalen van goede corporate governance in de meeste beursgenoteerde vennootschappen.

Deze masterproef zal aan de hand van twee opeenvolgende tendensen verklaren waarom stemadviseurs ook in België aan invloed winnen. Aansluitend past dit onderzoek de agency theorie toe om een duidelijk economisch beeld weer te geven van de kosten en baten verbonden aan het gebruik van stemadviseurs. Uit deze analyse blijkt dat de voornaamste kosten voortkomen uit een gebrek aan transparantie in de methodologieën en het bestaan van belangenconflicten. Het Belgisch juridisch kader komt hier vooralsnog niet aan tegemoet. Op Europees niveau werden een aantal maatregelen genomen waarbij de nadruk ligt op transparantie. Na een bespreking en evaluatie van een aantal Belgische rechtsfiguren en deze Europese maatregelen worden voorstellen gedaan om het juridisch kader aan te scherpen.



## Dankwoord

LABOR OMNIA VINCIT ARDUA NOBILIS<sup>1</sup> was de leuze die mij werd meegegeven om de vijfjarige opleiding rechten aan de KU Leuven aan te vatten. Deze masterproef sluit die vijf jaar af maar maakt de leuze daarom niet minder actueel. Deze masterproef was voornamelijk een twee jaar durend proces om een onderzoekmethodologie te leren hanteren teneinde een argumentatielijn te ontwikkelen. Het was ook een eerste belangrijke stap in de praktijk van corporate governance.

Ik wens in de eerste plaats Prof. Dr. C. CLOTTENS te bedanken voor de talrijke voorbeelden uit zijn eigen praktijkervaring en de academische insteken uit zijn editoriaal in het TRV waarmee hij de opkomst van stemadviseurs ook in België op de kaart heeft gezet.

In het bijzonder wil ik assistent J. VAN EETVELDE bedanken voor de begeleiding doorheen de wereld van Law & Economics, de vernieuwende ideeën en de kritische blik. Zijn interesse in het onderwerp en bereikbaarheid hebben zeker hun aandeel in het onderzoek.

Tot slot genieten mijn ouders, broer en zussen mijn dankbaarheid voor hun steun.

Arnaud Van Caenegem,

Leuven, 2 mei 2019

---

<sup>1</sup> Vertaling Latijn: Arbeid gaat boven alle nobele doelen.





# Inhoudsopgave

<b>INLEIDING</b> .....	1
§1. <i>Opzet van de masterproef</i> .....	1
§2. <i>Situering van het onderwerp</i> .....	1
§3. <i>Actuele voorbeelden</i> .....	2
§4. <i>Een nieuw fenomeen</i> .....	4
§5. <i>Nood aan regulering?</i> .....	4
<b>ONDERZOEKSOPZET</b> .....	6
<b>DEEL I: DE OPKOMST VAN STEMADVISEURS IN EEN ECONOMISCH DENKKADER</b> .....	8
<b>HOOFDSTUK I. MAATSCHAPPELIJKE ACHTERGROND</b> .....	8
AFDELING I. TWEE OPEENVOLGENDE TENDENSEN .....	8
§1. <i>Verklaring voor de opkomst van stemadviseurs</i> .....	8
§2. <i>Institutionele beleggers</i> .....	8
§3. <i>Eerste tendens: de dominante positie van institutionele beleggers</i> .....	9
§4. <i>Tweede tendens: regulerende maatregelen tot activering</i> .....	10
AFDELING II. EEN ONBEDOELD (AMERIKAANS) NEVENEFFECT .....	14
§1. <i>Eerste tendens: de dominante positie van institutionele beleggers</i> .....	14
§2. <i>Tweede tendens: regulerende maatregelen tot activering</i> .....	15
§3. <i>Tussentijdse conclusie</i> .....	17
AFDELING III. RELEVANTIE EN IMPACT.....	18
§1. <i>Situatie in Europa: transparantiemaatregelen</i> .....	18
§2. <i>Impact van stemadviseurs in Europa</i> .....	21
§3. <i>Gevolgen van de impact van stemadviseurs</i> .....	23
§4. <i>Bespreking van het gebruik van stemadvies</i> .....	25
§5. <i>Overzicht van de markt van stemadviseurs</i> .....	29
<b>HOOFDSTUK II. RECHTSECONOMISCHE ANALYSE</b> .....	34
AFDELING I. OUTSIDE AGENCY PROBLEMEN .....	34
§1. <i>Theoretisch kader</i> .....	34
§2. <i>Het vierde agency probleem</i> .....	40
§3. <i>Het vijfde agency probleem</i> .....	45
AFDELING II. TYPOLOGIE VAN DE KOSTEN.....	51
<b>DEEL II: BELGISCH EN EUROPEES JURIDISCH KADER</b> .....	52
<b>HOOFDSTUK I. BELGISCH JURIDISCH KADER</b> .....	52

AFDELING I. VENNOOTSCHAPSRECHT .....	52
§1. <i>Gelijkheidsbeginsel tussen aandeelhouders</i> .....	52
§2. <i>Recht om agendavoorstellen in te dienen</i> .....	53
§3. <i>Verplichtingen van de volmachtdrager</i> .....	53
§4. <i>Empty voting en misbruik van stemrecht</i> .....	54
§5. <i>Tussentijdse conclusie</i> .....	55
AFDELING II. NIET-VENNOOTSCHAPSRECHTELIJKE RECHTSFIGUREN .....	56
§1. <i>Buitencontractuele aansprakelijkheid tegenover het bestuur</i> .....	56
§2. <i>Contractuele aansprakelijkheid tegenover de institutionele belegger</i> .....	57
§3. <i>Marktmisbruik</i> .....	57
§4. <i>Tussentijdse conclusie</i> .....	60
<b>HOOFDSTUK II. EUROPESE MAATREGELEN</b> .....	61
AFDELING I. GEDRAGSCODE .....	61
AFDELING II. GEWIJZIGDE AANDEELHOUDERSRECHTENRICHTLIJN .....	64
<b>HOOFDSTUK III. EVALUATIE VAN DE EUROPESE MAATREGELEN</b> .....	68
AFDELING I. TRANSPARANTIE ALS MIDDEL IN DE CONTROLE VAN DE AGENT .....	68
AFDELING II. AARD VAN DE INSTRUMENTEN .....	70
§1. <i>Gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn</i> .....	70
§2. <i>Gedragscode</i> .....	74
§3. <i>Gelaagde structuur</i> .....	75
AFDELING III. INHOUDELIJKE BEOORDELING .....	76
§1. <i>Transparantie in methodologieën</i> .....	76
§2. <i>Transparantie in belangenconflicten</i> .....	77
§3. <i>Transparantie in de communicatie met het bestuur</i> .....	78
<b>HOOFDSTUK IV. TUSSENTIJDSE CONCLUSIE</b> .....	80
<b>DEEL III: ALTERNATIEVE REGULERING</b> .....	81
AFDELING I. RATIO LEGIS ONTRAFELD.....	81
AFDELING II. GEDRAGSCODE.....	84
AFDELING III. GEWIJZIGDE AANDEELHOUDERSRECHTENRICHTLIJN.....	84
<b>CONCLUSIE</b> .....	86
<b>BIBLIOGRAFIE</b> .....	88
WETGEVING.....	88
RECHTSPRAAK .....	90

RECHTSLEER.....	90
VARIA.....	98

## Lijst van afkortingen

AICB	Alternatieve vorm van ICB die niet voldoet aan de voorwaarden van Richtlijn 2009/65/EG
BPPG	The Best Practice Principles Group
ESMA	European Securities and Markets Authority
ERISA	Employee Retirement Income Security Act of 1974
FSMA	Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten
ICB	Belgische of buitenlandse instellingen waarvan het uitsluitend doel de collectieve belegging van financiële middelen is
ISS	Institutional Shareholder Services
SEC	Securities and Exchange Commission
SMSG	Securities and Markets Stakeholder Group

# INLEIDING

## §1. Opzet van de masterproef

1. **HET ONDERZOEK GEKADERD.** Steeds meer activiteiten op de 21<sup>e</sup>-eeuwse kapitaalmarkten worden om redenen van digitale transformatie en kostenbesparing aan gespecialiseerde instanties uitbesteed.<sup>2</sup> Zo is nu ook de uitoefening van het stemrecht in de algemene vergadering van beursgenoteerde vennootschappen aan technologisering en professionalisering toe.<sup>3</sup> Deze masterproef zal de maatschappelijke tendensen bespreken die aan de uitbesteding van bepaalde aspecten van het stemrecht ten grondslag liggen en de kosten en baten verbonden aan die uitbesteding identificeren. Daarna volgt een evaluatie van het juridisch kader waarbinnen die gespecialiseerde instanties opereren en worden zo nodig voorstellen gedaan om het aan te scherpen.

## §2. Situering van het onderwerp

2. **TWEE TENDENSEN ACHTER DE OPKOMST VAN STEMADVISEURS.** De uitbesteding van bepaalde aspecten van het stemrecht aan een gespecialiseerde instantie is een gevolg van twee maatschappelijke tendensen. In de eerste plaats vond er een institutionalisering van het aandeelhouderschap plaats waarbij beleggers niet langer zelfstandig beleggen maar hun middelen ter beschikking stellen aan institutionele beleggers.<sup>4</sup> Dit zijn instellingen die door middel van professionele fondsbeheerders in eigen naam maar voor rekening van de achterliggende kapitaalverschaffers (hierna: cliënten) beleggen.<sup>5</sup> Deze institutionele beleggers zijn zelf aandeelhouder en dus stemgerechtigd in de algemene vergadering. In een tweede tendens werden regulerende maatregelen genomen om de institutionele beleggers aan te moedigen hun stemrecht ook effectief uit te oefenen.<sup>6</sup> Om de uitoefening van het stemrecht te vergemakkelijken, doen institutionele beleggers beroep op de diensten van externe consultants, de stemadviseurs (*proxy advisors / stemadviesbureaus / agences de conseil en vote*).<sup>7</sup>

---

<sup>2</sup> R.C. CLARK, “The four stages of capitalism: reflections on investment management treatises”, *Harv. L. Rev.* 1981, (561) 569; G.W. DENT, “A defense of proxy advisors”, *Mich. St. L. Rev.* 2014, (1287) 1288; B.C. TINGLE, “Bad company - the assumptions behind proxy advisors voting recommendations”, *Dalhousie L.J.* 2014, (709) 714.

<sup>3</sup> H. FLEISCHER, “Proxy advisors in Europe: reform proposals and regulatory strategies”, *European Company Law* 2012, (12) 12; M. FAGAN, “Third-party institutional proxy advisors: conflicts of interest and roads to reform”, *U. Mich. J. L. Reform* 2018, (621) 625.

<sup>4</sup> L.A. BEBCHUK, A. COHEN en S. HIRST, “The agency problems of institutional investors”, *Journal of Economic Perspectives* 2017, (89) 94

<sup>5</sup> B.C. TINGLE, “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC L. Rev.* 2016, (1) 12.

<sup>6</sup> C. CLOTTENS, “Editoriaal: stemadviseurs- regulering gewenst”, *TRV* 2014, (637) 637.

<sup>7</sup> C. CLOTTENS, *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen*, Antwerpen, Biblo, 2012, 360; C. CLOTTENS, “Editoriaal: stemadviseurs- regulering gewenst”, *TRV* 2014, (637) 637; S. COOLS, *De bevoegdheidsverdeling tussen algemene vergadering en raad van bestuur in de NV*, Roeselare, Roularta Media Group,

3. **STEMADVISEURS.** Stemadviseurs leveren naast een waaier aan logistieke diensten met betrekking tot de uitoefening van het stemrecht ook stemadviezen. Dit onderzoek zal zich beperken tot de bespreking van hun stemadviesfunctie. Voor wat volgt zijn stemadviseurs rechtspersonen die beroepshalve en op commerciële basis bedrijfs- en andere informatie van beursgenoteerde vennootschappen analyseren om vervolgens beleggers stemadvies te geven.<sup>8</sup>

Het zijn hoofdzakelijk institutionele beleggers die beroep doen op stemadviseurs.<sup>9</sup> In een ideale wereld stellen stemadviseurs hen in staat om zich eerst grondig te informeren over de agendavoorstellen, alvorens zelf met kennis van zaken een beslissing te nemen over de uitoefening van het stemrecht.<sup>10</sup> Deze evolutie is in de Belgische financiële actualiteit niet onopgemerkt gebleven.<sup>11</sup>

### §3. Actuele voorbeelden

4. **FUSIE PICANOL EN TESSENDERLO.** Zo stond een fusie met Picanol Group, een Vlaamse onderneming in weefgetouwen, op de agenda van de algemene vergadering van Tessenderlo Group, een Vlaams chemiebedrijf. De fusie werd vóór de algemene vergadering van de agenda gehaald omwille van tegenstand door een aantal aandeelhouders van de Tessenderlo Group. Voornamelijk Amerikaanse institutionele beleggers zoals Eagle Capital bleken de fusie af te keuren.<sup>12</sup> Eén van de voornaamste redenen die de fusie ondersteunde was een sterke Belgische verankering van beide industriële bedrijven.<sup>13</sup> Een argument waar men premier MICHEL en Vlaams minister-president BOURGEOIS wel mee kon bekoren, maar wat wellicht minder overtuigend was voor de opstandige buitenlandse institutionele beleggers.<sup>14</sup>

---

2015, 91; H. FLEISCHER, “Proxy advisors in Europe: reform proposals and regulatory strategies”, *European Company Law* 2012, (12) 12.; V. MAGNIER, *Comparative corporate governance. Legal perspectives*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2017, 120.

<sup>8</sup> Art. 1, 2), b), g) Richtl. nr. 2017/828, 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft, *Pb.L.* 20 mei 2017, afl. 132, 12.

<sup>9</sup> Discussion paper (ESMA) An overview of the proxy advisory industry: considerations on possible policy options, 22 maart 2012, ESMA/2012/212, 9; A. OMAGGIO, “Faut-il encadrer l’activité des agences de conseil en vote (proxy advisors)?”, *Droit des affaires sociétés* 2009, (29) 30; A. ECKSTEIN, “Skin in the game for credit rating agencies & proxy advisors: reality meets theory”, *Harv. Bus. L. Rev.* 2017, (221) 230.

<sup>10</sup> J.A. MCCAHERY, Z. SAUTNER en L.T. STARKS, “Behind the scenes: the corporate governance preferences of institutional investors”, *Journal of Finance forthcoming* 2015, (1) 3; M. FAGAN, “Third-party institutional proxy advisors: conflicts of interest and roads to reform”, *U. Mich. J. L. Reform* 2018, (621) 625.

<sup>11</sup> C. CLOTTENS, “Editoriaal: stemadviseurs- regulering gewenst”, *TRV* 2014, (637) 637.

<sup>12</sup> L. VAN DRIESCHE, “Picanol et Tessenderlo restent autonomes”, *l’Echo*, 8 maart 2016, [www.lecho.be/actualite/archive/Picanol-et-Tessenderlo-restent-autonomes/9741372](http://www.lecho.be/actualite/archive/Picanol-et-Tessenderlo-restent-autonomes/9741372); X, “Levée de boucliers contre le bonus de Muller chez Delhaize”, *l’Echo*, 1 maart 2016, [www.lecho.be/entreprises/grande-distribution/Levee-de-boucliers-contre-le-bonus-de-Muller-chez-Delhaize/9738703](http://www.lecho.be/entreprises/grande-distribution/Levee-de-boucliers-contre-le-bonus-de-Muller-chez-Delhaize/9738703).

<sup>13</sup> PICANOL, “Persbericht: Tessenderlo Group en Picanol Group kondigen voornemen aan om activiteiten te bundelen in één Belgische industriële groep”, 16 december 2015,

<http://assets.picanolgroup.com/Press%20Releases/PR%20Picanol%20Tessenderlo%20Group%2016122015%20NL.pdf>.

<sup>14</sup> L. VAN DRIESCHE, “Picanol et Tessenderlo restent autonomes”, *l’Echo*, 8 maart 2016,

Ook een stemadviseur had een aantal institutionele beleggers geadviseerd om tegen de fusie te stemmen wegens onduidelijkheid over de strategische motivering en de mogelijke synergiën van de fusie. Volgens de stemadviseur diende deze fusie slechts de belangen van de aan de bedrijven gemeenschappelijke CEO LUC TACK.<sup>15</sup> Deze laatste zette een punt achter de plannen vanwege onvoldoende steun in de markt.<sup>16</sup>

5. **OVERNAME ABN AMRO DOOR FORTIS.** In het kader van de onderhandelingen over de overname van ABN Amro anno 2007 adviseerde een stemadviseur de aandeelhouders van ABN Amro om tegen de invoering van een beschermingsconstructie te stemmen.<sup>17</sup> In datzelfde jaar gaven stemadviseurs de aandeelhouders van Fortis positief advies over het agendavoorstel om een kapitaalverhoging door te voeren teneinde ABN Amro te kopen.<sup>18</sup>
6. **FUSIE AHOLD EN DELHAIZE.** In het licht van de fusie tussen Ahold en Delhaize moest de algemene vergadering van beide vennootschappen zich uitspreken over de getrouwheidspremie van 1,5 miljoen euro in stock opties voor FRANS MULLER, CEO van Delhaize.<sup>19</sup> Een stemadviseur ondersteunde de fusie zelf maar sprak zich uitdrukkelijk uit tegen de premie omdat de vergoeding van de CEO reeds voldoende gestegen zou zijn. Een andere stemadviseur achtte de premie dan wel weer redelijk.<sup>20</sup>

Delhaize zelf had een groot aantal institutionele beleggers als aandeelhouder en vreesde dat het voorstel niet zou worden aanvaard. Bijgevolg schreef het remuneratiecomité de aandeelhouders van Delhaize aan om hen te waarschuwen dat het stemadvies van de betrokken stemadviseur op onjuiste bedragen gebaseerd was.<sup>21</sup>

---

[www.lecho.be/actualite/archive/Picanol-et-Tessenderlo-restant-autonomes/9741372](http://www.lecho.be/actualite/archive/Picanol-et-Tessenderlo-restant-autonomes/9741372).

<sup>15</sup> X, "La fusion entre Picanol et Tessenderlo fait face à de la résistance", *l'Echo*, 14 januari 2016,

[www.lecho.be/actualite/archive/La-fusion-entre-Picanol-et-Tessenderlo-fait-face-a-de-la-resistance/9720170](http://www.lecho.be/actualite/archive/La-fusion-entre-Picanol-et-Tessenderlo-fait-face-a-de-la-resistance/9720170).

<sup>16</sup> L. VAN DRIESCHE, "Picanol et Tessenderlo restent autonomes", *l'Echo*, 8 maart 2016,

[www.lecho.be/actualite/archive/Picanol-et-Tessenderlo-restant-autonomes/9741372](http://www.lecho.be/actualite/archive/Picanol-et-Tessenderlo-restant-autonomes/9741372).

<sup>17</sup> X, "Possible OPA de Barclays sur ABN Amro ce mardi", *l'Echo*, 19 april 2007,

[www.lecho.be/actualite/algemeen-finances/Possible-OPA-de-Barclays-sur-ABN-Amro-ce-mardi/2861584](http://www.lecho.be/actualite/algemeen-finances/Possible-OPA-de-Barclays-sur-ABN-Amro-ce-mardi/2861584).

<sup>18</sup> X, "La position des hedge funds dans ABN salvatrice pour Fortis?", *l'Echo*, 31 juli 2007,

[www.lecho.be/actualite/archive/La-position-des-hedge-funds-dans-ABN-salvatrice-pour-Fortis/8870901](http://www.lecho.be/actualite/archive/La-position-des-hedge-funds-dans-ABN-salvatrice-pour-Fortis/8870901);

X, "Fortis reçoit le soutien de deux sociétés-conseil", *l'Echo*, 1 augustus 2007,

[www.lecho.be/actualite/entreprises-finance/Fortis-recoit-le-soutien-de-deux-societes-conseil/3099292](http://www.lecho.be/actualite/entreprises-finance/Fortis-recoit-le-soutien-de-deux-societes-conseil/3099292).

<sup>19</sup> J.-F. SACRE, "C'est le moment idéal pour marier Delhaize et Ahold", *l'Echo*, 6 maart 2016,

[www.lecho.be/dossier/delhaizeahold/C-est-le-moment-ideal-pour-marier-Delhaize-et-Ahold/9740823](http://www.lecho.be/dossier/delhaizeahold/C-est-le-moment-ideal-pour-marier-Delhaize-et-Ahold/9740823).

<sup>20</sup> X, "Levée de boucliers contre le bonus de Muller chez Delhaize", *l'Echo*, 1 maart 2016,

[www.lecho.be/entreprises/grande-distribution/Levee-de-boucliers-contre-le-bonus-de-Muller-chez-Delhaize/9738703](http://www.lecho.be/entreprises/grande-distribution/Levee-de-boucliers-contre-le-bonus-de-Muller-chez-Delhaize/9738703).

<sup>21</sup> B. MCEWAN, "ISS Report on Item #4 – Proposed grant of performance share units to Frans Muller", 25 februari 2016, [www.aholddelhaize.com/media/1839/shareholders-letter-on-item-4-iss-report-eng.pdf](http://www.aholddelhaize.com/media/1839/shareholders-letter-on-item-4-iss-report-eng.pdf).

Ook het bestuur van Ahold vreesde dat de commotie de goedkeuring van de fusie zou kunnen bemoeilijken. Zij haalde het punt van de agenda en stelde daarmee de stemming over de vergoeding van het bestuur uit naar de volgende gewone algemene vergadering.<sup>22</sup> Daar werd het agendapunt goedgekeurd met 90.92% van de stemmen ‘voor’ en 9.08% van de stemmen ‘tegen’. In vergelijking met alle andere agendapunten met betrekking tot de fusie, kreeg de vergoeding van het bestuur daarmee veruit de minste steun van de algemene vergadering van Ahold.<sup>23</sup> Uiteindelijk werd de premie dus door beide algemene vergaderingen goedgekeurd.<sup>24</sup>

#### §4. Een nieuw fenomeen

7. **VOORWERP VAN KRITIEK.** Men kan zich afvragen of de uitkomst van voorgaande zaken anders zou zijn geweest zonder tussenkomst van stemadviseurs. Het is met andere woorden opmerkelijk dat institutionele beleggers (soms ook buitenlandse) zich juist nu steeds meer lijken te verzetten tegen juridisch correcte agendavoorstellen hoewel ze tot voor kort een te passieve rol op de algemene vergaderingen verweten werden.<sup>25</sup> Voornamelijk de relatief grote operationele vrijheid in combinatie met de steeds groeiende macht van stemadviseurs ligt onder vuur.<sup>26</sup> Deze kritieken komen hoofdzakelijk van bestuurders van vennootschappen, terwijl de institutionele beleggers zelf tevreden lijken met deze nieuwe ontwikkeling.<sup>27</sup>

#### §5. Nood aan regulering?

8. **NOOD AAN ONDERZOEK VAN HET JURIDISCH KADER.** Door bovenstaande zaken ontstond steeds meer interesse in stemadviseurs en meer bepaald met betrekking tot het juridisch kader waaraan zij onderworpen zijn. In België valt men terug op het gemeenrechtelijk kader. Voor verdere regulering vertrouwt men op het geharmoniseerd beleid van de Europese Unie.

---

<sup>22</sup> AHOLD, “Press Release: Ahold publishes April 19 AGM agenda and amends March 14 EGM agenda”, 8 maart 2016, [www.aholddelhaize.com/media/8333/ahold-publishes-april-19-agm-agenda-and-amends-march-14-egm-agenda.pdf](http://www.aholddelhaize.com/media/8333/ahold-publishes-april-19-agm-agenda-and-amends-march-14-egm-agenda.pdf).

<sup>23</sup> Zie agenda item 9: AHOLD, “General meeting of shareholders: resolutions taken April 19, 2016”, 19 april 2016, [www.aholddelhaize.com/media/1727/ahold-agm-2016-adopted-resolutions\\_en\\_final.pdf](http://www.aholddelhaize.com/media/1727/ahold-agm-2016-adopted-resolutions_en_final.pdf), 2; vgl. AHOLD, “Extraordinary general meeting of shareholders: resolutions taken March 14, 2016”, 14 maart 2016, [www.aholddelhaize.com/media/1670/ahold-egm-2016-egm-2016-adopted-resolutions\\_en.pdf](http://www.aholddelhaize.com/media/1670/ahold-egm-2016-egm-2016-adopted-resolutions_en.pdf).

<sup>24</sup> DELHAIZE, “Delhaize aandeelhouders keuren voorgenomen fusie met Ahold goed”, 14 maart 2016, [www.vfb.be/vfb/Media/Default/archief\\_pers/delhaize-groep/Delhaize%20aandeelhouders%20keuren%20voorgenomen%20fusie%20met%20Ahold%20goed%20\(14.3.2016\).pdf](http://www.vfb.be/vfb/Media/Default/archief_pers/delhaize-groep/Delhaize%20aandeelhouders%20keuren%20voorgenomen%20fusie%20met%20Ahold%20goed%20(14.3.2016).pdf).

<sup>25</sup> S. COOLS, *De bevoegdheidsverdeling tussen algemene vergadering en raad van bestuur in de NV*, Roeselare, Roularta Media Group, 2015, 87; M. VERMEER, “De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer”, *O&F* 2007, (33) 36.

<sup>26</sup> C. CLOTTENS, “Editoriaal: stemadviseurs- regulering gewenst”, *TRV* 2014, (637) 637; A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 108.

<sup>27</sup> Rapport (ESMA) Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, 19 februari 2013, ESMA/2013/84, 5; G.W. DENT, “A defense of proxy advisors”, *Mich. St. L. Rev.* 2014, (1287) 1298.



Ondertussen heeft de European Securities and Markets Authority (ESMA) een marktonderzoek gedaan,<sup>28</sup> een finaal rapport uitgebracht,<sup>29</sup> de industrie aangeraden een gedragscode op te stellen<sup>30</sup> en de werking van die gedragscode geëvalueerd<sup>31, 32</sup>. Ook de Europese Raad en het Europees Parlement wijzigden de aandeelhoudersrechtenrichtlijn nr. 2007/36/EG door richtlijn nr. 2017/828<sup>33</sup> (hierna: gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn) onder meer vanwege de belangrijke rol van stemadviseurs.<sup>34</sup> Nu de literatuur op het scherp van de snee debatteert en de regulerende instanties de handen uit de mouwen steken, is deze masterproef een uitgelezen kans om meer duidelijkheid te verschaffen over het onderwerp.

---

<sup>28</sup> Discussion paper (ESMA) An overview of the proxy advisory industry: considerations on possible policy options, 22 maart 2012, ESMA/2012/212.

<sup>29</sup> Rapport (ESMA) Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, 19 februari 2013, ESMA/2013/84.

<sup>30</sup> BPPG, “Best practice principles for providers of shareholder voting research & analysis”, 2014, <https://bppgrp.info/wp-content/uploads/2014/03/BPP-ShareholderVoting-Research-2014.pdf>, 11 (hierna: Gedragscode BPPG (2014)).

<sup>31</sup> Rapport (ESMA) Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis, 18 december 2015, ESMA/2015/1887.

<sup>32</sup> Rapport (ESMA) Trends, risks and vulnerabilities, No. 2, 2016, 40.

<sup>33</sup> Richtl. nr. 2017/828, 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft, *Pb.L.* 20 mei 2017, afl. 132, 1 (hierna: Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn).

<sup>34</sup> Overw. (25) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

# ONDERZOEKSOPZET

9. **ONDERZOEKSVRAAG.** Deze masterproef zal volgende onderzoeksvraag beantwoorden:

*Is het juridisch kader waarin stemadviseurs opereren wanneer zij institutionele beleggers adviseren over de uitoefening van het stemrecht in de algemene vergadering van beursgenoteerde vennootschappen in België optimaal of dringen aanpassingen zich op en zo ja, welke?*

Het studieterrein van deze masterproef beperkt zich tot de beursgenoteerde vennootschappen in België. De onderzoeksvraag valt uiteen in vier sub-onderzoeksvragen.

10. **EERSTE SUB-ONDERZOEKSVRAAG.** In het eerste deel wordt de interne werking van institutionele beleggers en de wijze waarop zij hun aandeelhoudersrechten uitoefenen, besproken. Vervolgens wordt de historische evolutie van de industrie van stemadviseurs in kaart gebracht. Aansluitend worden de vaststellingen getoetst aan de situatie in België en wordt onderzocht wat de implicaties voor kleine Belgische beleggers hiervan zouden kunnen zijn. Daarna zal de agency theorie als rechtseconomisch model gebruikt worden om te verklaren waarom institutionele beleggers een stemadviseur inschakelen en wat de mogelijke kosten zijn die ontstaan door die delegatie. Dit veronderstelt het gebruik van een verklarende methode.<sup>35</sup>

Vervolgens wordt een typologie van de kosten gemaakt die ontstaan door het gebruik van stemadviseurs aan de hand van een beschrijvende methode.<sup>36</sup> Dit is een belangrijke eerste stap voor het evaluatief en eventueel normatief onderzoek dat volgt. De eerste sub-onderzoeksvraag luidt: *Wat zijn de oorzaken voor de opkomst van stemadviseurs en welke kosten brengt deze evolutie met zich mee?*

11. **TWEEDE EN DERDE SUB-ONDERZOEKSVRAAG.** In het tweede deel wordt het juridisch kader besproken aan de hand van een beschrijvende methode.<sup>37</sup> Eerst worden een aantal Belgische rechtsfiguren uit het vennootschapsrecht aan de opkomst van stemadviseurs getoetst. Ondanks het vennootschapsrechtelijke perspectief van dit onderzoek is het wenselijk om vervolgens de toepasselijkheid van het aansprakelijkheidsrecht en het marktmisbruik als niet-vennootschapsrechtelijke rechtsfiguren te bekijken. Daarna volgt een bespreking van de specifieke Europese maatregelen. De tweede sub-onderzoeksvraag luidt: *Wat is het Belgisch en Europees juridisch kader waarin stemadviseurs opereren?*

---

<sup>35</sup> L. KESTEMONT en P. SCHOUKENS, *Rechtswetenschappelijk schrijven*, Leuven, Acco, 2012, 48.

<sup>36</sup> *Ibid.*, 49.

<sup>37</sup> *Ibid.*, 45.

Vervolgens worden het Belgisch en Europees juridisch kader getoetst op hun effectiviteit.<sup>38</sup> In dit onderzoek wordt gekozen om de effectiviteit te beoordelen aan de hand van de toename van de aandeelhouderswaarde.<sup>39</sup> Dit slaat een brug tussen het economisch model van deel één en het juridisch kader van deel twee.<sup>40</sup> Hiervoor wordt een evaluatieve methode gebruikt.<sup>41</sup> De derde sub-onderzoeksvraag luidt: *Is het juridisch kader optimaal gelet op de geïdentificeerde kosten die ontstaan naar aanleiding van de uitbesteding?*

12. **VIERDE SUB-ONDERZOEKSVRAAG.** In het derde en laatste deel worden zo nodig alternatieve regulerende maatregelen geformuleerd die zijn aangepast aan de eigenheid van het Belgisch rechtsstelsel.<sup>42</sup> Hiervoor wordt een normatieve methode gebruikt.<sup>43</sup> Afhankelijk van de resultaten van de vorige delen zullen aanbevelingen worden gedaan over hoe mogelijke lacunes of inefficiënties juridisch weggewerkt kunnen worden. De vierde sub-onderzoeksvraag luidt: *Indien regulering gewenst is, welke alternatieve maatregelen moeten worden genomen?*

---

<sup>38</sup> L. KESTEMONT en P. SCHOUKENS, *Rechtswetenschappelijk schrijven*, Leuven, Acco, 2012, 50.

<sup>39</sup> P. ALI, R. T. LANGFORD en I. RAMSEY, *Corporations law: a custom publication for Melbourne*, Chatswood, LexisNexis, 2018, 22-35.

<sup>40</sup> L. KESTEMONT en P. SCHOUKENS, *Rechtswetenschappelijk schrijven*, Leuven, Acco, 2012, 30.

<sup>41</sup> *Ibid.*, 50.

<sup>42</sup> *Ibid.*, 52.

<sup>43</sup> *Ibid.*

# DEEL I: DE OPKOMST VAN STEMADVISEURS IN EEN ECONOMISCH DENKKADER

Eerste sub-onderzoeksvraag: *Wat zijn de oorzaken voor de opkomst van stemadviseurs en welke kosten brengt deze evolutie met zich mee?*

## HOOFDSTUK I. MAATSCHAPPELIJKE ACHTERGROND

### AFDELING I. TWEE OPEENVOLGENDE TENDENSEN

#### §1. Verklaring voor de opkomst van stemadviseurs

13. **DE OPKOMST VAN STEMADVISEURS.** De opkomst van stemadviseurs is het gevolg van twee opeenvolgende tendensen waarbij institutionele beleggers eerst een dominante positie op de kapitaalmarkten verwierven en vervolgens door regulerende maatregelen aangemoedigd werden om het stemrecht uit te oefenen.<sup>44</sup> CHEFFINS stelt vast dat het activeren van institutionele beleggers maar mogelijk is met pragmatische maatregelen.<sup>45</sup> Al te vaak gingen deze regulerende maatregelen juist voorbij aan de praktische problemen die institutionele beleggers ondervinden bij het bepalen van de manier waarop zij moeten stemmen.<sup>46</sup> Dit gebrek aan pragmatisme dreef institutionele beleggers naar goedkopere alternatieven zoals de inhuur van diensten van stemadviseurs.<sup>47</sup>

#### §2. Institutionele beleggers

14. **DEFINIËRING VAN DE INSTITUTIONELE BELEGGER.** De institutionele beleggers hebben een centrale rol in dit onderzoek. Voor wat volgt zijn institutionele beleggers, vaak buitenlandse instellingen met een groot vermogen en gedifferentieerde portefeuilles, die door middel van een professionele fondsbeheerder als tussenpersonen beroepsmatig de middelen van cliënten beleggen en bijgevolg zelf professionele aandeelhouders zijn.<sup>48</sup>

---

<sup>44</sup> A. ECKSTEIN, "Great expectations: the perils of an expectations gap in proxyadvisory firm regulation", *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 90.

<sup>45</sup> B.R. CHEFFINS, "The Stewardship Code's Achilles' Heel", *MLR* 2010, (1004) 1014.

<sup>46</sup> Med.Comm. aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het comité van de regio's, actieplan: Europees vennootschapsrecht en corporate governance – een modern rechtskader voor meer betrokken aandeelhouders en duurzamere ondernemingen, 12 december 2012, COM(2012) 740 def, 11 (hierna: Med.Comm. Actieplan, 12 december 2012, COM(2012) 740 def).

<sup>47</sup> *Ibid.*

<sup>48</sup> S. DELAEY, *De contractuele verhouding inzake portefeuillebeheer: op de wip tussen MiFID en privaatrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2010, 8-12; V. MAGNIER, *Comparative corporate governance. Legal perspectives*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2017, 116.

De cliënten beleggen dus niet langer zelfstandig en rechtstreeks in beursgenoteerde vennootschappen.<sup>49</sup> De term institutionele belegger omvat voor dit onderzoek onder meer Belgische of buitenlandse instellingen waarvan het uitsluitend doel de collectieve belegging van financiële middelen is (hierna: ICB),<sup>50</sup> alternatieve instellingen voor collectieve beleggingen (hierna: AICB)<sup>51</sup> en pensioenfondsen.<sup>52</sup>

15. **INTERNE WERKING VAN INSTITUTIONELE BELEGGERS.** Het kapitaal dat cliënten ter beschikking stellen wordt verzameld en vervolgens door een professionele fondsbeheerder in naam van de institutionele belegger maar voor rekening van de achterliggende cliënten belegd.<sup>53</sup> De cliënten beschikken over een onverdeeld belang in het gehele aandelenpakket van de institutionele belegger, ook wel het portfolio genoemd. Bijgevolg is het is niet langer de prestatie van een bepaald aandeel maar dat van het gehele portfolio die de uiteindelijke uitkering voor de cliënten zal bepalen. Deze opbrengst komt toe aan de cliënten na aftrek van de commissie van de professionele fondsbeheerder.<sup>54</sup>

### §3. Eerste tendens: de dominante positie van institutionele beleggers

16. **DE METAMORFOSE VAN DE ALGEMENE VERGADERING.** De meeste institutionele beleggers verspreiden hun investeringen over verschillende beleggingsactiva. Dit noemt men diversificatie in het portfolio. Door diversificatie kunnen investeringsrisico's beperkt worden.<sup>55</sup> Om die reden zijn een aantal institutionele beleggers hier ook wettelijk toe verplicht in hun beleggingsbeleid.<sup>56</sup>

---

<sup>49</sup> B.C. TINGLE, "The agency cost case for regulating proxy advisory firms", *UBC L. Rev.* 2016, (1) 12.

<sup>50</sup> Art. 3, 1° wet 3 augustus 2012 betreffende bepaalde vormen van collectief beheer van beleggingsportefeuilles, *BS* 19 oktober 2012, 63652.

<sup>51</sup> Dit zijn ICBs die bij een reeks beleggers kapitaal ophalen om dit overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid in het belang van die beleggers te beleggen maar die niet voldoen aan de voorwaarden van Richtlijn 2009/65/EG: art. 3, 2° wet 19 april 2014 betreffende de alternatieve instellingen voor collectieve belegging en hun beheerders, *BS* 17 juni 2014, 45353.

<sup>52</sup> V. MAGNIER, *Comparative corporate governance. Legal perspectives*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2017, 116.

<sup>53</sup> K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate Governance: eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 63; V. MAGNIER, *Comparative corporate governance. Legal perspectives*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2017, 115.

<sup>54</sup> S. DELAEY, *De contractuele verhouding inzake portefeuillebeheer: op de wip tussen MiFID en privaatrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2010, 8 en 10; B.C. TINGLE, "The agency cost case for regulating proxy advisory firms", *UBC L. Rev.* 2016, (1) 13.

<sup>55</sup> M.E. MANGRAM, "A simplified perspective of the Markowitz portfolio theory", *GJBR* 2013, (59) 60.

<sup>56</sup> Art. 62, §1 en art. 66, §2 KB 12 november 2012 met betrekking tot de instellingen voor collectieve belegging die voldoen aan de voorwaarden van Richtlijn 2009/65/EG, *BS* 30 november 2012, 76604.

Omdat institutionele beleggers veel middelen onder hun beheer hebben en deze spreiden over verschillende beleggingsactiva wijzigden de kapitaalmarkten zodanig dat voortaan een kleine groep institutionele beleggers substantiële aandeelhouder is in de meeste beursgenoteerde vennootschappen.<sup>57</sup> Deze evolutie vond ook op de Belgische kapitaalmarkten plaats.<sup>58</sup>

17. **REDEN VOOR TOENEMENDE POPULARITEIT.** Institutionele beleggers verwierven hun dominante positie op de kapitaalmarkten omdat een aantal efficiëntievoordelen het aantrekkelijk maken voor een individuele belegger om cliënt te worden bij een institutionele belegger. Zij kunnen op die manier onder meer investeringsrisico's beperken, beroep doen op de expertise van de professionele fondsbeheerder en mee genieten van de sterke invloed van de institutionele beleggers op beursgenoteerde vennootschappen.<sup>59</sup> Beleggen via een institutionele belegger kan ook aantrekkelijk zijn om redenen van fiscale optimalisatie.<sup>60</sup>

#### §4. Tweede tendens: regulerende maatregelen tot activering

18. **PASSIVITEIT VAN INSTITUTIONELE BELEGGERS.** De institutionele belegger is als aandeelhouder stemgerechtigd in de algemene vergadering van de beursgenoteerde vennootschappen waarvan de aandelen deel uitmaken van zijn portfolio. Er ontstond commotie in de literatuur over de mate waarin institutionele beleggers wegen op corporate governance (letterlijk: ondernemingsbestuur<sup>61</sup>/gouvernement d'entreprise<sup>62</sup>) en meer bepaald over hun ondermaatse participatie in de algemene vergadering.<sup>63</sup> Voor veel auteurs is dit een gemiste kans en moeten regulerende maatregelen institutionele beleggers aanmoedigen om hun stemrecht effectief uit te oefenen.<sup>64</sup>

---

<sup>57</sup> K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate governance: eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 64; L.A. BEBCHUK e.a., "The agency problems of institutional investors", *Journal of Economic Perspectives* 2017, (89) 89; V. MAGNIER, *Comparative corporate governance. Legal perspectives*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2017, 114-115.

<sup>58</sup> X, "De machtsgreep van de institutionele belegger", *De Standaard*, 31 oktober 2007, <http://www.standaard.be/cnt/0u1jdrs9>.

<sup>59</sup> L.A. BEBCHUK e.a., "The agency problems of institutional investors", *Journal of Economic Perspectives* 2017, (89) 91.

<sup>60</sup> Bijvoorbeeld de premietaks van 2% op de storting van premies in een Tak 23 levensverzekering als eindbelasting onder art. 175/3 WDTR: L. DE BROE (ed.), *Vademecum fiscale falconis*, Mechelen, Kluwer, 2017, 166.

<sup>61</sup> K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate Governance: eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 16.

<sup>62</sup> Y. DE CORDT, "La transparence en droit des sociétés" in O. CAPRASSE (ed.), *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Brussel, Larcier, 2008, (11) 161.

<sup>63</sup> S. COOLS, *De bevoegdheidsverdeling tussen algemene vergadering en raad van bestuur in de NV*, Roeselare, Roularta Media Group, 2015, 87.

<sup>64</sup> Med.Comm. Actieplan, 12 december 2012, COM(2012) 740 def, *supra* vn. 46, 3; B.C. TINGLE, "Bad company - the assumptions behind proxy advisors voting recommendations", *Dalhousie L.J.* 2014, (709) 716.

19. **TENDENS OM STEMMEN TE VERGEMAKKELIJKEN.** De institutionele beleggers kunnen in de eerste plaats zelf beslissen om al dan niet te stemmen in de algemene vergadering.<sup>65</sup> Wanneer men passief blijft door op regelmatige basis niet te stemmen noemt men dit absentisme.<sup>66</sup> De Europese instellingen hebben maatregelen genomen om dit tegen te gaan.<sup>67</sup>

Zo werd transnationaal stemmen vereenvoudigd voor bepaalde institutionele beleggers<sup>68</sup> door stemmen via de elektronische weg te versoepelen<sup>69</sup> en een registratiedatum in te voeren.<sup>70</sup> Door de registratiedatum worden stemgerechtigde aandelen voorafgaand aan de algemene vergadering vastgesteld zonder dat de overdracht van die aandelen tussen de registratiedatum en de algemene vergadering aan beperkingen onderworpen kunnen worden.<sup>71</sup> In België is dit de boekhoudkundige registratie<sup>72</sup> van de aandelen op naam van de aandeelhouder op de veertiende dag vóór de algemene vergadering<sup>73</sup> ongeacht het aantal aandelen dat de aandeelhouder bezit op de dag van de algemene vergadering.<sup>74</sup> Op die manier werd een grote oorzaak van absentisme van buitenlandse institutionele beleggers weggewerkt.<sup>75</sup>

---

<sup>65</sup> C. CLOTTENS, *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen*, Antwerpen, Biblo, 2012, 209.

<sup>66</sup> S. SUAERWALD et al., "Proxy advisors and shareholder dissent: a cross-country comparative study", *Journal of Management* 2016, (1) 5.

<sup>67</sup> Overw. (16) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn; Med.Comm. Actieplan, 12 december 2012, COM(2012) 740 def, *supra* vn. 46, 5; Advies (EESC) nr. 2014/C 451/14, over het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft, *Pb.L.* 16 december 2014, afl. 451, 87, nr. 1.4 en 4.3; Y. DE CORDT, "La transparence en droit des sociétés" in O. CAPRASSE (ed.), *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Brussel, Larcier, 2008, (11) 54; C. CLOTTENS, "Editoriaal: stemadviseurs- regulering gewenst", *TRV* 2014, (637) 637.

<sup>68</sup> Instellingen voor collectieve beleggingen: art. 1, 3, a) Richtl. nr. 2007/36/EG, 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen, *Pb.L.* 14 juli 2007, afl. 184, 19; alsook vergunde instellingen met het uitsluitend doel publiek aangetrokken kapitaal collectief te beleggen: art. 1, 3, b) Richtl. nr. 2007/36/EG, 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen, *Pb.L.* 14 juli 2007, afl. 184, 19.

<sup>69</sup> Art. 8 Richtl. nr. 2007/36/EG, 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen, *Pb.L.* 14 juli 2007, afl. 184, 22; art. 7:146 wet 23 maart 2019 tot invoering van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen en houdende diverse bepalingen, *BS* 4 april 2019 (hierna: WVV).

<sup>70</sup> Art. 7, 2) Richtl. nr. 2007/36/EG, 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen, *Pb.L.* 14 juli 2007, afl. 184, 21.

<sup>71</sup> Art. 7, 1), b) Richtl. nr. 2007/36/EG, 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen, *Pb.L.* 14 juli 2007, afl. 184, 21.

<sup>72</sup> Hetzij door hun inschrijving in het register van de aandelen op naam van de vennootschap, hetzij door hun inschrijving op de rekeningen van een erkende rekeninghouder of van een vereffeningsinstelling.

<sup>73</sup> Dit is om vierentwintig uur Belgische tijd.

<sup>74</sup> Art. 7:134, §2 WVV.

<sup>75</sup> X. DIEUX en D. WILLERMAIN, *Corporate governance: la loi du 2 août 2002*, Brussel, Larcier, 2004, 138; A. OMAGGIO, "Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors)?" *Droit des affaires sociétés* 2009, (29) 35; J. ARMOUR, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN en M. PARGENDLER, "What is corporate law?" in R. KRAAKMAN, J. ARMOUR, P. DAVIES, L. ENRIQUES, H. HANSMANN, G. HERTIG, K. HOPT, H. KANDA, M. PARGENDLER, W.-G. RINGE en E. ROCK (eds.), *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, (1) 26.

Dit was een belangrijke stap. Steeds vaker zijn institutionele beleggers op de Europese kapitaalmarkten van buitenlandse, hoofdzakelijk Amerikaanse, origine.<sup>76</sup> CHEFFINS stelt vast dat institutionele beleggers actiever optreden in binnenlandse vennootschappen dan in buitenlandse.<sup>77</sup> Zeker wanneer zij een groot internationaal portfolio met vaak maar een relatief beperkt aandeel in elke vennootschap aanhouden, neigen zij naar absenteïsme.<sup>78</sup> In 2016 was 81% van alle 708 ICBs in België van buitenlandse origine.<sup>79</sup>

20. **ALTERNATIEVE STRATEGIEËN.** Er bestaan naast het al dan niet stemmen in de algemene vergadering ook andere strategieën om als aandeelhouder te wegen op de corporate governance van de vennootschap.<sup>80</sup> Zo is er de ‘Wall Street rule’ waarbij institutionele beleggers, hetzij gemakshalve,<sup>81</sup> hetzij naar aanleiding van belangenconflicten,<sup>82</sup> besluiten om steeds in lijn met het bestuur te stemmen. Indien zij het oneens zijn met het beleid van het bestuur moeten zij hun aandelen maar verkopen.<sup>83</sup>
21. Dit laatste aspect van de ‘Wall Street rule’ werd op zichzelf een gebruikelijke strategie, juist omdat kleine groepen institutionele beleggers substantiële aandeelhouders zijn in de meeste beursgenoteerde vennootschappen.<sup>84</sup> Een aandeelhouder kan wegen op corporate governance door te dreigen om zijn aandelen te verkopen en dus zijn stem te laten horen in de vorm van een (potentiële) ‘exit’.<sup>85</sup> Indien een aandeelhouder ook effectief de ‘exit’ uitvoert, brengt dit het bestuur in diskrediet bij de overige aandeelhouders wanneer het misgenoegen zich vertaalt in een daling van de beurswaarde van de aandelen.<sup>86</sup> Dit noemt men ‘met de voeten stemmen’.<sup>87</sup>

---

<sup>76</sup> B.R. CHEFFINS, “The Stewardship Code’s Achilles’ Heel”, *MLR* 2010, (1004) 1018.

<sup>77</sup> *Ibid.*, (1004) 1021.

<sup>78</sup> *Ibid.*

<sup>79</sup> BEAMA, “Algemeen overzicht”, *s.d.*, [www.beama.be/nl/statistieken/lange-termijn/de-belgische-icb-markt/belgische-icb-markt-algemeen-overzicht](http://www.beama.be/nl/statistieken/lange-termijn/de-belgische-icb-markt/belgische-icb-markt-algemeen-overzicht).

<sup>80</sup> FRC, “The UK Stewardship Code”, 2012, [www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-\(September-2012\).pdf](http://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-(September-2012).pdf), 1.

<sup>81</sup> S.M. BAINBRIDGE, “Shareholder activism and institutional investors”, *UCLA Sch.L., law & Economics Research Paper Series, s.d.*, (1) 12.

<sup>82</sup> G.W. DENT, “A defense of proxy advisors”, *Mich. St. L. Rev.* 2014, (1287) 1305.

<sup>83</sup> J.A. MCCAHERY e.a., “Behind the scenes: the corporate governance preferences of institutional investors”, *Journal of Finance forthcoming* 2015, (1) 1.

<sup>84</sup> L.A. BEBCHUK e.a., “The agency problems of institutional investors”, *Journal of Economic Perspectives* 2017, (89) 89; V. MAGNIER, *Comparative corporate governance. Legal perspectives*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2017, 114-115.

<sup>85</sup> C. CLOTTENS, *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen*, Antwerpen, Biblo, 2012, 210.

<sup>86</sup> J.A. MCCAHERY e.a., “Behind the scenes: the corporate governance preferences of institutional investors”, *Journal of Finance forthcoming* 2015, (1) 16.

<sup>87</sup> S. COOLS, *De bevoegdheidsverdeling tussen algemene vergadering en raad van bestuur in de NV*, Roeselare, Roularta Media Group, 2015, 88.



Deze techniek is niet altijd mogelijk wanneer institutionele beleggers een grote participatie aanhouden.<sup>88</sup> Alternatief zouden institutionele beleggers verandering kunnen brengen door rechtstreeks te lobbyen bij het bestuur.<sup>89</sup> Een dergelijke directe interventie noemt men ‘voice’.<sup>90</sup> Vaak worden ‘exit’ en ‘voice’ complementair gebruikt aangezien de effectiviteit van ‘voice’ verhoogt indien ze wordt gekoppeld aan een ‘exit’.<sup>91</sup> Ook deze strategie heeft grenzen omdat de institutionele beleggers voorkennis zouden kunnen krijgen en bijgevolg onderworpen zijn aan een verbod om de aandelen te verhandelen.<sup>92</sup> Institutionele beleggers bewaren echter graag de flexibiliteit om slecht presterende aandelen snel van de hand te kunnen doen en rijden zich daarom liever niet vast in een corporate governance strategie.<sup>93</sup>

22. **AANWIJZINGEN VAN EEN TENDENS TOT ACTIVERING.** Het is moeilijk om de heterogene verzameling institutionele beleggers eenzelfde corporate governance strategie toe te schrijven.<sup>94</sup> De meningen zijn dan ook verdeeld over de concrete invloed van institutionele beleggers op corporate governance en de gevolgen daarvan.<sup>95</sup> In ieder geval is het beleid van de Europese instellingen gericht op een verhoging van de beleggersbescherming, wat steeds gepaard lijkt te gaan met regulerende maatregelen die een activering van de institutionele beleggers in de algemene vergadering beogen.<sup>96</sup> Een soortgelijk beleid leidde in de Verenigde Staten tot een onbedoeld neveneffect.

---

<sup>88</sup> Zie L. KLÖHN en P. SCHWARZ, “The regulation of proxy advisors”, 2012, <http://ssrn.com/abstract=2079799>, (1) 7.

<sup>89</sup> O. CAPRASSE (ed.), *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Brussel, Larcier, 2008, 7.

<sup>90</sup> J.A. MCCAHERY e.a., “Behind the scenes: the corporate governance preferences of institutional investors”, *Journal of Finance forthcoming* 2015, (1) 1.

<sup>91</sup> *Ibid.*, 13.

<sup>92</sup> Art. 8 Verordening marktmisbruik.

<sup>93</sup> B.R. CHEFFINS, “The Stewardship Code’s Achilles’ Heel”, *MLR* 2010, (1004) 1014.

<sup>94</sup> V. MAGNIER, *Comparative corporate governance. Legal perspectives*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2017, 116.

<sup>95</sup> Denk bijvoorbeeld aan de discussie rond de risico’s van te actieve institutionele beleggers in het geval van ‘common ownership’: T.A. LAMBERT en M.E. SYKUTA, “Calm down about common ownership”, *Regulation* 2018, (28) 29; M.C. SCHMALZ, “Common-ownership concentration and corporate conduct”, *CEsifo Working Papers* 2018, (1) 4.

<sup>96</sup> Overw. (15) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn; Med.Comm. Actieplan, 12 december 2012, COM(2012) 740 def, *supra* vn. 46, 5; Adv.EESC nr. 2014/C 451/14, over het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft, *Pb.L.* 16 december 2014, afl. 451, 87, nr. 2.2; Y. DE CORDT, “La transparence en droit des sociétés” in O. CAPRASSE (ed.), *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Brussel, Larcier, 2008, (11) 54; A.G. COROLES, “Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 117.

## AFDELING II. EEN ONBEDOELD (AMERIKAANS) NEVENEFFECT

### §1. Eerste tendens: de dominante positie van institutionele beleggers

23. **OPTIMISME NA DE OPKOMST VAN INSTITUTIONELE BELEGGERS.** Als product van Law & Economics scholen kwam er in de Verenigde Staten een beweging op gang die beoogde om de aandeelhoudersrechten te versterken.<sup>97</sup> In het licht hiervan werd de opkomst van institutionele beleggers toegejuicht.<sup>98</sup> Een groot deel van de auteurs zag hen als een groeiende groep aandeelhoudersactivisten die eindelijk een tegengewicht voor de autonomie van het bestuur zouden bieden in voordien sterk verspreide, en dus relatief machteloze, algemene vergaderingen.<sup>99</sup> Ook de Amerikaanse regelgevende instanties gingen steeds meer zaken aan de goedkeuring van de algemene vergadering onderwerpen. Het optimisme leidde tot complexere en omvangrijkere agendavoorstellen van beursgenoteerde vennootschappen.<sup>100</sup>

Institutionele beleggers bleken echter minder enthousiast om de hoge kosten te dragen die de uitoefening van hun stemrecht te weeg zou brengen. Tegelijk waren institutionele beleggers aandeelhouders in vaak duizenden algemene vergaderingen.<sup>101</sup> Hun portfolio's waren met andere woorden te groot om telkens in de geconcentreerde tijdspanne tussen de oproeping en de algemene vergadering de agendavoorstellen te onderzoeken om op geïnformeerde wijze te stemmen.<sup>102</sup> Bepaalde institutionele beleggers leverden ook diensten aan het bestuur en zagen er tegen op om als aandeelhouder dwars te liggen.<sup>103</sup>

---

<sup>97</sup> P.E. MASOUIROS, "Is the EU taking shareholder rights seriously?: An essay on the impotence of shareholdership in corporate Europe", *European Company Law* 2010, (195) 195.

<sup>98</sup> B.C. TINGLE, "Bad company - the assumptions behind proxy advisors voting recommendations", *Dalhousie L.J.* 2014, (709) 710; V. MAGNIER, *Comparative corporate governance. Legal perspectives*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2017, 114.

<sup>99</sup> S.M. BAINBRIDGE, "Shareholder activism and institutional investors", *UCLA Sch.L., law & Economics Research Paper Series, s.d.*, (1) 10.

<sup>100</sup> S.Y. EDELMAN, "Proxy advisory firms: a guide for regulatory reform", *Emory L. J.* 2013, (1369) 1373; A. ECKSTEIN, "Great expectations: the perils of an expectations gap in proxyadvisory firm regulation", *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 90.

<sup>101</sup> A. ECKSTEIN, "Great Expectations: the perils of an expectations gap in proxyadvisory firm regulation", *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 93.

<sup>102</sup> H. FLEISCHER, "Proxy advisors in Europe: reform proposals and regulatory strategies", *European Company Law* 2012, (12) 12.

<sup>103</sup> G.W. DENT, "A defense of proxy advisors", *Mich. St. L. Rev.* 2014, (1287) 1305.

## §2. Tweede tendens: regulerende maatregelen tot activering

24. **ONTSTAAN VAN DE INDUSTRIE VAN STEMADVISEURS.** Toen bleek dat de verwachtingen niet zouden worden ingelost, werden een aantal regulerende maatregelen genomen die de uitoefening van het stemrecht voor bepaalde institutionele beleggers oplegden.<sup>104</sup> Deze maatregelen bleken de oorzaak te zijn van de opkomst en latere bloei van de industrie van stemadviseurs.<sup>105</sup>

De industrie van stemadviseurs ontstond reeds in 1984 met Proxy Monitor Inc. die twee jaar later vervoegd werd door Institutional Shareholder Services (ISS).<sup>106</sup> Voornamelijk de regulering van pensioenfondsen zorgde in de beginjaren van de industrie van stemadviseurs voor een positieve impuls in de vraag naar hun diensten.<sup>107</sup>

25. **PENSIOENFONDSEN FIDUCIAIR VERPLICHT OM TE STEMMEN.** In de Verenigde Staten zijn de beheerders van pensioenfondsen onder de Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA) onderworpen aan fiduciaire verplichtingen met betrekking tot het beheer van de activa die het fonds verwerft.<sup>108</sup> In 1988 besloot het Department of Labor om ook de uitoefening van het stemrecht onder deze fiduciaire verplichtingen te brengen door een interpretatieve nota te publiceren, de zogenaamde Avon Letter.<sup>109</sup> Bijgevolg moesten pensioenfondsen voortaan investeren in analyses om het stemrecht uit te oefenen ook al zouden zij daarbij geen directe meerwaarde halen.<sup>110</sup> Buiten de verwachtingen van het Department of Labor om gingen de fondsbeheerders hiervoor beroep doen op de diensten van stemadviseurs.<sup>111</sup>

---

<sup>104</sup> C. CLOTTENS, “Editoriaal: stemadviseurs- regulering gewenst”, *TRV* 2014, (637) 637.

<sup>105</sup> T.C. BELINFANTI, “The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 389.

<sup>106</sup> S.J. CHOI, J.E. FISCH en M. KAHAN, “Director elections and the role of proxy advisors”, *S. Cal. L. Rev.* 2009, (649) 652; T.C. BELINFANTI, “The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 392.

<sup>107</sup> T.C. BELINFANTI, “The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 391; J. ARMOUR, L. ENRIQUES, H. HANSMANN en R. KRAAKMAN, “The basic governance structure: the interests of shareholders as a class” in R. KRAAKMAN e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, (49) 61.

<sup>108</sup> Employee Retirement Income Security Act of 1974 § 402 – 405.

<sup>109</sup> T.C. BELINFANTI, “The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 389; A. ECKSTEIN, “Great expectations: the perils of an expectations gap in proxyadvisory firm regulation”, *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 91.

<sup>110</sup> A. ECKSTEIN, “Great expectations: the perils of an expectations gap in proxyadvisory firm regulation”, *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 92.

<sup>111</sup> Ook de Europese Commissie had dit gevolg niet zien aankomen. Zij voorspelde dat het verplichten om het stemrecht uit te oefenen de ‘Wall Street rule’ zou versterken: Med.Comm. 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 def, nr. 3.1.1; B. CHEFFINS, “The Rise and Fall (?) of the Berle-Means Corporation”, *University of Cambridge Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series* 2018, (1) 55.

Voornamelijk ISS wist op deze evoluties in te spelen en een steeds grotere reputatie en dominante positie te verwerven.<sup>112</sup> Er ontstond een tijdelijk monopolie toen zij in 2001 haar enige concurrent Proxy Monitor Inc. opkocht.<sup>113</sup> Dit duurde tot Egan-Jones Proxy in 2002 en Glass, Lewis & Company (Glass Lewis) in 2003 hun intrede als stemadviseurs deden.<sup>114</sup>

26. **MISVERSTAND OMTRENT BELEGGINGSADVISEURS.** In 2003 brak het gouden jaar aan voor de Amerikaanse industrie van stemadviseurs.<sup>115</sup> De Securities and Exchange Commission (SEC) wijzigde de Investment Advisor Act waardoor voortaan geregistreerde beleggingsadviseurs die het stemrecht van hun cliënten kunnen uitoefenen een stembeleid en procedures moeten ontwikkelen die garanderen dat in het belang van hun cliënten gestemd wordt.<sup>116</sup> Zij moeten ook bepaalde gegevens over hun stemgedrag bijhouden en hun stemgedrag meedelen aan hun cliënten.<sup>117</sup> Een aantal institutionele beleggers, zoals gemeenschappelijke beleggingsfondsen, vallen onder de definitie van beleggingsadviseurs.<sup>118</sup> Deze wetwijziging werd verkeerdelijk door een aantal beleggingsadviseurs begrepen als een verplichting om steeds te stemmen in de algemene vergaderingen.<sup>119</sup> Waarschijnlijk dacht men dat de SEC een soortgelijk resultaat voor ogen had als de Avon Letter van het Department of Labor.<sup>120</sup>

Onder dezelfde wet zou voortaan de uitoefening van het stemrecht geacht worden vrij te zijn van belangenconflicten indien beleggingsadviseurs een vooraf uitgewerkt stembeleid gebaseerd op adviezen van onafhankelijke derden kunnen voorleggen.<sup>121</sup> Tot dan waren institutionele beleggers immers voorwerp van commotie geweest omdat hun fondsbeheerders ook diensten leverden aan het bestuur.

---

<sup>112</sup> T.C. BELINFANTI, "The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control", *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 392.

<sup>113</sup> S.J. CHOI e.a., "Director elections and the role of proxy advisors", *S. Cal. L. Rev.* 2009, (649) 652.

<sup>114</sup> S.Y. EDELMAN, "Proxy advisory firms: a guide for regulatory reform", *Emory L. J.* 2013, (1369) 1374.

<sup>115</sup> Discussion paper (ESMA) An overview of the proxy advisory industry: considerations on possible policy options, 22 maart 2012, ESMA/2012/212, 10.

<sup>116</sup> Investment Company Act Release No. 25922, 31 januari 2003, 17 C.F.R. §§ 239, 249, 270, 274; T.C. BELINFANTI, "The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control", *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 392.

<sup>117</sup> A. ECKSTEIN, "Great expectations: the perils of an expectations gap in proxyadvisory firm regulation", *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 93.

<sup>118</sup> T.C. BELINFANTI, "The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control", *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 392-393; A. ECKSTEIN, "Great expectations: the perils of an expectations gap in proxyadvisory firm regulation", *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 92.

<sup>119</sup> D.M. GALLAGHER, "Outsized power & influence: the role of proxy advisers", *Washington Legal Foundation* 2014, (1) 3.

<sup>120</sup> *Ibid.*

<sup>121</sup> A. ECKSTEIN, "Great expectations: the perils of an expectations gap in proxyadvisory firm regulation", *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 93.

In bepaalde gevallen was het een publiek geheim dat dergelijke belangenconflicten een belemmering vormden om het bestuur tot de orde te roepen.<sup>122</sup> In 2004 verduidelijkte de SEC aan de hand van een ‘no-action letter’ dat ook het gebruik van stemadviseurs mogelijke belangenconflicten te niet doet wanneer institutionele beleggers hun stemrecht uitoefenen.<sup>123</sup> Door eenvoudigweg klant te worden bij stemadviseurs konden beleggingsadviseurs zich indekken tegen elke mogelijke aansprakelijkheid omwille van belangenconflicten. Een latere ‘no-action letter’ van de SEC bevestigde dat stemadviseurs hun onafhankelijkheid niet verliezen, zelfs al leveren ze diensten aan het bestuur van vennootschappen.<sup>124</sup>

### §3. Tussentijdse conclusie

27. **BEWIJS VAN DE TWEE TENDENSEN.** In de Verenigde Staten verwierven institutionele beleggers in een eerste beweging een dominante positie op de kapitaalmarkten. Vervolgens werd een strikt aansprakelijkheids- en transparantieregime ingevoerd om bepaalde institutionele beleggers in de algemene vergadering te activeren en hun belangenconflicten te mitigeren. Deze regels drongen zware en kostelijke verplichtingen op aan bepaalde institutionele beleggers zonder dat de naleving ervan enige toegevoegde waarde voor hun beleggingsbeleid zou hebben.<sup>125</sup>

Het onbedoelde neveneffect was dat institutionele beleggers door de regulering ‘gestimuleerd’ werden om zich te beroepen op stemadviseurs. Door stemadviseurs te gebruiken konden ze met ander woorden niet alleen tijd, energie en middelen besparen om aan de verplichtingen te voldoen maar zich in eenzelfde beweging ontdoen van belangenconflicten.<sup>126</sup> De industrie van stemadviseurs ontstond dus niet alleen in de Verenigde Staten maar kreeg door een aantal regulerende maatregelen een exponentiële groei in de vraag naar hun diensten. Op die manier nam hoofdzakelijk de invloed van ISS en Glass Lewis op corporate governance toe.<sup>127</sup>

---

<sup>122</sup> G.W. DENT, “A defense of proxy advisors”, *Mich. St. L. Rev.* 2014, (1287) 1305.

<sup>123</sup> D.M. GALLAGHER, “Outsized power & influence: the role of proxy advisors”, *Washington Legal Foundation* 2014, (1) 5.

<sup>124</sup> D.M. GALLAGHER, “Outsized power & influence: the role of proxy advisors”, *Washington Legal Foundation* 2014, (1) 5; De SEC trok deze ‘no-action letters’ recentelijk weer in: SEC, “Statement regarding staff proxy advisory letters”, 13 september 2018, [www.sec.gov/news/public-statement/statement-regarding-staff-proxy-advisory-letters](http://www.sec.gov/news/public-statement/statement-regarding-staff-proxy-advisory-letters).

<sup>125</sup> B.D. STEWART, “Disclosure of the irrelevant? –Impact of the SEC’s final proxy voting disclosure rules”, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 2003, (233) 234.

<sup>126</sup> A. ECKSTEIN, “Great expectations: the perils of an expectations gap in proxyadvisory firm regulation”, *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 93.

<sup>127</sup> C. CLOTTENS, “Editoriaal: stemadviseurs- regulering gewenst”, *TRV* 2014, (637) 637; H. FLEISCHER, “Proxy advisors in Europe: reform proposals and regulatory strategies”, *European Company Law* 2012, (12) 13; J. ARMOUR e.a., “The basic governance structure: the interests of shareholders as a class” in R. KRAAKMAN e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, (49) 61.

## AFDELING III. RELEVANTIE EN IMPACT

### §1. Situatie in Europa: transparantiemaatregelen

28. **TENDENSEN IN HET VERENIGD KONINKRIJK.** De eerste tendens vond ook in Europa plaats waar institutionele beleggers intussen een dominante positie op de kapitaalmarkten verworven hebben.<sup>128</sup> Voornamelijk in het Verenigd Koninkrijk werd de opkomst van institutionele beleggers gezien als een mogelijkheid om het bestuur beter te controleren.<sup>129</sup> In 2001 lag daar een voorstel op tafel om net zoals in de Verenigde Staten, de uitoefening van het stemrecht onder de fiduciaire verplichtingen van pensioenfondsbeheerders te brengen.<sup>130</sup> Deze verplichting kwam er uiteindelijk niet maar bracht wel een vlaag van activisme bij institutionele beleggers te weeg die waarschijnlijk vreesden voor de komst van dergelijke regulering.<sup>131</sup>

Dit activisme bleek maar van korte duur. Sinds de financiële crisis in 2008 werden institutionele beleggers dan ook verweten te passief te zijn. Dit gaf aanleiding tot de tweede tendens waarbij in het Verenigd Koninkrijk een Stewardship Code<sup>132</sup> werd aangenomen om institutionele beleggers te activeren, voornamelijk wat de uitoefening van het stemrecht betreft.<sup>133</sup> Onder de Stewardship Code moeten zij een duidelijk stembeleid hanteren, hun stemgedrag publiek bekendmaken en periodiek rapporteren over hun stemactiviteiten.<sup>134</sup> De Stewardship Code is evenwel niet bindend in die zin dat ze berust op een *comply-or-explain* beginsel.<sup>135</sup> Volgens dit beginsel kunnen de institutionele beleggers kiezen of ze de bepalingen in de Stewardship Code volgen, maar moeten ze een afwijking steeds op een betekenisvolle wijze uitleggen.<sup>136</sup>

---

<sup>128</sup> V. MAGNIER, *Comparative corporate governance. Legal perspectives*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2017, 114.

<sup>129</sup> D. FRENCH, *Mayson, French & Ryan on Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2018, 346.

<sup>130</sup> HM TREASURY en THE DEPARTMENT FOR WORK AND PENSIONS, “Myners review: institutional investment in the UK: The government’s response”, 2001, [https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/http://www.hm-treasury.gov.uk/mediastore/otherfiles/myners\\_response.pdf](https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/http://www.hm-treasury.gov.uk/mediastore/otherfiles/myners_response.pdf), nr. 3.

<sup>131</sup> B.R. CHEFFINS, “The Stewardship Code’s Achilles’ Heel”, *MLR* 2010, (1004) 1009.

<sup>132</sup> FRC, “The UK Stewardship Code”, 2012, [www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-\(September-2012\).pdf](http://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-(September-2012).pdf) (hierna: The UK Stewardship Code (2012)).

<sup>133</sup> J. ARMOUR e.a., “The basic governance structure: the interests of shareholders as a class” in R. KRAAKMAN e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, (49) 61.

<sup>134</sup> The UK Stewardship Code (2012), 9.

<sup>135</sup> J. ARMOUR e.a., “The basic governance structure: the interests of shareholders as a class” in R. KRAAKMAN e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, (49) 61.

<sup>136</sup> The UK Stewardship Code (2012), 4.

29. **TRANSPARANTIEVERPLICHTINGEN IN BELGIË.** In België hebben professionele fondsbeheerders net als alle andere aandeelhouders geen stemplicht in de algemene vergadering.<sup>137</sup> Wel moeten bijvoorbeeld ICBs en AICBs in hun jaarverslag rapporteren over hun beleid met betrekking tot de uitoefening van de stemrechten die zijn verbonden aan de door hen beheerde effecten. Zij moeten daarbij de manier waarop de stemrechten werden uitgeoefend, of de redenen waarom de stemrechten niet werden uitgeoefend, vermelden en verantwoorden.<sup>138</sup> Hoewel DE CORDT ook in België een passieve houding van institutionele beleggers vaststelde, zijn de effecten van de transparantieverplichtingen die de activering beogen, voorsnog relatief beperkt gebleven.<sup>139</sup>
30. **RECENTE EVOLUTIES IN HET EUROPESE BELEID.** Recentelijk namen de Europese Raad en het Europees Parlement een richtlijn aan om bepaalde levensverzekeringen<sup>140</sup> en instellingen voor bedrijfspensioenvoorzieningen<sup>141</sup> alsook bepaalde vermogensbeheerders<sup>142</sup> een betrokkenheidsbeleid te laten ontwikkelen en openbaar te maken. In dit betrokkenheidsbeleid beschrijven zij hoe aandeelhoudersbetrokkenheid in hun beleggingsstrategie geïntegreerd wordt.<sup>143</sup> Zij moeten jaarlijks de uitvoering van het beleid openbaar maken.<sup>144</sup> Dit alles moet gratis beschikbaar zijn op hun website.<sup>145</sup>

---

<sup>137</sup> C. CLOTTENS, *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen*, Antwerpen, Biblo, 2012, 209.

<sup>138</sup> Art. 81, §5 wet 3 augustus 2012 betreffende bepaalde vormen van collectief beheer van beleggingsportefeuilles, *BS* 19 oktober 2012, 63652; art. 244, §5 wet 19 april 2014 betreffende de alternatieve instellingen voor collectieve belegging en hun beheerders, *BS* 17 juni 2014, 45353.

<sup>139</sup> Y. DE CORDT, “La transparence en droit des sociétés” in O. CAPRASSE (ed.), *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Brussel, Larcier, 2008, (11) 166.

<sup>140</sup> Meer specifiek gaat het over ondernemingen die werkzaamheden verrichten op het gebied van levensverzekeringen in de zin van art. 2, lid 3, onder a), b) en c), van Richtlijn 2009/138/EG van het Europees Parlement en de Raad alsook herverzekeringen zoals gedefinieerd in art. 13, punt 7, van die richtlijn op voorwaarde dat zij levensverzekeringsverplichtingen dekken en die niet uitgesloten zijn krachtens die richtlijn: art. 2, e), i) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>141</sup> Meer specifiek gaat het over instellingen voor bedrijfspensioenvoorzieningen die binnen het toepassingsgebied van Richtlijn (EU) 2016/2341 van het Europees Parlement en de Raad valt ingevolge art. 2 daarvan, tenzij de lidstaat er overeenkomstig art. 5 van die richtlijn heeft voor gekozen om die richtlijn geheel of gedeeltelijk niet toe te passen op die instellingen: art. 2, e), ii) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>142</sup> Meer specifiek gaat het over beleggingsondernemingen als gedefinieerd in art. 4, lid 1, punt 1, van Richtlijn 2014/65/EU die voor beleggers vermogensbeheersdiensten verricht, een beheerder van alternatieve beleggingsinstellingen als gedefinieerd in art. 4, lid 1, onder b), van Richtlijn 2011/61/EU die niet voldoet aan de voorwaarden van art. 3 van die richtlijn om in aanmerking te komen voor een vrijstelling, een beheermaatschappij als gedefinieerd in art. 2, lid 1, onder b), van Richtlijn 2009/65/EG of een beleggingsmaatschappij waaraan overeenkomstig Richtlijn 2009/65/EG een vergunning is verleend mits deze beleggingsmaatschappij voor het vermogensbeheer geen beheermaatschappij heeft aangewezen waaraan overeenkomstig die richtlijn een vergunning is verleend: art. 2, f) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>143</sup> Art. 3octies, 1, a) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>144</sup> Art. 3octies, 1, b) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>145</sup> Art. 3octies, 2 Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

Net als in de Verenigde Staten is het Europees beleid gericht op meer betrokkenheid van de institutionele beleggers met betrekking tot de corporate governance van de beursgenoteerde vennootschappen die tot hun portfolio behoren.<sup>146</sup> De tweede tendens is dus ook in Europa aanwezig met dat verschil dat de maatregelen in Europa veel minder verplichtend zijn. Dan rijst de vraag of transparantieplichtingen institutionele beleggers in Europa onder druk zouden zetten om hun stemrecht effectief uit te oefenen. Enkel indien dit het geval is, zouden zij ook in Europa door regulering steeds meer beroep doen op stemadviseurs.<sup>147</sup>

CORCOLES relativeert daarom de rol van regulering als oorzaak voor de opkomst van stemadviseurs omdat institutionele beleggers ook beroep doen op stemadviseurs in landen zonder (ogenschijnlijke) fiduciaire verplichtingen om te stemmen.<sup>148</sup> Toch zouden in het licht van de verantwoordelijkheden van institutionele beleggers onder de Stewardship Code in het Verenigd Koninkrijk de diensten van stemadviseurs een nuttige, zo niet noodzakelijke ondersteuning zijn in de nakoming van de bepalingen.<sup>149</sup>

31. **TUSSENTIJDSE CONCLUSIE.** Het lijkt met andere woorden aannemelijk dat naarmate men meer verlangt van de institutionele beleggers op vlak van corporate governance, zij beroep zullen blijven doen op stemadviseurs. Men kan op basis daarvan in het licht van het Europees beleid ook een toename van het gebruik van stemadviseurs in België verwachten.<sup>150</sup> Verder ligt de grote bloeiperiode in de Verenigde Staten waarschijnlijk deels aan de oorsprong van de expansie naar het Europese continent.<sup>151</sup> De twee grootste stemadviseurs die actief zijn in Europa, zijn dan ook van Amerikaanse origine.<sup>152</sup>

---

<sup>146</sup> S. COOLS, *De bevoegdheidsverdeling tussen algemene vergadering en raad van bestuur in de NV*, Roeselare, Roularta Media Group, 2015, 145; G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 3; J. ARMOUR e.a., “The basic governance structure: the interests of shareholders as a class” in R. KRAAKMAN e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, (49) 61.

<sup>147</sup> C. CLOTTENS, “Editoriaal: stemadviseurs- regulering gewenst”, *TRV* 2014, (637) 637; A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: Some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 116; G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 3; V. MAGNIER, *Comparative corporate governance. Legal perspectives*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2017, 121.

<sup>148</sup> De invloed van regulering is belangrijk doch relatief omdat institutionele beleggers die geen fiduciaire verplichting hebben om te stemmen zich toch in grote getalen op de diensten van stemadviseurs beroepen: A. G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 115.

<sup>149</sup> G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 3; B. HANNIGAN, *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2018, 150; FRC en FCA, “Building a regulatory framework for effective stewardship: discussion paper DP19/1”, 2019, [www.fca.org.uk/publication/discussion/dp19-01.pdf](http://www.fca.org.uk/publication/discussion/dp19-01.pdf), 16, nr. 4.7.

<sup>150</sup> D. VAN GERVEN, “Kroniek: Vennootschapsrecht 2014-2015”, *TRV* 2015, (508) 512.

<sup>151</sup> G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 3.

<sup>152</sup> *Ibid.*, (1) 11.



## §2. Impact van stemadviseurs in Europa

32. **BEWIJS VAN INVLOED VAN STEMADVISEURS.** Wat de huidige relevantie van stemadviseurs betreft, tonen HITZ en LEHMANN aan dat ISS gemiddeld ongeveer twee derden van de Europese beursgenoteerde vennootschappen analyseert en één op drie voorwerp is van de diensten van Glass Lewis.<sup>153</sup> Onderzoek door SAUERWALD et al. toont aan dat Europese landen met zwakke beleggersbeschermingsstandaarden en vennootschappen met een groot institutioneel aandeelhouderschap de vraag naar stemadviseurs vergroten.<sup>154</sup> Samengevat is er nu al een economisch betekenisvolle rol voor stemadviseurs op de Europese kapitaalmarkten waarvan de grootte varieert per lidstaat en vennootschap.<sup>155</sup>
33. **VOORBEELD INVOERING DUBBEL STEMRECHT.** De invoering van het dubbel stemrecht kan bij wijze van voorbeeld de mogelijke implicaties voor België duiden. Voortaan kunnen in België beursgenoteerde vennootschappen lange termijn beleggers belonen met dubbel stemrecht in vergelijking met de andere aandelen die een gelijk deel in het kapitaal vertegenwoordigen.<sup>156</sup> De wet staat dit toe indien de statuten voorzien in een regime waarbij de volstorte aandelen gedurende ten minste twee jaar ononderbroken op naam van dezelfde aandeelhouder in het register van de aandelen op naam ingeschreven zijn.<sup>157</sup>

Dit is geïnspireerd op een gelijkaardig regime in Frankrijk dat door middel van de wet ‘Florange’<sup>158</sup> op 29 maart 2014 ingevoerd werd. Anders dan de facultatieve Belgische *opt-in*, voorziet de Franse variant voor beursgenoteerde vennootschappen in een *opt-out* systeem waarbij bepaalde aandelen automatisch dubbel stemrecht toekomt.<sup>159</sup> Dit is het geval wanneer volstorte aandelen gedurende twee jaar op naam van dezelfde aandeelhouder in het register van de aandelen op naam zijn ingeschreven, tenzij de statuten dit uitsluiten na de wetswijziging.<sup>160</sup>

---

<sup>153</sup> J.-M. HITZ en N. LEHMANN, “Empirical evidence on the role of proxy advisors in European capital markets”, *European Accounting Review* 2017, (1) 27.

<sup>154</sup> A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 109; S. SAUERWALD, J. VAN OOSTERHOUT, M. VAN ESSEN en M.W. PENG, “Proxy advisors and shareholder dissent: a cross-country comparative study”, *Journal of Management* 2016, (1) 3.

<sup>155</sup> J.-M. HITZ en N. LEHMANN, “Empirical evidence on the role of proxy advisors in European capital markets”, *European Accounting Review* 2017, (1) 27.

<sup>156</sup> F. HELLEMANS en F. PARREIN, “Het nieuwe wetboek van vennootschappen en verenigingen: (ver)bouwen in vertrouwen” in M. WYCKAERT (ed.), *Vennootschapsrecht*, Brugge, die Keure, 2018, (1) 26.

<sup>157</sup> Art. 7:53, §1 WVV.

<sup>158</sup> Art. 7, V LOI n° 2014-384 (FR) du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle.

<sup>159</sup> Y. DE CORDT, “Editorial: Egalité, loyauté et fidélité”, *TRV* 2019, (125) 125.

<sup>160</sup> Art. L. 225-123 Code de commerce.

CLOTTENS en DE WOLF stellen vast dat stemadviseurs vasthouden aan ‘one share, one vote’ als goede corporate governance.<sup>161</sup> ISS paste inderdaad naar aanleiding van de invoering van de wet ‘Florange’ haar stembeleid voor Frankrijk aan. Zij raadt het bestuur van bepaalde Franse beursgenoteerde vennootschappen aan om een agendapunt tot wijziging van de statuten in te dienen om een verbod op dubbel stemrecht in de statuten in te schrijven.<sup>162</sup> Als alternatief kon het bestuur een publieke verklaring doen dat ze een dergelijke wijziging van de statuten vóór 3 april 2016 aan de algemene vergadering zou voorleggen.<sup>163</sup>

Indien het bestuur dit niet doet, stelt ISS dat zij zal oordelen op een *case-by-case* basis of zij negatief stemadvies uitbrengt voor de herverkiezing of kwijting van de bestuurders. Indien ISS van oordeel is dat deze sanctie disproportioneel zou zijn, kan zij bij wijze van mildere sanctie institutionele beleggers adviseren ‘tegen’ de goedkeuring van de jaarrekening te stemmen.<sup>164</sup> In Frankrijk is er dus een zeker risico voor het bestuur dat het wettelijk automatisme van dubbel stemrecht onverkort laat gelden. ISS spoort hen duidelijk aan om een agendavoorstel in te dienen zodat de algemene vergadering zich kan uitspreken over een verbod op dubbel stemrecht.

Het stembeleid van ISS werd nog niet aangepast aan de wetwijziging in België. Dit zou mogelijks te maken kunnen hebben met het gebrek aan het automatisch karakter. Glass Lewis deed dit wel en stelt dat zij in beginsel tegen de invoering van het dubbel stemrecht zal adviseren.<sup>165</sup> Stemadviseurs oefenen dus een ontradende invloed uit op Belgische beursgenoteerde vennootschappen om het dubbel stemrecht in te voeren, althans op die vennootschappen met een noemenswaardig institutioneel aandeelhouderschap. Bijgevolg steken zij een stok in de wielen van de Belgische wetgever en ook indirect in die van de Europese instellingen, om via het dubbel stemrecht lange termijn beleggingen aan te moedigen.<sup>166</sup>

---

<sup>161</sup> C. CLOTTENS en J. DE WOLF, “Het loyauteitsstemrecht in het Wetboek van vennootschappen en verenigingen”, *TRV* 2019, (150) 152.

<sup>162</sup> Het betreft die beursgenoteerde vennootschappen waarvan de statuten niet reeds verbieden om dubbel stemrecht in te voeren en voorafgaand aan de inwerkingtreding van de wet nog geen statutaire toelating hadden om dubbel stemrecht in te voeren.

<sup>163</sup> ISS, “Continental Europe proxy voting guidelines: benchmark policy recommendations”, 2018, [www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf](http://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf), 17.

<sup>164</sup> *Ibid*, 17-18.

<sup>165</sup> GLASS LEWIS, “Proxy paper: guidelines: an overview of the Glass Lewis approach to proxy advice: Belgium”, 2019, [www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2017/04/Guidelines\\_BELGIUM.pdf](http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2017/04/Guidelines_BELGIUM.pdf), 12.

<sup>166</sup> K. GEENS en C. CLOTTENS, “One share one vote: fairness, efficiency and EU harmonisation revisited” in K. GEENS en K.J. HOPT (eds.), *The European company law action plan revisited: reassessment of the 2003 priorities of the European Commission*, Leuven, Leuven University Press, 2010, (145) 175-176.

### §3. Gevolgen van de impact van stemadviseurs

34. **HET BESTUUR GEKORTWIEKT.** Zoals het voorbeeld aangeeft, kunnen stemadviseurs de vrijheid van het bestuur inperken wanneer zij kiezen voor bepaalde corporate governance strategieën. Het bestuur is immers vrij om binnen de wettelijke en statutaire grenzen en mits naleving van de Belgische Corporate Governance Code de in haar ogen meest opportune beslissing te nemen.<sup>167</sup> Sinds de komst van stemadviseurs zal het bestuur onder druk komen te staan indien een aanzienlijk aantal aandeelhouders in zijn vennootschap beroep doet op stemadviseurs.<sup>168</sup>
35. **STEMADVISEURS ALS OPPORTUNITEIT.** Stemadviseurs kunnen dus in de eerste plaats een meerwaarde bieden voor de controle op het bestuur dat nu aangewezen is extra inspanningen te doen om de agendavoorstellen te rechtvaardigen.<sup>169</sup> De Europese Commissie stelt vast dat het bestuur tot voor kort afwijkingen van de Corporate Governance Code niet of nauwelijks leek te motiveren.<sup>170</sup> Stemadviseurs zijn in die context een middel om de controle op het bestuur te vergroten, wat leidt tot goede corporate governance.
36. **STEMADVISEURS ALS PROBLEEM.** Het wordt echter problematisch wanneer stemadviseurs hun eigen stembeleid boven de wet en de Belgische Corporate Governance Code plaatsen, zeker indien zij elke flexibiliteit van het bestuur uithollen door telkens negatief advies te verstrekken wanneer van het stembeleid van de stemadviseur afgeweken wordt. Zo een stembeleid is in essentie een zelfgemaakte codex waarin de stemadviseur bepaalt wat goede corporate governance is met betrekking tot de onderwerpen waarover de algemene vergadering moet stemmen.<sup>171</sup>
37. **UITDAGINGEN VOOR HET HANTEREN VAN EEN STEMBELEID.** De uitdaging van een stembeleid is dat het hanteren van specifieke *best practices* geen garantie biedt tegen grootschalige corporate governance schandalen of mislukkingen.<sup>172</sup>

---

<sup>167</sup> C. CLOTTENS, “Editoriaal: stemadviseurs- regulering gewenst”, *TRV* 2014, (637) 637.

<sup>168</sup> A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: Some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 120.

<sup>169</sup> *Ibid.*

<sup>170</sup> Overw. (8) Aanbev.Comm. nr. 2014/208/EU, 9 april 2014 over de kwaliteit van rapportage over corporate governance (“pas toe of leg uit”) *Pb.L.* 12 april 2014, afl. 109, 44; J. DE WOLF, “Modernisation of company law and enhancement of corporate governance – new legislative initiatives by the European Commission”, 2014, [www.eubelius.com/en/news/modernisation-of-company-law-and-enhancement-of-corporate-governance-new-legislative](http://www.eubelius.com/en/news/modernisation-of-company-law-and-enhancement-of-corporate-governance-new-legislative); ALLEN & OVERY, “Corporate governance comparative study”, 2017, [www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/page/corporate\\_governance\\_study\\_2017\\_-\\_allen\\_overy.pdf](http://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/page/corporate_governance_study_2017_-_allen_overy.pdf), 97.

<sup>171</sup> A. OMAGGIO, “Faut-il encadrer l’activité des agences de conseil en vote (proxy advisors)?”, *Droit des affaires sociétés* 2009, (29) 30.

<sup>172</sup> B.C. TINGLE, “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC Law Review* 2016, (1) 26.

Goede corporate governance is geen wetenschap maar komt juist neer op het zoeken naar de juiste balans tussen verschillende belangen door te voorzien in controlemechanismen gekenmerkt door *checks and balances* teneinde misbruik te voorkomen.<sup>173</sup> Corporate governance bestaat met andere woorden uit complexe constructies waarvan de fundamenteën vaak voorwerp van academische controverse zijn.<sup>174</sup> Het grootste risico is dat stemadviseurs te afhankelijk zouden zijn van rigide *best practices* om het bestuur te controleren en toekomstige gevolgen te voorspellen.<sup>175</sup>

GOSHEN en SQUIRE stellen dat goede corporate governance steeds afhangt van de specifieke noden en organisatie van de vennootschap in kwestie. De optimale structuur is steeds afhankelijk van de specifieke industrie, het specifieke businessplan en de specifieke aard van de vennootschap.<sup>176</sup> Bijgevolg moet men in elk geval garanderen dat stemadviseurs flexibele corporate governance standaarden hanteren.<sup>177</sup> Zo niet dreigt men af te stevenen op de situatie waarbij het bestuur agendavoorstellen aanpast aan het stembeleid zonder dat dit noodzakelijkerwijze overeenstemt met het vennootschapsbelang.<sup>178</sup>

38. **VOORBEELD VAN MOGELIJKE IMPACT OP CLIËNTEN.** Een voorbeeld kan de gevolgen van een te rigide stembeleid en dus suboptimaal stemadvies duiden. Van zodra men als particuliere belegger participeert in een aanvullend pensioen of groepsverzekering kan men reeds te maken krijgen met de impact van stemadviseurs. Men belegt in dat geval immers via institutionele beleggers die op hun beurt aandeelhouders zijn in beursgenoteerde vennootschappen.

Zo wordt een aanvullend pensioen uitgewerkt in het professioneel kader als tweede pijler naast het wettelijk basis pensioen, ook de eerste pijler genoemd. Deze tweede pijler pensioengelden worden in België meestal door verzekeringsmaatschappijen via groepsverzekeringen beheerd.

---

<sup>173</sup> Y. DE CORDT, “La transparence en droit des sociétés” in O. CAPRASSE (ed.), *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Brussel, Larcier, 2008, (11) 161.

<sup>174</sup> K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate governance: eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 15.

<sup>175</sup> B.C. TINGLE, “Bad company - the assumptions behind proxy advisors voting recommendations”, *Dalhousie L.J.* 2014, (709) 723-744; S. SAUERWALD e.a., “Proxy advisors and shareholder dissent: a cross-country comparative study”, *Journal of Management* 2016, (1) 3.

<sup>176</sup> Z. GOSHEN en R. SQUIRE, “Principal costs: a new theory for corporate law and governance”, *Columbia Law Review* 2017, (767) 829.

<sup>177</sup> C. CLOTTENS, “Editoriaal: stemadviseurs- regulering gewenst”, *TRV* 2014, (637) 638.

<sup>178</sup> A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 145.

Bijkomend beheren hoofdzakelijk pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen de pensioenspaargelden van de derde pijler bij wijze van individueel lange termijn sparen.<sup>179</sup> De eerste pijler is ontoereikend waardoor deze twee laatste pijlers nu reeds veruit de belangrijkste zijn.<sup>180</sup>

Men kan in het licht van de tendens tot activering van institutionele beleggers verwachten dat ook deze Belgische pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen de diensten van stemadviseurs vaker zullen gebruiken. Alle kleine Belgische pensioenspaarders kunnen bijgevolg getroffen worden indien stemadviseurs op gesystematiseerde wijze suboptimaal stemadvies zouden geven.<sup>181</sup> Daarnaast spelen institutionele beleggers geregeld een rol in het “vrije” vermogensopbouw van de particulieren, ook wel de vierde pijler genoemd.<sup>182</sup> In totaal waren bijvoorbeeld ICBs goed voor een aandeel van 14,21% in het financieel sparen van de Belgische huisgezinnen in 2016.<sup>183</sup>

#### §4. Bespreking van het gebruik van stemadvies

39. **ONDUIDELIJKHEID OVER CONCREET GEBRUIK VAN STEMADVIES.** Uit het voorgaande lijkt het aannemelijk dat stemadviseurs een invloed hebben op corporate governance en dus wegen op een aantal beslissingen in de beursgenoteerde vennootschappen. Bepaalde auteurs gaan verder en stellen vast dat institutionele beleggers steeds blindelings het stemadvies van stemadviseurs opvolgen. Zij argumenteren dat er een rechtstreeks causaal verband bestaat tussen het stemadvies en de uitoefening van het stemrecht door de institutionele belegger.<sup>184</sup>

---

<sup>179</sup> H. CLEMEUR, “De IORP richtlijn en de ontwikkeling van PanEuropese pensioenfondsen (PEPF)”, *Doc.Min.Fin.* 2007, (71) 72-73.

<sup>180</sup> *Ibid.*

<sup>181</sup> Dit zijn externaliteiten: J. ARMOUR, H. HANSMANN en R. KRAAKMAN, “Agency problems and legal strategies” in R. KRAAKMAN e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, (29) 30.

<sup>182</sup> H. CLEMEUR, “De IORP richtlijn en de ontwikkeling van PanEuropese pensioenfondsen (PEPF)”, *Doc.Min.Fin.* 2007, (71) 72.

<sup>183</sup> BEAMA, “Marktaandeel van ICB's in het financieel sparen van de huisgezinnen”, *s.d.*, [www.beama.be/nl/statistieken/lange-termijn/icbs-in-het-sparen-van-de-gezinnen/marktaandeel-van-icbs-in-het-financieel-sparen-van-de-husgezinnen](http://www.beama.be/nl/statistieken/lange-termijn/icbs-in-het-sparen-van-de-gezinnen/marktaandeel-van-icbs-in-het-financieel-sparen-van-de-husgezinnen).

<sup>184</sup> S. COOLS, *De bevoegdheidsverdeling tussen algemene vergadering en raad van bestuur in de NV*, Roeselare, Roularta Media Group, 2015, 91; G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 4; J.R. COPLAND, D.F. LARCKER en B. TAYAN, “Proxy advisory firms: empirical evidence and the case for reform”, *Manhattan Institute* 2018, (1) 1.

Hierdoor ontstaat een valse tegenstelling waarbij institutionele beleggers ofwel de ‘Wall Street rule’ volgen, wat leidt tot autocratische macht van het bestuur, ofwel blindelings het stemadvies volgen. In dit laatste geval zijn stemadviseurs een ondemocratische internationale corporate governance wetgever.<sup>185</sup>

Hiermee bedoelt men dat het geen zin heeft voor het bestuur om wetsconforme agendavoorstellen aan de algemene vergadering voor te leggen als ze toch worden weggestemd omdat ze niet in overeenstemming zijn met het stembeleid van stemadviseurs.<sup>186</sup> Het stembeleid geldt dus *de facto* als hogere norm. Deze tegenstelling gaat echter voorbij aan alternatieve strategieën die institutionele beleggers gebruiken om invloed op corporate governance uit te oefenen.<sup>187</sup> Er zijn ook andere oorzaken die de correlatie tussen het stemadvies en de uitoefening van het stemrecht kunnen verklaren.<sup>188</sup>

40. **INVLOED OVERSCHAT?** VERDAM argumenteert dat de kans klein is dat institutionele beleggers afwijken van stemadvies.<sup>189</sup> Dit wil nog niet zeggen dat ze daarom zonder enige vorm van controle het stemadvies blindelings volgen. In elk geval zal de binomiale aard van het stemrecht de kans op een correlatie verhogen. De aandeelhouder die zich niet onthoudt, kan met andere woorden maar ‘voor’ of ‘tegen’ stemmen.<sup>190</sup>

Zo kan het stemadvies ook gewoon zijn aangepast en ontwikkeld in functie van zeer specifieke verwachtingen van de institutionele belegger waardoor het noodzakelijkerwijs samenvalt met zijn oordeel.<sup>191</sup> Het ligt ook voor de hand dat institutionele beleggers die meerdere stemadviezen verzamelen, het advies zullen kiezen dat het beste aansluit bij hun voorkeuren.<sup>192</sup>

---

<sup>185</sup> G.W. DENT, “A defense of proxy advisors”, *Mich. St. L. Rev.* 2014, (1287) 1305; A. ECKSTEIN, “Skin in the game for credit rating agencies & proxy advisors: reality meets theory”, *Harv. Bus. L. Rev.* 2017, (221) 232; G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 8.

<sup>186</sup> A. OMAGGIO, “Faut-il encadrer l’activité des agences de conseil en vote (proxy advisors)?”, *Droit des affaires sociétés* 2009, (29) 31.

<sup>187</sup> Zo zouden institutionele beleggers die ‘voice’ hanteren zich vaker op stemadviseurs beroepen als complement: J.A. MCCAHERY e.a., “Behind the scenes: the corporate governance preferences of institutional investors”, *Journal of Finance forthcoming* 2015, (1) 22.

<sup>188</sup> Rapport (ESMA) Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, 19 februari 2013, ESMA/2013/84, 12; A. ECKSTEIN, “Great expectations: the perils of an expectations gap in proxyadvisory firm regulation”, *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 145.

<sup>189</sup> A. VERDAM, “An exploration of the role of proxy advisors in proxy voting”, 2007, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=978835](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=978835), (1) 4.

<sup>190</sup> S. SAUERWALD e.a., “Proxy advisors and shareholder dissent: a cross-country comparative study”, *Journal of Management* 2016, (1) 3.

<sup>191</sup> A. ECKSTEIN, “Great expectations: the perils of an expectations gap in proxyadvisory firm regulation”, *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 146.

<sup>192</sup> J.A. MCCAHERY e.a., “Behind the scenes: the corporate governance preferences of institutional investors”, *Journal of Finance forthcoming* 2015, (1) 22.

Zeker grotere institutionele beleggers volgen het stemadvies dus waarschijnlijk niet steeds blindelings op. Deze zouden zelfs geregeld meerdere stemadviezen inwinnen om zich zo grondig mogelijk te informeren of minstens in een ‘in-house’ controlemechanisme voorzien.<sup>193</sup> De invloed van stemadviseurs mag bijgevolg niet overschat worden.

41. **INVLOED ONDERSCHAT?** Tegelijk mag de invloed van stemadviseurs niet onderschat worden. Stemadviseurs zijn ook actief achter gesloten deuren door rechtstreeks te lobbyen bij het bestuur.<sup>194</sup> Voornamelijk besturen van vennootschappen met een groot institutioneel aandeelhouderschap lijken zich steeds meer op voorhand te conformeren aan de voorkeuren van de meest invloedrijke stemadviseurs om een gunstige uitkomst op de algemene vergadering te garanderen.<sup>195</sup> CLOTTENS wijst inderdaad op een toenemende tendens waarbij het bestuur *a priori* bij stemadviseurs inlichtingen inwint over nieuwe voorstellen en zo nodig aanpassingen doet.<sup>196</sup> Hierdoor zit de invloed van de stemadviseur vaak reeds in de agendavoorstellen verweven.<sup>197</sup>

Bijkomend ligt het voor de hand dat het stemadvies over de geroutineerde en weinig controversiële alledaagse agendapunten blindelings gevolgd wordt. Institutionele beleggers betalen nu eenmaal voor stemadvies om het effectief te gebruiken.<sup>198</sup> Het blindelings volgen van stemadvies is daarbij administratief gemakkelijker. Er moet met andere woorden al een goede reden zijn waarom een institutionele belegger het betaalde advies niet zou opvolgen. Die reden moet hij vervolgens zelf onderzoeken waardoor hij kosten moet maken en het risico loopt dat hij in de controle een verkeerde inschatting maakt.<sup>199</sup> Tot slot zouden meer dan 15% van de klanten van ISS steeds automatisch hun stemrechten door ISS laten uitoefenen en dus noodzakelijkerwijs in lijn met het stemadvies stemmen.<sup>200</sup>

---

<sup>193</sup> Dit is zeker zo wanneer het controversiële agendapunten betreft en de vennootschap in kwestie belangrijk is in het portfolio van de institutionele belegger: Rapport (ESMA) Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, 19 februari 2013, ESMA/2013/84, 12; J.A. MCCAHERY, Z. SAUTNER en L.T. STARKS, “Behind the scenes: the corporate governance preferences of institutional investors”, *Journal of Finance forthcoming* 2015, (1) 22-23; A. ECKSTEIN, “Great expectations: the perils of an expectations gap in proxy advisory firm regulation”, *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 145.

<sup>194</sup> L. KLÖHN en P. SCHWARZ, “The regulation of proxy advisors”, *supra* vn. 88, (1) 1.

<sup>195</sup> A. OMAGGIO, “Faut-il encadrer l’activité des agences de conseil en vote (proxy advisors)?”, *Droit des affaires sociétés* 2009, (29) 32.

<sup>196</sup> C. CLOTTENS, “Editoriaal: stemadviseurs- regulering gewenst”, *TRV* 2014, (637) 637.

<sup>197</sup> A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 122.

<sup>198</sup> Rapport (ESMA) Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, 19 februari 2013, ESMA/2013/84, 12.

<sup>199</sup> A. VERDAM, “An exploration of the role of proxy advisors in proxy voting”, *supra* vn. 189, (1) 4-5.

<sup>200</sup> *Ibid.*, (1) 4.

Voornamelijk kleinere institutionele beleggers zouden niet over de nodige middelen beschikken om meerdere adviezen in te winnen en die te controleren. Er is dus een grote kans dat zij het stemadvies blindelings volgen.<sup>201</sup> In elk geval is het vooralsnog de soevereine beslissing van de institutionele belegger om te kiezen wat hij met het stemadvies doet, en of hij het al dan niet blindelings volgt.<sup>202</sup>

42. **ROL VAN EEN REFERENTIE-AANDEELHOUDER.** SAUERWALD et al. tonen aan dat de invloed in landen zoals België minder sterk zou zijn dan in de Verenigde Staten omdat België meer beursgenoteerde vennootschappen telt die in handen van grote referentie-aandeelhouders zijn.<sup>203</sup> In die vennootschappen ligt niet alleen het aanwezigheidscijfer op de algemene vergaderingen gemiddeld hoger, maar zijn vaak ook interne mechanismen ter controle van het bestuur aanwezig.<sup>204</sup> Deze grote aandeelhouders zijn dus minder afhankelijk van de diensten van stemadviseurs.<sup>205</sup> Een andere verklaring zou kunnen zijn dat de aanwezigheid van een referentie-aandeelhouder voor meer absentisme zorgt bij de andere aandeelhouders.<sup>206</sup> Mogelijks zijn zij minder bereid om te betalen voor stemadvies omdat hun stem toch geen verschil maakt.

In België hield de grootste aandeelhouder in 2004 gemiddeld tussen de 30% en de 50% van de stemrechten, al werd toen reeds een tendens naar verkleining vastgesteld.<sup>207</sup> Er zijn inderdaad meer beursgenoteerde vennootschappen in België gekenmerkt door een verspreid, buitenlands en institutioneel aandeelhouderschap.<sup>208</sup>

---

<sup>201</sup> G.W. DENT, "A defense of proxy advisors", *Mich. St. L. Rev.* 2014, (1287) 1303.

<sup>202</sup> A.G. CORCOLES, "Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe", *ECFR* 2016, (106) 108.

<sup>203</sup> S. SAUERWALD e.a., "Proxy advisors and shareholder dissent: a cross-country comparative study", *Journal of Management* 2016, (1) 2-3.

<sup>204</sup> K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate Governance: eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 80; A.G. CORCOLES, "Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe", *ECFR* 2016, (106) 109; S. SAUERWALD e.a., "Proxy advisors and shareholder dissent: a cross-country comparative study", *Journal of Management* 2016, (1) 2-3.

<sup>205</sup> S. SAUERWALD e.a., "Proxy advisors and shareholder dissent: a cross-country comparative study", *Journal of Management* 2016, (1) 3.

<sup>206</sup> K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate governance: eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 80.

<sup>207</sup> A. FRANCOIS en J. DELVOIE "De Wet Corporate Governance in het licht van het ruimere corporate governance debat" in K. BYTTEBIER, A. FRANCOIS en J. DELVOIE (eds.), *De Wet Corporate Governance ont(k)leed*, Mechelen, Kluwer, 2004, (2) 33.

<sup>208</sup> Denk maar aan Fortis die in 2007 het toegestaan kapitaal nodig achtte omwille van vrees voor vijandige overnames door een sterk verspreid aandeelhouderschap: N. TANGHE, "Fortis stemt over gifpil van 1 miljard euro", *De Standaard*, 21 september 2006, [www.standaard.be/cnt/glt120kun](http://www.standaard.be/cnt/glt120kun); Zo was ook in 2009 op de algemene vergadering voor de verkoop van Fortis maar 20% van het kapitaal vertegenwoordigd hoewel dat een ongeziene opkomst was: S. COOLS, *De bevoegdheidsverdeling tussen algemene vergadering en raad van bestuur in de NV*, Roeselare, Roularta Media Group, 2015, 87.



## §5. Overzicht van de markt van stemadviseurs

43. **AMERIKAANSE DOMINANTIE IN DE BELGISCHE MARKT.** In België zijn ISS en Glass Lewis als Amerikaanse stemadviseurs actief. Zij hadden tussen 2008 en 2010 een marktaandeel van 78.9% respectievelijk 34.9%.<sup>209</sup> Er bestaan ook een aantal Europese stemadviseurs. Deze zijn relatief klein en hebben de neiging om hun diensten slechts binnen hun landsgrenzen aan te bieden.<sup>210</sup> Ze zijn dan ook maar occasioneel actief in België.<sup>211</sup> Een ander verschil is dat ISS en Glass Lewis een eigen stembeleid ontwikkelen, terwijl de Europese stemadviseurs eerder het stembeleid van de institutionele beleggers zelf toepassen.<sup>212</sup>
44. **ISS.** ISS werd opgericht in 1985 in Maryland (Verenigde Staten) en werd een jaar later stemadviseur voor institutionele beleggers.<sup>213</sup> Sinds 1992 ontwikkelt zij ook andere diensten gerelateerd aan de uitoefening van het stemrecht.<sup>214</sup> Opmerkelijk aan het businessmodel van ISS is dat zij via haar dochtervennootschap ISS Corporate Solutions Inc. (ICS) sinds 1997 ook diensten levert aan het bestuur van vennootschappen zoals advies over hoe corporate governance, duurzaamheid en bestuurdersvergoedingen in de vennootschap geïncorporeerd kunnen worden.<sup>215</sup> Zij deelt hierbij sinds 2002 Corporate Governance Quotienten<sup>216</sup> uit. Dit is een score om de kwaliteit van corporate governance in vennootschappen te bepalen.<sup>217</sup> Volgens ISS is er een *firewall* tussen haar diensten aan institutionele beleggers en die van ICS aan het bestuur van beursgenoteerde vennootschappen.<sup>218</sup>

---

<sup>209</sup> J.-M. HITZ en N. LEHMANN, “Empirical evidence on the role of proxy advisors in European capital markets”, *European Accounting Review* 2017, (1) 8.

<sup>210</sup> Discussion paper (ESMA) An overview of the proxy advisory industry: considerations on possible policy options, 22 maart 2012, ESMA/2012/212, 10.

<sup>211</sup> Bijvoorbeeld: Eumedion schaarst zich achter een open brief van Deminor tegen de invoering van het meervoudig stemrecht in België: B. THUYSSBAERT, “Dubbel stemrecht bij beursgenoteerde ondernemingen: het Parlement luistert naar de minderheidsaandeelhouders”, s.d.,

<https://sgs.deminor.com/nl/invoering-van-dubbel-stemrecht-bij-belgische-beursgenoteerde-ondernemingen-het-parlement-luistert-naar-de-stem-van-de-minderheidsaandeelhouders/>; Manifest rapporteert over voorstellen om de Corporate Governance Code in België aan te scherpen: S. WILSON, “Belgium tightens governance code”, 2009, [www.manifest.co.uk/belgium-tightens-governance-code/](http://www.manifest.co.uk/belgium-tightens-governance-code/).

<sup>212</sup> G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 10.

<sup>213</sup> B.C. TINGLE, “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC Law Review* 2016, (1) 15.

<sup>214</sup> <https://www.issgovernance.com/about/iss-history/>.

<sup>215</sup> T.C. BELINFANTI, “The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 399.

<sup>216</sup> Tegenwoordig noemen ze dit de “Governance Quickscore”: [www.isscorporatesolutions.com/our-story/](http://www.isscorporatesolutions.com/our-story/).

<sup>217</sup> T.C. BELINFANTI, “The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 400.

<sup>218</sup> ISS, “Code of Ethics: Institutional Shareholder Services”, 2018, [www.issgovernance.com/file/duediligence/code-of-ethics-dec-2018.pdf](http://www.issgovernance.com/file/duediligence/code-of-ethics-dec-2018.pdf), 5.

De Amerikaanse moedervenootschap ISS is zelf dochter van het private equity fonds Genstar Capital sinds 2017.<sup>219</sup> ISS levert diensten aan meer dan 2.000 institutionele beleggers en telt wereldwijd meer dan 1.200 personeelsleden in 19 vestigingen verspreid over 13 landen. Zo nam zij in 2005 de corporate governance divisie *Deminor Rating* van het Belgische zakenkantoor Deminor over als uitvalbasis om haar diensten ook in Europa te kunnen uitbouwen.<sup>220</sup> Ze is actief in meer dan 42.000 algemene vergaderingen verspreid over 115 kapitaalmarkten.<sup>221</sup> Wereldwijd is ISS niet alleen de grootste speler in de industrie van stemadviseurs maar ook marktleider op het niveau van corporate governance diensten aan het bestuur via ICS.<sup>222</sup>

45. **GLASS LEWIS.** Glass Lewis werd opgericht in 2003 in San Francisco (Verenigde Staten).<sup>223</sup> Naast haar diensten als stemadviseur levert zij onder meer platformen voor de uitoefening van het stemrecht en meldingssystemen voor belangrijke algemene vergaderingen.<sup>224</sup> In tegenstelling tot ISS levert zij geen adviesdiensten aan het bestuur. Zij heeft Europese vestigingen in het Verenigd Koninkrijk, Ierland en Duitsland. Zij is zelf een dochtervenootschap van het pensioenfonds Ontario Teachers' Pension Plan Board en van Alberta Investment Management Corp.

Glass Lewis levert diensten aan meer dan 1.300 institutionele beleggers in meer dan 20.000 algemene vergaderingen verspreid over meer dan 100 kapitaalmarkten. Zij stelt wereldwijd ongeveer 360 mensen te werk waarvan meer dan de helft zich toelegt op het ontwikkelen van stemadviezen.<sup>225</sup> Wereldwijd is Glass Lewis de tweede grootste speler doch met een relatief grote achterstand op ISS waarvan zij desalniettemin de enige noemenswaardige concurrent is.<sup>226</sup>

---

<sup>219</sup> [www.issgovernance.com/about/iss-history/](http://www.issgovernance.com/about/iss-history/).

<sup>220</sup> Discussion paper (ESMA) An overview of the proxy advisory industry: considerations on possible policy options, 22 maart 2012, ESMA/2012/212, 10; X, "Deminor, success story à la belge", *l'Echo*, 15 april 2006, [www.lecho.be/actualite/archive/Deminor-success-story-a-la-belge/8833642](http://www.lecho.be/actualite/archive/Deminor-success-story-a-la-belge/8833642).

<sup>221</sup> ISS, "Code of Ethics: Institutional Shareholder Services", 2018, [www.issgovernance.com/file/duediligence/code-of-ethics-dec-2018.pdf](http://www.issgovernance.com/file/duediligence/code-of-ethics-dec-2018.pdf), 11.

<sup>222</sup> T.C. BELINFANTI, "The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control", *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 397.

<sup>223</sup> [www.glasslewis.com/company-overview/](http://www.glasslewis.com/company-overview/).

<sup>224</sup> *Ibid.*

<sup>225</sup> *Ibid.*

<sup>226</sup> T.C. BELINFANTI, "The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control", *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 396.

46. **OVERIGE EUROPESE STEMADVISEURS.** Een aantal andere Europese spelers zijn Manifest,<sup>227</sup> PIRC,<sup>228</sup> en Hermes EOS<sup>229</sup> in het Verenigd Koninkrijk, Proxinvest<sup>230</sup> in Frankrijk en Ethos<sup>231</sup> in Zwitserland. Misschien wel de meest opmerkelijke Europese speler is het internationale netwerk Expert Corporate Governance Services (ECGS).<sup>232</sup> Dit is een joint venture tussen de reeds vermelde Proxinvest, Manifest en Ethos maar ook andere lokale stemadviseurs zoals het Duitse DSW,<sup>233</sup> het Italiaanse Frontis Governance<sup>234</sup>, het Nederlandse VIRV Solutions en het Spaanse Corporance<sup>235</sup>. De bedoeling van dit project is om een zo inclusief mogelijke dienst te leveren en daarmee de concurrentie met ISS en Glass Lewis aan te gaan.<sup>236</sup> ECGS zou ook diensten in België leveren.<sup>237</sup> Tot slot zijn er federaties van institutionele beleggers die ook als stemadviseur actief zijn zoals IVIS in het Verenigd Koninkrijk.<sup>238</sup>
47. **ISS ALS WERELDWIJDE MARKTEIDER.** In de Verenigde Staten zouden ISS en Glass Lewis volgens een aantal studies tezamen tot 97% van de markt bezitten.<sup>239</sup> Volgens ESMA is de Europese markt voorlopig nog klein en minder geconcentreerd dan de Amerikaanse.<sup>240</sup> In België zijn er in elk geval indicaties van een dominantie van ISS en lijkt het er op dat zij met Glass Lewis nog steeds een oligopolie vormt.<sup>241</sup> Het is daarbij weinig waarschijnlijk dat Glass Lewis de huidige achterstand met ISS in de nabije toekomst zal kunnen dichtrijden.<sup>242</sup>

---

<sup>227</sup> [www.manifest.co.uk/](http://www.manifest.co.uk/).

<sup>228</sup> <http://pirc.co.uk/services-1/proxy-voting>.

<sup>229</sup> [www.hermes-investment.com/ukw/](http://www.hermes-investment.com/ukw/).

<sup>230</sup> [www.proxinvest.fr/?lang=en/](http://www.proxinvest.fr/?lang=en/).

<sup>231</sup> <https://ethosfund.ch/>.

<sup>232</sup> <http://ecgs.org/>.

<sup>233</sup> [www.dsw-info.de/](http://www.dsw-info.de/).

<sup>234</sup> [www.frontisgovernance.com/it/](http://www.frontisgovernance.com/it/).

<sup>235</sup> [www.corporance.es/](http://www.corporance.es/).

<sup>236</sup> A.G. CORCOLES, "Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe", *ECFR* 2016, (106) 143.

<sup>237</sup> Dit blijkt althans uit het stembeleid dat ook aanbevelingen voor België bevat: ECGS, "ECGS corporate governance principles & voting guidelines 2018", [http://ecgs.org/sites/default/files/ECGS%20guidelines%202018%20FINAL\\_1.pdf](http://ecgs.org/sites/default/files/ECGS%20guidelines%202018%20FINAL_1.pdf).

<sup>238</sup> <https://www.ivis.co.uk/about-ivis>.

<sup>239</sup> Rapport (ESMA) Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis, 18 december 2015, ESMA/2015/1887, 13; B.C. TINGLE, "The agency cost case for regulating proxy advisory firms", *UBC Law Review* 2016, (1) 18; J.R. COPLAND, D.F. LARCKER en B. TAYAN, "Proxy advisory firms: empirical evidence and the case for reform", *Manhattan Institute* 2018, (1) 5.

<sup>240</sup> Rapport (ESMA) Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis, 18 december 2015, ESMA/2015/1887, 13-16.

<sup>241</sup> C. CLOTTENS, "Editoriaal: stemadviseurs- regulering gewenst", *TRV* 2014, (637) 637.

<sup>242</sup> T.C. BELINFANTI, "The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control", *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 411.

48. **ISS BEVOORDEELD DOOR NETWERKEFFECTEN.** Door de aanwezigheid van netwerkeffecten in de industrie van stemadviseurs kan ISS als marktleider disproportionele voordelen halen. Netwerkeffecten zorgen dat de waarde van een dienst voor een gegeven gebruiker samenhangt met het aantal gebruikers van de dienst.<sup>243</sup> Een gegeven institutionele belegger zal zich bij voorkeur beroepen op ISS omdat zijn stemgedrag dan strookt met dat van vele andere institutionele beleggers.<sup>244</sup> Zeker wanneer institutionele beleggers collectief beroep doen op eenzelfde stemadviseur kunnen zij een repetitief onderzoek vermijden en leidt dit mogelijks tot specialisatie in hoofde van de stemadviseur die dan optreedt als collectieve agent.<sup>245</sup>
49. **BEVOORDELING DOOR SCHAALVOORDELEN.** Technologie speelt een belangrijke rol in de industrie van stemadviseurs omdat grote hoeveelheden informatie verzameld en verwerkt moeten worden. Dit leidt tot significante toetredingsbarrières, zeker in combinatie met schaalvoordelen.<sup>246</sup> Eens de technologie werd uitgebouwd zal de marginale kostprijs, de kostprijs om de diensten aan extra klanten te leveren, relatief laag liggen.<sup>247</sup> ISS en Glass Lewis kunnen dus kosten verbonden aan het verwerken van informatie besparen door hun diensten aan veel institutionele beleggers tegelijk te verkopen.<sup>248</sup>
50. **BEVOORDELING DOOR SUPERIEUR PRODUCT.** ISS en Glass Lewis kunnen voor een competitieve prijs een kwalitatieve dienst leveren die zich uitstrekt over alle aspecten verbonden aan de uitoefening van het stemrecht.

---

<sup>243</sup> T.C. BELINFANTI, “The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 412; G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 11.

<sup>244</sup> T.C. BELINFANTI, “The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 413; L. KLÖHN en P. SCHWARZ, “The regulation of proxy advisors”, *supra* vn. 88, (1) 4: Op die manier zich kan indekken tegen kritiek, zijn invloed in de algemene vergadering verhoogt omdat de meeste andere aandeelhouders hetzelfde stemadvies hebben gekregen en het bestuur zal geneigd zijn zich aan de standaarden van de meest invloedrijke stemadviseurs aan te passen wanneer veel aandeelhouders van de vennootschap hun diensten afnemen.

<sup>245</sup> G.W. DENT, “A defense of proxy advisors”, *Mich. St. L. Rev.* 2014, (1287) 1299; Z. GOSHEN en R. SQUIRE, “Principal costs: a new theory for corporate law and governance”, *Columbia Law Review* 2017, (767) 788.

<sup>246</sup> T.C. BELINFANTI, “The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 412; L. KLÖHN en P. SCHWARZ, “The regulation of proxy advisors”, (1) 3-4; S. SAUERWALD e.a., “Proxy advisors and shareholder dissent: a cross-country comparative study”, *Journal of Management* 2016, (1) 5; G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 11.

<sup>247</sup> T.C. BELINFANTI, “The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 416.

<sup>248</sup> B.C. TINGLE, “Bad company - the assumptions behind proxy advisors voting recommendations”, *Dalhousie L.J.* 2014, (709) 717; S. SAUERWALD e.a., “Proxy advisors and shareholder dissent: a cross-country comparative study”, *Journal of Management* 2016, (1) 5.

Ze hebben bijkomend een wereldwijd gestandaardiseerd bereik wat hun diensten aantrekkelijk maakt voor institutionele beleggers met internationale portfolio's.<sup>249</sup> In combinatie met de netwerkeffecten is het moeilijk voor nieuwe spelers om institutionele beleggers te overtuigen hun diensten af te nemen.<sup>250</sup> De nieuwe stemadviseur die ISS en Glass Lewis concurrentie wil aandoen moet een superieur product en dus betere en gesofisticeerdere technologieën ontwikkelen om meer informatie te verzamelen en te verwerken.<sup>251</sup> Dit is niet alleen zeer kostelijk maar bijkomend maakt de aard van stemadvies het moeilijk om die superieure kwaliteit merkbaar te maken.<sup>252</sup>

---

<sup>249</sup> S. SAUERWALD e.a., "Proxy advisors and shareholder dissent: a cross-country comparative study", *Journal of Management* 2016, (1) 5.

<sup>250</sup> T.C. BELINFANTI, "The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control", *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 413; L. KLÖHN en P. SCHWARZ, "The regulation of proxy advisors", *supra* vn. 88, (1) 5.

<sup>251</sup> T.C. BELINFANTI, "The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control", *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 416.

<sup>252</sup> L. KLÖHN en P. SCHWARZ, "The regulation of proxy advisors", *supra* vn. 88, (1) 3.

## HOOFDSTUK II. RECHTSECONOMISCHE ANALYSE

### AFDELING I. OUTSIDE AGENCY PROBLEMEN

#### §1. Theoretisch kader

51. **NOODZAKELIJKE PREMISSEN VOOR HET KOSTENMODEL.** In wat volgt wordt de agency theorie als rechtseconomisch model gebruikt om te verklaren waarom institutionele beleggers een stemadviseur inschakelen. Op die manier kunnen de mogelijke kosten en baten die door die delegatie ontstaan, geïdentificeerd worden.<sup>253</sup> Hiervoor wordt aangenomen dat de vennootschap een knooppunt van contracten is. Dit wil zeggen dat de belangrijke relaties binnen de onderneming in essentie contractueel van aard zijn.<sup>254</sup> Verder wordt aangenomen dat elke actor in de markt rationeel is en steeds in zijn eigen belang handelt.<sup>255</sup>
52. **AGENCY THEORIE.** De agency theorie analyseert de verhouding tussen actoren binnen een vennootschap als een agency (letterlijk: lastgeving).<sup>256</sup> De figuur van agency wordt hier niet in de juridische zin van het woord gebruikt. De lastgevingsrelatie in de ruimere rechtseconomische betekenis is elke relatie waarbinnen een agent de belangen van haar principaal behartigt die de welvaart van de principaal zal beïnvloeden.<sup>257</sup> Dit houdt steeds een zekere delegatie van beslissingsbevoegdheid in.<sup>258</sup>
53. **BESLISSINGSBEVOEGDHEID IN BELGIË.** In België hebben de aandeelhouders beslissingsbevoegdheid over alles wat de wet of de statuten hen toeschrijft.<sup>259</sup> Dit zijn onder meer beslissingen omtrent belangenconflicten in hoofde van de bestuurders,<sup>260</sup> wijzigingen van de statuten<sup>261</sup> en fundamentele transacties die de vennootschap herstructureren.<sup>262</sup>

---

<sup>253</sup> S. COOLS, *De bevoegdheidsverdeling tussen algemene vergadering en raad van bestuur in de NV*, Roeselare, Roularta Media Group, 2015, 92; T.C. BELINFANTI, “The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 404; A. KRUCK, “Assymetry in empowering and disempowering private intermediaries: the case of credit rating agencies”, *AAPSS* 2017, (133) 136.

<sup>254</sup> J. ARMOUR e.a., “What is corporate law?” in R. KRAAKMAN e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, (1) 5.

<sup>255</sup> P. ALI e.a., *Corporations law: a custom publication for Melbourne Law School*, Chatswood, 2018, LexisNexis, 27.

<sup>256</sup> C. CLOTTENS, *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen*, Antwerpen, Biblo, 2012, 222.

<sup>257</sup> C. CLOTTENS, *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen*, Antwerpen, Biblo, 2012, 222; J. ARMOUR e.a., “Agency problems and legal strategies” in R. KRAAKMAN e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, (29) 29.

<sup>258</sup> S. COOLS, *De bevoegdheidsverdeling tussen algemene vergadering en raad van bestuur in de NV*, Roeselare, Roularta Media Group, 2015, 30.

<sup>259</sup> Art. 7:124 WVV.

<sup>260</sup> Art. 7:96, § 1 WVV.

<sup>261</sup> Art. 7:153 WVV.

<sup>262</sup> Bijvoorbeeld voor een fusie: art. 12:30, § 1 WVV; Bijvoorbeeld voor een splitsing: art. 12:83, § 1 WVV.

Het betreft ook beslissingen over de benoeming<sup>263</sup> en het ontslag van bestuurders,<sup>264</sup> alsook hun jaarlijkse kwijting en de goedkeuring van de jaarrekening en het remuneratieverslag.<sup>265</sup>

54. **INFORMATIE-ASYMMETRIE LEIDT TOT EEN AGENCY PROBLEEM.** Binnen een agency verhouding is er steeds sprake van een informatie-asymmetrie.<sup>266</sup> Dit wil zeggen dat de agent beter geïnformeerd is dan de principaal over bepaalde relevante feiten waardoor de principaal discrepanties tussen de opdracht van de agent en zijn werkelijke gedragingen moeilijker kan identificeren.<sup>267</sup> Dit leidt tot een ‘agency probleem’ aangezien de agency verhouding onvolmaakt is door een verschil in belangen in hoofde van de principaal en de agent.<sup>268</sup> Deze laatste kan ingevolge de informatie-asymmetrie ongemerkt onkundig zijn of opportunistisch misbruik maken van zijn positie.<sup>269</sup> Zo iedereen rationeel is en in zijn eigen belang handelt, waarom zou een principaal zich dan überhaupt op een agent beroepen gegeven de risico’s die aan zo een delegatie verbonden zijn?<sup>270</sup>
55. **PRINCIPAALKOST.** Wanneer een principaal zelf de beslissingsbevoegdheid uitoefent, ontstaan twee soorten kosten in hoofde van de principaal (hierna: principaalkosten). De eerste soort kosten worden bekwaamheidskosten genoemd.<sup>271</sup> Dit zijn kosten die ontstaan door de suboptimale uitoefening van de beslissingsbevoegdheid ingevolge een gebrek aan informatie, middelen of expertise.<sup>272</sup>

---

<sup>263</sup> Art. 7:85, §2 WVV.

<sup>264</sup> Art. 7:85, §3 WVV.

<sup>265</sup> Art. 7:149 WVV; Y. DE CORDT, “La transparence en droit des sociétés” in O. CAPRASSE (ed.), *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Brussel, Larcier, 2008, (11) 66-68; J. ARMOUR e.a., “The basic governance structure: the interests of shareholders as a class” in R. KRAAKMAN e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, (49) 57.

<sup>266</sup> V. MAGNIER, *Comparative corporate governance. Legal perspectives*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2017, 18.

<sup>267</sup> J. ARMOUR e.a., “Agency problems and legal strategies” in R. KRAAKMAN e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, (29) 29.

<sup>268</sup> S. COOLS, *De bevoegdheidsverdeling tussen algemene vergadering en raad van bestuur in de NV*, Roeselare, Roularta Media Group, 2015, 31.

<sup>269</sup> A. ECKSTEIN, “Skin in the game for credit rating agencies & proxy advisors: reality meets theory”, *Harv. Bus. L. Rev.* 2017, (221) 222.

<sup>270</sup> Z. GOSHEN en R. SQUIRE, “Principal costs: a new theory for corporate law and governance”, *Columbia Law Review* 2017, (767) 785.

<sup>271</sup> “Principal Competence Costs”: Z. GOSHEN en R. SQUIRE, “Principal costs: a new theory for corporate law and governance”, *Columbia Law Review* 2017, (767) 786.

<sup>272</sup> Het gebrek aan ervaring en expertise kunnen voor een prijs (lees: kost) worden verworven. Er zijn echter ook persoon specifieke cognitieve tekortkomingen zoals overmoedigheid en een gebrek aan objectiviteit die niet kunnen worden verworven: Z. GOSHEN en R. SQUIRE, “Principal costs: a new theory for corporate law and governance”, *Columbia Law Review* 2017, (767) 786.

De tweede soort kosten zijn conflictkosten.<sup>273</sup> Deze ontstaan door de suboptimale uitoefening van de beslissingsbevoegdheid ingevolge deloyaal gedrag.<sup>274</sup> Om de totale som van principaalkosten te doen dalen, beroept de principaal zich op een agent.<sup>275</sup>

56. **ILLUSTRATIE.** Zo ontstaat een eerste agency relatie tussen het bestuur en de aandeelhouders waarbij aandeelhouders beroep doen op het bestuur om het beleid van de vennootschap te behartigen.<sup>276</sup> De aandeelhouders doen dit om hun principaalkosten te doen dalen. De uitoefening van het beleid door de aandeelhouders zou immers inefficiënt, zo niet onmogelijk, zijn in een algemene vergadering met soms miljoenen aandeelhouders.<sup>277</sup> In een tweede agency relatie doen schuldeisers beroep op aandeelhouders om de controle op het bestuur te behartigen.<sup>278</sup> De schuldeisers doen dit om hun principaalkosten te doen dalen. Individuele schuldeisers zouden het bestuur immers niet verder controleren wanneer hun vaste schuld terugbetaald wordt.<sup>279</sup> In een derde agency relatie behartigen de meerderheidsaandeelhouders de belangen van minderheidsaandeelhouders.<sup>280</sup> Indien de beslissingen in de algemene vergadering met unanimiteit moeten genomen worden zou dit elke vorm van besluitvorming in de algemene vergadering hypothekeren. Om die principaalkosten te verminderen, worden beslissingen in de algemene vergadering met een gewone of bijzondere meerderheid genomen.<sup>281</sup>

---

<sup>273</sup> “Principal conflict costs”: Z. GOSHEN en R. SQUIRE, “Principal costs: a new theory for corporate law and governance”, *Columbia Law Review* 2017, (767) 791.

<sup>274</sup> Z. GOSHEN en R. SQUIRE, “Principal costs: a new theory for corporate law and governance”, *Columbia Law Review* 2017, (767) 770 en 796: Conflictkosten zijn per definitie onbestaande wanneer de belegger alleen handelt en komen slechts voor wanneer de belegger deel uitmaakt van een groep.

<sup>275</sup> Z. GOSHEN en R. SQUIRE, “Principal costs: a new theory for corporate law and governance”, *Columbia Law Review* 2017, (767) 794.

<sup>276</sup> J. ARMOUR e.a., “Agency problems and legal strategies” in R. KRAAKMAN e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, (29) 29.

<sup>277</sup> K. GEENS, “Helpt ‘good corporate governance’? Over regels voor behoorlijk bestuur in vennootschappen” in B. PATTYN en P. D’HOÏNE (eds.), *Over grenzen en generaties heen: lessen voor de eenentwintigste eeuw*, Leuven, Leuven University Press, 2012, (73) 78; K. GEENS, M. WYCKAERT, J. VANANROYE, E. TERRY, F. HELLEMANS, V. COLAERT, B. KEIRSBILCK, K. DE COCK en A. WATTEYNE, *Handels-, vennootschaps- en economisch recht*, Leuven, Acco, 2016, 177.

<sup>278</sup> J. ARMOUR e.a., “Agency problems and legal strategies” in R. KRAAKMAN e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, (29) 30.

<sup>279</sup> P. ALI e.a., *Corporations law: a custom publication for Melbourne Law School*, Chatswood, 2018, LexisNexis, 24.

<sup>280</sup> J. ARMOUR e.a., “Agency problems and legal strategies” in R. KRAAKMAN e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, (29) 30.

<sup>281</sup> K. GEENS e.a., *Handels-, vennootschaps- en economisch recht*, Leuven, Acco, 2016, 180.



57. **AGENTKOST.** De delegatie van beslissingsbevoegdheid in een vennootschap moet men benaderen als een *fixed pie* of *zero-sum*.<sup>282</sup> Dit wil zeggen dat er een vaste hoeveelheid beslissingsbevoegdheid bestaat.<sup>283</sup> Bijgevolg zal de uitbesteding van een bepaalde hoeveelheid beslissingsbevoegdheid aan een agent leiden tot een daling van dezelfde hoeveelheid beslissingsbevoegdheid in hoofde van de principaal.<sup>284</sup> Zoals reeds vermeld, besteedt de principaal beslissingsbevoegdheid uit aan een agent om de principaalkosten te doen dalen.<sup>285</sup> Door die delegatie ontstaan echter dezelfde twee soorten kosten in hoofde van de agent (hierna: agentkosten), namelijk bekwaamheidskosten en conflictkosten.<sup>286</sup> Door een stijging van de beslissingsbevoegdheid in hoofde van de agent dalen met andere woorden de principaalkosten maar ontstaan en stijgen tegelijk agentkosten.<sup>287</sup> De wetgever heeft daarbij een faciliterende rol om de actoren in staat stellen de totale som van de kosten zo veel als mogelijk te drukken.<sup>288</sup>
58. **ILLUSTRATIE.** In het eerste agency probleem ontstaan bijvoorbeeld agentkosten wanneer het bestuur als agent van de aandeelhouders haar eigen belang dient ten koste van het belang van de vennootschap.<sup>289</sup> In het tweede agency probleem ontstaan agentkosten wanneer aandeelhouders als agent van de schuldeisers zoveel mogelijk dividenduitkeringen proberen te verkrijgen waardoor de middelen van de vennootschap en dus het onderpand van de schuldeisers vermindert.<sup>290</sup> In het derde agency probleem ontstaan agentkosten wanneer meerderheidsaandeelhouders als agent van de minderheidsaandeelhouders bestuurders aanstellen die de wil van de meerderheid doorzetten om zichzelf op die manier onrechtstreeks te bevoordelen.<sup>291</sup>

---

<sup>282</sup> A. ECKSTEIN, “Skin in the game for credit rating agencies & proxy advisors: reality meets theory”, *Harv. Bus. L. Rev.* 2017, (221) 250; Z. GOSHEN en R. SQUIRE, “Principal costs: a new theory for corporate law and governance”, *Columbia Law Review* 2017, (767) 796.

<sup>283</sup> A. ECKSTEIN, “Skin in the game for credit rating agencies & proxy advisors: reality meets theory”, *Harv. Bus. L. Rev.* 2017, (221) 250; Z. GOSHEN en R. SQUIRE, “Principal costs: a new theory for corporate law and governance”, *Columbia Law Review* 2017, (767) 796.

<sup>284</sup> A. ECKSTEIN, “Skin in the game for credit rating agencies & proxy advisors: reality meets theory”, *Harv. Bus. L. Rev.* 2017, (221) 250; Z. GOSHEN en R. SQUIRE, “Principal costs: a new theory for corporate law and governance”, *Columbia Law Review* 2017, (767) 796.

<sup>285</sup> Z. GOSHEN en R. SQUIRE, “Principal costs: a new theory for corporate law and governance”, *Columbia Law Review* 2017, (767) 794.

<sup>286</sup> *Ibid.*, (767) 796.

<sup>287</sup> *Ibid.*, (767) 784.

<sup>288</sup> *Ibid.*, (767) 829.

<sup>289</sup> K. GEENS e.a., *Handels-, vennootschaps- en economisch recht*, Leuven, Acco, 2016, 179.

<sup>290</sup> K. GEENS, “Helpt ‘good corporate governance’? Over regels voor behoorlijk bestuur in vennootschappen” in B. PATTYN en P. D’HOINE (eds.), *Over grenzen en generaties heen: lessen voor de eenentwintigste eeuw*, Leuven, Leuven University Press, 2012, (73) 77.

<sup>291</sup> K. GEENS e.a., *Handels-, vennootschaps- en economisch recht*, Leuven, Acco, 2016, 180.

59. **DE VOOR- EN NADELEN VAN OUTSOURCING.** De kosten verbonden aan de uitbesteding van de beslissingsbevoegdheid moet men niet benaderen als een *fixed pie* of *zero-sum*.<sup>292</sup> Binnen een waarneembaar bereik zal een verhoging van de beslissingsbevoegdheid van de agent gepaard gaan met een proportioneel grotere daling van de principaalkosten in vergelijking met de stijging van de agentkosten.<sup>293</sup> De totale som van de kosten van de agent en die van de principaal is in dat geval geminimaliseerd.<sup>294</sup> Binnen dat bereik is het met andere woorden efficiënt om de beslissingsbevoegdheid aan de agent uit te besteden.<sup>295</sup> Anderzijds zal een uitbesteding van beslissingsbevoegdheid aan de agent buiten dit bereik inefficiënt zijn aangezien het gepaard gaat met een grotere verhoging van de agentkosten in vergelijking met een proportioneel beperkte daling van de principaalkosten.<sup>296</sup>
60. **TOEPASSING VAN DE BERLE EN MEANS AGENCY RELATIE.** Nu het duidelijk is waarom principalen agenten inschakelen en binnen welke grenzen die delegatie efficiënt kan zijn, kan dit model worden toegepast op de institutionele beleggers en de stemadviseurs. BERLE en MEANS definiëren agency relaties als een opsplitsing tussen de eigendom en de controle.<sup>297</sup> Beide noties moeten in hun rechtseconomische betekenis begrepen worden. ‘Eigendom’ in de rechtseconomische betekenis is in essentie het dragen van het economisch risico van de uitoefening van de beslissingsbevoegdheid.<sup>298</sup> ‘Controle’ in de rechtseconomische betekenis komt neer op de mogelijkheid om de beslissingsbevoegdheid over controlerechten in de vennootschap uit te oefenen.<sup>299</sup>

---

<sup>292</sup> Z. GOSHEN en R. SQUIRE, “Principal costs: a new theory for corporate law and governance”, *Columbia Law Review* 2017, (767) 797.

<sup>293</sup> *Ibid.*

<sup>294</sup> *Ibid.*

<sup>295</sup> A. ECKSTEIN, “Skin in the game for credit rating agencies & proxy advisors: reality meets theory”, *Harv. Bus. L. Rev.* 2017, (221) 250.

<sup>296</sup> *Ibid.*

<sup>297</sup> C. CLOTTENS, *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen*, Antwerpen, Biblo, 2012, 221 met verwijzing naar A.A. BERLE en G.C. MEANS, *The modern corporation and private property*, New York, Macmillan, 1932; M.C. JENSEN en W.H. MECKLING, “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *J. Fin. Econ.* 1976, 305 (312); Z. GOSHEN en R. SQUIRE, “Principal costs: a new theory for corporate law and governance”, *Columbia Law Review* 2017, (767) 776; S.M. BAINBRIDGE, “Shareholder activism and institutional investors”, *UCLA Sch.L., law & Economics Research Paper Series, s.d.*, (1) 6.

<sup>298</sup> J. ARMOUR e.a., “What is corporate law?” in R. KRAAKMAN e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, (1) 13.

<sup>299</sup> J. ARMOUR e.a., “What is corporate law?” in R. KRAAKMAN e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, (1) 13; Z. GOSHEN en R. SQUIRE, “Principal costs: a new theory for corporate law and governance”, *Columbia Law Review* 2017, (767) 769.

Toegepast op de interne organisatie van een institutionele belegger is de institutionele belegger zelf juridisch eigenaar van de aandelen en kan de fondsbeheerder de beslissingsbevoegdheid er over uitoefenen. De fondsbeheerder heeft met andere woorden ‘controle’.<sup>300</sup> Het economisch belang van die aandelen komt toe aan de achterliggende cliënten die hem het kapitaal hebben verschaft. De cliënten hebben met andere woorden ‘eigendom’.<sup>301</sup>

Wanneer institutionele beleggers zich beroepen op stemadviseurs treedt de stemadviseur op als een agent die de belangen van zijn principaal, de institutionele belegger, behartigt. Aangezien de stemadviseur enkel stemadvies geeft en dus niet de beslissingsbevoegdheid over de uitoefening van het stemrecht uitoefent, heeft de stemadviseur geen controle in de strikte zin. De institutionele belegger behoudt dus zowel de controle als de eigendom. Toch kan men spreken van een soort *light* versie van de agency relatie omdat er een zekere invloed van de stemadviseur uitgaat, waarvan de grootte van de invloed afhangt van geval tot geval. Minstens is er dus sprake van een agency relatie omdat een principaal beroep doet op een agent teneinde zijn principaalkosten te drukken maar met eventuele agentkosten als gevolg.<sup>302</sup>

61. **ATYPISCHE AGENCY RELATIES.** De drie traditionele agency relaties tussen het bestuur en de aandeelhouders, de aandeelhouders en schuldeisers, en de meerderheidshaandeelhouder en minderheidsaandeelhouder bevinden zich binnen de vennootschap met actoren die steeds een belang hebben in de vennootschap (hierna: *in-house* agency relaties).<sup>303</sup> In de agency relaties tussen de fondsbeheerder als agent voor de cliënten en de stemadviseur als agent voor de institutionele belegger hebben de agenten geen of maar een beperkt belang in de desbetreffende vennootschap (hierna: *outside* agency relaties).<sup>304</sup> Diversificatie heeft immers tot gevolg dat de aandelen in de vennootschap maar een fractie van het portfolio van de institutionele belegger uitmaken. Hierdoor heeft hij maar een beperkt economisch risico in elk van de vennootschappen en kan hij als *outside* agent gezien worden.

---

<sup>300</sup> B.C. TINGLE, “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC L. Rev.* 2016, (1) 12.

<sup>301</sup> *Ibid.*

<sup>302</sup> A. ECKSTEIN, “Skin in the game for credit rating agencies & proxy advisors: reality meets theory”, *Harv. Bus. L. Rev.* 2017, (221) 223.

<sup>303</sup> *Ibid.*

<sup>304</sup> S. COOLS, *De Bevoegdheidsverdeling tussen algemene vergadering en raad van bestuur in de NV*, Roeselare, Roularta, 2015, 92; T.C. BELINFANTI, “The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 403; B.C. TINGLE, “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC Law Review* 2016, (1) 12; A. ECKSTEIN, “Skin in the game for credit rating agencies & proxy advisors: reality meets theory”, *Harv. Bus. L. Rev.* 2017, (221) 223; G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 4.

Om de beweegredenen voor de uiteindelijke uitbesteding aan een *outside* agent zonder economisch risico in de vennootschap zoals de stemadviseur te verklaren, moet men dus eerst inzicht krijgen in de zogenaamde ‘vierde agency relatie’ die ontstaat tussen de fondsbeheerder en de cliënten.

## §2. Het vierde agency probleem

62. **PRINCIPAALKOSTEN VAN DE CLIËNTEN.** Deze vierde agency relatie ontstaat omdat een individuele belegger zijn bekwaamheidskosten kan verminderen door via een institutionele belegger te beleggen. De professionele fondsbeheerders hebben meer middelen, expertise en informatie, maar kunnen ook investeringsrisico’s beperken door diversificatie in hun portfolio.<sup>305</sup> Zij hebben nu eenmaal een grotere hoeveelheid middelen ter beschikking dan elke individuele cliënt afzonderlijk waardoor het kapitaal verspreid kan worden over verschillende beleggingsactiva.

Door die diversificatie kan een efficiëntievoordeel ontstaan voor de cliënten. De verwachte winst van het portfolio kan gemaximaliseerd worden terwijl de investeringsrisico’s geminimaliseerd worden. Een gewogen verzameling beleggingsactiva legt nu eenmaal tezamen minder risicofactoren aan de dag dan een investering in één individueel actief.<sup>306</sup> Door inbrengen van afzonderlijke deelnemers in één entiteit samen te brengen en onder een gemeenschappelijk beheer te plaatsen, kunnen doelstellingen worden bereikt die iedere deelnemer afzonderlijk niet zou kunnen bereiken.<sup>307</sup>

Naast een beperking van investeringsrisico’s kunnen institutionele beleggers als substantiële aandeelhouder in de meeste beursgenoteerde vennootschappen meer invloed op corporate governance uitoefenen. De cliënten hebben als individuele aandeelhouder maar een fractie van de aandelen in beursgenoteerde vennootschappen. Tegelijk hebben cliënten een gebrek aan expertise, middelen of informatie om de aandeelhoudersrechten op de meest optimale wijze uit te oefenen.

---

<sup>305</sup> S. DELAEY, *De contractuele verhouding inzake portefeuillebeheer: op de wip tussen MiFID en privaatrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2010, 254; M.E. MANGRAM, “A simplified perspective of the Markowitz portfolio theory”, *GJBR* 2013, (59) 60; G.W. DENT, “A defense of proxy advisors”, *Mich. St. L. Rev.* 2014, (1287) 1305.

<sup>306</sup> M.E. MANGRAM, “A simplified perspective of the Markowitz portfolio theory”, *GJBR* 2013, (59) 60.

<sup>307</sup> E. HELLEBUYCK, *Hedge funds*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 8.

Er ontstaat dus een vierde agency relatie tussen de cliënten en de professionele fondsbeheerder waarbij de cliënten door de uitbesteding dus niet alleen principaalkosten verminderen op het niveau van investeringsbeslissingen maar ook het gebrek aan invloed op corporate governance te niet doen.<sup>308</sup>

63. **AGENTKOSTEN VAN DE FONDSBEHEERDER.** De professionele fondsbeheerder beschikt inderdaad over meer informatie, middelen en expertise om het totaal pakket van gedelegeerde rechten op geïnformeerde wijze uit te oefenen.<sup>309</sup> Het gaat weliswaar in de eerste plaats over een professionalisering van de investeringsfunctie.<sup>310</sup> Fondsbeheerders zijn experts in het selecteren van gewaardeerde aandelen. Toch was het de bedoeling van de cliënten om in het algemeen de bekwaamheidskosten te verminderen. Uit wat volgt blijkt dat institutionele beleggers wat de uitoefeningen van de aandeelhoudersrechten betreft ook bekwaamheidskosten ondervinden.
64. **BEKWAAMHEIDSKOSTEN VAN DE AGENT.** De portfolio's van institutionele beleggers worden immers steeds gediversifieerder en internationaler. Tegelijk worden de agendapunten waarover gestemd moet worden steeds gesofisticeerder en is er slechts een beperkte tijdspanne om onderzoek te doen, namelijk de paar weken tussen de oproeping en de algemene vergadering. De meeste algemene vergaderingen vinden vaak ook plaats in dezelfde periode. Het geïnformeerd stemmen op elke algemene vergadering is voor de institutionele belegger dus een zware opdracht. Bijkomend zijn fondsbeheerders niet echt gespecialiseerd in corporate governance.<sup>311</sup> Institutionele beleggers hebben vaak een gebrek aan personeel en onvoldoende ervaring om corporate governance te beoordelen. Zij lijken dus niet in staat om de informatie in proxy en accounting statements te onderzoeken, te begrijpen en te verwerken om vervolgens op geïnformeerde wijze het stemrecht uit te oefenen in elke algemene vergadering.<sup>312</sup>

---

<sup>308</sup> L.A. BEBCHUK e.a., "The agency problems of institutional investors", *Journal of Economic Perspectives* 2017, (89) 91.

<sup>309</sup> V. MAGNIER, *Comparative corporate governance. Legal perspectives*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2017, 116.

<sup>310</sup> O. CAPRASSE (ed.), *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Brussel, Larcier, 2008, 6.

<sup>311</sup> B.R. CHEFFINS, "The Stewardship Code's Achilles' Heel", *MLR* 2010, (1004) 1014.

<sup>312</sup> A.G. CORCOLES, "Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe", *ECFR* 2016, (106) 118; S. SAUERWALD e.a., "Proxy advisors and shareholder dissent: a cross-country comparative study", *Journal of Management* 2016, (1) 5; Z. GOSHEN en R. SQUIRE, "Principal costs: a new theory for corporate law and governance", *Columbia Law Review* 2017, (767) 785.

Samengevat was het de bedoeling van de cliënten om over de hele lijn hun bekwaamheidskosten te verminderen. Op het niveau van de investeringsfunctie is dit gelukt maar op het niveau van de aandeelhoudersrechten slagen institutionele beleggers er vaak niet in om in de korte tijdspanne het stemrecht op geïnformeerde wijze uit te oefenen in de vaak duizenden, soms buitenlandse, algemene vergaderingen.<sup>313</sup>

65. **CONFLICTKOSTEN VAN DE AGENT.** Naast bekwaamheidskosten leidt deze uitbesteding ook tot conflictkosten in hoofde van de agent. Het voornaamste belang van professionele fondsbeheerders is hun eigen vergoeding.<sup>314</sup> Normaliter is dit een percentage gebaseerd op het aantal activa die onder hun beheer staan.<sup>315</sup> Hierdoor is de fondsbeheerder economisch gedreven om extra kapitaal aan te trekken teneinde de omvang van het portfolio te vergroten. Hij kan dit doen door de kosten voor cliënten te drukken of de opbrengst voor de cliënten te maximaliseren. Bijgevolg concurreren fondsbeheerders op het niveau van de opbrengsten die het hele portfolio genereert.<sup>316</sup>

Indien de fondsbeheerder, in vergelijking met concurrenten of op basis van een benchmark, bovengemiddelde opbrengsten kan genereren, stijgt de kans dat hem meer kapitaal ter beschikking zal worden gesteld door cliënten.<sup>317</sup> Door het groter aantal activa onder zijn beheer stijgt vervolgens zijn vergoeding. Tegelijk kan de institutionele belegger meer cliënten aantrekken door te besparen op corporate governance om de totale kosten voor de cliënten te drukken.<sup>318</sup>

Professionele fondsbeheerders zullen dus hun schaarse middelen zodanig aanwenden dat hun eigen vergoeding gemaximaliseerd wordt.<sup>319</sup> Zoals reeds vermeld, hangt de vergoeding vaak onlosmakelijk samen met het maximaliseren van opbrengsten uit het gehele portfolio.<sup>320</sup> Bijgevolg zullen zij investeren in hun eigenlijke business, namelijk het selecteren van de beste aandelen en het bepalen van het meest optimale tijdstip om de aandelen te verhandelen.<sup>321</sup>

---

<sup>313</sup> A. OMAGGIO, “Faut-il encadrer l’activité des agences de conseil en vote (proxy advisors)?”, *Droit des affaires sociétés* 2009, (29) 30; S. SUAERWALD e.a., “Proxy Advisors and shareholder dissent: a cross-country comparative study”, *Journal of Management* 2016, (1) 5.

<sup>314</sup> B.C. TINGLE, “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC L. Rev.* 2016, (1) 12.

<sup>315</sup> Uitzonderingen zijn private equity funds en hedge funds: A. ECKSTEIN, “Great expectations: the perils of an expectations gap in proxy advisory firm regulation”, *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 140; B.C. TINGLE, “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC L. Rev.* 2016, (1) 13.

<sup>316</sup> B.C. TINGLE, “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC L. Rev.* 2016, (1) 13.

<sup>317</sup> *Ibid.*

<sup>318</sup> S. COOLS, *De bevoegdheidsverdeling tussen algemene vergadering en raad van bestuur in de NV*, Roeselare, Roularta Media Group, 2015, 87.

<sup>319</sup> B.C. TINGLE, “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC L. Rev.* 2016, (1) 12.

<sup>320</sup> G.W. DENT, “A defense of proxy advisors”, *Mich. St. L. Rev.* 2014, (1287) 1298.

<sup>321</sup> B.C. TINGLE, “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC L. Rev.* 2016, (1) 13.

Indien activisme geen implicaties heeft op de vergoeding van de professionele fondsbeheerder, is de kans klein dat deze zal investeren in corporate governance van de vennootschappen.<sup>322</sup> Dit is zeker het geval omdat het financieel nadeel van een suboptimale uitoefening van het stemrecht in een bepaalde vennootschap op zichzelf een relatief beperkte impact heeft op de prestatie van het gehele portfolio van de institutionele belegger.<sup>323</sup>

Het is ook moeilijk om het rendement van aandeelhoudersbetrokkenheid in waarde uit te drukken.<sup>324</sup> Gewoonlijk zal de potentiële meerwaarde van een investering in corporate governance klein zijn, pas zichtbaar zijn op lange termijn en worden verdeeld onder alle aandeelhouders. De kosten daarentegen liggen vaak hoog, ontstaan onmiddellijk en zijn voor rekening van de institutionele belegger.<sup>325</sup>

Een ander risico is de onzekerheid over de resultaten bijvoorbeeld door het probleem van collectieve actie waarbij het initiatief mislukt omdat geen coalitie met andere aandeelhouders kan worden gevonden en bijgevolg niet gecoördineerd gestemd wordt.<sup>326</sup> Zoals reeds vermeld, rijden institutionele beleggers zich ook niet graag vast in een corporate governance strategie, bijvoorbeeld omdat voorkennis een snelle verkoop van slecht presterende aandelen kan verhinderen.<sup>327</sup>

Er is ook een risico dat concurrerende institutionele beleggers die aandeelhouder zijn in dezelfde vennootschap kunnen mee genieten van de meerwaarde zonder dat zij hiervoor zelf kosten dragen. Deze vorm van vrijbuiting wordt ook wel het *freerider* probleem genoemd.<sup>328</sup>

---

<sup>322</sup> J.A. MCCAHERY e.a., “Behind the scenes: the corporate governance preferences of institutional investors”, *Journal of Finance forthcoming* 2015, (1) 18.

<sup>323</sup> A. ECKSTEIN, “Great expectations: the perils of an expectations gap in proxy advisory firm regulation”, *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 135; B.C. TINGLE, “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC L. Rev.* 2016, (1) 50.

<sup>324</sup> Groenboek (Comm.) Het EU-kader inzake corporate governance, 5 april 2011, COM(2011) 164 def, 12.

<sup>325</sup> B.C. TINGLE, “Bad company - the assumptions behind proxy advisors voting recommendations”, *Dalhousie L.J.* 2014, (709) 715; A. ECKSTEIN, “Great expectations: the perils of an expectations gap in proxy advisory firm regulation”, *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 134; B.C. TINGLE, “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC L. Rev.* 2016, (1) 15.

<sup>326</sup> S. COOLS, *De bevoegdheidsverdeling tussen algemene vergadering en raad van bestuur in de NV*, Roeselare, Roularta Media Group, 2015, 32.

<sup>327</sup> B.R. CHEFFINS, “The Stewardship Code’s Achilles’ Heel”, *MLR* 2010, (1004) 1014.

<sup>328</sup> S. COOLS, *De bevoegdheidsverdeling tussen algemene vergadering en raad van bestuur in de NV*, Roeselare, Roularta Media Group, 2015, 32; J.A. MCCAHERY e.a., “Behind the scenes: the corporate governance preferences of institutional investors”, *Journal of Finance forthcoming* 2015, (1) 2.

Dit probleem maakt dat de professionele fondsbeheerder die investeert in corporate governance riskeert het fonds minder competitief te maken door suboptimaal te presteren in vergelijking met de concurrerende fondsen die geen actie ondernemen maar wel delen in de meerwaarde gecreëerd door de investeringen van het eerste fonds.<sup>329</sup>

Tot slot leveren sommige institutionele beleggers ook diensten aan het bestuur van vennootschappen.<sup>330</sup> Een agendavoorstel in de algemene vergadering blokkeren, zou mogelijke implicaties kunnen hebben voor hun contracten met het bestuur.<sup>331</sup> Minder expliciet, doch even problematisch, is de sterke verwevenheid van institutionele beleggers in de ondernemingsgemeenschap. Een te grote bemoeienis kan hun professionele goodwill in gevaar brengen.<sup>332</sup>

66. **GEVOLGEN VAN HET AGENCY PROBLEEM.** Door het geheel aan agentkosten neigden institutionele beleggers hetzij na een kosten-baten analyse,<sup>333</sup> hetzij naar aanleiding van belangenconflicten,<sup>334</sup> naar absentisme of de ‘Wall Street rule’.<sup>335</sup> Tegenwoordig worden dus steeds meer stemadviseurs ingeschakeld.<sup>336</sup> Nu rest de vraag waarom de institutionele belegger, in het licht van de geïdentificeerde conflictkosten, zou betalen voor stemadvies en niet gewoon vasthoudt aan absentisme of de ‘Wall Street rule’.

Het antwoord is deels te vinden in de geïdentificeerde tendens om via regulerende maatregelen institutionele beleggers te activeren. Veel institutionele beleggers ondervonden druk om hun aandeelhoudersrechten uit te oefenen maar vonden tegelijk dat de regelgevende instanties een te zware last op hun schouders legden.<sup>337</sup> Door beroep te doen op stemadviseurs kunnen zij de verwachtingen van de wetgever op een kost-efficiënte wijze inwilligen.

---

<sup>329</sup> ‘Adverse selection’: A. ECKSTEIN, “Great expectations: the perils of an expectations gap in proxyadvisory firm regulation”, *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 139.

<sup>330</sup> *Ibid.*, (77) 140.

<sup>331</sup> G.W. DENT, “A defense of proxy advisors”, *Mich. St. L. Rev.* 2014, (1287) 1305; L.A. BEBCHUK e.a., “The agency problems of institutional investors”, *Journal of Economic Perspectives* 2017, (89) 103.

<sup>332</sup> A. ECKSTEIN, “Great expectations: the perils of an expectations gap in proxyadvisory firm regulation”, *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 140.

<sup>333</sup> S.M. BAINBRIDGE, “Shareholder activism and institutional investors”, *UCLA Sch.L., law & Economics Research Paper Series, s.d.*, (1) 12.

<sup>334</sup> G.W. DENT, “A defense of proxy advisors”, *Mich. St. L. Rev.* 2014, (1287) 1305.

<sup>335</sup> S. COOLS, *De bevoegdheidsverdeling tussen algemene vergadering en raad van bestuur in de NV*, Roeselare, Roularta Media Group, 2015, 87; G. W. DENT, “A defense of proxy advisors”, *Mich. St. L. Rev.* 2014, (1287) 1305.

<sup>336</sup> A.G. COROLES, “Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 120.

<sup>337</sup> B.R. CHEFFINS, “The Stewardship Code’s Achilles’ Heel”, *MLR* 2010, (1004) 1013-1014.



### §3. Het vijfde agency probleem

67. **VOORDELEN VOOR DE UITBESTEDING AAN STEMADVISEURS.** Op die manier ontstaat een vijfde agency probleem tussen de institutionele belegger en de stemadviseur. De institutionele belegger beroept zich op een stemadviseur om zijn agentkosten die ontstaan in de agency relatie met de cliënten te verminderen. De bestaansreden van stemadviseurs is dus op zichzelf een antwoord op het agency probleem dat ontstaat in eender welke interne structuur van een institutionele belegger.<sup>338</sup> Uit wat voorafging bleek dat professionele fondsbeheerders een financieel belang hebben in het beheer van het portfolio en niet, of althans minder, in de zorgvuldige uitoefening van het stemrecht.<sup>339</sup> Stemadviseurs bieden een noodzakelijke ondersteuning of minstens een goedkoper alternatief om de hoge kosten te drukken die een geïnformeerde uitoefening van het stemrecht met zich mee brengt.<sup>340</sup>

Door het gebruik van stemadviseurs zal het aantal aandeelhouders die stemmen in de algemene vergadering vergroten.<sup>341</sup> Er is met andere woorden meer vuur in de pan op de algemene vergadering van beursgenoteerde vennootschappen. Bijgevolg moet het bestuur meer inspanningen leveren om hun agendavoorstellen te rechtvaardigen en om de aandeelhouders van hun gelijk te overtuigen.<sup>342</sup> Zowel de geïnformeerde uitoefening van het stemrecht als het stijgend belang van de algemene vergadering dragen bij tot goede corporate governance.<sup>343</sup> Wanneer institutionele beleggers hetzelfde stemadvies ontvangen kunnen ze zonder verdere inspanningen gecoördineerd stemmen waardoor ook het probleem van collectieve actie zich niet langer voordoet (*supra* 43, nr. 65).<sup>344</sup>

Ook belangenconflicten in hoofde van institutionele beleggers zijn nefast voor een effectieve controle op het bestuur.<sup>345</sup> Door stemadviseurs te gebruiken kunnen zij zich in zekere zin indekken tegen de gevolgen van de belangenconflicten.

---

<sup>338</sup> B.C. TINGLE, “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC Law Review* 2016, (1) 12.

<sup>339</sup> S. SAUERWALD e.a., “Proxy advisors and shareholder dissent: a cross-country comparative study”, *Journal of Management* 2016, (1) 2.

<sup>340</sup> L. KLÖHN en P. SCHWARZ, “The regulation of proxy advisors”, *supra* vn. 88, (1) 7-8; B.C. TINGLE, “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC Law Review* 2016, (1) 15; G.W. DENT, “A defense of proxy advisors”, *Mich. St. L. Rev.* 2014, (1287) 1300.

<sup>341</sup> B. CHEFFINS, “The Rise and Fall (?) of the Berle-Means Corporation”, *University of Cambridge Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series* 2018, (1) 54-55.

<sup>342</sup> Rapport (ESMA) Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, 19 februari 2013, ESMA/2013/84, 13; A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: Some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 110.

<sup>343</sup> A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: Some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 120.

<sup>344</sup> L. KLÖHN en P. SCHWARZ, “The regulation of proxy advisors”, (1) 6.

<sup>345</sup> G.W. DENT, “A defense of proxy advisors”, *Mich. St. L. Rev.* 2014, (1287) 1305.

Stemadviseurs bieden ook een belangrijke logistieke ondersteuning, niet alleen door informatie te verzamelen, te vertalen en te verwerken maar ook door elektronische platformen ter beschikking te stellen.<sup>346</sup> Institutionele beleggers kunnen via die platformen het stemrecht uitoefenen, informatie over de algemene vergadering vinden, het stemadvies raadplegen en na de algemene vergadering de resultaten van de stemming opvragen.<sup>347</sup>

In het licht van dit alles beroepen institutionele beleggers zich dus in de eerste plaats op stemadviseurs als een economisch verantwoorde poging om principaalkosten te verminderen. Zeker wanneer portfolio's gediversifieerd en internationaal zijn kan op die manier tijd en energie bespaard worden om te beslissen op welke manier gestemd moet worden.<sup>348</sup>

68. **BEKWAAMHEIDSKOSTEN VAN DE AGENT.** Hoewel de uitbesteding onder meer tot doel heeft om de bekwaamheidskosten te verminderen, blijkt dat ook stemadviseurs een aantal bekwaamheidskosten ondervinden. De voornaamste kritiek is het gebrek aan transparantie.<sup>349</sup> Zij worden omwille van onduidelijkheid over hun methodologieën een “black box” genoemd.<sup>350</sup> Er is met andere woorden een gebrek aan informatie over hoe stemadviezen tot stand komen.<sup>351</sup>

Stemadviseurs maken daarbij geen testen bekend op basis waarvan ze de juistheid en het mogelijk positief resultaat voor corporate governance garanderen.<sup>352</sup> VERDAM argumenteert dat de stemadviezen ook geen economische staving hebben.<sup>353</sup> Het is eveneens onduidelijk in welke mate rekening wordt gehouden met feedback van ondernemingen als het bestuur al de mogelijkheid krijgt om een stemadvies na te lezen en te bekritisieren.<sup>354</sup>

---

<sup>346</sup> A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: Some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 119.

<sup>347</sup> A. OMAGGIO, “Faut-il encadrer l’activité des agences de conseil en vote (proxy advisors)?”, *Droit des affaires sociétés* 2009, (29) 30.

<sup>348</sup> Voorstel (Comm.) tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft, 9 april 2014, COM(2014) 213 def - 2014/0121 (COD), 5; A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: Some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 114.

<sup>349</sup> B.C. TINGLE, “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC L. Rev.* 2016, (1) 29.

<sup>350</sup> De analogie luidt dat ISS in de “zwarte doos” kan “verdwijnen” om daar een beslissing te nemen en vervolgens met een oplossing naar buiten kan komen die in essentie niet onderzocht kan worden: T.C. BELINFANTI, “The proxy advisory and corporate governance industry: The case for increased oversight and control”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 420; B.C. TINGLE, “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC L. Rev.* 2016, (1) 28-29.

<sup>351</sup> A. ECKSTEIN, “Great expectations: the perils of an expectations gap in proxyadvisory firm regulation”, *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 95.

<sup>352</sup> B.C. TINGLE, “Bad company - the assumptions behind proxy advisors voting recommendations”, *Dalhousie L.J.* 2014, (709) 724.

<sup>353</sup> A. VERDAM, “An exploration of the role of proxy advisors in proxy voting”, 2007, *supra* vn. 189, (1) 10.

<sup>354</sup> A. ECKSTEIN, “Great expectations: the perils of an expectations gap in proxyadvisory firm regulation”, *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 95.

Stemadviseurs beweren intellectuele eigendomsrechten over hun methodologieën te hebben waardoor deze niet publiek toegankelijk zijn.<sup>355</sup> De kwaliteit van de methodologieën is immers het product waarmee stemadviseurs met elkaar concurreren.<sup>356</sup> Dit lijkt op het eerste gezicht moeilijk verzoenbaar met het beginsel dat een methodologie *an sich* niet beschermd wordt onder het auteursrecht doch enkel haar materiële neerslag in een document. Dan rest nog de vraag of ook aan de vereisten van originaliteit wordt voldaan en of het niet gaat over ‘public knowledge’.<sup>357</sup> Een verdere bespreking van de juistheid van dit argument valt buiten het bestek van dit onderzoek.

Het gevolg van een gebrek aan transparantie is dat er onduidelijkheid heerst over de inhoudelijke juistheid van het stemadvies. Zo staan een aantal auteurs sceptisch tegenover het feit dat van een handvol stemadviseurs verwacht wordt een grote hoeveelheid gegevens te verwerken voor duizenden, soms buitenlandse, algemene vergaderingen tot een doordachte oplossing binnen strakke deadlines van meestal slechts een paar weken tijd.<sup>358</sup> Bijgevolg zouden hun adviezen regelmatig berusten op feitelijke onjuistheden of op een robuust en inflexibel stembeleid dat telkens automatisch toegepast wordt.<sup>359</sup> Dit wordt een *one-size-fits-all* benadering genoemd.<sup>360</sup>

In dat geval houdt het stemadvies onvoldoende rekening met de lokale economische en juridische realiteit waarin de vennootschap opereert of het portfolio van de institutionele belegger in zijn geheel.<sup>361</sup> De meeste stemadviseurs ontkennen dat zij een *one-size-fits-all* benadering toepassen.<sup>362</sup> Eén auteur argumenteert dat het feit dat stemadviseurs zelf een onderscheid maken tussen *customized* en standaard stemadvies bewijst dat ze voor bepaalde klanten wel stemadvies aangepast aan de omstandigheden leveren.<sup>363</sup> Er is echter onduidelijkheid over de betekenis van het *customized* karakter.

---

<sup>355</sup> Discussion paper (ESMA) An overview of the proxy advisory industry: considerations on possible policy options, 22 maart 2012, ESMA/2012/212, 38.

<sup>356</sup> G.W. DENT, “A defense of proxy advisors”, *Mich. St. L. Rev.* 2014, (1287) 1312.

<sup>357</sup> F. GOTZEN en M.-C. JANSSENS, *Wegwijs in het intellectueel eigendomsrecht*, Brugge, Vanden Broele, 2018, 34-44.

<sup>358</sup> A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 120; B.C. TINGLE, “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC L. Rev.* 2016, (1) 35.

<sup>359</sup> T.C. BELINFANTI, “The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 402; A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 120; G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 5.

<sup>360</sup> Rapport (ESMA) Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis, 18 december 2015, ESMA/2015/1887, 20; A. ECKSTEIN, “Great expectations: the perils of an expectations gap in proxy advisory firm regulation”, *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 80.

<sup>361</sup> G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 6.

<sup>362</sup> ISS, “Continental Europe proxy voting guidelines: benchmark policy recommendations”, 2018, <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf>, 1.

<sup>363</sup> A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 120.

Zo zou het uitsluitend slaan op de ontwikkeling van het stemadvies maar niet op de implementatie ervan. Of de implementatie in de concrete vennootschap op een *one-size-fits-all* benadering berust, is onduidelijk door het gebrek aan transparantie.<sup>364</sup>

In elk geval lijken stemadviseurs een belang te hebben om hun stembeleid zo uniform mogelijk te houden. Op die manier kunnen ze een maatstaf hanteren waarmee agendavoorstellen kunnen vergeleken worden. Door die maatstaf garanderen ze ook dat stemadviezen consistent zijn over alle vergelijkbare agendavoorstellen.<sup>365</sup> Wellicht hangt de *one-size-fits-all* benadering ook af van de belangrijkheid van het dossier en de capaciteiten van de stemadviseur.<sup>366</sup>

69. **CONFLICTKOSTEN VAN DE AGENT.** Deze delegatie leidt ook tot conflictkosten in hoofde van de stemadviseur. Als *outside* agent hebben zij per definitie geen belang in de vennootschap. Hierdoor ontstaat het risico dat stemadviezen in strijd zijn met het belang van de vennootschap wanneer conflicterende belangen in het spel zijn.<sup>367</sup> Een eerste belangenconflict is dat ISS ook adviesdiensten levert aan het bestuur van vennootschappen met betrekking tot corporate governance.<sup>368</sup> Meer specifiek verleent ISS enerzijds stemadviezen aan institutionele beleggers en verleent haar dochtervennootschap ICS anderzijds advies omtrent de verbetering van praktijken op vlak van corporate governance aan het bestuur van vennootschappen.<sup>369</sup>

Hierdoor zou het bestuur zich genoodzaakt voelen om de diensten van ICS af te nemen teneinde positievere aanbevelingen te kunnen bekomen voor hun agendavoorstellen in de algemene vergadering.<sup>370</sup> Het voorwerp van het contract tussen ICS en het bestuur is dan ook om de corporate governance praktijken in lijn te brengen met het corporate governance beleid van ISS. Het lijkt in dat geval onwaarschijnlijk dat beide conflicterend advies zouden verstrekken.<sup>371</sup>

---

<sup>364</sup> T. BELINFANTI, “Comments on concept release in the U.S. proxy system”, 2010, [www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-183.pdf](http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-183.pdf).

<sup>365</sup> M.R. LEVIN, “Proxy advisors”, [www.theactivistinvestor.com/The\\_Activist\\_Investor/Proxy\\_Advisors.html](http://www.theactivistinvestor.com/The_Activist_Investor/Proxy_Advisors.html).

<sup>366</sup> Discussion paper (ESMA) An overview of the proxy advisory industry: considerations on possible policy options, 22 maart 2012, ESMA/2012/212, 23.

<sup>367</sup> C. CLOTTENS, *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen*, Antwerpen, Biblo, 2012, 394.

<sup>368</sup> C. CLOTTENS, “Editoriaal: stemadviseurs- regulering gewenst”, *TRV* 2014, (637) 637.

<sup>369</sup> L. KLÖHN en P. SCHWARZ, “The regulation of proxy advisors”, *supra* vn. 88, (1) 9; G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 6.

<sup>370</sup> M. FAGAN, “Third-party institutional proxy advisors: conflicts of interest and roads to reform”, *U. Mich. J. L. Reform* 2018, (621) 631.

<sup>371</sup> A. VERDAM, “An exploration of the role of proxy advisors in proxy voting”, 2007, *supra* vn. 189, (1) 4-5.

ISS beweert door een *firewall* belangenconflicten te voorkomen. Deze *firewall* bestaat in de eerste plaats uit het feit dat ICS een andere juridische entiteit is dan ISS.<sup>372</sup> Verder stellen beide entiteiten verschillend personeel tewerk die op verschillende locaties werken en onder dagelijkse leiding van andere mensen staan.<sup>373</sup> Personeelsleden van ICS mogen niet betrokken zijn bij de dossiers van ISS en de renumneratie van ISS analisten is niet gekoppeld aan de resultaten van ICS. Bijkomend zijn er een aantal openbaarmakingsvereisten en beperkingen op externe en interne communicatie.<sup>374</sup>

Er is ook sprake van een belangenconflict omdat de meeste stemadviseurs zelf een dochtervennootschap van institutionele beleggers zijn.<sup>375</sup> In de eerste plaats adviseren zij dus concurrenten van hun moedervernootschap. Een aantal auteurs beweert dat het mogelijk is dat positieve stemadviezen van de dochtervennootschap afgedwongen worden.<sup>376</sup> Een ander belangenconflict ontstaat wanneer de stemadviseur stemadvies geeft aan een institutionele belegger over een andere institutionele belegger waarbij deze laatste zelf klant is bij de stemadviseur voor de uitoefening van het stemrecht van zijn eigen portfolio.<sup>377</sup> Dit is ook zo wanneer binnen dezelfde algemene vergadering één activistische belegger steun krijgt van een stemadviseur en diezelfde stemadviseur stemadvies geeft aan andere aandeelhouders in die vennootschap. In dat geval zouden stemadviezen betreffende aandeelhoudersvoorstellen die werden ingediend door hun klanten minder kritisch geëvalueerd worden.

70. **EEN GEMEENSCHAPPELIJK BELANG.** Deze vijfde agency relatie wordt beïnvloed door de conflictkosten van de professionele fondsbeheerder. Omdat deze laatste in het licht van zijn eigen vergoeding niet, of althans niet in de eerste plaats, gedreven wordt door een verhoging van de aandeelhouderswaarde door een investering in corporate governance alsook de kosten voor zijn cliënten wil drukken, streeft hij naar een lage kostprijs van stemadvies.<sup>378</sup>

---

<sup>372</sup> ISS, “Code of Ethics: Institutional Shareholder Services”, 2018, <https://www.issgovernance.com/file/duediligence/code-of-ethics-dec-2018.pdf>, 5.

<sup>373</sup> L. KLÖHN en P. SCHWARZ, “The regulation of proxy advisors”, *supra* vn. 88, (1) 11.

<sup>374</sup> ISS, “Code of Ethics: Institutional Shareholder Services”, 2018, <https://www.issgovernance.com/file/duediligence/code-of-ethics-dec-2018.pdf>, 6.

<sup>375</sup> T.C. BELINFANTI, “The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 418.

<sup>376</sup> A. ECKSTEIN, “Great expectations: the perils of an expectations gap in proxy advisory firm regulation”, *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 95.

<sup>377</sup> G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 6.

<sup>378</sup> C. CLOTTENS, “Editoriaal: stemadviseurs- regulering gewenst”, *TRV* 2014, (637) 637; B.C. TINGLE, “Bad company - the assumptions behind proxy advisors voting recommendations”, *Dalhousie L.J.* 2014, (709) 716; B.C. TINGLE, “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC Law Review* 2016, (1) 50.

Uit onderzoek van ESMA blijkt dat institutionele beleggers inderdaad een doorslaggevend belang hechten aan de kostprijs van de diensten wanneer zij hun stemadviseur selecteren.<sup>379</sup> Tegelijk willen stemadviseurs hun eigen onderneming zo lucratief mogelijk maken.<sup>380</sup> In het licht van de belangen van professionele fondsbeheerders komt dit neer op het garanderen van een zo laag mogelijke kostprijs voor de diensten in vergelijking met hun concurrenten.<sup>381</sup> Hierdoor hebben stemadviseurs en fondsbeheerders een gemeenschappelijk belang om de prijs van stemadviezen zo laag mogelijk te houden.<sup>382</sup> De grootste indicatie van dit gemeenschappelijk belang is dat de industrie van stemadviseurs globaal bekeken helemaal niet zo lucratief is.<sup>383</sup>

Dit heeft een aantal belangrijke gevolgen. In de eerste plaats zal de institutionele belegger niet geneigd zijn om enige actie te ondernemen die de kostprijs van stemadvies zou kunnen verhogen. Bijkomend zou een te lage prijs voor stemadviezen kunnen leiden tot methodologieën die gebaseerd zijn op eenvoudige modellen die voorbij gaan aan belangrijke nuances in de beslissingen betreffende corporate governance.<sup>384</sup> In dat geval zal het stemadvies niet steeds in het economisch belang van de cliënten zijn.<sup>385</sup>

Dit houdt ook het duopolie tussen ISS en Glass Lewis in stand.<sup>386</sup> Beiden hebben een globaal bereik, een groot klantenbestand, veel ervaring, het voordeel van schaalvergroting en de middelen om grote technologische investeringen te doen.<sup>387</sup> Het is dan ook niet verwonderlijk dat ze de meest competitieve prijs aanbieden voor de meest inclusieve diensten. Er zijn tegelijk geen zoekkosten voor een institutionele belegger die beroep doet op ISS of Glass Lewis omdat beiden in staat zijn het hele portfolio te behartigen ongeacht de verschillende landen waarin de beleggingen gedaan werden.<sup>388</sup>

---

<sup>379</sup> Discussion paper (ESMA) An overview of the proxy advisory industry: considerations on possible policy options, 22 maart 2012, ESMA/2012/212, 17.

<sup>380</sup> L. KLÖHN en P. SCHWARZ, "The regulation of proxy advisors", *supra* vn. 88, (1) 10.

<sup>381</sup> FRC en FCA, "Building a regulatory framework for effective stewardship: discussion paper DP19/1", 2019, [www.fca.org.uk/publication/discussion/dp19-01.pdf](http://www.fca.org.uk/publication/discussion/dp19-01.pdf), 24; B. C. TINGLE, "The agency cost case for regulating proxy advisory firms", *UBC Law Review* 2016, (1) 38.

<sup>382</sup> B.C. TINGLE, "The agency cost case for regulating proxy advisory firms", *UBC Law Review* 2016, (1) 55.

<sup>383</sup> G.W. DENT, "A defense of proxy advisors", *Mich. St. L. Rev.* 2014, (1287) 1308.

<sup>384</sup> Z. GOSHEN en R. SQUIRE, "Principal costs: a new theory for corporate law and governance", *Columbia Law Review* 2017, (767) 828; D.M. GALLAGHER, "Outsized power & influence: the role of proxy advisers", *Washington Legal Foundation* 2014, (1) 9.

<sup>385</sup> FRC en FCA, "Building a regulatory framework for effective stewardship: discussion paper DP19/1", 2019, [www.fca.org.uk/publication/discussion/dp19-01.pdf](http://www.fca.org.uk/publication/discussion/dp19-01.pdf), 24.

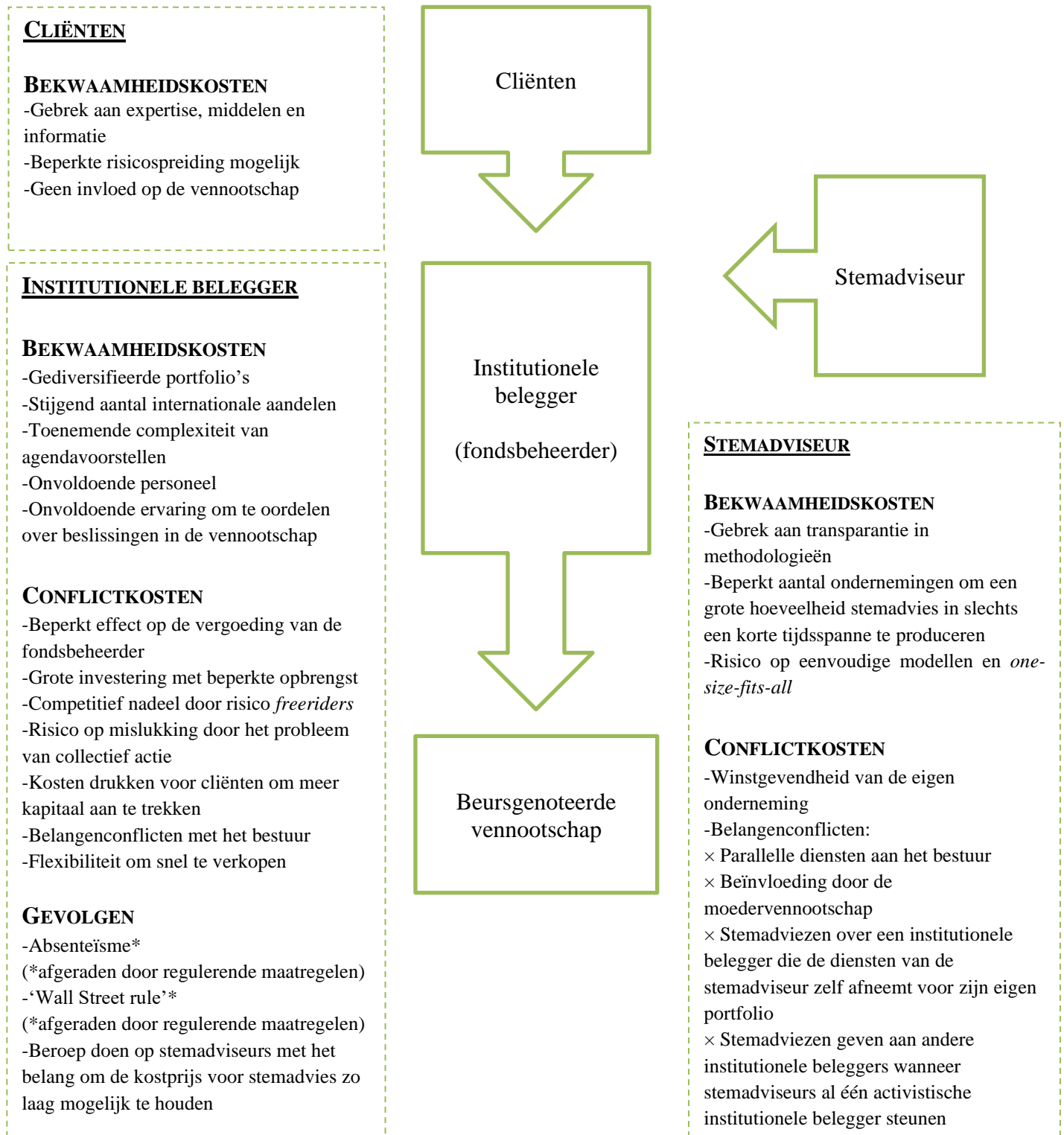
<sup>386</sup> Rapport (ESMA) Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis, 18 december 2015, ESMA/2015/1887, 12; G. BALP, "Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach", *ECFR* 2017, (1) 11.

<sup>387</sup> T.C. BELINFANTI, "The proxy advisory and corporate governance industry: the case for increased oversight and control", *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, (384) 402.

<sup>388</sup> *Ibid.*, (384) 416.

## AFDELING II. TYPOLOGIE VAN DE KOSTEN

71. **TUSSENTIJDSE CONCLUSIE.** Onderstaand schema geeft de verschillende kosten van de betrokken actoren weer. Tegen deze achtergrond zal in wat volgt eerst het Belgisch en vervolgens het Europees juridisch kader besproken worden.



# DEEL II: BELGISCH EN EUROPEES JURIDISCH KADER

Tweede sub-onderzoeksvraag: *Wat is het Belgisch en Europees juridisch kader waarin stemadviseurs opereren?*

Derde sub-onderzoeksvraag: *Is het juridisch kader optimaal gelet op de geïdentificeerde kosten die ontstaan naar aanleiding van de uitbesteding?*

## HOOFDSTUK I. BELGISCH JURIDISCH KADER

### AFDELING I. VENNOOTSCHAPSRECHT

#### §1. Gelijkheidsbeginsel tussen aandeelhouders

72. **GEVOLGEN VAN DIALOOG MET HET BESTUUR.** Een eerste opmerkelijke vaststelling in het vennootschapsrecht is dat het recht om informatie te vragen een accessorium is van het deelnamerecht in de algemene vergadering.<sup>389</sup> Toch heeft het bestuur van een vennootschap in het licht van haar reputatie of om redenen van professionele goodwill belang om vrijwillig bijkomende informatie aan stemadviseurs te geven.<sup>390</sup> Dit kan neerkomen op een ongelijke behandeling omdat de stemadviseurs, en bijgevolg hun klanten, over meer informatie beschikken dan de aandeelhouders die geen stemadviseur inschakelen.<sup>391</sup>
73. **GELIJKHEIDSBEGINSEL.** Deze praktijk kan het gelijkheidsbeginsel tussen aandeelhouders in het gedrang brengen.<sup>392</sup> Het is echter onduidelijk in welke mate dit beginsel in deze situatie kan worden toegepast. In de eerste plaats is het moeilijk om de identiteit van de grote heterogene groep bevoorrechte aandeelhouders die stemadvies heeft gekregen, vast te stellen. Het lijkt ook moeilijk om van een ongelijkheid te spreken omdat de andere aandeelhouders ook zelf een recht hebben om vooraf of tijdens de algemene vergadering vragen te stellen die verband houden met de agendapunten.<sup>393</sup> Het gelijkheidsbeginsel is met andere woorden maar relevant in de situatie waarbij de bestuurders weigeren de vraag van een aandeelhouder te beantwoorden omdat dit

---

<sup>389</sup> Art. 7:139 WVV; A. FRANCOIS, K. BYTTEBIER, J. FASTENAEKELS, T. VAN DE GEHUCHTE en L. VANDENBREMPT, “Omgaan met conflicten in vennootschappen: regeling van geschillen is meer dan geschillenregeling” in K. BYTTEBIER, A. FRANCOIS, E. JANSSENS en T. VAN DE GEHUCHTE (eds.), *Omgaan met conflicten in de vennootschap*, Antwerpen, Intersentia, 2009, (1) 20.

<sup>390</sup> A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 125.

<sup>391</sup> *Ibid.*, (106) 126.

<sup>392</sup> Art. 7:123 WVV.

<sup>393</sup> Art. 7:139 WVV.



bijvoorbeeld schade aan de vennootschap kan berokkenen terwijl ze die informatie wel met de stemadviseur hebben gedeeld. Deze situatie lijkt in de praktijk onwaarschijnlijk.

## §2. Recht om agendavoorstellen in te dienen

74. **RECHT OM VOORSTELLEN OP DE AGENDA TE PLAATSEN.** VERDAM voorspelt dat voortaan een aandeelhouder die agendavoorstellen indient gebaseerd op het stembeleid van ISS meer zekerheid zal hebben dat het voorstel zal worden aangenomen.<sup>394</sup> Voornamelijk ISS zou volgens hem op die manier nog een grotere invloed op corporate governance kunnen uitoefenen. In België kunnen één of meer aandeelhouders die samen minstens 3% van het kapitaal van een beursgenoteerde vennootschap bezitten, onderwerpen op de agenda van de algemene vergadering laten plaatsen.<sup>395</sup> Ook hier lijken zich geen verdere problemen te stellen omdat een aandeelhouder in beginsel zelf de inhoud van zijn agendavoorstel mag bepalen ongeacht of hij zich daarvoor baseert op het stembeleid van een stemadviseur.

## §3. Verplichtingen van de volmachtdrager

75. **LIMITATIEF OPGESOMDE BELANGENCONFLICTEN.** Stemadviseurs oefenen bij wijze van volmacht soms ook effectief het stemrecht van institutionele beleggers uit. Er gelden een aantal bijkomende verplichtingen voor een volmachtdrager wanneer hij onder één van de limitatief opgesomd potentiële belangenconflicten in art. 7:143, §5 WVV valt. Zo moet hij in dat geval de precieze feiten bekendmaken die voor de aandeelhouder van belang zijn om te beoordelen of er gevaar bestaat dat hij als volmachtdrager enig ander belang dan het belang van de aandeelhouder nastreeft. Verder mag hij als volmachtdrager slechts voor ieder onderwerp op de agenda waarover hij specifieke steminstructies gekregen heeft namens de aandeelhouder stemmen.<sup>396</sup>
76. **TOEGEPAST OP STEMADVISEURS.** Volgens art. 7:143, §5, 1<sup>o</sup> WVV is er in de eerste plaats een belangenconflict wanneer de moedervenootschap van de stemadviseur controlerende aandeelhouder is in de vennootschap waarover gestemd moet worden. Er is ook sprake van een belangenconflict wanneer de volmacht aan een stemadviseur gegeven wordt om in zijn eigen moedervenootschap te stemmen. Deze regeling komt dus in zekere zin tegemoet aan de kritieken over hoofdzakelijk ISS en Glass Lewis die dochtervennootschappen zijn van institutionele beleggers, doch enkel in hun hoedanigheid als volmachtdrager in de twee besproken gevallen. In België lijken deze situaties vooralsnog niet relevant.

---

<sup>394</sup> A. VERDAM, “An exploration of the role of proxy advisors in proxy voting”, *supra* vn. 189, (1) 6.

<sup>395</sup> Art. 7:130, §1 WVV.

<sup>396</sup> Art. 7:143, §4-§5 WVV.

#### §4. Empty voting en misbruik van stemrecht

77. **EMPTY VOTING.** Een andere opmerkelijke vaststelling in het vennootschapsrecht is dat de wetgever de toekenning van stemrecht in de algemene vergadering dwingend aan de inbreng van de aandeelhouders koppelt.<sup>397</sup> Het economisch risico in de vennootschap is met andere woorden de grondslag van het stemrecht.<sup>398</sup> Paradoxaal genoeg wordt dat stemrecht dus tegenwoordig beïnvloed, en soms bepaald, door een derde zonder dat deze een economisch risico heeft in de vennootschap.

Dit gebrek aan legitimiteit wordt ook wel met een situatie van *empty voting* vergeleken.<sup>399</sup> Onder het begrip *empty voting* vallen alle situaties waarin een aandeelhouder stemrecht kan uitoefenen zonder risico of met een onevenredig klein risico.<sup>400</sup> Als *outside agent* heeft de stemadviseur per definitie een gebrek aan economisch risico in de vennootschap waarover hij institutionele beleggers stemadvies geeft.<sup>401</sup> Bijgevolg is het gebruik van stemadviseurs volgens CLOTTENS slechts een bron van *empty voting* indien institutionele beleggers het stemadvies blindelings volgen.<sup>402</sup>

78. **MISBRUIK VAN STEMRECHT LIJKT ONWAARSCHIJNLIJK.** *Empty voting* is in het bijzonder problematisch ingeval van belangenconflicten, met name wanneer de stemrechten worden uitgeoefend op een wijze die niet strookt met het vennootschapsbelang.<sup>403</sup> Onder het Belgische recht zou dit kunnen leiden tot misbruik van stemrecht. Een aandeelhouder pleegt rechtsmisbruik als hij het stemrecht uitoefent op een wijze die manifest in strijd is met het vennootschapsbelang.<sup>404</sup> Het betreft een marginale toetsing waarbij de rechter moet beoordelen of de aandeelhouder, in het licht van het vennootschapsbelang, het stemrecht uitoefent op een wijze die kennelijk de grenzen van een normale rechtsuitoefening door een redelijke, voorzichtige en zorgvuldige persoon overschrijdt.<sup>405</sup>

---

<sup>397</sup> Bv. art. 7:54 WVV.

<sup>398</sup> C. CLOTTENS, *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen*, Antwerpen, Biblo, 2012, 205.

<sup>399</sup> A. OMAGGIO, “Faut-il encadrer l’activité des agences de conseil en vote (proxy advisors)?”, *Droit des affaires sociétés* 2009, (29) 32.

<sup>400</sup> C. CLOTTENS, *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen*, Antwerpen, Biblo, 2012, 394.

<sup>401</sup> A. ECKSTEIN, “Skin in the game for credit rating agencies & proxy advisors: reality meets theory”, *Harv. Bus. L. Rev.* 2017, (221) 223.

<sup>402</sup> C. CLOTTENS, “Editoriaal: stemadviseurs- regulering gewenst”, *TRV* 2014, (637) 637.

<sup>403</sup> C. CLOTTENS, *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen*, Antwerpen, Biblo, 2012, 402.

<sup>404</sup> C. CLOTTENS, *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen*, Antwerpen, Biblo, 2012, 436; E. GOLDSCHMIDT, *Aandeelhoudersaansprakelijkheid*, Brussel, Larcier, 2019, 220.

<sup>405</sup> N. HALLEMEESCH, “Loyaliteit van meerderheidsaandeelhouders: aard en misbruik van stemrecht herbekeken”, *TPR* 2018, (323) 372; E. GOLDSCHMIDT, *Aandeelhoudersaansprakelijkheid*, Brussel, Larcier, 2019, 226-228.

De toepassing van *empty voting* veronderstelt allereerst dat de institutionele belegger blindelings het stemadvies volgt. Dit lijkt moeilijk verzoenbaar met de verschillende manieren waarop institutionele beleggers stemadvies gebruiken (*supra* 25, nr. 39). Bijkomend mag een aandeelhouder zich door iedereen laten adviseren, ook een stemadviseur, en lijkt het misbruik van stemrecht zich daar niet tegen te verzetten.

## §5. Tussentijdse conclusie

79. **VEEL OPERATIONELE VRIJHEID.** Een bespreking van het Belgisch vennootschapsrechtelijk kader toont aan dat de opkomst van stemadviseurs enerzijds een invloed zal hebben op de gang van zaken in de algemene vergadering maar dat stemadviseurs anderzijds een grote operationele vrijheid hebben. Bepaalde auteurs toetsen de opkomst van stemadviseurs aan een aantal rechtsfiguren buiten het vennootschapsrecht. In wat volgt wordt ingegaan op de steeds terugkomende rechtsfiguren in de literatuur, namelijk het aansprakelijkheidsrecht en het verbod op marktmisbruik.

## AFDELING II. NIET-VENNOOTSCHAPSRECHTELIJKE RECHTSFIGUREN

### §1. Buitencontractuele aansprakelijkheid tegenover het bestuur

80. **THEORETISCHE AANSPRAKELIJKHEID MOGELIJK.** OMAGGIO toetst de kritieken omtrent stemadviseurs aan het Franse aansprakelijkheidsrecht. Hij stelt vast dat het bestuur de stemadviseur in theorie buitencontractueel aansprakelijk kan stellen voor het leveren van foutief stemadvies.<sup>406</sup> Theoretisch zou dit ook in België mogelijk zijn op basis van artikelen 1382 en 1383 van het Burgerlijk Wetboek.<sup>407</sup> Er moet in dat geval sprake zijn van een fout, schade en een oorzakelijk verband tussen de fout en de schade.<sup>408</sup>
81. **PRAKTISCHE HINDERNISSEN.** De fouten die niet expliciet in het stemadvies staan, zullen waarschijnlijk onder de radar blijven. Zelfs wanneer de fouten gemakkelijk te identificeren zijn, is het leveren van stemadvies een middelenverbintenis waarbij de stemadviseur een grote beoordelingsmarge heeft. Dit maakt het moeilijk om een fout aan te tonen.<sup>409</sup>

De schade voor het bestuur is noodzakelijkerwijs het gevolg van het wegstemmen of aannemen van een agendavoorstel.<sup>410</sup> De schade is dus steeds het verlies van een kans om het doel van het agendavoorstel te bereiken of juist te voorkomen.<sup>411</sup> In België moet het gaan over een reële kans.<sup>412</sup> Dit wil zeggen dat het bestuur de zware bewijslast draagt om aan te tonen dat door de uitvoering of niet-uitvoering van het agendavoorstel met een voldoende zekerheid de schade had kunnen worden vermeden.<sup>413</sup>

Om tot slot het causaal verband aan te tonen, zou het bestuur op basis van de ontvangen stemmen de institutionele beleggers die op dezelfde wijze en in lijn met het stemadvies van de betrokken stemadviseur hebben gestemd, moeten identificeren. In de praktijk betekent dit volgens OMAGGIO dat het bestuur de institutionele beleggers moet contacteren voor een schriftelijke bevestiging dat zij op basis van het stemadvies gestemd hebben.<sup>414</sup>

---

<sup>406</sup> A. OMAGGIO, “Faut-il encadrer l’activité des agences de conseil en vote (proxy advisors)?”, *Droit des affaires sociétés* 2009, (29) 33.

<sup>407</sup> *Ibid.*

<sup>408</sup> S. STIJNS, *Verbintenissenrecht*, Ibis, Brugge, die Keure, 2013, 40.

<sup>409</sup> G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 31.

<sup>410</sup> A. OMAGGIO, “Faut-il encadrer l’activité des agences de conseil en vote (proxy advisors)?”, *Droit des affaires sociétés* 2009, (29) 34.

<sup>411</sup> *Ibid.*, (29) 34.

<sup>412</sup> Cass. 5 juni 2008, *NJW* 2009, 31.

<sup>413</sup> A. OMAGGIO, “Faut-il encadrer l’activité des agences de conseil en vote (proxy advisors)?”, *Droit des affaires sociétés* 2009, (29) 34.

<sup>414</sup> *Ibid.*

Er zijn dus ook in België voornamelijk bewijsrechtelijke uitdagingen die de vaststelling van buitencontractuele aansprakelijkheid onwaarschijnlijk maken.<sup>415</sup> Daarnaast is het uiterst delicaat vanuit een ondernemingsperspectief dat het bestuur de verdere verstandhouding met een stemadviseur verzuurt door een aansprakelijkheidsvordering.<sup>416</sup> In België zijn er dan ook nog geen zaken bekend.

## §2. Contractuele aansprakelijkheid tegenover de institutionele belegger

82. **CONTRACTUELE AANSPRAKELIJKHEID.** De stemadviseur kan contractueel aansprakelijk zijn tegenover de institutionele belegger. Dit zal grotendeels afhangen van de bepalingen in de overeenkomst. Desalniettemin beroepen institutionele beleggers zich op stemadviseurs om op kost-efficiënte wijze bepaalde aspecten van het stemrecht uit te besteden en lijken zij daarom niet geneigd extra middelen aan de controle van de stemadviseur uit te geven, zeker wanneer dat het risico zou inhouden dat de kostprijs voor stemadvies verhoogt.<sup>417</sup> De institutionele belegger wordt bijkomend zelf maar heel zelden tot de orde geroepen door zijn cliënten voor de manier waarop hij de stemrechten uitoefent.<sup>418</sup> Het lijkt onwaarschijnlijk dat de stemadviseur aansprakelijk zal worden gesteld door de institutionele belegger.<sup>419</sup>

## §3. Marktmisbruik

83. **GEVOLGEN VAN DIALOOG MET HET BESTUUR.** Volgens verordening nr. 596/2014, van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (Verordening marktmisbruik) zijn beursgenoteerde vennootschappen onderworpen aan voortdurende transparantieplichtingen met betrekking tot informatie over effecten die al tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten.<sup>420</sup> Aansluitend beperkt de Verordening marktmisbruik ook de handelingsvrijheid met betrekking tot effecten waarover een persoon voorwetenschap bezit.<sup>421</sup>

---

<sup>415</sup> A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 108.

<sup>416</sup> A. OMAGGIO, “Faut-il encadrer l’activité des agences de conseil en vote (proxy advisors)?”, *Droit des affaires sociétés* 2009, (29) 34.

<sup>417</sup> S. SAUERWALD e.a., “Proxy advisors and shareholder dissent: a cross-country comparative study”, *Journal of Management* 2016, (1) 5; G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 4.

<sup>418</sup> J. ARMOUR e.a., “The basic governance structure: the interests of shareholders as a class” in R. KRAAKMAN e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, (49) 62.

<sup>419</sup> B.C. TINGLE, “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC Law Review* 2016, (1) 38.

<sup>420</sup> Art. 17, 1 Verordening marktmisbruik.

<sup>421</sup> Art. 8 Verordening marktmisbruik.

84. **VOORWETENSCHAP.** Er is sprake van voorwetenschap wanneer aan vier cumulatieve voorwaarden voldaan is. De informatie mag niet openbaar zijn, ze moet concreet zijn, rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking hebben op de emittent van financiële instrumenten en een significante invloed kunnen hebben op de koers van de aandelen zo zij openbaar zou worden gemaakt.<sup>422</sup> Van zodra er sprake is van voorwetenschap is er een preventief luik en een administratief sanctionerend luik van toepassing. Wanneer het bestuur vrijwillig stemadviseurs bijkomende informatie geeft of wanneer zij kennis krijgen van agendapunten vooraleer deze gepubliceerd worden, kan dit leiden tot voorwetenschap.<sup>423</sup>

Uiteraard zal niet elk agendapunt van die aard zijn om een aanzienlijke invloed uit te oefenen op de koers van de aandelen. De beoordeling die het bestuur zelf moet maken, is of de bedoelde informatie, indien zij bekend zou gemaakt zijn, een redelijk handelende belegger kon beïnvloeden in zijn beleggingsbeslissing.<sup>424</sup> Dit criterium hangt af van de concrete omstandigheden. De praktijk om regelmatig agendapunten op voorhand mee te delen aan een stemadviseur zal waarschijnlijk een aantal agendapunten omvatten met zo een significante invloed.

85. **TRANSPARANTIEVERPLICHTING.** In principe moet het bestuur voorwetenschap bekendmaken tenzij op eigen verantwoordelijkheid de openbaarmaking uitgesteld wordt waarbij aan een aantal voorwaarden moet worden voldaan.<sup>425</sup> In elk geval moeten lijsten van personen worden opgesteld van zodra de voorwetenschap ontstaat.<sup>426</sup> Bij wijze van uitzondering moet het bestuur de voorwetenschap niet onmiddellijk openbaar maken indien de stemadviseur zelf een geheimhoudingsplicht heeft.<sup>427</sup> Mits de nodige confidentialiteit wordt afgesproken, zullen zich in de praktijk in het preventieve luik dus geen specifieke uitdagingen voordoen.

86. **MISBRUIK VAN VOORWETENSCHAP.** De nader geïdentificeerde personen onder in artikel 8, lid 4 Verordening marktmisbruik die voorwetenschap bezitten kunnen misbruik plegen door die voorwetenschap wedderrechtelijk mee te delen.<sup>428</sup> Dit verbod is zowel van toepassing op het bestuur wanneer die de stemadviseur voorwetenschap meedeelt als wanneer de stemadviseur op zijn beurt de voorwetenschap in zijn stemadvies meedeelt aan een institutionele belegger.

---

<sup>422</sup> Art. 7, 1, a) Verordening marktmisbruik.

<sup>423</sup> A.G. CORCOLES, "Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe", *ECFR* 2016, (106) 125.

<sup>424</sup> Art. 7, 4 Verordening marktmisbruik.

<sup>425</sup> Art. 17, 4 Verordening marktmisbruik.

<sup>426</sup> Art. 18, 1, a) Verordening marktmisbruik.

<sup>427</sup> Art. 17, 8 Verordening marktmisbruik.

<sup>428</sup> Art. 14 Verordening marktmisbruik.

Wat betreft de mededeling van het bestuur aan de stemadviseur adviseerde de Securities and Markets Stakeholder Group (SMSG) in het kader van de marktbevraging van ESMA dat stemadviseurs de nodige maatregelen zouden moeten nemen om te voorkomen dat zij voorwetenschap ontvangen en dat contact tussen het bestuur en de stemadviseur toegelaten is voor zover er geen voorwetenschap mee gedeeld wordt.<sup>429</sup>

Desalniettemin voorziet artikel 10, 1 Verordening marktmisbruik in een uitzondering op het verbod wanneer de mededeling plaatsvindt in het kader van het normale werk, beroep of functie. In het arrest GRØNGAARD EN BANG interpreteert het Hof van Justitie de voorwaarden restrictief.<sup>430</sup> Voor elke mededeling moet een nauwe band bestaan tussen de uitoefening van het betrokken werk, beroep of functie. De mededeling moet met andere woorden strikt noodzakelijk zijn voor de uitoefening van het betrokken werk, beroep of functie alsook het evenredigheidsbeginsel eerbiedigen.

Er is dus sprake van een spanningsveld tussen het feit dat het voor stemadviseurs op zichzelf niet verboden is om voorwetenschap te verkrijgen en het verbod voor het bestuur om voorwetenschap wederrechtelijk mee te delen. Er zijn nog geen zaken van misbruik van voorwetenschap met betrekking tot stemadviseurs bekend. In elk geval lijkt het meer dan waarschijnlijk dat het meedelen van voorwetenschap door een stemadviseur aan de institutionele belegger het verbod overtreedt.<sup>431</sup> Toch zou dit normaal gezien in de praktijk geen probleem mogen zijn aangezien institutionele beleggers er op staan geen voorwetenschap te ontvangen, ook niet van hun stemadviseur, om de flexibiliteit om hun aandelen te verkopen niet te beperken.<sup>432</sup>

87. **FIREWALL TUSSEN ICS EN ISS.** Wanneer het bestuur diensten afneemt van ICS is zij contractueel verplicht de agenda vóór de publicatie aan ICS te bezorgen. Men kan zich afvragen of het wel verantwoord is om aan de hand van een *firewall* ISS zelf te laten controleren of die voorwetenschap niet binnen de groep gedeeld wordt. Deze discussie valt buiten het bestek van dit onderzoek.

---

<sup>429</sup> Rapport (ESMA) Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, 19 februari 2013, ESMA/2013/84, 37.

<sup>430</sup> HvJ 22 november 2005, nr. C-384/02, ECLI:EU:C:2005:708, 'Grøngaard en Bang'.

<sup>431</sup> Rapport (ESMA) Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, 19 februari 2013, ESMA/2013/84, 37.

<sup>432</sup> B.R. CHEFFINS, "The Stewardship Code's Achilles' Heel", *MLR* 2010, (1004) 1014.

88. **MARKTMANIPULATIE.** VERDAM analyseert ISS in haar bredere maatschappelijke rol als opiniemaker van corporate governance door wetenschappelijke artikelen te publiceren en deel te nemen in marktbevragingen van officiële instanties.<sup>433</sup> ISS zou in die activiteiten het verbod op marktmanipulatie kunnen overtreden. Het is verboden om informatie, via de media, met inbegrip van internet, of via andere kanalen, te verspreiden waardoor daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen worden afgegeven met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van een financieel instrument.<sup>434</sup> Ondanks de invloedrijke rol van ISS zijn er in de praktijk geen indicaties dat ISS dit verbod zou overtreden. Daarbij lijkt de subjectieve beoordelingsmarge van de kwesties waar ISS zich over uitspreekt een vaststelling van marktmisbruik onwaarschijnlijk te maken.

#### §4. Tussentijdse conclusie

89. **VEEL OPERATIONELE VRIJHEID.** In de praktijk lijken ook Belgische niet-vennootschapsrechtelijke rechtsfiguren stemadviseurs veel operationele vrijheid te geven. Bijgevolg ontstond de vraag naar de wenselijkheid van een aangepast juridisch kader. De Europese instellingen oordeelden dat het gemeenrechtelijk juridisch kader van de lidstaten inderdaad de vastgestelde agentkosten in hoofde van stemadviseurs niet kon ondervangen. Bijgevolg werden op Europees niveau een aantal specifieke maatregelen genomen.

---

<sup>433</sup> A. VERDAM, “An exploration of the role of proxy advisors in proxy voting”, *supra* vn. 189, (1) 6.

<sup>434</sup> Art. 12, 1, c) Verordening marktmisbruik.



## HOOFDSTUK II. EUROPESE MAATREGELEN

### AFDELING I. GEDRAGSCODE

90. **ONTWIKKELING VAN EEN GEDRAGSCODE.** ESMA nam het initiatief om duidelijkheid te scheppen bij belanghebbenden over wat rechtmatig van stemadviseurs verwacht kan worden.<sup>435</sup> Voor ESMA spelen stemadviseurs maar een subsidiaire rol in de bredere context van de verplichtingen van het bestuur en de institutionele beleggers.<sup>436</sup> Zij werkte een aantal standaarden uit op vlak van integriteit en kwaliteit van stemadviezen en moedigde de industrie van stemadviseurs aan om zelf op basis van die standaarden een gedragscode op te stellen.<sup>437</sup> ISS, Glass Lewis en een aantal Europese stemadviseurs kwamen daarvoor samen in een onafhankelijke commissie als The Best Practice Principles Group (BPPG) onder voorzitterschap van Prof. Dr. ZETZSCHE.<sup>438</sup>

De gedragscode is op zichzelf niet bindend maar berust op een *comply-or-explain* beginsel. Dit beginsel schrijft voor dat stemadviseurs kunnen kiezen of ze de gedragscode al dan niet volgen voor zover ze elke afwijking van de gedragscode op een betekenisvolle, relevante en gedetailleerde wijze motiveren.<sup>439</sup> Deze motiveringen staan in het Statement of Compliance van elke verbonden stemadviseur.<sup>440</sup> Deelname aan de gedragscode is in de eerste plaats vrijwillig. Indien de stemadviseur lid wordt van de BPPG is dit in beginsel een engagement om zijn diensten te verbeteren door een beter beleid aan de dag te leggen inzake transparantie, accuraatheid en belangenvermenging.<sup>441</sup> Stemadviseurs nemen op die manier zelf het initiatief om door middel van een *soft law* regime belanghebbenden de aard, karakteristieken en onderliggende standaarden van de diensten beter doen begrijpen en de interactie tussen stemadviseurs en andere actoren op de kapitaalmarkt te verduidelijken.<sup>442</sup>

91. **STRUCTUUR VAN DE GEDRAGSCODE.** De gedragscode bestaat uit drie grote beginselen die op hun beurt geconcretiseerd worden in richtsnoeren.<sup>443</sup> Vaak betreft het een resultaatsverbintenis om een beleid te ontwikkelen en bekend te maken maar zijn de verdere inhoudelijke concretisering en slechts middelenverbintenissen.

---

<sup>435</sup> Rapport (ESMA) Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, 19 februari 2013, ESMA/2013/84, 6.

<sup>436</sup> *Ibid.*

<sup>437</sup> *Ibid.*

<sup>438</sup> Gedragscode BPPG (2014), *supra* vn. 30, 3-4; A.G. CORCOLES, "Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe", *ECFR* 2016, (106) 133.

<sup>439</sup> Gedragscode BPPG (2014), 7.

<sup>440</sup> *Ibid.*, 8.

<sup>441</sup> G.W. DENT, "A defense of proxy advisors", *Mich. St. L. Rev.* 2014, (1287) 1329.

<sup>442</sup> Gedragscode BPPG (2014), 3.

<sup>443</sup> *Ibid.*, 11.

92. **BEGINSEL VAN KWALITEIT.** Het beginsel van kwaliteit van diensten schrijft voor dat stemadviezen moeten overeenstemmen met de specificaties zoals die met de klanten werden afgesproken en dat stemadviseurs een onderzoeksmethodologie moeten hanteren waarbij ze een aantal controlemechanismen aannemen. Zo moeten stemadviseurs onder meer de bronnen van informatie bijhouden, het onderzoek laten nakijken door voldoende gekwalificeerde personeelsleden, hun personeel opleiden en de meest recente informatie gebruiken.<sup>444</sup>

Stemadviseurs moeten onder dit beginsel ook uitleggen hoe zij hun activiteiten organiseren. Idealiter wordt hun onderzoek ontwikkeld volgens een vastgelegd stembeleid en vastgelegde methodologieën. Ze moeten in elk geval uitleggen welke redelijke inspanningen werden gedaan om te verzekeren dat het onderzoek en de analyse onafhankelijk zijn en vrij zijn van ongeoorloofde beïnvloeding.<sup>445</sup> Indien ze een eigen stembeleid hebben, moeten ze dat bekend maken en uitleggen hoe het ontwikkeld en ge-updatet wordt. Dit gaat bijvoorbeeld over hoe feedback in het stembeleid verwerkt wordt.<sup>446</sup>

Naast een stembeleid moet ook een geschreven onderzoeksmethodologie worden ontwikkeld en bekendgemaakt.<sup>447</sup> Stemadviseurs moeten ook transparant zijn over de onderzoekinformatie die zij hun klanten bezorgen, zeker wat de dialoog met het bestuur van de vennootschap betreft.<sup>448</sup> Na het leveren van de dienst moeten stemadviseurs bereidheid aan de dag leggen om hun klanten te ondersteunen in hun openbaarmakingsverplichtingen. Tot slot moeten ze een beleid ontwikkelen en bekendmaken met betrekking tot het beheren en beantwoorden van klachten, opmerkingen of feedback over hun diensten.<sup>449</sup>

93. **BEGINSEL VAN MITIGEREN VAN BELANGENCONFLICTEN.** Het beginsel van mitigeren van belangenconflicten schrijft voor dat stemadviseurs een beleid moeten hanteren en bekendmaken omtrent belangenconflicten en in beginsel de belangenconflicten moeten mitigeren.<sup>450</sup> De gedragscode somt hier een aantal werkwijzen voor op.<sup>451</sup>

---

<sup>444</sup> Gedragscode BPPG (2014), 11-15.

<sup>445</sup> *Ibid.*, 12.

<sup>446</sup> *Ibid.*, 13-14.

<sup>447</sup> *Ibid.*, 13.

<sup>448</sup> *Ibid.*, 12.

<sup>449</sup> *Ibid.*, 15.

<sup>450</sup> *Ibid.*, 11.

<sup>451</sup> *Ibid.*, 17.

Een stemadviseur die kennis krijgt van een materiele belangenvermenging die niet effectief beheerd kan worden moet volledig en ten laatste op het moment van het leveren van de dienst de mogelijke belangenvermenging bekendmaken aan de relevante klanten.<sup>452</sup>

Het beleid zelf moet nauwkeurig de procedures uiteenzetten op basis waarvan actuele of potentiële belangenconflicten gemitigeerd worden.<sup>453</sup> Dit beleid moet het bestaan van mogelijke materiele belangenvermengingen uitleggen en bespreken hoe en wanneer deze zullen worden bekendgemaakt aan de klanten.<sup>454</sup> De gedragscode geeft een niet-exhaustieve lijst weer van mogelijke belangenvermengingen die een materiële impact kunnen hebben op hun werking en hoe deze mogelijke belangenconflicten beheerd kunnen worden.<sup>455</sup>

94. **BEGINSEL VAN COMMUNICATIE.** Het beginsel van communicatie schrijft voor dat stemadviseurs een communicatiebeleid voor dialoog met het bestuur, de aandeelhouders, de belanghebbende partijen, de media en het publiek moeten hanteren en bekendmaken.<sup>456</sup> Zij moeten de manier waarop zij met communicatie omgaan uitleggen.<sup>457</sup> Dit betreft ook opmerkingen en stellingen in de pers of op publieke fora voor zover die een belangrijke impact hebben.<sup>458</sup> Indien stemadviseurs kiezen om in dialoog te gaan met het bestuur, moeten zij de aard van de dialoog en de uitkomst van de dialoog communiceren aan hun klanten in het onderzoeksrapport met een aantal niet-limitatieve verplichte vermeldingen.<sup>459</sup> Het spreekt voor zich dat stemadviseurs in hun communicatie steeds wetgeving en andere regulering moeten respecteren.<sup>460</sup>

---

<sup>452</sup> Gedragscode BPPG (2014), 17.

<sup>453</sup> *Ibid.*, 16.

<sup>454</sup> *Ibid.*

<sup>455</sup> *Ibid.*

<sup>456</sup> *Ibid.*, 11.

<sup>457</sup> *Ibid.*, 18.

<sup>458</sup> *Ibid.*

<sup>459</sup> *Ibid.*

<sup>460</sup> *Ibid.*, 19.

## AFDELING II. GEWIJZIGDE AANDEELHOUDERSRECHTENRICHTLIJN

95. **AANLOOP NAAR EEN HERZIENING VAN DE RICHTLIJN.** De Europese Commissie nam kennis van het werk van ESMA maar besloot zich alsnog zelf te verdiepen in het onderwerp.<sup>461</sup> Bijgevolg stelde zij een aantal voorschriften op inzake nauwkeurigheid en betrouwbaarheid.<sup>462</sup> Deze verwerkte zij in een ontwerp van een richtlijn. Het betreft voornamelijk maatregelen over belangenconflicten en het feit dat lokale marktomstandigheden en regelgeving onvoldoende in rekening gebracht worden.<sup>463</sup> De Europese Commissie beoogt stemadviezen juist en betrouwbaarder te maken door te garanderen dat ze op een gedegen analyse van alle beschikbare informatie gebaseerd zijn en niet door bestaande of potentiële belangenconflicten of zakelijke relaties beïnvloed worden.<sup>464</sup>

Concreet is de insteek van de Europese Commissie dat stemadviseurs onder bindende transparantiemaatregelen bepaalde essentiële informatie over de totstandkoming van hun stemadviezen openbaar moeten maken en hun klanten en de betrokken beursgenoteerde vennootschappen moeten informeren over feitelijke of potentiële belangenconflicten of zakelijke relaties die daarop een invloed kunnen uitoefenen.<sup>465</sup> De Europese Raad en het Europees Parlement verwerkten een aantal aspecten van het voorstel van de Europese Commissie in de gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

96. **VERPLICHTE TRANSPARANTIEREGELING.** De gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn zal, nadat zij wordt omgezet, stemadviseurs onderwerpen aan een juridisch kader waarbij de nadruk ligt op bindende transparantieplichtingen. Het betreft transparantie over de gedragscode enerzijds en transparantie over belangenconflicten en de gebruikte methodologie anderzijds. Dit kader is van toepassing op stemadviseurs die hun activiteiten uitoefenen via een vestiging in de Europese Unie<sup>466</sup> zonder dat de vorm van die vestiging een rol speelt.<sup>467</sup>

---

<sup>461</sup> Med.Comm. Actieplan, 12 december 2012, COM(2012) 740 def, *supra* vn. 46, 12.

<sup>462</sup> Voorstel (Comm.) tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft, 9 april 2014, COM(2014) 213 def - 2014/0121 (COD), 8.

<sup>463</sup> *Ibid.*, 6.

<sup>464</sup> *Ibid.*, 10.

<sup>465</sup> *Ibid.*

<sup>466</sup> Art. 3undecies, 4 Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>467</sup> Overw. (27) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

97. **INCORPORATIE VAN DE GEDRAGSCODE.** Art. 3undecies, lid 1 van de gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn maakt een onderscheid tussen de verschillende stemadviseurs naargelang ze een gedragscode toepassen. Er wordt niet gespecificeerd welke gedragscodes hiervoor in aanmerking komen. Bij gebrek aan andere gedragscodes heeft men het hier dus waarschijnlijk over de gedragscode van de BPPG. Indien stemadviseurs deze gedragscode toepassen, zullen zij een verwijzing naar die gedragscode openbaar moeten maken en verslag moeten uitbrengen over de toepassing ervan.

Wanneer stemadviseurs van een van de aanbevelingen van de gedragscode afwijken, zullen zij gemotiveerd de delen waarvan afgeweken wordt alsook eventuele alternatieve maatregelen die werden vastgesteld, moeten meedelen. Indien stemadviseurs geen gedragscode toepassen, zullen zij duidelijk en gemotiveerd moeten toelichten waarom dit het geval is. Stemadviseurs zullen deze informatie gratis voor het publiek beschikbaar moeten maken op hun website en jaarlijks actualiseren.<sup>468</sup>

98. **METHODOLOGIE EN BELANGENCONFLICTEN.** Artikel 3undecies, lid 2 van de gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn beoogt, buiten de gedragscode om, institutionele beleggers in elk geval naar behoren te informeren over de nauwkeurigheid en betrouwbaarheid van de activiteiten van stemadviseurs.<sup>469</sup> Concreet betekent dit dat stemadviseurs nader bepaalde informatie over de totstandkoming van hun onderzoek, advies en stemadvies openbaar zullen moeten maken.

Wat de methodologie betreft, gaat het over de hoofdkenmerken van de gebruikte methoden en modellen,<sup>470</sup> de vastgestelde procedures om de kwaliteit van de stemadviezen alsook van de kwalificaties van de betrokken personeelsleden te garanderen,<sup>471</sup> de belangrijkste informatiebronnen die zij gebruiken<sup>472</sup> en de omvang en aard van de dialoog met de vennootschappen en de belanghebbende van vennootschappen die voorwerp zijn van het stemadvies indien er dialoog gevoerd werd.<sup>473</sup>

---

<sup>468</sup> Art. 3undecies, 1 Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>469</sup> Art. 3undecies, 2 Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>470</sup> Art. 3undecies, 2, a) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>471</sup> Art. 3undecies, 2, c) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>472</sup> Art. 3undecies, 2, b) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>473</sup> Art. 3undecies, 2, f) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

Verder moeten de stemadviseurs het beleid om potentiële belangenconflicten te voorkomen en te beheersen openbaar maken.<sup>474</sup> Zij zullen onverwijld feitelijke of potentiële belangenconflicten alsook zakelijke relaties die de totstandkoming van stemadviezen kunnen beïnvloeden, moeten vaststellen en aan hun cliënten moeten bekendmaken onder vermelding van de maatregelen die zijn genomen om de belangenconflicten weg te nemen, te beperken of te beheersen.<sup>475</sup>

Inhoudelijk moeten stemadviseurs bekendmaken hoe zij met nationale marktomstandigheden, wet- en regelgeving en voor de vennootschap kenmerkende omstandigheden rekening houden<sup>476</sup> alsook de hoofdkenmerken van het stembelief dat zij voor iedere markt toepassen.<sup>477</sup> Tenzij er een overlap zou zijn met de transparantievereisten omtrent de gedragscode, moet al deze informatie op hun website gepubliceerd worden doch slechts voor drie jaar gratis voor het publiek beschikbaar zijn.<sup>478</sup>

99. **IMPACT VAN INDIRECTE REGULERING.** De gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn vereist dat bepaalde levensverzekeringen<sup>479</sup> en instellingen voor bedrijfspensioenvoorzieningen<sup>480</sup> alsook bepaalde vermogensbeheerders<sup>481</sup> een betrokkenheidsbeleid ontwikkelen en openbaar maken. In dat beleid beschrijven zij hoe aandeelhoudersbetrokkenheid in hun beleggingsstrategie geïntegreerd wordt.<sup>482</sup>

---

<sup>474</sup> Art. 3undecies, 2, g) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>475</sup> Art. 3undecies, 3 Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>476</sup> Art. 3undecies, 2, d) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>477</sup> Art. 3undecies, 2, e) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>478</sup> Art. 3undecies, 2 Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>479</sup> Meer specifiek gaat het over ondernemingen die werkzaamheden verrichten op het gebied van levensverzekeringen in de zin van art. 2, lid 3, onder a), b) en c), van Richtlijn 2009/138/EG van het Europees Parlement en de Raad alsook herverzekeringen zoals gedefinieerd in art. 13, punt 7, van die richtlijn op voorwaarde dat zij levensverzekeringsverplichtingen dekken en die niet uitgesloten zijn krachtens die richtlijn: art. 2, e), i) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>480</sup> Meer specifiek gaat het over instellingen voor bedrijfspensioenvoorzieningen die binnen het toepassingsgebied van Richtlijn (EU) 2016/2341 van het Europees Parlement en de Raad valt ingevolge art. 2 daarvan, tenzij de lidstaat er overeenkomstig art. 5 van die richtlijn heeft voor gekozen om die richtlijn geheel of gedeeltelijk niet toe te passen op die instellingen: art. 2, e), ii) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>481</sup> Meer specifiek gaat het over beleggingsondernemingen als gedefinieerd in art. 4, lid 1, punt 1, van Richtlijn 2014/65/EU die voor beleggers vermogensbeheersdiensten verricht, een beheerder van alternatieve beleggingsinstellingen als gedefinieerd in art. 4, lid 1, onder b), van Richtlijn 2011/61/EU die niet voldoet aan de voorwaarden van art. 3 van die richtlijn om in aanmerking te komen voor een vrijstelling, een beheermaatschappij als gedefinieerd in art. 2, lid 1, onder b), van Richtlijn 2009/65/EG of een beleggingsmaatschappij waaraan overeenkomstig Richtlijn 2009/65/EG een vergunning is verleend mits deze beleggingsmaatschappij voor het vermogensbeheer geen beheermaatschappij heeft aangewezen waaraan overeenkomstig die richtlijn een vergunning is verleend: art. 2, f) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>482</sup> Art. 3octies, 1, a) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn; Art. 3decies, 1 Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

Zij moeten jaarlijks de manier waarop het beleid uitgevoerd werd, openbaar maken waarbij zij een algemene beschrijving geven van hun stemgedrag. Dit omvat ook een toelichting bij het gebruik van de diensten van stemadviseurs.<sup>483</sup>

100. Deze bepaling is gebaseerd op de Stewardship Code van het Verenigd Koninkrijk. De Stewardship Code is gedetailleerder en vereist dat institutionele beleggers niet alleen het gebruik van stemadviseurs moeten bekendmaken maar ook de reikwijdte van die diensten beschrijven, de dienstverleners identificeren en aangeven in welke mate het advies gegeven door die dienstverleners gevolgd wordt, op vertrouwd wordt of gebruikt wordt.<sup>484</sup> Het is de bedoeling om institutionele beleggers op die manier te ontraden stemadvies blindelings op te volgen. Men kan deze regel dus beschouwen als indirecte regulering van stemadviseurs.<sup>485</sup>

---

<sup>483</sup> Art. 3octies, 1, b) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn; Art. 3decies, 1 Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>484</sup> The UK Stewardship Code (2012), *supra* vn. 132, 9.

<sup>485</sup> A.G. CORCOLES, "Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe", *ECFR* 2016, (106) 132.

### HOOFDSTUK III. EVALUATIE VAN DE EUROPESE MAATREGELEN

#### AFDELING I. TRANSPARANTIE ALS MIDDEL IN DE CONTROLE VAN DE AGENT

101. **TRANSPARANTIE IN EEN AGENCY CONTEXT.** Transparantie is een middel om de informatie-asymmetrie inherent aan elk agency probleem te beperken.<sup>486</sup> Wanneer de principaal de juiste informatie ontvangt, krijgt hij meer zekerheid over de werkelijke activiteiten van de agent waardoor hij deze beter kan controleren en zo nodig kan disciplineren. Transparantie dient dus als tegengewicht voor de vrijheid en flexibiliteit van de agent.<sup>487</sup> Tegelijk verhoogt transparantie de marktwerking tussen agenten waardoor concurrentie aangewakkerd wordt.<sup>488</sup>
102. **TRANSPARANTIE TOEGEPAST OP STEMADVISEURS.** Transparantie is dus een middel en geen doel op zich.<sup>489</sup> Institutionele beleggers moeten nog steeds zelf hun eigen belangen verdedigen.<sup>490</sup> De gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn en de gedragscode beogen institutionele beleggers meer informatie te geven die zij kunnen gebruiken om kwaliteit in de ontwikkeling van stemadviezen af te dwingen maar ook om op geïnformeerde wijze hun stemadviseur te selecteren.<sup>491</sup>

Sommige maatregelen vereisen ook publieke bekendmaking. Op die manier krijgt de markt inzicht in de concrete rol die stemadviseurs zichzelf toeschrijven en kunnen ze op efficiënte wijze de plaats van de agency relatie tussen institutionele beleggers en stemadviseurs bepalen.<sup>492</sup> De markt wordt met andere woorden geïnformeerd over wie deelneemt aan de totstandkoming van beslissingen van de algemene vergadering.<sup>493</sup>

---

<sup>486</sup> V. MAGNIER, *Comparative corporate governance. Legal perspectives*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2017, 18.

<sup>487</sup> Y. DE CORDT, “La transparence en droit des sociétés” in O. CAPRASSE (ed.), *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Brussel, Larcier, 2008, (11) 167.

<sup>488</sup> *Ibid.*, (11) 166.

<sup>489</sup> V. MAGNIER, *Comparative corporate governance. Legal perspectives*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2017, 18.

<sup>490</sup> Y. DE CORDT, “La transparence en droit des sociétés” in O. CAPRASSE (ed.), *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Brussel, Larcier, 2008, (11) 168; A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 135.

<sup>491</sup> A. ECKSTEIN, “Great expectations: the perils of an expectations gap in proxy advisory firm regulation *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 114; G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 16.

<sup>492</sup> Rapport (ESMA) Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, 19 februari 2013, ESMA/2013/84, 3; G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 18.

<sup>493</sup> A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 118.



Minstens geeft dit de autoriteiten de kans om zicht te krijgen op eventuele problemen teneinde naar de toekomst toe zo nodig meer ingrijpende maatregelen te kunnen nemen.<sup>494</sup> Tussen de lijnen kan men ook een waarschuwing van de autoriteiten lezen dat stemadviseurs zich maar beter zo goed mogelijk aan de maatregelen conformeren indien ze hun grote operationele vrijheid willen behouden.<sup>495</sup>

103. **EFFECTIVITEIT OP TWEE NIVEAUS.** De effectiviteit van de transparantiemaatregelen hangt af van de afdwinging enerzijds en van de inhoudelijke vereisten anderzijds.

De maatregelen in de aandeelhoudersrechtenrichtlijn en de gedragscode zijn in de eerste plaats effectief als er een autoriteit toekijkt op de correcte naleving van het transparantieregime en als de institutionele belegger de stemadviseur ook effectief controleert.<sup>496</sup> De wijze waarop de maatregelen worden afgedwongen, hangt grotendeels af van de aard van de regulerende instrumenten. Dit wordt verder besproken onder AFDELING II van dit hoofdstuk.

Verder zijn transparantiemaatregelen effectief als de institutionele belegger inhoudelijk nuttige informatie verwerft die hem ondersteunt in het controleren van de stemadviseur.<sup>497</sup> Informatie is nuttig wanneer de juiste soort informatie van een voldoende hoge kwaliteit gegeven wordt.<sup>498</sup> Generieke informatie lijkt een institutionele belegger niets bij te brengen terwijl specifieke informatie mogelijks in conflict komt met de confidentialiteit van de klanten van stemadviseurs of de intellectuele rechten van de stemadviseurs zelf.<sup>499</sup> Dit wordt verder besproken onder AFDELING III van dit hoofdstuk.

---

<sup>494</sup> Art. 3duodecies, 1 Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>495</sup> G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 16.

<sup>496</sup> J. ARMOUR e.a., “Agency problems and legal strategies” in R. KRAAKMAN e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, (29) 38.

<sup>497</sup> G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 23.

<sup>498</sup> L. KLÖHN en P. SCHWARZ, “The regulation of proxy advisors”, *supra* vn. 88, (1) 16.

<sup>499</sup> G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 23.

## AFDELING II. AARD VAN DE INSTRUMENTEN

### §1. Gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn

104. **BINDENDE TRANSPARANTIE.** De gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn verplicht stemadviseurs om transparant te zijn over bepaalde aspecten van hun werking. Een ongewenst neveneffect van bindende regulering is dat de kostprijs om aan de regulering te voldoen toetredingsbarrières tot de markt van stemadviseurs dreigt te versterken.<sup>500</sup> Een aantal auteurs bepleit daarom een juridisch kader met twee snelheden waarbij de twee grootste spelers aan strengere vereisten onderworpen worden dan de kleinere.<sup>501</sup> De richtlijn negeert dit argument door alle stemadviseurs hetzelfde bindend transparantieregime op te leggen. De transparantievereisten zijn evenwel niet van die aard dat ze een dermate kostelijk systeem instellen of een uitzondering voor kleinere stemadviseurs zouden rechtvaardigen, te meer omdat de kleinere spelers reeds *de facto* uitgesloten zijn van een aantal regels bij gebrek aan belangenconflicten.<sup>502</sup>
105. **TERRITORIAAL TOEPASSINGSGBIED.** Het territoriaal toepassingsgebied en in het bijzonder de vraag naar de actor die de toepasselijkheid van de transparantieverplichtingen veroorzaakt, is bepalend voor de effectiviteit van het transparantieregime.<sup>503</sup> De twee grootste spelers op de Europese markt zijn immers gevestigd in de Verenigde Staten. Aangezien ook door hun Europese vestigingen analyses betreffende Europese Unievennootschappen verstrekt worden, zouden anders ongelijke concurrentievoorwaarden gecreëerd worden.<sup>504</sup> Hier doen zich geen problemen voor omdat de richtlijn afstand doet van formalisme en stelt dat de feitelijke organisatie van stemadviseurs als criterium geldt.<sup>505</sup>
106. **CONTROLE DOOR PUBLIEKE AUTORITEIT.** De effectiviteit van het transparantieregime hangt af van de mate waarin de regels ook effectief afgedwongen worden.<sup>506</sup> Lidstaten moeten maatregelen en sancties voorzien die van toepassing zijn op inbreuken op de transparantieverplichtingen, alsook alle nodige maatregelen nemen om ervoor te zorgen dat de bepalingen worden toegepast. Deze maatregelen en sancties moeten doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn.<sup>507</sup>

---

<sup>500</sup> Y. DE CORDT, “La transparence en droit des sociétés” in O. CAPRASSE (ed.), *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Brussel, Larcier, 2008, (11) 167; G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 24.

<sup>501</sup> G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 24.  
<sup>502</sup> *Ibid.*

<sup>503</sup> *Ibid.*, (1) 20.

<sup>504</sup> Overw. (27) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>505</sup> Art. 3undecies, 4 Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>506</sup> G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 30.

<sup>507</sup> Art. 14ter Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

Door een publieke instantie aan te stellen compenseert men in zeker zin het gebrek aan druk uitgaande van de marktwerking om stemadviseurs te laten conformeren aan de verplichtingen. Alleen op die manier kan de uiteindelijke doelstelling worden bereikt, namelijk de markt en de institutionele beleggers voldoende inzicht geven in de concrete rol en invloed van de industrie van stemadviseurs teneinde kwalitatiever stemadviezen te kunnen afdwingen. In België is de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA) de autoriteit die toeziet op de naleving van de regels van transparantie op de kapitaalmarkten.<sup>508</sup>

BALP haalt bij wijze van voorbeeld een vorm van afdwinging aan waarbij de identiteit van die stemadviseurs die regelmatig de verplichtingen niet nakomen door een publieke of private instantie bekendgemaakt wordt.<sup>509</sup> De FSMA beschikt in bepaalde gevallen inderdaad over een de bevoegdheid om een waarschuwing bekend te maken waarin de verantwoordelijke persoon en de aard van de inbreuk genoemd worden.<sup>510</sup> Uiteindelijk zijn stemadviseurs commerciële ondernemingen die niet onverschillig staan tegenover een publieke afwijzing van hun product door een publieke autoriteit. Toch lijkt dit moeilijk te verzoenen met de beperkte keuze in de industrie van stemadviseurs.<sup>511</sup> De administratieve boete lijkt dus meer aangewezen.<sup>512</sup> De FSMA kan deze gewoonlijk opleggen om manifeste inbreuken, zoals ontbrekende informatie, te bestraffen. In elke geval kan de FSMA slechts garanderen dat formeel aan de vereisten voldaan wordt.

107. **MARKTWERKING ALS CONTROLE.** Het zijn de institutionele beleggers die vervolgens moeten toezien op de inhoudelijke kwaliteit van de informatie en die informatie moeten gebruiken om de stemadviseur te controleren.<sup>513</sup> Institutionele beleggers bleken een aantal conflictkosten te ondervinden waardoor ze in de eerste plaats de prijs van stemadvies zo laag mogelijk willen houden. Het lijkt weinig waarschijnlijk dat zij vervolgens middelen zullen spenderen aan de controle van hun expert. Tegelijk is hun keuze voor stemadviseurs beperkt door een sterk geconcentreerde markt.<sup>514</sup>

---

<sup>508</sup> Art. 45, §1 wet 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, *BS* 4 september 2002, 39121.

<sup>509</sup> G. BALP, "Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach", *ECFR* 2017, (1) 19.

<sup>510</sup> Zie bijvoorbeeld art. 36, §1, 1° wet 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, *BS* 4 september 2002, 39121; zie bijvoorbeeld art. 30, §2, c Verordening marktmisbruik.

<sup>511</sup> M. FAGAN, "Third-party institutional proxy advisors: conflicts of interest and roads to reform", *U. Mich. J. L. Reform* 2018, (621) 633.

<sup>512</sup> G. SCHAEKEN WILLEMAERS, "La transparence en droit financier" in O. CAPRASSE (ed.), *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Brussel, Larcier, 2008, (239) 368.

<sup>513</sup> G. BALP, "Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach", *ECFR* 2017, (1) 19.

<sup>514</sup> M. FAGAN, "Third-party institutional proxy advisors: conflicts of interest and roads to reform", *U. Mich. J. L. Reform* 2018, (621) 633.

Door een gebrek aan controle door de institutionele beleggers dreigt de beoogde verhoging van procedurele eerlijkheid en integriteit van stemadviezen in de praktijk beperkt blijven. Hierdoor wordt ook de controle door de marktwerking grotendeels ongedaan gemaakt. Op die manier zal transparantie in het proces waarschijnlijk geen garantie bieden op een verbetering van het proces.<sup>515</sup>

In het licht hiervan beogen de Europese instellingen door indirecte regulering, namelijk de verplichting voor bepaalde institutionele beleggers en vermogensbeheerders om te rapporteren over hun gebruik van stemadviseurs, een afschrikkend effect tot stand te brengen om institutionele beleggers tot controle van hun stemadviseur aan te zetten.<sup>516</sup> Men hoopt dus de reputatie van institutionele beleggers als sanctie of beloningssysteem te gebruiken om hun gedrag te beïnvloeden, namelijk blindelinge opvolging te voorkomen.<sup>517</sup> Dit betekent dat het uiteindelijk de cliënten zijn die deze informatie moeten gebruiken om druk te zetten op de institutionele belegger om de stemadviseur te controleren.<sup>518</sup> Het lijkt wellicht onwaarschijnlijk dat de cliënten dit in de praktijk effectief zouden afdwingen.<sup>519</sup>

108. **MARKTWERKING LIGT NIET VOOR DE HAND.** Toch kan de reputatie van de institutionele belegger relevant zijn wanneer bijvoorbeeld beleggingsstrategieën en aandeelhoudersactivisme determinerend zijn op het ogenblik dat cliënten het fonds kiezen. De reputatie lijkt wellicht een minder grote rol te spelen in de stemming over alledaagse en weinig controversiële agendavoorstellen. In theorie zou een geëngageerd aandeelhouder kunnen pronken met een beleid waarbij niet blindelings maar op geïnformeerde wijze wordt gestemd. Uit de praktijk blijkt dat er ook risico's zijn voor de reputatie bij zo een effectief engagement, zoals wanneer zij de schuld krijgen bij een verkeerde inschatting.<sup>520</sup> Het valt af te wachten of de reputatie hier op zichzelf een voldoende stimulans zal zijn om de controle op de agent te rechtvaardigen.<sup>521</sup>

---

<sup>515</sup> A. ECKSTEIN, "Great expectations: the perils of an expectations gap in proxy advisory firm regulation", *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 116.

<sup>516</sup> Art. 3octies, 1, b) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn; A.G. CORCOLES, "Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe", *ECFR* 2016, (106) 132.

<sup>517</sup> A. ECKSTEIN, "Great expectations: the perils of an expectations gap in proxy advisory firm regulation", *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 137; A. ECKSTEIN, "Skin in the game for credit rating agencies & proxy advisors: reality meets theory", *Harv. Bus. L. Rev.* 2017,(222) 240.

<sup>518</sup> A. JOHNSTON, *EC regulation of corporate governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009, 242.

<sup>519</sup> J. ARMOUR e.a., "The basic governance structure: the interests of shareholders as a class" in R. KRAAKMAN e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, (49) 62.

<sup>520</sup> A. ECKSTEIN, "Great expectations: the perils of an expectations gap in proxy advisory firm regulation", *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 140-141.

<sup>521</sup> A. ECKSTEIN, "Great expectations: the perils of an expectations gap in proxy advisory firm regulation", *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 141; A. ECKSTEIN, "Skin in the game for credit rating agencies & proxy advisors: reality meets theory", *Harv. Bus. L. Rev.* 2017, (222) 262.

Zelfs als de institutionele belegger aangespoord wordt om de stemadviseur te controleren, dan nog kan hij problemen ondervinden om het gedrag of de output van de agent waar te nemen en te meten.<sup>522</sup> Stemadviezen zijn uit hun aard een complex goed, zijn een relatief nieuw product in de markt en er is onduidelijkheid over hun totstandkoming. Dit maakt het waarnemen en meten van de kwaliteit moeilijk zeker wanneer stemadviezen van concurrerende stemadviseurs met elkaar in overeenstemming zijn.<sup>523</sup> De transparantieplichtingen van stemadviseurs lijken hier verbetering in te brengen.

---

<sup>522</sup> A. ECKSTEIN, “Skin in the game for credit rating agencies & proxy advisors: reality meets theory”, *Harv. Bus. L. Rev.* 2017, (222) 262.

<sup>523</sup> *Ibid.*

## §2. Gedragscode

109. **ONGERECHTVAARDIGDE EXTRAPOLATIE VAN COMPLY-OR-EXPLAIN.** De gedragscode van de BPPG berust op het *comply-or-explain* beginsel. Dit beginsel vindt haar oorsprong in de Corporate Governance Codes die van toepassing zijn op het bestuur van vennootschappen.<sup>524</sup> In die context is niet-bindende regulering te verkiezen omwille van flexibiliteit die nodig is om het bestuur in staat te stellen af te wijken van de bepalingen indien dit tot betere corporate governance zou leiden. Een zelfde mechanisme wordt nu toegepast op stemadviseurs.<sup>525</sup>

De gedragscode van toepassing op stemadviseurs is bedoeld om door middel van verhoogde transparantie marktmechanismen in de industrie van stemadviseurs te versterken zonder de noodzakelijke flexibiliteit excessief in te perken.<sup>526</sup> Het *comply-or-explain* mechanisme stelt de stemadviseur in staat om uit te leggen hoe de gedragscode zich verhoudt ten opzichte van de specifieke omstandigheden en het businessmodel.<sup>527</sup> Het is zeer de vraag of flexibiliteit in het geval van stemadviseurs wel zo noodzakelijk is.

Meer nog, in de gedragscode staan reeds een aantal uitzonderingen die de belangen van stemadviseurs beschermen zoals de vrijstelling om methodologieën openbaar te maken indien dit de legitieme belangen van de stemadviseur zou schaden of de vrijstelling om het stembeleid van hun klanten openbaar te maken ingevolge een contractuele geheimhoudingsplicht.<sup>528</sup> Het is dus de vraag welke meerwaarde het *comply-or-explain* mechanisme kan bieden.

Zoals reeds vermeld, is dit voor het bestuur gerechtvaardigd omdat goede corporate governance afwijkingen van *best practices* vereist.<sup>529</sup> Het is minder vanzelfsprekend of een afwijking van een openbaarmaking van de methodologie, de belangenconflicten of het communicatiebeleid tot beter stemadvies zou leiden. De extrapolatie van het *comply-or-explain* beginsel om redenen van flexibiliteit lijkt hier dus moeilijk te verantwoorden.

---

<sup>524</sup> R. ABMA en M. OLAERTS, “Is the comply or explain principle a suitable mechanism for corporate governance throughout the EU?: the Dutch experience”, 2012, [https://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/publicaties/tvob\\_-\\_2011\\_effectiviteit\\_comply\\_or\\_explain\\_1\\_.pdf](https://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/publicaties/tvob_-_2011_effectiviteit_comply_or_explain_1_.pdf), (1) 2.

<sup>525</sup> G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: Pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 18.

<sup>526</sup> *Ibid.*, (1) 16.

<sup>527</sup> Gedragscode BPPG (2014), *supra* vn. 30, 7.

<sup>528</sup> *Ibid.*, 12-13.

<sup>529</sup> Y. DE CORDT, “La transparence en droit des sociétés” in O. CAPRASSE (ed.), *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Brussel, Larcier, 2008, (11) 164.

110. **EFFECTIVITEIT.** De effectiviteit van het *comply-or-explain* beginsel hangt af van de kwaliteit van de motivering indien van de gedragscode afgeweken wordt. De kwaliteit van de motivering hangt af van de goodwill van de leden van de gedragscode. ESMA oordeelde in haar evaluatie dat de gedragscode en de Statements of Compliance van de stemadviseurs globaal bekeken in lijn zijn met haar verwachtingen.<sup>530</sup> De opvolging van de gedragscode van de BPPG zelf evalueerde ESMA als gebrekkig.<sup>531</sup> Momenteel is er nog geen publieke of private autoriteit die de naleving van de regels van de gedragscode kan controleren en afdwingen, waardoor een consistente naleving van het *comply-or-explain* beginsel in het gedrang komt.<sup>532</sup>

Met de wijziging van de aandeelhoudersrechtenrichtlijn wordt het *comply-or-explain* beginsel van de gedragscode in de richtlijn geïncorporeerd en valt dit bijgevolg onder haar afdwingingsautoriteit.<sup>533</sup> Deze kritiek is naar de toekomst toe dus minder relevant.

### §3. Gelaagde structuur

111. **GEEN DYSFUNCTIONELE GEVOLGEN DOOR DE GELAAGDE STRUCTUUR.** BALP waarschuwt dat de gelaagde structuur tussen de gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn en de gedragscode zinloze fragmentatie zou kunnen creëren die ten koste gaat van een duidelijk, inclusief en algemeen toepassingsgebied.<sup>534</sup> Het enige dysfunctionele gevolg van een dergelijke fragmentatie, namelijk duplicatie van informatie ten gevolge van overlappende verplichtingen wordt vermeden in de gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn.<sup>535</sup> De impact van fragmentatie lijkt dus onbestaande, te meer omdat de meeste stemadviseurs lid zijn van de gedragscode.

---

<sup>530</sup> Rapport (ESMA) Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis, 18 december 2015, ESMA/2015/1887, 38-39.

<sup>531</sup> *Ibid.*, 39.

<sup>532</sup> G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 19.

<sup>533</sup> Art. 3undecies, 1 Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>534</sup> Rapport (ESMA) Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis, 18 december 2015, ESMA/2015/1887, 39; G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 19.

<sup>535</sup> Art. 3undecies, 2 *in fine* Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

### AFDELING III. INHOUDELIJKE BEOORDELING

#### §1. Transparantie in methodologieën

112. **GEWIJZIGDE AANDEELHOUDERSRECHTENRICHTLIJN.** Onder de gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn lijkt de vereiste informatie over de methodologieën eerder generiek van aard.<sup>536</sup> Zo moet transparantie gegeven worden over de ‘hoofdkenmerken’ van de methoden, de ‘belangrijkste’ informatiebronnen en de ‘hoofdkenmerken’ van het stembeleid.
113. **GEDRAGSCODE.** In de gedragscode staan gedetailleerdere voorschriften maar is er een uitzondering om informatie te geven wanneer dit legitieme ondernemingsbelangen zou schaden. ESMA stelde een zekere positieve impact op de markt vast wat betreft de duidelijkheid voor belanghebbenden over de werking van stemadviseurs.<sup>537</sup> Zij oordeelt dat de regels transparantie verbeteren en de kwaliteit en betrouwbaarheid van stemadviezen garanderen.<sup>538</sup>
114. **EVALUATIE.** Transparantie in de methodologieën lijkt zich door het generiek karakter van de informatie onder de gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn enerzijds en het uitzonderingsregime van de gedragscode anderzijds te beperken tot een openbaarmaking van het gestandaardiseerde stembeleid van de stemadviseur in kwestie. Deze informatie is bij de meeste stemadviseurs reeds publiek bekend. Wat relevanter zou zijn, is inzicht in de methodologieën die leiden tot concrete stemadviezen, alsook in de manier waarop stemadviezen aan de wensen van de institutionele beleggers aangepast werden. Door confidentialiteit en vaagheid kan deze informatie onder de radar blijven.<sup>539</sup>

Anderzijds kan inhoudelijk transparantie maar binnen de grenzen van de bescherming van intellectuele eigendomsrechten en confidentialiteit worden gegeven. Door te veel transparantie in de methodologieën te vereisen zouden stemadviseurs de stimuli kunnen verliezen om te investeren in de verbetering van hun methodologieën en stemadviezen.<sup>540</sup>

---

<sup>536</sup> Art. 3undecies, 2, a)-e) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn; G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 23.

<sup>537</sup> Rapport (ESMA) Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis, 18 december 2015, ESMA/2015/1887, 3.

<sup>538</sup> *Ibid.*, 21-22.

<sup>539</sup> L. KLÖHN en P. SCHWARZ, “The regulation of proxy advisors”, *supra* vn. 88, (1) 16; G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 23.

<sup>540</sup> G. BALP, “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, (1) 23.



Dit is niet wenselijk aangezien betere methodologieën impliceren dat meer data verzameld wordt en bijgevolg tot preciezer informatie en dus kwalitatievere stemadviezen leiden.<sup>541</sup> De bepaling lijkt, ondanks het generiek karakter van haar verplichtingen, een juiste balans te vinden tussen de verschillende belangen. Minstens heeft dit tot gevolg dat stemadviseurs voortaan toch enigszins moeten stilstaan bij een contextuele verklaring wanneer van lokale gebruiken afgeweken wordt.<sup>542</sup>

## §2. Transparantie in belangenconflicten

115. **GEWIJZIGDE AANDEELHOUDERSRECHTENRICHTLIJN.** Onder de gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn moet transparantie over het beleid ter preventie en beheersing van potentiële belangenconflicten gegeven worden. Stemadviseurs moeten feitelijke of potentiële belangenconflicten of zakelijke relaties die de diensten kunnen beïnvloeden, alsook de maatregelen die zijn genomen om ze weg te nemen, te beperken of te beheersen aan de institutionele belegger meedelen.
116. **GEDRAGSCODE.** Onder de gedragscode moet enkel het beleid inzake belangenconflicten openbaar gemaakt worden.<sup>543</sup> Transparantie over belangenconflicten is onder de gedragscode slechts een subsidiaire maatregel. Van zodra de stemadviseur op de hoogte is van een materieel belangenconflict moet ze dit in de eerste plaats effectief mitigeren.<sup>544</sup> De voorkeur wordt dus gegeven aan de bestaande *firewalls*.<sup>545</sup> Een bijkomend probleem is dat contractuele verplichtingen een dergelijke bekendmaking kunnen verbieden.<sup>546</sup>
117. **EVALUATIE.** Als er al transparantie onder de gedragscode zou worden gegeven, wat door het subsidiaire karakter uitzonderlijk lijkt, moet de stemadviseur de loutere ‘mogelijkheid’ dat een belangenconflict kan ontstaan, meedelen.<sup>547</sup> Indien de institutionele belegger geen verdere specifieke gegevens over het belangenconflict krijgt en niet kan inschatten of het belangenconflict in het betrokken geval weldegelijk actueel is, zal de impact van de transparantie beperkt blijven.<sup>548</sup>

---

<sup>541</sup> A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 121.

<sup>542</sup> *Ibid.*, (106) 135.

<sup>543</sup> Gedragscode BPPG (2014), *supra* vn. 30, 16-17.

<sup>544</sup> *Ibid.*, 17.

<sup>545</sup> A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 156.

<sup>546</sup> Gedragscode BPPG (2014), 17.

<sup>547</sup> *Ibid.*, 18-16.

<sup>548</sup> A.G. CORCOLES, “Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, (106) 136.

Ondanks de positieve beoordeling stelde ESMA inderdaad vast dat een aantal bepalingen ambigu waren en er te weinig nadruk ligt op het voorkomen van belangenconflicten.<sup>549</sup> Het lijkt weinig waarschijnlijk dat de gedragscode op het niveau van belangenconflicten een grote impact zal hebben.<sup>550</sup>

Onder de gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn heeft transparantie geen subsidiair karakter waardoor de kritiek op de gedragscode gerelativeerd kan worden. Toch argumenteert CORCOLES dat door de complementaire aard van de transparantieverplichting waarbij zowel het belangenconflict zelf als de maatregelen om het te mitigeren openbaar gemaakt moeten worden, de stemadviseur eerder geneigd zal zijn om zijn maatregelen toe te lichten in de plaats van het belangenconflict zelf.<sup>551</sup>

Bij gebrek aan gedetailleerde voorschriften is er inderdaad een risico dat transparantie zich onder de gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn beperkt tot korte, oppervlakkige informatie die weliswaar een poging doet potentiële belangenconflicten te identificeren maar tegelijk institutionele beleggers niet helpt om de concrete dreiging in te schatten. Zeker in het licht van confidentialiteit naar de klanten toe lijken stemadviseurs geen extra motivatie te hebben om gedetailleerd te zijn.<sup>552</sup> Bijkomend blijven stemadviseurs dus vrij om in belangenconflicten te opereren en zelf te bepalen en toe te zien op hoe belangenconflicten beheerd zullen worden.<sup>553</sup>

### §3. Transparantie in de communicatie met het bestuur

118. **GEWIJZIGDE AANDEELHOUDERSRECHTENRICHTLIJN.** Onder de gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn moet de stemadviseur meedelen aan de institutionele belegger of in dialoog werd gegaan met de vennootschappen en de belanghebbende van vennootschappen die voorwerp zijn van het stemadvies.<sup>554</sup> Over de omvang en aard van die dialoog wordt de concrete invulling aan de stemadviseurs overgelaten. Dit leidt tot het risico dat stemadviseurs selectief en vaag blijven.

---

<sup>549</sup> Rapport (ESMA) Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis, 18 december 2015, ESMA/2015/1887, 22.

<sup>550</sup> A.G. CORCOLES, "Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe", *ECFR* 2016, (106) 136.

<sup>551</sup> *Ibid.*, (106) 140.

<sup>552</sup> M. FAGAN, "Third-party institutional proxy advisors: conflicts of interest and roads to reform", *U. Mich. J. L. Reform* 2018, (621) 640.

<sup>553</sup> A.G. CORCOLES, "Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe", *ECFR* 2016, (106) 140.

<sup>554</sup> Art. 3undecies, 2, f) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

119. **GEDRAGSCODE.** Onder de gedragscode moet transparantie worden gegeven over de communicatie met het bestuur.<sup>555</sup> ESMA stelt een positieve evolutie vast maar moet besluiten dat bestuurders verkeerde verwachtingen hebben over de inhoud van dit beginsel.<sup>556</sup> Desalniettemin moedigt het beginsel constructieve dialoog aan.<sup>557</sup>
120. **EVALUATIE.** Wat betreft de communicatie met het bestuur<sup>558</sup> is transparantie verantwoord omwille van beleggersbescherming en de goede werking van financiële markten.<sup>559</sup> Toch gaan er stemmen op dat dit een gemiste kans is om deze communicatie te institutionaliseren.<sup>560</sup> Er is nog steeds geen mogelijkheid voor het bestuur om op gesystematiseerde wijze informatie betreffende de stemadviezen op voorhand te ontvangen, om met de stemadviseur te onderhandelen of minstens fouten te verbeteren.<sup>561</sup> De controle van de stemadviseur komt met andere woorden nog steeds uitsluitend toe aan de institutionele belegger.

Men is dus aangewezen op de huidige praktijk om vóór de algemene vergadering met de stemadviseurs, althans die stemadviseurs die dit toelaten, in dialoog te treden.<sup>562</sup> Dit is zonder enige garantie dat gehoor zal worden gevonden.<sup>563</sup> Zelfs wanneer fouten blootgelegd worden, heeft dit niet noodzakelijk tot gevolg dat de stemadviseur het stembeleid of de stemadviezen in kwestie zullen veranderen.<sup>564</sup> Waarschijnlijk staan de regulerende instanties weigerachtig tegenover een institutionalisering van de communicatie omdat dit het debat uit de algemene vergadering zou kunnen halen.<sup>565</sup>

---

<sup>555</sup> Gedragscode BPPG (2014), *supra* vn. 30, 18-19.

<sup>556</sup> Rapport (ESMA) Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis, 18 december 2015, ESMA/2015/1887, 33.

<sup>557</sup> A.G. CORCOLES, "Proxy advisors in the voting process: Some considerations for future regulation in Europe", *ECFR* 2016, (106) 136.

<sup>558</sup> Art. 3undecies, 2, f) Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn.

<sup>559</sup> A.G. CORCOLES, "Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe", *ECFR* 2016, (106) 125.

<sup>560</sup> A. OMAGGIO, "Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (proxy advisors)?", *Droit des affaires sociétés* 2009, (29) 33; L. KLÖHN en P. SCHWARZ, "The regulation of proxy advisors", *supra* vn. 88, (1) 17.

<sup>561</sup> G. BALP, "Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach", *ECFR* 2017, (1) 21.

<sup>562</sup> L. KLÖHN en P. SCHWARZ, "The regulation of proxy advisors", (1) 16; A.G. CORCOLES, "Proxy Advisors in the Voting Process: Some Considerations for Future Regulation in Europe", *ECFR* 2016, (106) 121.

<sup>563</sup> C. CLOTTENS, "Editoriaal: stemadviseurs- regulering gewenst", *TRV* 2014, (637) 637.

<sup>564</sup> A. ECKSTEIN, "Great expectations: the perils of an expectations gap in proxyadvisory firm regulation", *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 114.

<sup>565</sup> A.G. CORCOLES, "Proxy Advisors in the Voting Process: Some Considerations for Future Regulation in Europe", *ECFR* 2016, (106) 123.

## HOOFDSTUK IV. TUSSENTIJDSE CONCLUSIE

121. **HET JURIDISCH KADER.** Het Belgisch juridisch kader geeft stemadviseurs veel operationele vrijheid en slaagt er niet in om de geïdentificeerde kosten te ondervangen. Bijgevolg namen de Europese instellingen het initiatief om institutionele beleggers meer informatie te geven om hen in staat te stellen hun stemadviseur beter te controleren.
122. **BEOORDELING AFDWINGING.** Gelet op de eigenheid van de industrie van stemadviseurs is een gedragscode die berust op het *comply-or-explain* beginsel geen effectief regelgevend instrument. Voornamelijk de gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn is een opportuniteit om meer duidelijkheid te brengen.<sup>566</sup> Om loutere naleving op papier te voorkomen probeert men door indirecte regulering marktmechanismen te versterken. Hierbij werd de bedenking gemaakt dat momenteel principaalkosten institutionele beleggers verhinderen hun stemadviseurs te controleren en dat de keuze voor stemadviseurs beperkt is.<sup>567</sup> Het valt dus af te wachten of de transparantieplichtingen van de institutionele beleggers over hun gebruik van stemadviseurs hen ervan zal weerhouden om stemadvies blindelings te volgen.
123. **BEOORDELING INHOUDELIJK JURIDISCH KADER.** De informatie waarover transparantie moet worden gegeven met betrekking tot de methodologieën is generiek van aard en lijkt daarom institutionele beleggers nauwelijks iets bij te brengen wat ze nog niet wisten.<sup>568</sup> Hierdoor dreigt de stemadviseur een “black box” te blijven. Er werd evenwel gewezen op de gevaren van een te verregaand transparantieregime. Verder werd aangetoond dat flexibiliteit op vlak van belangenconflicten in de gedragscode tot moeilijkheden kan leiden waardoor de gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn een positieve evolutie is. Desalniettemin gaan er stemmen op dat meer ingrijpende maatregelen nodig zijn.<sup>569</sup> De gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn bleek ook een gemiste kans om de communicatie met het bestuur te institutionaliseren. Er werd gewezen op de insteek van de regulerende instanties die verklaart waarom zo een institutionalisering onwaarschijnlijk lijkt. In het algemeen lijkt het Europees juridisch kader bijgevolg de juiste balans vinden tussen de verschillende belangen.

---

<sup>566</sup> A. ECKSTEIN, “Great expectations: the perils of an expectations gap in proxy advisory firm regulation”, *Del. J. Corp. L.* 2015, (77) 114.

<sup>567</sup> *Ibid.*, (90) 100.

<sup>568</sup> L. KLÖHN en P. SCHWARZ, “The regulation of proxy advisors”, *supra* vn. 88, (1) 15.

<sup>569</sup> CENTER ON EXECUTIVE COMPENSATION, “A call for change in the proxy advisory industry status quo: the case for greater accountability and oversight”, 2011, <http://online.wsj.com/public/resources/documents/ProxyAdvisoryWhitePaper02072011.pdf>, (1) 85.

## DEEL III: ALTERNATIEVE REGULERING

Vierde sub-onderzoeksvraag: *Indien regulering gewenst is, welke alternatieve maatregelen moeten worden genomen?*

### AFDELING I. RATIO LEGIS ONTRAFELD

124. **HET PARADOXAAL DOEL VAN REGULERING.** In deze masterproef werd de opkomst van stemadviseurs gekaderd in het Europees beleid gebaseerd op de idee dat doeltreffendere corporate governance vereist dat institutionele beleggers hun aandeelhoudersrechten zouden uitoefenen.<sup>570</sup> DORRESTEIJN et al. stellen vast dat de Europese instellingen daarmee afstand doen van twee aloude beginselen van het vennootschapsrecht door enerzijds aandeelhouders naast rechten nu ook verplichtingen te geven en door hun anderzijds niet langer als homogene groep te benaderen maar institutionele beleggers een bijzondere rol op te dringen.<sup>571</sup>

NATHAN plaatst een kanttekening bij deze evolutie. Volgens hem zouden institutionele beleggers die geacht worden over te veel agendapunten in te veel algemene vergaderingen te stemmen, zich noodzakelijkerwijze beroepen op goedkope en grotendeels mechanische oplossingen.<sup>572</sup> NATHAN legt de vinger op de wonde. Institutionele beleggers activeren zonder dat dit tot een mechanische benadering van corporate governance leidt, lijkt zeer moeilijk.

CHEFFINS stelt inderdaad vast dat regulerende maatregelen die beogen institutionele beleggers te activeren voor veel aandeelhouders nogal onrealistisch lijken.<sup>573</sup> HANNIGAN bouwt voort op die vaststelling en stelt dat de bedoeling om institutionele beleggers te activeren nog uitdagender is door een internationalisering van de institutionele beleggers. Het ligt volgens haar minder voor de hand om politieke druk te zetten op deze buitenlandse institutionele beleggers om hun aandeelhoudersrechten effectief uit te oefenen.<sup>574</sup>

125. **VERANTWOORDELIJKHEID INSTITUTIONELE BELEGGERS.** Een mechanische benadering van corporate governance lijkt dus inherent aan de grote hoeveelheid aandelen in het portfolio van institutionele beleggers en dit wordt nog versterkt door de toenemende internationalisering van institutionele beleggers.

---

<sup>570</sup> Med.Comm. Actieplan, 12 december 2012, COM(2012) 740 def, *supra* vn. 46, 9, nr. 3.

<sup>571</sup> A.F.M. DORRESTEIJN, C. TEICHMANN, E. WERLAUFF, T. MONTEIRO en N. POCHER, *European corporate law*, Alphen aan den Rijn, Kluwer, 2017, 108.

<sup>572</sup> C.M. NATHAN, "Proxy advisory business: apotheosis or apogee?", 2011, <https://corpgov.law.harvard.edu/2011/03/23/proxy-advisory-business-apotheosis-or-apogee/>.

<sup>573</sup> B.R. CHEFFINS, "The Stewardship Code's Achilles' Heel", *MLR* 2010, (1004) 1013-1014.

<sup>574</sup> B. HANNIGAN, *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2018, 152.

Het is bijgevolg een illusie dat een uitbesteding aan stemadviseurs niet langer tot een mechanische benadering van corporate governance zou leiden.<sup>575</sup> Het is evenzeer een illusie dat het ‘wegreguleren’ van stemadviseurs de mechanische benadering uit de wereld zal helpen.<sup>576</sup> Men zou een mechanische benadering wel kunnen beperken door institutionele beleggers zo veel als mogelijk van een blindelinge opvolging van het stemadvies te weerhouden.<sup>577</sup>

Bijgevolg zijn stemadviseurs inderdaad van subsidiair belang in die zin dat ze maar een middel zijn om kleinere en buitenlandse institutionele beleggers in een vennootschap met een sterk verspreid aandeelhouderschap te activeren.<sup>578</sup> Regulerende maatregelen moeten er in de eerste plaats voor zorgen dat institutionele beleggers controle over hun stemrecht uitoefenen, wat zelfstandig onderzoek en besluitneming veronderstelt.

Anderzijds moet stemadvies van suboptimale kwaliteit zoveel mogelijk vermeden worden omdat dit kan leiden tot de aanname of afwijzing van een agendavoorstel hoewel het tegenovergestelde resultaat juist in het belang van de vennootschap was.<sup>579</sup> Regulering van stemadviseurs moet er dus ook op gericht zijn om voldoende kwalitatief stemadvies te garanderen. In het licht hiervan pleiten MALENKO en MALENKO voor een regulerend model waarbij stimuli worden gegeven aan institutionele beleggers om onafhankelijk onderzoek te doen enerzijds en stimuli worden geven aan stemadviseurs om kwalitatief stemadvies te produceren anderzijds.<sup>580</sup>

126. **ONBEDOELD NEVENEFFECT.** Wanneer het evenwicht tussen zowel kwalitatief stemadvies als zelfstandig onderzoek door de institutionele belegger niet gevonden wordt, kan regulering volgens CALLUZZO en DUDLEY paradoxaal genoeg juist tot gevolg hebben dat ook de grotere institutionele beleggers meer geneigd zullen zijn het stemadvies blindelings te volgen.<sup>581</sup>

---

<sup>575</sup> B. CHEFFINS, “The Rise and Fall (?) of the Berle-Means Corporation”, *University of Cambridge Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series* 2018, (1) 55.

<sup>576</sup> M. EGAN, “Corporate America loves deregulation. Then why is it pushing for these rules?”, *CNN*, 29 maart 2019, [https://amp.cnn.com/cnn/2019/03/29/investing/regulation-proxy-advisory-reform-sec/index.html?fbclid=IwAR0QsLq0X-8TDGqO\\_iEJzEhpBxutCRimtApbqjloNU70u4fOLjcX2QrTx8k](https://amp.cnn.com/cnn/2019/03/29/investing/regulation-proxy-advisory-reform-sec/index.html?fbclid=IwAR0QsLq0X-8TDGqO_iEJzEhpBxutCRimtApbqjloNU70u4fOLjcX2QrTx8k).

<sup>577</sup> FRC, “Proposed revision to the UK Stewardship Code”, 2019, [www.frc.org.uk/getattachment/dff25bf9-998e-44f6-a699-a697d932da60/;aspx](http://www.frc.org.uk/getattachment/dff25bf9-998e-44f6-a699-a697d932da60/;aspx), 20.

<sup>578</sup> P. CALLUZZO en E. DUDLEY, “The real effects of proxy advisors on the firm”, *Financial Management* 2018, (1) 20.

<sup>579</sup> FRC en FCA, “Building a regulatory framework for effective stewardship: Discussion Paper DP19/1”, 2019, [www.fca.org.uk/publication/discussion/dp19-01.pdf](http://www.fca.org.uk/publication/discussion/dp19-01.pdf), 32, nr. 6.27.

<sup>580</sup> A. MALENKO en N. MALENKO, “File No. 4-725 -SEC staff roundtable on the proxy process”, *s.d.*, [www.sec.gov/comments/4-725/4725-4510982-176000.pdf](http://www.sec.gov/comments/4-725/4725-4510982-176000.pdf), 2.

<sup>581</sup> P. CALLUZZO en E. DUDLEY, “The real effects of proxy advisors on the firm”, *Financial Management* 2018, (1) 21.

Het werk werd in dat geval immers reeds kwalitatief door de stemadviseur verricht en er zijn geen stimuli voor de institutionele belegger om zelfstandig onderzoek te doen.<sup>582</sup> Bindende regulering die enkel de kwaliteit van het stemadvies verbetert, leidt volgens hen tot meer blindelinge opvolging als ongewenst neveneffect.<sup>583</sup>

127. **STRATEGIE GEWIJZIGDE AANDEELHOUDERSRECHTENRICHTLIJN IS WENSELIJK.** Indirecte regulering van stemadviseurs door institutionele belegger te laten rapporteren over hun gebruik van stemadviseurs is dus momenteel een veelbelovende weg. Op die manier moet de institutionele belegger verduidelijken hoe de stemadviseur past in de bredere corporate governance strategie. Dit zou hem moeten ontraden om het stemadvies blindelings te volgen.<sup>584</sup> Anderzijds zou meer controle door institutionele beleggers voor een effectievere afdwinging van de transparantieplichtingen van de stemadviseurs moeten zorgen, wat op haar beurt de kwaliteit en de integriteit van de diensten van stemadviseurs zou moeten verbeteren.<sup>585</sup> Dit laatste wordt ook beoogd door de gedragscode van de BPPG.
128. **VOORSTELLEN TOT AANSCHERPING.** Deze masterproef onderschrijft dus de strategie van de Europese instellingen. Desalniettemin kunnen een aantal voorstellen tot aanscherping van het juridisch kader gedaan worden.

---

<sup>582</sup> P. CALLUZZO en E. DUDLEY, “The real effects of proxy advisors on the firm”, *Financial Management* 2018, (1) 21.

<sup>583</sup> A. MALENKO en N. MALENKO, “Proxy advisory firms: the economics of selling information to voters”, 2019, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2757597](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2757597), (1) 37.

<sup>584</sup> FRC en FCA, “Building a regulatory framework for effective stewardship: discussion paper DP19/1”, 2019, [www.fca.org.uk/publication/discussion/dp19-01.pdf](http://www.fca.org.uk/publication/discussion/dp19-01.pdf), 30, nr. 6.15.

<sup>585</sup> A. JOHNSTON, *EC regulation of corporate governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009, 243.

## AFDELING II. GEDRAGSCODE

129. **NOOD AAN EEN BINDEnde GEDRAGSCODE.** De effectiviteit van een gedragscode hangt af van de prikkels die ervoor zorgen dat de gedragscode nageleefd wordt.<sup>586</sup> Uit de evaluatie van het juridisch kader bleek dat de marktwerking in de industrie van stemadviseurs, of liever het gebrek daar aan, de effectiviteit van een gedragscode in de praktijk ondermijnt. Het *comply-or-explain* mechanisme is ook theoretisch ongerechtvaardigd (*supra* 74, nr. 109). In de industrie van stemadviseurs is bindende transparantie te verkiezen boven een *comply-or-explain* beginsel.<sup>587</sup> Door de gedragscode verplicht op te leggen zal men stemadviseurs beter kunnen disciplineren via informatieverschaffing.<sup>588</sup>

## AFDELING III. GEWIJZIGDE AANDEELHOUDERSRECHTENRICHTLIJN

130. **VERDUIDELIJKEN VERANTWOORDELIJKHEID INSTITUTIONELE BELEGGERS.** Hoofdzakelijk de wisselwerking tussen de transparantie van de institutionele beleggers en de transparantie van de stemadviseurs is een opportuniteit om de meerwaarde van stemadviseurs te bewaren en het stemadvies zelf kwalitatiever te maken doch institutionele beleggers te ontraden om blindelings het stemadvies op te volgen.<sup>589</sup>

JOHNSTON wijst op het belang om deze transparantieverplichtingen zorgvuldig op te stellen.<sup>590</sup> Onder de gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn moeten institutionele beleggers enkel het gebruik van stemadviseurs toelichten. Zij zouden zich bijgevolg kunnen beperken tot een oppervlakkige vermelding.<sup>591</sup> Onderzoek door VAN DAELEN toont inderdaad aan dat men zich in het kader van transparantieverplichtingen neigt te beperken tot het geven van die informatie die uitdrukkelijk in de wet voorgeschreven staat.<sup>592</sup>

---

<sup>586</sup> Zie H.H. VOOGSGEERD, *Corporate governance codes: markt- of rechtsarrangement?*, Groningen, Kluwer, 2006, 68.

<sup>587</sup> A.G. CORCOLES, "Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe", *ECFR* 2016, (106) 139.

<sup>588</sup> K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate governance: eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 31.

<sup>589</sup> A.G. CORCOLES, "Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe", *ECFR* 2016, (106) 133.

<sup>590</sup> Zie A. JOHNSTON, *EC regulation of corporate governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009, 243.

<sup>591</sup> H.H. VOOGSGEERD, *Corporate governance codes: markt- of rechtsarrangement?*, Groningen, Kluwer, 2006, 62.

<sup>592</sup> M. VAN DAELE, *Risk management and corporate governance. Match between the legal framework and practice*, Brugge, die Keure, 2012, 255.



Een gedetailleerdere verplichting zoals die onder de Stewardship Code van het Verenigd Koninkrijk bestaat, zou daarom een meerwaarde zijn. Recentelijk werden voorstellen tot wijziging van de Stewardship Code ingediend.<sup>593</sup> Deze voorstellen dienen hier als inspiratie.

Bij de omzetting van de gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn zou de wetgever institutionele beleggers dus niet alleen moeten verplichten het gebruik van stemadviseurs toe te lichten, zoals de gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn dat voorschrijft, maar ook moeten verplichten om de reikwijdte van de diensten van stemadviseurs te beschrijven, de gebruikte stemadviseurs te identificeren en te beschrijven hoe de informatie of het advies gebruikt wordt als deel van hun corporate governance activiteiten.<sup>594</sup> Zeker deze laatste nuancering, namelijk de stemadviseur in het breder perspectief van een corporate governance strategie plaatsen, zou de institutionele belegger tot een groter bewustzijn moeten brengen, wat uiteindelijk de bedoeling van de maatregelen is.<sup>595</sup>

---

<sup>593</sup> FRC, “Proposed revision to the UK Stewardship Code annex A - revised UK Stewardship Code”, 2019, [www.frc.org.uk/getattachment/bf27581f-c443-4365-ae0a-1487f1388a1b/Annex-A-Stewardship-Code-Jan-2019.pdf](http://www.frc.org.uk/getattachment/bf27581f-c443-4365-ae0a-1487f1388a1b/Annex-A-Stewardship-Code-Jan-2019.pdf), 10.

<sup>594</sup> Zie FRC, “Proposed revision to the UK Stewardship Code annex A - revised UK Stewardship Code”, 2019, [www.frc.org.uk/getattachment/bf27581f-c443-4365-ae0a-1487f1388a1b/Annex-A-Stewardship-Code-Jan-2019.pdf](http://www.frc.org.uk/getattachment/bf27581f-c443-4365-ae0a-1487f1388a1b/Annex-A-Stewardship-Code-Jan-2019.pdf), 10; vgl. The UK Stewardship Code (2012), *supra* vn. 132, 9.

<sup>595</sup> Med.Comm. Actieplan, 12 december 2012, COM(2012) 740 def, *supra* vn. 46, 9.

## CONCLUSIE

131. **BEANTWOORDING ONDERZOEKSVRAAG.** Dit onderzoek beoogt een duidelijk economisch beeld van de industrie van stemadviseurs weer te geven om vervolgens in het licht van de economische bevindingen het juridisch kader waarin stemadviseurs opereren te evalueren. Er wordt nagegaan of het juridisch kader in het licht van de geïdentificeerde kosten optimaal is en welke aanpassingen desgevallend noodzakelijk zijn.

Er worden eerst twee maatschappelijke tendensen geïdentificeerd die de opkomst van stemadviseurs verklaren. In de eerste plaats verwierven institutionele beleggers een dominante positie op de kapitaalmarkten en vervolgens werden zij door regulerende maatregelen aangemoedigd om hun stemrecht uit te oefenen.<sup>596</sup> In het licht van het Europees beleid lijkt het waarschijnlijk dat in de toekomst stemadviseurs ook in België aan invloed zullen winnen.<sup>597</sup>

Vervolgens worden, mogelijks voor het eerst in België, de kosten en de baten verbonden aan het gebruik van stemadviseurs in kaart gebracht. Dit onderzoek toont aan dat institutionele beleggers bekwaamheids- en conflictkosten ondervinden die hen verhinderen om hun aandeelhoudersrechten uit te oefenen. In het licht van de aanmoediging van regulerende maatregelen om het stemrecht uit te oefenen, is het dus in de eerste plaats economisch verantwoord om het onderzoek en de analyse van de uitoefening van het stemrecht uit te besteden aan stemadviseurs. Op die manier ontstaat een agency relatie tussen de stemadviseur en de institutionele belegger waarbij een gebrek aan transparantie in de methodologieën en bepaalde belangenconflicten werden vastgesteld als voornaamste kosten in hoofde van de stemadviseur.<sup>598</sup>

Aansluitend werd de opkomst van stemadviseurs in het Belgisch en Europees juridisch kader gesitueerd. De conclusie luidt dat er in België veel operationele vrijheid is voor stemadviseurs. In de bespreking van het Europees juridisch kader werd gewezen op de problemen rond afdwinging van de gedragscode bij gebrek aan marktwerking. Het bindend transparantieregime van de gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn is daarom een positieve evolutie.

---

<sup>596</sup> C. CLOTTENS, "Editoriaal: stemadviseurs- regulering gewenst", *TRV* 2014, (637) 637.

<sup>597</sup> D. VAN GERVEN, "Kroniek: Vennootschapsrecht 2014-2015", *TRV* 2015, (508) 512.

<sup>598</sup> B.C. TINGLE, "The agency cost case for regulating proxy advisory firms", *UBC Law Review* 2016, (1) 12.

Desalniettemin zal de impact van de gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn op haar beurt afhangen van de mate waarin institutionele beleggers door transparantie over hun gebruik van stemadviseurs ontraden worden om het stemadvies blindelings op te volgen.<sup>599</sup>

Om tot normatieve voorstellen te komen wordt eerst gewezen op het belang van de dubbele ratio legis om enerzijds het onafhankelijk onderzoek door de institutionele belegger aan te moedigen en anderzijds de kwaliteit van het stemadvies te verhogen. Voornamelijk de wisselwerking tussen de rapporteringsverplichtingen van institutionele beleggers over het gebruik van stemadviseurs en de transparantieverplichtingen van stemadviseurs over bepaalde aspecten van hun werking, is een opportuniteit. Toch lijken een verplichte gedragscode en een gedetailleerdere formulering van de rapporteringsverplichtingen van institutionele beleggers over hun gebruik van stemadviseurs, noodzakelijke aanpassingen.

132. **ALGEMENE CONCLUSIE.** Het is ook in België van belang om de steeds toenemende rol van stemadviseurs in beursgenoteerde vennootschappen niet uit het oog te verliezen, zeker wanneer regulerende maatregelen de uitoefening van het stemrecht door institutionele beleggers aanmoedigen. Dit is in het bijzonder relevant voor de wetgever bij de omzetting van de gewijzigde aandeelhoudersrechtenrichtlijn. Ook de rechtseconomische analyse die de kosten en baten van het gebruik van stemadviseurs in kaart brengt, zou in het licht van eventuele nieuwe zelfregulerende initiatieven of wetgevende evoluties als basis kunnen dienen voor verder onderzoek.

---

<sup>599</sup> C. CLOTTENS, “Editoriaal: stemadviseurs- regulering gewenst”, *TRV* 2014, (637) 638.

# BIBLIOGRAFIE

## WETGEVING

### BELGIË EN EUROPA

#### WETGEVING

- Richtl. nr. 2007/36/EG, 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen, *Pb.L.* 14 juli 2007, afl. 184, 18.
- Verord. nr. 596/2014, 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (Verordening marktmisbruik) 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, *Pb.L.* 12 juni 2014, afl. 173, 1 (**Verordening marktmisbruik**).
- Richtl. nr. 2017/828, 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft, *Pb.L.* 20 mei 2017, afl. 132, 1 (**Gewijzigde Aandeelhoudersrechtenrichtlijn**).
- Aanbev.Comm. nr. 2014/208/EU, 9 april 2014 over de kwaliteit van rapportage over corporate governance (“pas toe of leg uit”), *Pb.L.* 12 april 2014, afl. 109, 43.
- Wet 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, *BS* 4 september 2002, 39121.
- Wet 3 augustus 2012 betreffende bepaalde vormen van collectief beheer van beleggingsportefeuilles, *BS* 19 oktober 2012, 63652.
- Wet 19 april 2014 betreffende de alternatieve instellingen voor collectieve belegging en hun beheerders, *BS* 17 juni 2014, 45353.
- KB 12 november 2012 met betrekking tot de instellingen voor collectieve belegging die voldoen aan de voorwaarden van Richtlijn 2009/65/EG, *BS* 30 november 2012, 76604.

#### VOORBEREIDENDE WERKEN

- Med.Comm. 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 def.
- Groenboek (Comm.) Het EU-kader inzake corporate governance, 5 april 2011, COM(2011) 164 def.
- Discussion paper (ESMA) An overview of the proxy advisory industry: considerations on possible policy options, 22 maart 2012, ESMA/2012/212.

- Med.Comm. aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het comité van de regio's, actieplan: Europees vennootschapsrecht en corporate governance – een modern rechtskader voor meer betrokken aandeelhouders en duurzamere ondernemingen, 12 december 2012, COM(2012) 740 def.
- Rapport (ESMA) Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, 19 februari 2013, ESMA/2013/84.
- Voorstel (Comm.) tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft, 9 april 2014, COM(2014) 213 def - 2014/0121 (COD).
- Adv.EESC nr. 2014/C 451/14, over het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreffen van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft, *Pb.L.* 16 december 2014, afl. C 451.
- Rapport (ESMA) Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis, 18 december 2015, ESMA/2015/1887.
- Rapport (ESMA) Trends, risks and vulnerabilities, No. 2, 2016.

#### SOFT LAW

- BPPG, “Best practice principles for providers of shareholder voting research & analysis”, 2014, <https://bppgrp.info/wp-content/uploads/2014/03/BPP-ShareholderVoting-Research-2014.pdf> (**Gedragcode BPPG (2014)**) (consultatie 01/05/2019).

#### **FRANKRIJK**

- Loi n° 2014-384 (FR) 29 maart 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, *JO* 1 april 2014, [www.legifrance.gouv.fr](http://www.legifrance.gouv.fr).
- Code de commerce.

#### **VERENIGD KONINKRIJK**

- FRC, “The UK Stewardship Code”, 2012, [https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-\(September-2012\).pdf](https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-(September-2012).pdf) (**The UK Stewardship Code (2012)**) (consultatie 01/05/2019).

## VERENIGDE STATEN

- Employee Retirement Income Security Act of 1974.
- Investment Company Act Release No. 25922, 31 januari 2003, 17 C.F.R.

## RECHTSPRAAK

- HvJ 22 november 2005, nr. C-384/02, ECLI:EU:C:2005:708, ‘Grøngaard en Bang’.
- Cass. 5 juni 2008, *NJW* 2009, 31.

## RECHTSLEER

### BELGIË

#### BOEKEN

- AUTENNE, A., “Belgium. The legal system of corporate governance” in FLECKNER, A.M. en HOPT, K.J. (eds.), *Comparative corporate governance. A functional and international analysis*, Cambridge, Cambridge University Press, 2013, 310-363.
- FRANCOIS, A. en DELVOIE, J., “De Wet Corporate Governance in het licht van het ruimere corporate governance debat” in BYTTEBIER, K., FRANCOIS, A. en DELVOIE, J. (eds.), *De Wet Corporate Governance ont(k)leed*, Mechelen, Kluwer, 2004, 2-91.
- BYTTEBIER, K., PIU, P. en ROELAND, S., *Corporate governance: eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 307 p.
- CAPRASSE, O. (ed.), *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Brussel, Larcier, 2008, 381 p.
- CAPRASSE, O. en AYDOGDU, R., *Les conflits entre actionnaires*, Brussel, Larcier, 2010, 433 p.
- CLOTTENS, C., *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen*, Antwerpen, Biblo, 2012, 545 p.
- COOLS, S., *De bevoegdheidsverdeling tussen algemene vergadering en raad van bestuur in de NV*, Roeselare, Roularta Media Group, 2015, 735 p.
- DAL, G.-A. (ed.), *Contrôle, stabilité et structure de l'actionariat*, Brussel, Larcier, 2009, 356 p.
- DE BROE, L. (ed.), *Vademecum fiscale falconis*, Mechelen, Kluwer, 2017, 542 p.
- DE CORDT, Y., *L'égalité entre actionnaires*, Brussel, Bruylant, 2004, 1050 p.
- DE GEYTER, S., DE POORTER, I. en LEROUX, E., *Delegatie en taakverdeling in de NV*, Gent, Larcier, 2016, 249 p.

- DELAEY, S., *De contractuele verhouding inzake portefeuillebeheer: op de wip tussen MiFID en privaatrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2010, 367 p.
- DIEUX, X. en WILLERMAIN, D., *Corporate governance: la loi du 2 août 2002*, Brussel, Larcier, 2004, 147 p.
- FRANCOIS, A., BYTTEBIER, K., FASTENAEKELS, J., VAN DE GEHUCHTE, T. en VANDENBREMPT, L., “Omgaan met conflicten in vennootschappen: regeling van geschillen is meer dan geschillenregeling” in BYTTEBIER, K., FRANCOIS, A., JANSSENS, E. en VAN DE GEHUCHTE, T. (eds.), *Omgaan met conflicten in de vennootschap*, Antwerpen, Intersentia, 2009, 1-156.
- GEENS, K., WYCKAERT, M., VANANROYE, J., TERRY, E., HELLEMANS, F., COLAERT, V., KEIRSBILCK, B., DE COCK, K. en WATTEYNE, A., *Handels-, vennootschaps- en economisch recht*, Leuven, Acco, 2016, 521 p.
- GEENS, K., “Helpt ‘good corporate governance’? Over regels voor behoorlijk bestuur in vennootschappen” in PATTYN, B. en D’HOINE, P. (eds.), *Over grenzen en generaties heen: lessen voor de eenentwintigste eeuw*, Leuven, Leuven University Press, 2012, 73-98.
- GOLDSCHMIDT, E., *Aandeelhoudersaansprakelijkheid*, Brussel, Larcier, 2019, 333 p.
- GOTZEN, F. en JANSSENS, M.-C., *Wegwijs in het intellectueel eigendomsrecht*, Brugge, Vanden Broele, 2018, 399 p.
- HELLEBUYCK, E., *Hedge funds*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 480 p.
- HELLEMANS, F. en PARREIN, F., “Het nieuwe wetboek van vennootschappen en verenigingen: (ver)bouwen in vertrouwen” in M. WYCKAERT (ed.), *Vennootschapsrecht*, Brugge, die Keure, 2018, 1-32.
- HOUBEN, R., “Misbruik binnen de onderneming door aandeelhouders en bestuurders” in VAN DE VIJVER, A. en SMET, R. (eds.), *Misbruik binnen de onderneming*, Mortsel, Intersentia, 2018, 5-48.
- KESTEMONT, L. en SCHOUKENS, P., *Rechtswetenschappelijk schrijven*, Leuven, Acco, 2012, 135 p.
- NIEUWENDORP, R., DARCHEVILLE, S. en VANDERHAEGHE, M., *Vademecum algemene vergadering*, Gent, Larcier, 2015, 226 p.
- STIJNS, S., *Verbintenissenrecht*, Ibis, Brugge, die Keure, 2013, 152 p.
- VAN DER ELST, C., *Aandeelhouderschap van beursgenoteerde vennootschappen*, Larcier, Gent, 2001, 389 p.

## BIJDRAGEN IN TIJDSCHRIFTEN

- CLEMEUR, H., “De IORP richtlijn en de ontwikkeling van PanEuropese pensioenfondsen (PEPF)”, *Doc.Min.Fin.* 2007, 72-90.
- CLOTTENS, C., “Editoriaal: stemadviseurs- regulering gewenst”, *TRV* 2014, 637-638.
- CLOTTENS, C. en DE WOLF, J., “Het loyauteitsstemrecht in het Wetboek van vennootschappen en verenigingen”, *TRV* 2019, 150-180.
- CULOT, H. en VAN GERVEN, D., “Droit des sociétés - Vennootschapsrecht 2016-2017”, *TRV* 2017, 699-737.
- DE CORDT, Y., “Editorial: Egalité, loyauté et fidélité”, *TRV* 2019, 125-128.
- DE REY, S., “Plaatsvervangende uitspraak bij misbruik van stemrecht in de algemene vergadering : mogelijkheden en grenzen”, *TRV* 2016, 523-554.
- HALLEMEESCH, N., “Loyaliteit van meerderheidsaandeelhouders: aard en misbruik van stemrecht herbekeken”, *TPR* 2018 323-391.
- LEFEVRE, F., COIBION, A., L’HOMME, T. en BREDIMUS, M., “Les nouvelles règles en matière d’abus de marché”, *TBH* 2017, 465-507.
- LEGEIN, L., “Le nouveau règlement Abus de Marché et ses conséquences pour les sociétés cotées belges”, *TRV* 2016, 479-522.
- MEES, S. en STUYS, M., “Insider trading anno 2017”, *TRV* 2017, 523-541.
- VAN GERVEN, D., “Kroniek: Vennootschapsrecht 2014-2015”, *TRV* 2015, 508-572.

## **NEDERLAND**

- DIJKHUIZEN, T.C.A., “Het richtlijnvoorstel tot wijziging van de Aandeelhoudersrechtenrichtlijn”, *Bb* 2015, 75-85.
- HAMERS, J.A.M., “Het rapport van december 2010 van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code”, *V&O* 2011, 70-73.
- VERMEER, M., “De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer”, *O&F* 2007, 33-38.
- VOOGSGEERD, H.H., *Corporate governance codes: markt- of rechtsarrangement?*, Groningen, Kluwer, 2006, 243 p.

## **FRANKRIJK**

- OMAGGIO, A., “Faut-il encadrer l’activité des agences de conseil en vote (proxy advisors)?”, *Droit des affaires sociétés* 2009, 29-34.



## VERENIGD KONINKRIJK

- CHEFFINS, B.R., “The Stewardship Code’s Achilles’ Heel”, *MLR* 2010, 1004-1025.
- CHEFFINS, B., “The Rise and Fall (?) of the Berle-Means Corporation”, *University of Cambridge Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series* 2018, 1-72.
- FRC, “Proposed revision to the UK Stewardship Code annex A - revised UK Stewardship Code”, 2019,  
[www.frc.org.uk/getattachment/bf27581f-c443-4365-ae0a-1487f1388a1b/Annex-A-Stewardship-Code-Jan-2019.pdf](http://www.frc.org.uk/getattachment/bf27581f-c443-4365-ae0a-1487f1388a1b/Annex-A-Stewardship-Code-Jan-2019.pdf) (consultatie 01/05/2019).
- FRC en FCA, “Building a regulatory framework for effective stewardship: discussion paper DP19/1”, 2019,  
[www.fca.org.uk/publication/discussion/dp19-01.pdf](http://www.fca.org.uk/publication/discussion/dp19-01.pdf) (consultatie 01/05/2019).
- FRENCH, D., *Mayson, French & Ryan on Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2018, 784 p.
- HANNIGAN, B., *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2018, 767 p.
- HM TREASURY en THE DEPARTMENT FOR WORK AND PENSIONS, “Myners review: institutional investment in the UK: the government’s response”, 2001,  
[https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/http://www.hm-treasury.gov.uk/mediastore/otherfiles/myners\\_response.pdf](https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/http://www.hm-treasury.gov.uk/mediastore/otherfiles/myners_response.pdf) (consultatie 01/05/2019).
- MACNEIL, I. en LI, X., “‘Comply or explain’: market discipline and non-compliance with the Combined Code”, *Corporate Governance: An International Review* 2006, 486-496.
- MAGNIER, V., *Comparative corporate governance. Legal perspectives*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2017, 207 p.
- MYNERS, P., “Institutional investment in the United Kingdom: a review”, 2001,  
<http://uksif.org/wp-content/uploads/2012/12/MYNERS-P.-2001.-Institutional-Investment-in-the-United-Kingdom-A-Review.pdf> (consultatie 01/05/2019).
- PETRIN, M., “Regulatory analysis in corporate law”, *MLR* 2016, 537-547.

## EUROPA

- ABMA, R. en OLAERTS, M., “Is the comply or explain principle a suitable mechanism for corporate governance throughout the EU?: the Dutch experience”, 2012,  
[https://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/publicaties/tvob\\_-\\_2011\\_effectiviteit\\_comply\\_or\\_explain\\_1\\_.pdf](https://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/publicaties/tvob_-_2011_effectiviteit_comply_or_explain_1_.pdf), 1-21 (consultatie 01/05/2019).

- ALLEN & OVERY, “Corporate governance comparative study”, 2017,  
[www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/page/corporate\\_governance\\_study\\_2017\\_-\\_allen\\_overy.pdf](http://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/page/corporate_governance_study_2017_-_allen_overy.pdf) (consultatie 01/05/2019).
- BALP, G., “Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach”, *ECFR* 2017, 1-33.
- CORCOLES, A.G., “Proxy advisors in the voting process: some considerations for future regulation in Europe”, *ECFR* 2016, 106-156.
- DORRESTEIN, A.F.M., TEICHMANN, C., WERLAUFF, E., MONTEIRO, T. en POCHER, N., *European corporate law*, Alphen aan den Rijn, Kluwer, 2017, 383 p.
- FLEISCHER, H., “Proxy advisors in Europe: Reform proposals and regulatory strategies”, *European Company Law* 2012, 12-20.
- GEENS, K. en CLOTTENS, C., “One share one vote: fairness, efficiency and EU harmonisation revisited” in GEENS, K. en HOPT, K.J. (eds.), *The European company law action plan revisited: reassessment of the 2003 priorities of the European Commission*, Leuven, Leuven University Press, 2010, 145-189.
- HITZ, J.-M. en LEHMANN, N., “Empirical evidence on the role of proxy advisors in European capital markets”, *European Accounting Review* 2017, 1-31.
- JOHNSTON, A., *EC regulation of corporate governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009, 400 p.
- KLÖHN, L. en SCHWARZ, P., “The regulation of proxy advisors”, 2012,  
<http://ssrn.com/abstract=2079799>, 1-21 (consultatie 01/05/2019).
- KRUCK, A., “Asymmetry in empowering and disempowering private intermediaries: The Case of credit rating agencies”, *AAPSS* 2017, 133-151.
- MASOUROS, P.E., “Is the EU taking shareholder rights seriously?: An essay on the impotence of shareholdership in corporate Europe”, *European Company Law* 2010, 195-203.
- SAUERWALD, S., VAN OOSTERHOUT, J., VAN ESSEN, M. en PENG, M.W., “Proxy advisors and shareholder dissent: a cross-country comparative study”, *Journal of Management* 2016, 1-31.
- SCHOUTEN, M.C., “Do institutional investors follow proxy advice blindly?”, 2012,  
<http://ssrn.com/abstract=1978343>, 1-38 (consultatie 01/05/2019).
- VAN DAELE, M., *Risk management and corporate governance. Match between the legal framework and practice*, Brugge, die Keure, 2012, 279 p.
- VERDAM, A., “An exploration of the role of proxy advisors in proxy voting”, 2007,  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=978835](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=978835), 1-24 (consultatie 01/05/2019).

- VOSSESTEIN, G.-J., *Modernization of European company law and corporate governance: some considerations on its legal limits*, Alphen aan den Rijn, Kluwer, 2010, 284 p.
- ZETZSCHE, D.A., “Report of the Chairman of the Best Practice Principles Group Developing the Best Practice Principles for Shareholder Voting Research & Analysis”, 2014, <https://ssrn.com/abstract=2436066>, 1-106 (consultatie 01/05/2019).

## VERENIGDE STATEN

- BELINFANTI, T.C., “The proxy advisory and corporate governance industry: The case for increased oversight and control”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, 384-439.
- BELINFANTI, T., “Comments on concept release in the U.S. proxy system”, 2010, [www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-183.pdf](http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-183.pdf) (consultatie 01/05/2019).
- CALLUZZO, P. en DUDLEY, E., “The real effects of proxy advisors on the firm”, *Financial Management* 2018, 1-27.
- CENTER ON EXECUTIVE COMPENSATION, “A call for change in the proxy advisory industry status quo: the case for greater accountability and oversight”, 2011, <http://online.wsj.com/public/resources/documents/ProxyAdvisoryWhitePaper02072011.pdf>, 1-94 (consultatie 01/05/2019).
- CHOI, S.J., FISCH, J.E. en KAHAN, M., “Director elections and the role of proxy advisors”, *S. Cal. L. Rev.* 2009, 649-702.
- CHOI, S., FISCH, J.E. en KAHAN, M., “The power of proxy advisors: Myth or reality?”, *Emory L. J.* 2010, 869-918.
- CLARK, R.C., “The four stages of capitalism: Reflections on investment management treatises”, *Harv. L. Rev.* 1981, 561-582.
- COPLAND, J.R., LARCKER, D.F. en TAYAN, B., “Proxy advisory firms: empirical evidence and the case for reform”, *Manhattan Institute* 2018, 1-22.
- DENT, G.W., “A defense of proxy advisors”, *Mich. St. L. Rev.* 2014, 1287-1330.
- ECKSTEIN, A., “Great expectations: the perils of an expectations gap in proxyadvisory firm regulation”, *Del. J. Corp. L.* 2015, 77-162.
- ECKSTEIN, A., “Skin in the game for credit rating agencies & proxy advisors: reality meets theory”, *Harv. Bus. L. Rev.* 2017, 221-268.
- EDELMAN, S.Y., “Proxy advisory firms: a guide for regulatory reform”, *Emory L. J.* 2013, 1369-1409.
- FAGAN, M., “Third-party institutional proxy advisors: conflicts of interest and roads to reform”, *U. Mich. J. L. Reform* 2018, 621-641.

- GALLAGHER, D.M., “Outsized power & influence: the role of proxy advisers”, *Washington Legal Foundation* 2014, 1-18.
- LARCKER, D.F., MCCALL, A.L. en ORMAZABAL, G., “Outsourcing shareholder voting to proxy advisory firms”, *The Journal of Law and Economics* 2015, 173-204.
- MALENKO, A. en MALENKO, N., “Proxy advisory firms: the economics of selling information to voters”, 2019, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2757597](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2757597), 1-54 (consultatie 01/05/2019).
- MALENKO, A. en MALENKO, N., “File No. 4-725 -SEC staff roundtable on the proxy process”, *s.d.*, <https://www.sec.gov/comments/4-725/4725-4510982-176000.pdf> (consultatie 01/05/2019).
- MALENKO, N. en SHEN, Y., “The role of proxy advisory firms: evidence from a regression-discontinuity design”, *Review of Financial Studies* 2016, 1-45.
- LI, T., “Outsourcing corporate governance; conflicts of interest within the proxy advisory industry”, *Management Science Forthcoming* 2016, 1-53.
- ROSE, P., “On the role and regulation of proxy advisers”, *Michigan Law Review First Impressions* 2010, 62-68.
- SCHMALZ, M.C., “Common-ownership concentration and corporate conduct”, *CEsifo Working Papers* 2018, 1-38.
- STEWART, B.D., “Disclosure of the irrelevant? –Impact of the SEC’s final proxy voting disclosure rules”, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 2003, 233-255.
- STRINE, L.E., “The Delaware way: how we do corporate law and some of the new challenges we (and Europe) face”, *Del. J. Corp. L.* 2005, 673-696.

#### **CANADA**

- ALLAIRE, Y., “The troubling case of proxy advisers: some policy recommendations”, *IGOPP* 2013, 1-29.
- TINGLE, B.C., “Bad company - the assumptions behind proxy advisers voting recommendations”, *Dalhousie L.J.* 2014, 709-748.
- TINGLE, B.C., “The agency cost case for regulating proxy advisory firms”, *UBC L. Rev.* 2016, 1-54.

#### **AUSTRALIË**

- ALI, P., LANGFORD, R.T. en RAMSEY, I., *Corporations law: a custom publication for Melbourne Law School*, Chatswood, LexisNexis, 2018, 923 p.

## LAW & ECONOMICS

- BAINBRIDGE, S.M., “Shareholder activism and institutional investors”, *UCLA Sch.L., law & Economics Research Paper Series, s.d.*, 1-18.
- BEBCHUK, L.A., COHEN, A. en HIRST, S., “The agency problems of institutional investors”, *Journal of Economic Perspectives* 2017, 89-112.
- FAMA, E.F. en JENSEN, M.C., “Seperation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics* 1983, 301-325.
- GOSHEN, Z. en SQUIRE, R., “Principal costs: a new theory for corporate law and governance”, *Columbia Law Review* 2017, 767-829.
- JENSEN, M.C. en MECKLING, W.H., “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *J. Fin. Econ.* 1976, 305-360.
- KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., ENRIQUES, L., HANSMANN, H., HERTIG, G., HOPT, K., KANDA, H., PARGENDLER, M., RINGE, W.-G. en ROCK, E. (eds.), *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford, OxfordPress, 2017, 281 p.
- MANGRAM, M.E., “A simplified perspective of the Markowitz portfolio theory”, *GJBR* 2013, 59-70.
- MCCAHERY, J.A., SAUTNER, Z. en STARKS, L.T., “Behind the scenes: the corporate governance preferences of institutional investors”, *Journal of Finance forthcoming* 2015, 1- 45.

## INTERNATIONAAL

- Rapport (OECD) to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors: G20/OECD principles of corporate governance, 2015,  
[www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf](http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf)  
(consultatie 01/05/2019).

## VARIA

### PERSBERICHTEN

- AHOLD, “Press Release: Ahold publishes April 19 AGM agenda and amends March 14 EGM agenda”, 8 maart 2016,  
[www.aholddelhaize.com/media/8333/ahold-publishes-april-19-agm-agenda-and-amends-march-14-egm-agenda.pdf](http://www.aholddelhaize.com/media/8333/ahold-publishes-april-19-agm-agenda-and-amends-march-14-egm-agenda.pdf) (consultatie 01/05/2019).
- AHOLD, “General meeting of shareholders: resolutions taken April 19, 2016”, 19 april 2016,  
[www.aholddelhaize.com/media/1727/ahold-agm-2016-adopted-resolutions\\_en\\_final.pdf](http://www.aholddelhaize.com/media/1727/ahold-agm-2016-adopted-resolutions_en_final.pdf)  
(consultatie 01/05/2019).
- AHOLD, “Extraordinary general meeting of shareholders: resolutions taken March 14, 2016”, 14 maart 2016,  
[www.aholddelhaize.com/media/1670/ahold-egm-2016-egm-2016-adopted-resolutions\\_en.pdf](http://www.aholddelhaize.com/media/1670/ahold-egm-2016-egm-2016-adopted-resolutions_en.pdf) (consultatie 01/05/2019).
- DELHAIZE, “Delhaize aandeelhouders keuren voorgenomen fusie met Ahold goed”, 14 maart 2016,  
[www.vfb.be/vfb/Media/Default/archief\\_pers/delhaize-groep/Delhaize%20aandeelhouders%20keuren%20voorgenomen%20fusie%20met%20Ahold%20goed%20\(14.3.2016\).pdf](http://www.vfb.be/vfb/Media/Default/archief_pers/delhaize-groep/Delhaize%20aandeelhouders%20keuren%20voorgenomen%20fusie%20met%20Ahold%20goed%20(14.3.2016).pdf) (consultatie 01/05/2019).
- EGAN, M., “Corporate America loves deregulation. Then why is it pushing for these rules?”, *CNN*, 29 maart 2019, [https://amp.cnn.com/cnn/2019/03/29/investing/regulation-proxy-advisory-reform-sec/index.html?fbclid=IwAR0QsLq0X-8TDGqO\\_iEJzEhpBxutCRimtApbjiloNU70u4fOLjcX2QrTx8k](https://amp.cnn.com/cnn/2019/03/29/investing/regulation-proxy-advisory-reform-sec/index.html?fbclid=IwAR0QsLq0X-8TDGqO_iEJzEhpBxutCRimtApbjiloNU70u4fOLjcX2QrTx8k) (consultatie 01/05/2019).
- MCEWAN, B., “ISS Report on Item #4 – Proposed grant of performance share units to Frans Muller”, 25 februari 2016, [www.aholddelhaize.com/media/1839/shareholders-letter-on-item-4-iss-report-eng.pdf](http://www.aholddelhaize.com/media/1839/shareholders-letter-on-item-4-iss-report-eng.pdf) (consultatie 01/05/2019).
- PICANOL, “Persbericht: Tessenderlo Group en Picanol Group kondigen voornemen aan om activiteiten te bundelen in één Belgische industriële groep”, 16 december 2015,  
<http://assets.picanolgroup.com/Press%20Releases/PR%20Picanol%20Tessenderlo%20Group%2016122015%20NL.pdf> (consultatie 01/05/2019).
- SACRE, J.-F., “C'est le moment idéal pour marier Delhaize et Ahold”, *l'Echo*, 6 maart 2016,  
[www.lecho.be/dossier/delhaizeahold/C-est-le-moment-ideal-pour-marier-Delhaize-et-Ahold/9740823](http://www.lecho.be/dossier/delhaizeahold/C-est-le-moment-ideal-pour-marier-Delhaize-et-Ahold/9740823) (consultatie 01/05/2019).

- SEC, “Statement regarding staff proxy advisory letters”, 13 september 2018, [www.sec.gov/news/public-statement/statement-regarding-staff-proxy-advisory-letters](http://www.sec.gov/news/public-statement/statement-regarding-staff-proxy-advisory-letters) (consultatie 01/05/2019).
- TANGHE, N., “Fortis stemt over gifpil van 1 miljard euro”, *De Standaard*, 21 september 2006, <http://www.standaard.be/cnt/glt120kun> (consultatie 01/05/2019).
- VAN DRIESCHE, L., “Picanol et Tessenderlo restent autonomes”, *l’Echo*, 8 maart 2016, [www.lecho.be/actualite/archive/Picanol-et-Tessenderlo-restent-autonomes/9741372](http://www.lecho.be/actualite/archive/Picanol-et-Tessenderlo-restent-autonomes/9741372).
- X, “De machtsgreep van de institutionele belegger”, *De Standaard*, 31 oktober 2007, <http://www.standaard.be/cnt/0u1jdrs9> (consultatie 01/05/2019).
- X, “Deminor, success story à la belge”, *l’Echo*, 15 april 2006, [www.lecho.be/actualite/archive/Deminor-success-storya-la-belge/8833642](http://www.lecho.be/actualite/archive/Deminor-success-storya-la-belge/8833642) (consultatie 01/05/2019).
- X, “Fortis reçoit le soutien de deux sociétés-conseil”, *l’Echo*, 1 augustus 2007, [www.lecho.be/actualite/entreprises-finance/Fortis-recoit-le-soutien-de-deux-societes-conseil/3099292](http://www.lecho.be/actualite/entreprises-finance/Fortis-recoit-le-soutien-de-deux-societes-conseil/3099292) (consultatie 01/05/2019).
- X, “La fusion entre Picanol et Tessenderlo fait face à de la résistance”, *l’Echo*, 14 januari 2016, [www.lecho.be/actualite/archive/La-fusion-entre-Picanol-et-Tessenderlo-fait-face-a-de-la-resistance/9720170](http://www.lecho.be/actualite/archive/La-fusion-entre-Picanol-et-Tessenderlo-fait-face-a-de-la-resistance/9720170) (consultatie 01/05/2019).
- X, “La position des hedge funds dans ABN salvatrice pour Fortis?”, *l’Echo*, 31 juli 2007, [www.lecho.be/actualite/archive/La-position-des-hedge-funds-dans-ABN-salvatrice-pour-Fortis/8870901](http://www.lecho.be/actualite/archive/La-position-des-hedge-funds-dans-ABN-salvatrice-pour-Fortis/8870901) (consultatie 01/05/2019).
- X, “Le Ceres, RiskMetrics et CDP en bref”, *l’Echo*, 14 februari 2008, [www.lecho.be/actualite/archive/Le-Ceres-RiskMetrics-et-CDP-en-bref/6275513](http://www.lecho.be/actualite/archive/Le-Ceres-RiskMetrics-et-CDP-en-bref/6275513) (consultatie 01/05/2019).
- X, “Levée de boucliers contre le bonus de Muller chez Delhaize”, *l’Echo*, 1 maart 2016, [www.lecho.be/entreprises/grande-distribution/Levee-de-boucliers-contre-le-bonus-de-Muller-chez-Delhaize/9738703](http://www.lecho.be/entreprises/grande-distribution/Levee-de-boucliers-contre-le-bonus-de-Muller-chez-Delhaize/9738703) (consultatie 01/05/2019).
- X, “Possible OPA de Barclays sur ABN Amro ce mardi”, *l’Echo*, 19 april 2007, [www.lecho.be/actualite/algemeen-finances/Possible-OPA-de-Barclays-sur-ABN-Amro-ce-mardi/2861584](http://www.lecho.be/actualite/algemeen-finances/Possible-OPA-de-Barclays-sur-ABN-Amro-ce-mardi/2861584) (consultatie 01/05/2019).

## BLOGPOSTS

- CHEFFINS, B., “The rise and fall (?) of the Berle-Means corporation”, 2018, <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/08/06/the-rise-and-fall-of-the-berle-means-corporation/> (consultatie 01/05/2019).
- DE PATOUL, O., “L’égalité entre actionnaires : un principe de responsabilité sociétale désormais réglementé en droit des sociétés”, 2012, [www.lexology.com/library/detail.aspx?g=c9fc8a5e-9fd2-4375-bbee-0b308afc7e56](http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=c9fc8a5e-9fd2-4375-bbee-0b308afc7e56) (consultatie 01/05/2019).
- FERRACONE, R., “Proxy advisor legislation: let's fix what's broken and leave the rest alone”, 2019, [www.forbes.com/sites/robinferracone/2019/02/20/proxy-advisor-legislation-lets-fix-whats-broken-and-leave-the-rest-alone/#ddcef3717811](http://www.forbes.com/sites/robinferracone/2019/02/20/proxy-advisor-legislation-lets-fix-whats-broken-and-leave-the-rest-alone/#ddcef3717811) (consultatie 01/05/2019).
- GALLAGHER, D.M., “Outsized power & influence: The role of proxy advisers”, 2014, <https://corpgov.law.harvard.edu/2014/09/05/outsized-power-influence-the-role-of-proxy-advisers/> (consultatie 01/05/2019).
- LEVIN, M.R., “Proxy advisers”, [www.theactivistinvestor.com/The\\_Activist\\_Investor/Proxy\\_Advisors.html](http://www.theactivistinvestor.com/The_Activist_Investor/Proxy_Advisors.html) (consultatie 01/05/2019).
- NATHAN, C.M., “Proxy advisory business: apotheosis or apogee?”, 2011, <https://corpgov.law.harvard.edu/2011/03/23/proxy-advisory-business-apotheosis-or-apogee/> (consultatie 01/05/2019).
- NILI, Y., “Proxy advisory firms and corporate governance practices: one size does not fit all”, 2014, <https://corpgov.law.harvard.edu/2014/06/page/3/> (consultatie 01/05/2019).
- SKYPALA, P., “Colin Melvin: expert in how to be a good owner”, 2010, [www.ft.com/content/5eb007a0-7002-11df-8698-00144feabdc0?fbclid=IwAR2ryXSe0pDqLlpaVRZQ7tiMHTeSbasFdm4Hqp3219CrcjrG19EU1znMzYk](http://www.ft.com/content/5eb007a0-7002-11df-8698-00144feabdc0?fbclid=IwAR2ryXSe0pDqLlpaVRZQ7tiMHTeSbasFdm4Hqp3219CrcjrG19EU1znMzYk) (consultatie 01/05/2019).
- THUYSBAERT, B., “Dubbel stemrecht bij beursgenoteerde ondernemingen: het Parlement luistert naar de minderheidsaandeelhouders”, *s.d.*, <https://sgs.deminor.com/nl/invoering-van-dubbel-stemrecht-bij-belgische-beursgenoteerde-ondernemingen-het-parlement-luistert-naar-de-stem-van-de-minderheidsaandeelhouders/> (consultatie 01/05/2019).
- TILLEUX, A., “Are Proxy Advisors too Powerful?”, 2015, <https://www.e-nautadutilh.com/53/1744/landing-pages/corporate.asp> (consultatie 01/05/2019).



-WILSON, S., “Belgium tightens governance code”, 2009,  
[www.manifest.co.uk/belgium-tightens-governance-code/](http://www.manifest.co.uk/belgium-tightens-governance-code/) (consultatie 01/05/2019).

#### **STEMBELEID**

-ECGS, “ECGS corporate governance principles & voting guidelines 2018”,  
[http://ecgs.org/sites/default/files/ECGS%20guidelines%202018%20FINAL\\_1.pdf](http://ecgs.org/sites/default/files/ECGS%20guidelines%202018%20FINAL_1.pdf)  
(consultatie 01/05/2019).

-GLASS LEWIS, “Proxy paper: guidelines: an overview of the Glass Lewis approach to proxy advice: Belgium”, 2019,  
[www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2017/04/Guidelines\\_BELGIUM.pdf](http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2017/04/Guidelines_BELGIUM.pdf) (consultatie 01/05/2019).

-ISS, “Continental Europe proxy voting guidelines: benchmark policy recommendations”, 2018,  
[www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf](http://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf) (consultatie 01/05/2019).

#### **GECONSULTEERDE WEBSITES**

- [www.beama.be/nl/statistieken/](http://www.beama.be/nl/statistieken/) (consultatie 01/05/2019).

- [www.glasslewis.com/](http://www.glasslewis.com/) (consultatie 01/05/2019).

- [www.manifest.co.uk/](http://www.manifest.co.uk/) (consultatie 01/05/2019).

- <http://pirc.co.uk/services-1/proxy-voting> (consultatie 01/05/2019).

- [www.hermes-investment.com/ukw/](http://www.hermes-investment.com/ukw/) (consultatie 01/05/2019).

- [www.eumedion.nl/nl](http://www.eumedion.nl/nl) (consultatie 01/05/2019).

- [www.proxinvest.fr/?lang=en/](http://www.proxinvest.fr/?lang=en/) (consultatie 01/05/2019).

- <https://ethosfund.ch/> (consultatie 01/05/2019).

- <http://ecgs.org/> (consultatie 01/05/2019).

- [www.dsw-info.de/](http://www.dsw-info.de/) (consultatie 01/05/2019).

- [www.frontisgovernance.com/it/](http://www.frontisgovernance.com/it/) (consultatie 01/05/2019).

- [www.corporance.es/](http://www.corporance.es/) (consultatie 01/05/2019).

- [www.ivis.co.uk/](http://www.ivis.co.uk/) (consultatie 01/05/2019).

- [www.issgovernance.com/](http://www.issgovernance.com/) (consultatie 01/05/2019).

- [www.isscorporatesolutions.com/](http://www.isscorporatesolutions.com/) (consultatie 01/05/2019).