

De Nederlandse Stewardship Code

Global institutional investor stewardship vanuit Nederlands perspectief

*Dr. D.A.M. Melis MBA**

Dit artikel behandelt de recent in werking getreden Nederlandse Stewardship Code, internationale stewardshipinitiatieven gericht aan institutionele beleggers en de regulering ervan vanuit Nederlands perspectief. Het artikel gaat in op de vraag of het instrumentarium ter bevordering van stewardshipgedrag middels een stewardshipcode en wetgeving passend is voor gedragsbeïnvloeding van institutionele beleggers.

1 Inleiding

Medio 2018 publiceerde Eumedion¹ de eerste Nederlandse Stewardship Code.² Deze Nederlandse Stewardship Code trad op 1 januari 2019 in werking. De Nederlandse Stewardship Code is opgesteld door pensioenfondsen, verzekeraars, beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders (aangesloten bij Eumedion) en is gericht aan *alle* institutionele beleggers die aandelen houden in Nederlandse beursvennootschappen. Institutionele beleggers met belangen in Nederlandse beursvennootschappen worden middels de Nederlandse Stewardship Code opgeroepen om betekenisvol invulling te geven aan dit aandeelhouderschap. De Nederlandse Stewardship Code geeft institutionele beleggers nadere duiding over (1) de verantwoordelijkheden van aandeelhouders ten aanzien van transparantie rond het betrokkenheidsbeleid en stembeleid, (2) het belang van aandeelhoudersbetrokkenheid voor het streven naar langetermijnwaardcreatie door Nederlandse beursvennootschappen, en (3) de bereidheid van institutionele beleggers om al dan niet samen met andere institutionele beleggers een constructieve dialoog aan te gaan met Nederlandse beursvennootschappen en andere stakeholders. Van institutionele beleggers die aandelen houden in Nederlandse beursvennootschappen wordt verwacht dat zij vanaf boekjaar 2019 in het jaarverslag en op de website over naleving van de Nederlandse Stewardship Code rapporteren.

De Nederlandse Stewardship Code past in de wereldwijde roep om en regulering van verantwoord en betrokken aandeelhouderschap. In deze bijdrage zal een nadere beschouwing worden gegeven over de Nederlandse Stewardship Code, internationale stewardshipinitiatieven gericht aan institutionele beleggers en de regulering ervan vanuit Nederlands perspectief. Een belangrijke vraag in dat kader is of het instrumentarium ter bevordering van stewardshipgedrag middels een stewardshipcode en de eventuele verankering ervan in wetgeving passend is voor effectieve gedragsbeïnvloeding van institutionele beleggers.

2 Achtergrond

De Nederlandse Stewardship Code is een vervolg op een eerder Nederlands initiatief van Eumedion, te weten de Eumedion Best Practices voor betrokken aandeelhouderschap, vastgesteld op 30 juni 2011 en in werking getreden op 1 januari 2012.³ Met deze Best Practices gaf Eumedion in 2011, in navolging van de kort daarvoor door de Financial Reporting Council (FRC) gepubliceerde UK Stewardship Code,⁴ antwoord op de toegenomen druk op institutionele beleggers om ten aanzien van beleggingen in Nederlandse beursvennootschappen de bij wet toegekende aandeelhoudersrechten op verantwoorde wijze uit te oefenen. De Nederlandse Stewardship Code vervangt de Eumedion Best Practices voor betrokken aandeelhouderschap uit 2011 en integreert de oorspronkelijke Best Practices voor betrokken aandeelhouderschap uit 2011 in de stewardshipverplichtingen voor pensioenfondsen, levensverzekeraars en vermogensbeheerders uit de op 20 mei 2017 gepubliceerde herziene EU-aandeelhoudersrichtlijn⁵ (hierna ook: herziene aandeelhoudersrichtlijn, Shareholder Rights Directive II of SRD II). Deze in 2017 herziene aandeelhoudersrichtlijn treedt vanaf 10 juni 2019 in werking. Dit betekent dat de lidstaten de benodigde wettelijke en bestuurrechtelijke bepalingen in werking doen treden om uiterlijk op 10 juni 2019 aan de richtlijn te voldoen.⁶ Voor institutionele beleggers met belangen in Nederlandse beursvennootschappen geldt dat zij zich vanaf deze datum aan hieruit voortvloeiende

* Dr. D.A.M. Melis MBA is bestuurder en toezichthouder in de financiële sector en als Senior Fellow verbonden aan het International Center for Financial Law & Governance van de Erasmus School of Law.

1. Eumedion behartigt de belangen van de bij haar aangesloten (Nederlandse en buitenlandse) institutionele beleggers op het gebied van corporate governance en duurzaamheid. Doel van de pensioenfondsen, verzekeringmaatschappijen, beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders die deelnemer zijn van Eumedion is om de governance-, milieu- en sociale prestaties van beursvennootschappen te verbeteren.
2. Zie <https://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/best-practices/2018-07-nederlandse-stewardship-code-nl-versie.pdf>.

3. Zie www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/best-practices/best_practices-engaged-share-ownership.pdf.

4. Zie www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code.

5. Richtlijn (EU) 2017/828 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft, art. 3 octies, <http://data.europa.eu/eli/dir/2017/828/oj>.

6. Zie <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/dossier/35058>.

nieuwe wet- en regelgeving op lidstaatniveau dienen te houden.

De principes en best practice-bepalingen in de Nederlandse Stewardship Code zijn terug te voeren naar de Walker Review uit 2009⁷. De Walker Review tenslotte [eind 2009] was gericht op de bancaire sector en vloeide rechtstreeks voort uit de problemen in de financiële sector, maar kwam met algemene aanbevelingen. Late L en de UK Stewardship Code uit 2010. De UK Stewardship Code uit 2010 was de eerste stewardshipcode specifiek gericht aan institutionele beleggers, maar richtte zich op beleggers met belangen in beursvennootschappen in het Verenigd Koninkrijk (hierna: het VK). De UK Stewardship Code vloeide voort uit het in november 2009 door Sir David Walker geschreven rapport over de governance van banken en andere financiële instellingen.⁸ De UK Stewardship Code onderstreepte daarmee reeds in 2010 'het belang van betrokkenheid⁹ van institutionele beleggers bij beursvennootschappen ter verbetering van het langetermijnrendement van aandeelhouders en effectieve corporate governance verantwoordelijkheden die institutionele beleggers zouden moeten nemen middels betrokkenheid bij beursvennootschappen'.¹⁰ De UK Stewardship Code gaf daarmee antwoord op een eerder verwijt uit 2009 van Lord Myners, de verantwoordelijk minister van Financiën in het VK in 2009, dat aandeelhouders zich voornamelijk gedroegen als afwezige landheren ('absentee landlords'), die zouden moeten worden aangespoord tot diepgaandere betrokkenheid bij de ondernemingen waarin zij 'eigenaar' zijn.¹¹ Dit verwijt leidde echter tot de vervolgvraag: zijn aandeelhouders eigenlijk wel de 'eigenaren van de onderneming'? En kunnen zij uit dien hoofde terecht worden aangespoord tot een diepgaandere betrokkenheid bij beursvennootschappen? Lynn Stout, verbonden aan Cornell Law School, stelde mijn inziens terecht:

'(...) no human being can own a corporation. In effect, corporations, like human beings, own themselves. As a legal

matter, shareholders (...) own nothing more than that – shares of stock.'¹²

Het antwoord op deze twee vragen is nog steeds onderwerp van debat en maakt dat de vraag of stewardshipcodes een effectief instrumentarium zijn voor de bevordering van stewardshipgedrag niet eenduidig te beantwoorden is.

De ontwikkeling van stewardship was na de eerste initiatieven in het VK voorts zichtbaar in het op 12 december 2012 gepubliceerde 'Actieplan betreffende Europees vennootschapsrecht en corporate governance – een modern rechtskader voor meer betrokken aandeelhouders en duurzamere ondernemingen' (hierna: Actieplan) van de Europese Commissie.¹³ In dit Actieplan kondigde de Europese Commissie hervormingen aan op het gebied van corporate governance, die met name gericht waren op het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders en het creëren van meer transparantie tussen vennootschappen en beleggers. In het VK volgden ondertussen nieuwe initiatieven, als vervolg op de UK Stewardship Code, onder meer de 'Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making' (2012)¹⁴ en later de 'Guide of the Institute of Chartered Secretaries and Administrators (ICSA) about Enhancing Stewardship Dialogue' (2013).¹⁵

Volgens het Actieplan van de Europese Commissie is

'doeltreffende en duurzame betrokkenheid van aandeelhouders een van de hoekstenen van het model van corporate governance van beursgenoteerde vennootschappen. Dat model voorziet onder meer in wederzijdse controle en evenwicht tussen de verschillende organen en verschillende belanghebbenden.'¹⁶

Betrokkenheid van aandeelhouders bij de corporate governance draagt volgens de Europese Commissie bij aan een verbetering van de prestaties van vennootschappen, ook wat betreft ecologische, sociale en governancefactoren, zoals bedoeld in de door de Verenigde Naties ondersteunde beginsele voor verantwoord investeren.¹⁷ Bovendien is een grotere betrokkenheid van *alle* belanghebbenden, in het bijzonder werknemers, bij de corporate governance volgens de Europese Commissie een belangrijke factor om ervoor te zorgen dat beursgenoteerde vennootschappen de zaken op langere

7. Zie https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf.

8. Recommendation 16 van de Walker Review stelde: 'The remit of the FRC should be explicitly extended to cover the development and encouragement of adherence to principles of best practice in stewardship by institutional investors and fund managers. This new role should be clarified by separating the content of the present Combined Code, which might be described as the Corporate Governance Code, from what might most appropriately be described as the Stewardship Code.'

9. Betrokkenheid in deze context ziet op de kwaliteit van 'engagement' tussen institutionele beleggers en beursvennootschappen, daaronder begrepen: het voeren van een constructieve dialoog over strategie, prestaties en risicomanagement, alsmede over de onderwerpen die geagendeerd zijn op de algemene vergadering van aandeelhouders.

10. 'To enhance the quality of engagement between institutional investors and companies to help improve long-term returns to shareholders and the efficient exercise of corporate governance responsibilities by setting out good practice on engagement with investee companies to which the FRC believes institutional investors should aspire', Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code, juli 2010.

11. Zie www.ft.com/content/c0217c20-2eaf-11de-b7d3-00144feabdc0.

12. L.A. Stout, Shareholders as owners: Legal reality or urban legend?, 2010, <http://news.boardprospects.com/articles/334222/shareholders-as-owners-legal-reality-or-urban-lege/>.

13. Zie <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0740&from=LT>.

14. Zie www.gov.uk/government/consultations/the-kay-review-of-uk-equity-markets-and-long-term-decision-making.

15. Zie www.icsa.org.uk/assets/files/pdfs/guidance/Enhancing_stewardship_dialogue/icsastewardshipreport.pdf.

16. Actieplan, p. 9.

17. Zie www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment.

termijn aanpakken.¹⁸ Institutionele beleggers en vermogensbeheerders zijn, volgens de Europese Commissie, tot op heden echter niet voldoende transparant geweest over hun beleggingsstrategie en betrokkenheidsbeleid en de uitvoering daarvan.¹⁹ Openbaarmaking van informatie hieromtrent zou een positief effect hebben op het bewustzijn van beleggers, de uiteindelijke begunstigden in staat stellen om betere beleggingsbeslissingen te nemen, de dialoog tussen vennootschappen en hun aandeelhouders bevorderen, de betrokkenheid van aandeelhouders bevorderen en hun verantwoordingsplicht jegens belanghebbenden en het maatschappelijk middenveld uitbreiden.²⁰

De UK Stewardship Code is voor het eerst in 2012 herzien. In 2019 zal de UK Stewardship Code opnieuw worden gereviseerd. Momenteel is een consultatie voor herziening in voorbereiding, die op 30 januari 2019 is gepubliceerd. In de consultatie over herziening van de UK Corporate Governance Code (juli 2018) werd effectieve en duurzame aandeelhoudersbetrokkenheid al nader geduid.²¹ Mogelijke herzieningen in de UK Stewardship Code die onderwerp van consultatie zijn: het eveneens aanwijzen van obligatiehouders als 'stewards', het rapporteren door institutionele beleggers over de beleggingshorizon, het rapporteren door institutionele beleggers over de integratie van ecologische, sociale en governancefactoren in het primaire beleggingsproces, en ten slotte het verbeteren van de monitoring van en betrokkenheid bij de beursondernemingen waarin wordt belegd.²² Inmiddels zijn wereldwijd tal van stewardshipcodes ontwikkeld. De Eumedion Best Practices voor betrokken aandeelhouderschap uit 2011 waren een eerste aanzet voor een Nederlandse Stewardship Code. Het International Corporate Governance Network (ICGN) registreert momenteel achttien wereldwijd bekende stewardshipcodes.²³

3 Principes in de Nederlandse Stewardship Code

De principes in de Nederlandse Stewardship Code gericht aan institutionele beleggers met belangen in Nederlandse beursvennootschappen dienen te worden gezien in samenhang met de fiduciaire – op vertrouwen berustende – verantwoordelijkheid van institutionele beleggers jegens begunstigden en cliënten. Stewardship dient primair te zijn gericht op het behouden en vermeerderen van waarde voor deze begunstigden en cliënten op lange termijn. Vanuit de fiduciaire verantwoordelijkheid en het daaruit voortkomend streven naar rendement beschrijven elf principes uit de Nederlandse Stewardship Code de verantwoordelijkheden van pensioenfondsen, levensverzekeraars en vermogensbeheerders ten aanzien van ste-

wardship jegens Nederlandse beursvennootschappen waarin zij beleggen. Deze verantwoordelijkheden betreffen onder meer:

- het opstellen van een stewardshipbeleid waarin wordt beschreven hoe zij stewardship richting Nederlandse beursvennootschappen waarin is belegd integreren in hun beleggingsstrategie.²⁴ Dit stewardshipbeleid dient te zijn gericht op het behouden en vermeerderen van waarde voor hun begunstigden en/of cliënten en dient langetermijnwaardecreatie door Nederlandse beursvennootschappen waarin is belegd te bevorderen. Het stewardshipbeleid dient openbaar te worden gemaakt, evenals hoe het stewardbeleid is geïmplementeerd en/of geïntegreerd in de regelingen met vermogensbeheerders;
- het toezien²⁵ op de Nederlandse beursvennootschappen waarin is belegd ten aanzien van materiële aangelegenheden,²⁶ waaronder – maar niet beperkt tot – het bedrijfsmodel van de vennootschap voor het creëren van langetermijnwaarde, de strategie van de vennootschap, prestaties en risico's en kansen, de kapitaalstructuur, maatschappelijke en ecologische effecten, corporate governance en corporate actions zoals fusies en overnames;²⁷
- het hebben van de bereidheid om de dialoog aan te gaan met de bestuurders en/of commissarissen van de Nederlandse beursvennootschappen waarin is belegd, en bereid zijn om nadere stappen te zetten als er zaken zijn waarover een aanhoudend verschil van inzicht bestaat.²⁸ In het geval van een dergelijke dialoog moet de institutionele belegger op verzoek van die vennootschap zijn volledige aandelenpositie bekendmaken;
- het samenwerken met andere aandeelhouders bij de uitoefening van stewardshipactiviteiten²⁹ en het communiceren met relevante belanghebbenden van Nederlandse beursvennootschappen waarin is belegd;³⁰
- het identificeren, beheren en oplossen van daadwerkelijke en potentiële belangenconflicten die voort kunnen vloeien uit stewardshipactiviteiten richting Nederlandse beursvennootschappen waarin is belegd, en openbaarmaking van beleid hieromtrent;³¹

18. Actieplan, p. 12.

19. Actieplan, p. 4-5.

20. Actieplan, p. 9.

21. Zie www.frc.org.uk/getattachment/90797f4b-37a1-463e-937f-5cfb14dbd4cc4/2018-UK-Corporate-Governance-Code-Feedback-Statement-July-2018.pdf.

22. FRC, Feedback statement: Consulting on a revised UK Corporate Governance Code, juli 2018, 4.15, p. 26.

23. Zie www.icgn.org/policy/global-stewardship-codes-network.

24. Principe 1.

25. De term 'toezicht' is een verwarrende term in dezen, aangezien dit kan worden verward met de toezichtverantwoordelijkheden van de raad van commissarissen. In het geval van stewardship gaat het over het toezien op het gemeenschappelijke belang van institutionele beleggers en de vennootschap als het gaat om langetermijnwaardecreatie door Nederlandse beursvennootschappen.

26. 'Materiële aangelegenheden' zijn aangelegenheden die waarschijnlijk een significant effect zullen hebben op het vermogen van de vennootschap om langetermijnwaarde te creëren.

27. Principe 2.

28. Principe 3.

29. Principe 4.

30. Principe 5.

31. Principe 6.

- het op een geïnformeerde wijze³² uitoefenen van het stemrecht in Nederlandse beursvennootschappen waarin is belegd;³³
- openbaarmaking van stembeleid en de wijze waarop gebruik wordt gemaakt van stemadviesbureaus, waarbij men er zorg voor draagt dat stemmen in lijn met het eigen stembeleid worden uitgebracht;³⁴
- het plegen van overleg met het bestuur van de vennootschap wanneer men overweegt het recht uit te oefenen om een verzoek in te dienen om een buitengewone algemene vergadering bijeen te roepen of om een aandeelhoudersvoorstel te agenderen voor een algemene vergadering van een Nederlandse beursvennootschap waarin is belegd.³⁵ Indien gebruik wordt gemaakt van een dergelijk recht dienen de institutionele beleggers tijdens de vergadering aanwezig of vertegenwoordigd te zijn om dit voorstel toe te lichten en zo nodig hierover vragen te beantwoorden;³⁶
- het zich onthouden van stemming indien de shortpositie in een Nederlandse beursvennootschap waarin is belegd groter is dan hun longpositie. Uitgeleende aandelen dienen vóór de stemregistratiedatum van een algemene vergadering van een Nederlandse beursvennootschap waarin is belegd terug te worden gehaald, als de agenda voor deze vergadering een of meer significante zaken bevat.³⁷

Een aantal bepalingen uit de Nederlandse Stewardship Code gaan verder dan wet- en regelgeving.³⁸ Zij geven daarmee aan dat het ambitieniveau van Nederland ten aanzien van stewardship hoog ligt:

- *Principe 1: stewardshipactiviteiten dienen langetermijnwaardcreatie van Nederlandse beursvennootschappen te bevorderen.* Dit principe is geen vereiste onder SRD II noch in de Nederlandse Corporate Governance Code. Het principe is expliciet in de Nederlandse Stewardship Code opgenomen en gericht aan institutionele beleggers, en sluit daarmee aan bij een belangrijk uitgangspunt van de Nederlandse Corporate Governance Code: langetermijnwaardcreatie.³⁹

- *Principe 3: op verzoek van de beursvennootschap wordt de volledige aandelenpositie in de beursvennootschap bekendgemaakt bij het aangaan van een dialoog.* Dit principe is geen vereiste onder SRD II noch in de Nederlandse Corporate Governance Code. Dit principe uit de Nederlandse Stewardship Code is expliciet opgenomen en gericht aan institutionele beleggers om Nederlandse beursvennootschappen in staat te stellen inzicht te krijgen in de beweegredenen van de institutionele beleggers.
- *Principe 7: een volledige openbaarmaking van het stemgedrag (per beursvennootschap en per stempunt).* SRD II staat toe dat stemmen die insignificant zijn gezien het onderwerp of gezien de grootte van het aandeelhoudersbelang, zijn uitgesloten van openbaarmaking.⁴⁰ De Nederlandse Corporate Governance Code vereist dat aandeelhouders openbaar maken hoe is gestemd.⁴¹ De Eumedion Best Practices uit 2011 stelden in de guidance dat Eumedion-deelnemers bij voorkeur het stemgedrag per beursvennootschap en per stempunt openbaar maakten.⁴² Dit principe uit de Nederlandse Stewardship Code is expliciet opgenomen en gericht aan institutionele beleggers, waarmee feitelijk codificatie van de guidance van Eumedion Best Practices uit 2011 is geëffectueerd.
- *Principe 7: openbaarmaking van de reden voor een stemonthouding of tegenstem op een voorstel van het bestuur.* Dit principe is geen vereiste onder SRD II noch in de Nederlandse Corporate Governance Code. Dit principe uit de Nederlandse Stewardship Code is expliciet opgenomen en gericht aan institutionele beleggers, waarmee feitelijk codificatie van een bestaande bepaling van een Eumedion Best Practices uit 2011⁴³ is geëffectueerd.
- *Principe 11: strikt beleid ten aanzien van de uitoefening van stemrecht bij het in- en uitlenen van aandelen, waaronder de bepaling dat niet wordt gestemd als de shortpositie in een beursvennootschap groter is dan de longpositie.* SRD II vereist slechts dat institutionele beleggers een beleid hebben ten aanzien van *securities lending*.⁴⁴ De Nederlandse Corporate Governance Code stelt geen vereisten. Dit principe uit de Nederlandse Stewardship Code is expliciet opgenomen en gericht aan institutionele beleggers, waarmee gedeeltelijke codificatie van de guidance van Eumedion Best Practices uit 2011⁴⁵ is geëffectueerd. Het in- en uitlenen van aandelen kan mogelijk op gespannen voet staan met de uitgangspunten van de Nederlandse Stewardship Code om bij te dragen aan langetermijnwaardcreatie bij beursvennootschappen. Daarom stelt de Nederlandse Stewardship Code dat pensioenfondsen, levensverzekeraars en vermogensbeheerders geen aandelen in- of uitlenen met het primaire doel om het stemrecht op deze aandelen uit te oefenen. Principe 11 van de Nederlandse

32. Hieronder wordt verstaan: openbaarmaking via de website (a) ten minste eenmaal per kwartaal hoe is gestemd op aandelen in Nederlandse beursvennootschappen waarin is belegd, per individuele vennootschap en per stempunt, en (b) ten minste eenmaal per jaar een algemene beschrijving van het stemgedrag tijdens algemene vergaderingen van Nederlandse beursvennootschappen waarin is belegd en een toelichting bij de belangrijkste stemmingen. In het geval dat het pensioenfonds, de levensverzekeraar of de vermogensbeheerder een stem uitbrengt tegen een voorstel van het bestuur of zich onthoudt van stemming bij een voorstel van het bestuur, dan dient hij de redenen voor zijn stemgedrag op eigen initiatief of op verzoek van de vennootschap uit te leggen aan het bestuur van de vennootschap.

33. Principe 7.

34. Principe 8.

35. Principe 9.

36. Principe 10.

37. Principe 11.

38. Zie www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/best-practices/2018-07-feedback-statement-consultation-document-draft-stewardship-code.pdf.

39. Principe 1.1, p. 13.

40. Overweging (18) van SRD II en art. 3 octies 1.b).

41. Principe 7 en Guidance principe 7, p. 12.

42. Best practice 8, p. 7.

43. Best practice 7, p. 7.

44. Overweging (21) van SRD II en art. 3 decies 1.

45. Best practice 10, p. 7.

Stewardship Code stelt bovendien dat pensioenfondsen, levensverzekeraars en vermogensbeheerders zich van stemming onthouden bij een algemene vergadering indien hun shortpositie in de beursvennootschap groter is dan hun longpositie. Als de shortpositie groter is dan de longpositie is het belang van het pensioenfonds, de levensverzekeraar of de vermogensbeheerder mogelijk meer op de korte termijn georiënteerd. Dit is niet in lijn met het uitgangspunt van de Nederlandse Stewardship Code om bij te dragen aan langetermijnwaardecreeatie bij beursvennootschappen.

4 De relatie tussen de Nederlandse Stewardship Code en de Nederlandse Corporate Governance Code

De bepalingen in de Nederlandse Stewardship Code zijn specifiek gericht aan institutionele beleggers met belangen in Nederlandse beursvennootschappen. De bepalingen dienen te worden gezien in samenhang met de in december 2016 herziene Nederlandse Corporate Governance Code,⁴⁶ die normen bevat voor het gedrag van bestuurders en commissarissen van Nederlandse beursvennootschappen. De (herziene) Nederlandse Corporate Governance Code stelt dat aandeelhouders bij hun handelen in beginsel hun *eigen belangen* kunnen nastreven, zolang zij zich ten opzichte van de vennootschap, haar organen en hun medeaandeelhouders gedragen naar maatstaven van *redelijkheid en billijkheid*. Hieronder valt de bereidheid om met de vennootschap en medeaandeelhouders in dialoog te gaan. Hoe groter het belang is dat een aandeelhouder in de vennootschap houdt, des te groter is zijn verantwoordelijkheid jegens de vennootschap, medeaandeelhouders en andere stakeholders, zo stelt de Nederlandse Corporate Governance Code.⁴⁷

Het nastreven van het *eigenbelang* binnen de grenzen van wat de *redelijkheid en billijkheid* dicteren, is een open norm. Hoofdstuk 4 van de Nederlandse Corporate Governance Code geeft richting aan het vennootschappelijke orgaan, de algemene vergadering van aandeelhouders, maar richt zich daarin niet op de individuele aandeelhouders. Zo wordt opgeroepen tot volwaardige deelname aan de besluitvorming in de algemene vergadering door aandeelhouders,⁴⁸ tot adequate informatieverstopping en voorlichting aan de algemene vergadering,⁴⁹ alsmede tot de bevordering van deelname van zo veel mogelijk aandeelhouders aan de besluitvorming in de algemene vergadering en het in de gelegenheid stellen van aandeelhouders om op afstand te stemmen en met alle (andere) aandeelhouders te communiceren.⁵⁰

De Nederlandse Stewardship Code geeft, in aanvulling op de Nederlandse Corporate Governance Code, wel nadere dui-

ding aan aandeelhouders, in het bijzonder aan institutionele beleggers als individuele aandeelhouder in Nederlandse beursvennootschappen. Institutionele beleggers worden via de bepalingen in de Nederlandse Stewardship Code aangespoord om betekenisvol invulling te geven aan hun aandeelhouderchap. Hierin onderkent de Nederlandse Stewardship Code zowel de verantwoordelijkheden van vermogensbeheerders ('asset owners') als die van pensioenfondsen en levensverzekeraars ('asset owners'). Laatstgenoemden zijn 'beleggers van andermans geld' en daarmee niet alleen verantwoordelijke voor stewardship in relatie tot de beursvennootschappen waarin zij beleggen, maar ook jegens hun achterliggende begunstigen voor wier rekening en risico zij op een zorgvuldige en transparante manier dienen te beoordelen en verantwoord worden op welke wijze zij gebruik maken van hun rechten als aandeelhouder.

5 De relatie tussen de Nederlandse Stewardship Code en de wet

De best practice-bepalingen in de Nederlandse Stewardship Code zijn, net als de Eumedion Best Practices voor betrokken aandeelhouderschap uit 2011, niet-bindend. Van de bij Eumedion aangesloten pensioenfondsen, verzekeraars, beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders wordt verwacht dat zij het 'pas toe of leg uit'-beginsel toepassen bij naleving van de Nederlandse Stewardship Code en rapporteren over de implementatie ervan.⁵¹ De Nederlandse Stewardship Code is echter (nog) niet wettelijk verankerd.

De Nederlandse Corporate Governance Code is dat wel. Op 1 januari 2018 werd de herziene Nederlandse Corporate Governance Code, net als haar voorlopers, opnieuw in de wet verankerd. Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zijn verplicht in het bestuursverslag over naleving van de Corporate Governance Code te rapporteren.⁵² Institutionele beleggers zijn eveneens wettelijk verplicht om mededeling en opgave te doen van de naleving van de principes en best practice-bepalingen in de op grond van artikel 2:391 lid 5 Burgerlijk Wetboek (BW) aangewezen gedragscode (de Nederlandse Corporate Governance Code) die specifiek tot hen zijn gericht.⁵³

De Nederlandse Stewardship Code staat niet op zichzelf, maar is gebaseerd op de bepalingen rond aandeelhoudersbetrokkenheid uit de herziene EU-richtlijn aandeelhoudersrechten. Bij Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad⁵⁴ werden reeds in 2007 voorschriften vastgesteld voor de uitoefening van bepaalde aan aandelen met stemrecht verbonden aandeelhoudersrechten in verband met algemene vergaderingen van

46. Zie www.mccg.nl.

47. Zie p. 8.

48. Principe 4.1.

49. Principe 4.2.

50. Principe 4.3.

51. Preambule 5 en 9.

52. Art. 2:391 lid 5 BW.

53. Art. 5:86 Wft.

54. Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen; zie <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32007L0036&from=SK>.

vennootschappen, die hun statutaire zetel in een lidstaat hebben en waarvan de aandelen tot de handel op een in een lidstaat gelegen of werkzame gereguleerde markt zijn toegelaten. Met de herziene EU-richtlijn aandeelhoudersrechten beoogt de Europese Commissie effectieve en duurzame aandeelhoudersbetrokkenheid bij beursvennootschappen te bevorderen.

De belangrijkste aanscherpingen in de herziene aandeelhoudersrichtlijn zijn:

1. versterking aandeelhoudersrechten en het faciliteren van grensoverschrijdend stemmen;⁵⁵
2. meer transparantie door institutionele beleggers over beleggingsbeleid en beleid ten aanzien van betrokkenheid bij de vennootschap waarin zij beleggen;⁵⁶
3. meer transparantie door stemadviesbureaus over de totstandkoming van stemadviezen en de toepassing van 'codes of conduct';⁵⁷
4. meer transparantie en zeggenschap voor aandeelhouders over bestuurdersbeloningen;⁵⁸ en
5. meer transparantie en zeggenschap voor aandeelhouders ten aanzien van 'related party transactions'.⁵⁹

Uiterlijk op 10 juni 2019 moeten Nederlandse wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen in werking treden om aan de herziene EU-richtlijn aandeelhoudersrechten te voldoen. Op basis van de principes uit de Nederlandse Stewardship Code kunnen institutionele beleggers, zowel pensioenfondsen als verzekeraars, beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders, verantwoording afleggen aan hun achterliggende begunstigen over de wijze waarop zij als betrokken aandeelhouder invulling geven aan hun aandeelhoudersrechten. Daarmee handelen ze minimaal in lijn met de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen in de herziene EU-richtlijn aandeelhoudersrechten.

Voor pensioenfondsen in het bijzonder is er aanvullende Europese wetgeving, waar de Nederlandse Stewardship Code een handreiking voor kan zijn. De Europese richtlijn voor pensioenfondsen (Institutions for Occupational Retirement Provision II, ofwel IORP II)⁶⁰ is per 13 januari 2019 in Nederlandse wetgeving geïmplementeerd. Volgens deze richtlijn dienen pensioenfondsen in hun beleggingsbeginselen rekening te houden met ecologische, sociale en governancefactoren. De beleggingsbeginselen moeten openbaar worden gemaakt. Ook in het bestuursverslag en in het Pensioen 1-2-3, dat nieuwe, bestaande en potentiële deelnemers informeert over de belangrijkste onderdelen van de pensioenregeling, moeten fondsen informatie verstrekken over hoe rekening wordt gehouden met ecologische, sociale en governancefactoren in hun beleggingsbeleid. Daarnaast moeten pensioenfond-

sen in hun eigenrisicobeoordeling rekening houden met de risico's die voortvloeien uit klimaatverandering, gebruik van natuurlijke hulpbronnen en uit afwaardering van activa door veranderingen in (milieu)regelgeving. De Pensioenfederatie heeft voor haar leden een Servicedocument over de implementatie van de IORP II-richtlijn⁶¹ opgesteld, dat pensioenfondsen nadere duiding geeft over hoe zij de vereisten uit de Europese richtlijn dienen te implementeren.

Ten slotte dient de Nederlandse Stewardship Code door pensioenfondsen met belangen in Nederlandse beursvennootschappen te worden gezien in relatie tot het onlangs door een groot aantal Nederlandse pensioenfondsen ondertekende Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen (IMVB) Convenant Pensioenfondsen.⁶² De overheid heeft ervoor gekozen om de implementatie van de OESO-richtlijnen die zij heeft ondertekend,⁶³ via convenanten per sector te laten invullen. Na de banken en de verzekeraars hebben nu ook de pensioenfondsen een convenant. De meeste Nederlandse banken hebben het bankenconvenant⁶⁴ onderschreven en het convenant van de verzekeraars⁶⁵ is van toepassing op alle verzekeraars die zijn aangesloten bij het Verbond van Verzekeraars.⁶⁶ Het IMVB-Convenant Pensioenfondsen is het resultaat van onderhandelingen tussen niet-gouvernementele organisaties (ngo's), vakbonden, overheid en pensioenfondsen. Het IMVB-Convenant is niet bindend, pensioenfondsen kunnen zelf bepalen of zij het ondertekenen. Het IMVB-Convenant geeft invulling aan de implementatie van de OESO-richtlijnen en de Guiding Principles on Business and Human Rights van de Verenigde Naties⁶⁷ in het beleid van pensioenfondsen. Het convenant vraagt een inspanning van pensioenfondsen om te voorkomen dat beursvennootschappen waarin belegd wordt misstanden veroorzaken. Het IMVB-Convenant bevat een aantal bepalingen met betrekking tot de stewardship-activiteiten van pensioenfondsen.⁶⁸ Zo verlangt het IMVB-Convenant dat pensioenfondsen in het verantwoorde beleggingsbeleid hun aanpak ten aanzien van stemmen en engagement omschrijven. Deze aanpak dient te zijn gericht op het stimuleren van langetermijnwaardecreatie bij beursvennootschappen. Ook wordt van pensioenfondsen verwacht dat zij, voor zover wettelijk mogelijk en zonder dat het afbreuk doet aan de effectiviteit van het engagement, openbaar maken met welke beursvennootschappen engagement wordt gevoerd, de resultaten van dit engagement, en welke beslissing door het pensioenfonds is genomen in het geval het engagement niet succesvol was. Ten aanzien van transparantie over het stemge-

55. Art. 3 quarter; art. 3 quinquies.

56. Art. 3 octies; art. 3 nonies; art. 3 decies.

57. Art. 3 undecies.

58. Art. 9 bis.

59. Art. 9 quater.

60. Zie <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/?uri=CELEX:32016L2341>.

61. Zie www.pensioenfederatie.nl/cms/showpage.aspx?id=3384.

62. Zie www.imvoconvenanten.nl/pensioenfondsen/pensioenfondsen?sc_lang=nl.

63. Zie www.oesorichtlijnen.nl/oeso-richtlijnen/o/oeso-richtlijnen/documenten/brochure/201/12/8/volledige-tekst-oeso-richtlijnen.

64. Zie www.imvoconvenanten.nl/banking.

65. Zie www.imvoconvenanten.nl/verzekeringssector?sc_lang=nl.

66. Zie www.verzekeraars.nl/home.

67. Zie www.unglobalcompact.org/.

68. Hoofdstuk 3 t/m 8.

drag van pensioenfondsen sluit het IMVB-Convenant⁶⁹ aan bij de bepalingen hierover in SRD II. Om rekening te kunnen houden met de karakteristieken en beïnvloedingsmogelijkheden van pensioenfondsen is proportionaliteit een element in de afspraken die zijn vastgelegd in het IMVB-Convenant.⁷⁰ Het IMVB-Convenant is eveneens op 1 januari 2019 in werking getreden.

6 Reflecties op codificatie van stewardship

De corporate governance van beursgenoteerde ondernemingen is de afgelopen decennia uitgegroeid tot een volwaardig academisch domein, waarin juridische, economische, gedragswetenschappelijke, filosofische en andere disciplines samenkomen. Het begin van deze eeuw luidde het begin van een tijdperk in waarin de corporate governance van beursgenoteerde ondernemingen grote belangstelling verkreeg. Het wereldwijde vertrouwen in ondernemingen, bestuurders en zelfs commissarissen was als gevolg van diverse schandalen ernstig geschonden. Beleidsmakers grepen 'en masse' naar het instrument regulering in een poging om het vertrouwen in het kapitalistische systeem te herstellen.⁷¹ In vele landen werd (nieuwe) wet- en regelgeving opgesteld die eisen stelde aan de manier waarop ondernemingen dienden te worden bestuurd.

In de zogenaamde 'driehoek van corporate governance' (bestuurders, toezichthouders en aandeelhouders) kregen aandeelhouders de afgelopen decennia steeds meer rechten toegekend. Naarmate met name activistische aandeelhouders deze rechten steeds vaker als inzet gebruikten voor maximalisatie van aandeelhouderswaarde,⁷² werden aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen – in het bijzonder institutionele beleggers – opgeroepen om de rechten als aandeelhouder vooral op verantwoorde wijze te gebruiken, dat wil zeggen met inachtneming van niet uitsluitend de aandeelhoudersbelangen, maar ook de belangen van de vennootschap en alle bij de vennootschap betrokken partijen.⁷³ Deze oproep aan aandeelhouders lag aan de oorsprong van wat we nu verstaan onder 'institutional investor stewardship'.

Ook de Nederlandse Corporate Governance Code en de Nederlandse Stewardship Code zijn uitingen van een wens om tot een verhoging van de standaarden voor 'goed gedrag' te komen. Zij dragen daarmee bij aan het vertrouwen in goed en verantwoord bestuur van vennootschappen en hun inbedding in de maatschappij. De codes zijn uitdrukkelijk geen wetgeving, zelfs niet als deze, zoals in het geval van de Nederlandse Corporate Governance Code, een wettelijke verankering kennen. De verankering heeft 'slechts' tot gevolg dat Nederlandse

beursvennootschappen en institutionele beleggers geacht worden verantwoording af te leggen over de naleving van de voor hen van toepassing zijnde principes en best practices. Naleving vindt plaats conform het beginsel 'pas toe of leg uit'. Op die basis wordt naleving van de beschreven 'goede' gedragsnormen gemonitord. De Nederlandse Corporate Governance Code en de Nederlandse Stewardship Code kunnen worden beschouwd als een beleidsinstrument bedoeld om bestuurders, commissarissen en aandeelhouders in hun gedrag en keuzes 'een duwtje in de juiste richting' te geven, zonder dat de Nederlandse Stewardship Code op dit moment al wettelijk verankerd is.⁷⁴

Of stewardship door institutionele beleggers effectief afdwingbaar is met wet- en/of regelgeving, daaronder begrepen zelfregulering middels een stewardshipcode, is nog maar de vraag.^{75, 76} Klassieke gedragsbeïnvloedingsinstrumenten, zoals wetgeving of het geven van financiële prikkels, gaan uit van de mens als rationeel wezen.⁷⁷ Deze rationele mens, de *homo economicus*, wordt verondersteld een glashelder en geordend begrip van zijn voorkeuren te hebben. Hij is in het bezit van alle informatie die nodig is om objectieve kosten-batenanalyses te maken en handelt hiernaar op uiterst consequente en rechtlijnige wijze. Het eigenbelang staat centraal. Deze rationele mens is het mensbeeld dat als aanname werd gehanteerd in de neoklassieke economische theorieën, zoals de agency-theorie, nog immer de leidende theorie in wetenschappelijk onderzoek op het gebied van corporate governance en het fundament van het huidige ondernemingsrecht.⁷⁸

De opkomst van 'behavioral economics' laat zien dat de aanname van de rationele mens fundamenteel ter discussie wordt gesteld. Daniel Ariely, vooraanstaand gedragseconoom, leert ons dat mensen juist volmaakt onvoorspelbaar zijn en daarbij hun eigen irrationaliteit niet herkennen.⁷⁹ Daniel Kahneman, grondlegger van de gedragseconomie en Nobelprijswinnaar, spreekt niet zozeer over de irrationele versus de rationele mens, maar gaat ervan uit dat de manier van beslissen zeer gevoelig is voor invloeden van de keuzecontext – de manier waarop de omgeving is ingericht en de volgorde waarin keuzes worden aangeboden.⁸⁰ Het aspect van beperkte rationaliteit heeft grote gevolgen voor de wijze waarop we naar corporate

69. Zie p. 8.

70. Art. 2.9, p. 15.

71. S.M. Bainbridge, Dodd-Frank: Quack federal corporate governance round II, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 10-12, 7 september 2010. Te raadplegen op <https://ssrn.com/abstract=1673575>.

72. In Nederland: Stork, PMC en ABN AMRO.

73. Zie Global Stewardship Principles (2003)/(2013)/(2016); www.icgn.org/sites/default/files/ICGNGlobalStewardshipPrinciples.pdf.

74. D.A.M. Melis, Kunnen governance codes nudgen? De code als instrument van gedragsbeïnvloeding, Goed Bestuur & Toezicht 2018, afl. 1.

75. Zie <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/09/27/can-the-first-dutch-stewardship-code-encourage-investors-to-act-as-stewards>.

76. D.A.M. Melis, The institutional investor stewardship myth: A theoretical, legal and empirical analysis of prescribed institutional investor stewardship in a Dutch context, 4 juni 2014. Te raadplegen op <https://ssrn.com/abstract=2445997> of <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2445997>.

77. R.H. Thaler & C.R. Sunstein, Nudge: Improving decisions about health, wealth and happiness, New Haven: Yale University Press 2008.

78. L. Enriques, Reinier Kraakman et al., The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach, The American Journal of Comparative Law (52) 2004, afl. 4, p. 1011-1036, doi.org/10.2307/4144473.

79. D. Ariely, Predictably irrational. The hidden forces that shape our decisions, New York: Harper 2009.

80. D. Kahneman, Thinking, fast and slow, New York: Farrar Straus & Giroux 2011.

governance en effectieve gedragsbeïnvloeding van bestuurders, commissarissen en aandeelhouders zouden moeten kijken. De inzichten vanuit de gedragswetenschap hebben inmiddels hun intrede gedaan in het wetenschappelijke corporate-governance-domein. Men zou denken dat het beïnvloedingsinstrumentarium ter bevordering van goed gedrag in en om bestuurskamers daarop is herijkt. Niets lijkt minder waar. Traditionele beïnvloedingsinstrumenten, zoals wetgeving en/of financiële prikkels, domineren nog steeds ons denken over het instrumentarium dat zou moeten worden ingezet om bestuurders, commissarissen en aandeelhouders aan te zetten tot 'goed gedrag'. En dat terwijl de rationele mens als mensbeeld inmiddels – niet alleen in theorie, maar ook in de praktijk – achterhaald is.

In september 2016 publiceerde de International Business Council van het World Economic Forum *The New Paradigm: A roadmap for an implicit corporate governance partnership between corporations and investors to achieve sustainable long-term investment and growth*.⁸¹ The New Paradigm beschouwt corporate governance als een samenwerking tussen vennootschap, aandeelhouders en andere stakeholders, die samenwerken teneinde waarde te creëren op lange termijn. Vrijwel simultaan publiceerden andere groepen vergelijkbare raamwerken gericht op langetermijn-governance, zoals de *Commonsense Principles of Corporate Governance*, the Business Roundtable's *Principles of Corporate Governance*⁸² en de Investor Stewardship Group's *Stewardship Principles and Corporate Governance Principles*.⁸³ In The New Paradigm wordt uitgegaan van een gemeenschappelijk belang tussen de vennootschap en haar aandeelhouders. The New Paradigm neemt daarmee de aannames vanuit de stewardshiptheorie⁸⁴ als uitgangspunt, namelijk dat het gemeenschappelijk organisatiebelang prevaleert boven het eigenbelang. De agency-theorie⁸⁵ daarentegen gaat uit van eigenbelang en daarmee van een potentiële belangentegenstelling tussen de vennootschap en haar aandeelhouders. Martin Lipton schreef daarover⁸⁶ dat de aannames waarop we ons huidige corporate-governancedenken tot op heden hebben gebaseerd en waarop het huidige gedragsbeïnvloedingsinstrumentarium is geënt, achterhaald zijn. In het nieuwe denken over corporate governance maken de aannames uit het neoklassieke economische denken langzaam plaats voor (1) 'collaboration' in plaats van het beslechten van tegenstrijdige belangen, (2) het streven naar een gezamenlijk doel zoals langetermijnwaardecreatie, in plaats van het streven naar eigenbelang, (3) vertrouwen als default in plaats

van wantrouwen, en (4) impliciete verdragsrelaties gebaseerd op intrinsieke waardesystemen en morele drijfveren, in plaats van expliciete contractafspraken gebaseerd op incentives en sanctionering.

7 Conclusie

De Nederlandse Stewardship Code biedt institutionele beleggers een normenkader waarmee institutionele aandeelhouders met belangen in Nederlandse beursvennootschappen hun verantwoordelijkheid kunnen nemen ten aanzien van transparantie rond het betrokkenheidsbeleid en stembeleid, het streven naar langetermijnwaardecreatie door Nederlandse beursvennootschappen, en de bereidheid om al dan niet samen met andere institutionele beleggers een constructieve dialoog aan te gaan met Nederlandse beursvennootschappen en andere stakeholders. Of de Nederlandse Stewardship Code – en de eventuele toekomstige directe of indirecte verankering ervan in wetgeving – een effectief beïnvloedingsinstrumentarium zal zijn, dat leidt tot stewardshipgedrag van aandeelhouders, is nog maar de vraag.

De Nederlandse Stewardship Code biedt een kader voor het voeren van een dialoog. Echter, om het ideaal van betrokken aandeelhouderschap te bereiken, is meer nodig. Met de inzichten vanuit de stewardshiptheorie (samenwerking, focus op het gemeenschappelijk belang van vennootschap en aandeelhouders, vertrouwen en relaties gebaseerd op intrinsieke waardesystemen) en 'behavioral governance' (beperkte rationaliteit) verdient het mijns inziens aanbeveling om vanuit het recht nader te onderzoeken of het in wet- en regelgeving verankeren van codes als de Nederlandse Stewardship Code, en daarmee het voorschrijven van naleving, het rapporteren hierover in het publieke domein en de daaruit voortvloeiende 'naming and shaming' of 'naming and faming', effectieve sanctioneringsmechanismen zijn. Het recht is gebaseerd op de uitgangspunten van de agency-theorie,⁸⁷ waarbij monitoring en sanctionering effectieve beïnvloedingsinstrumenten geacht worden te zijn. Wellicht dat de inzichten vanuit de stewardshiptheorie en *behavioral governance* aanleiding zijn voor de ontwikkeling van een ander soort beïnvloedingsinstrumentarium. Een instrumentarium dat uitgaat van impliciete verdragsrelaties gebaseerd op intrinsieke waardesystemen en morele drijfveren, in plaats van expliciete contractafspraken gebaseerd op incentives en sanctionering. Het recht zou in die zienswijze niet zozeer goed gedrag voorschrijven, maar zich beperken tot het bewaken van de minimale wettelijke standaarden van goed ondernemingsbestuur. Nader onderzoek naar nieuwe, aanvullende en wellicht meer passende instrumenten voor effectieve gedragsbeïnvloeding van institutionele beleggers zou daarmee bijdragen aan een effectiever beïnvloedingsinstrumentarium, dat passend is binnen de kaders van bestaande wetgeving, maar dat op een effectievere wijze kan bijdragen aan de bevordering van goed ondernemingsbestuur in Nederland.

81. Zie www.wlrk.com/docs/thenewparadigm.pdf.

82. Zie www.businessroundtable.org/business-roundtable-applauds-release-of-commonsense-principles-of-corporate-governance-20.

83. Zie <https://isgframework.org/>.

84. J.H. Davis, F.D. Schoorman & L. Donaldson, Toward a stewardship theory of management, *Academy of Management Review* (22) 1997, afl. 1, p. 20-47.

85. M.C. Jensen & W.H. Meckling, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* (3) 1976, afl. 4, p. 305-360.

86. Zie <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/01/11/corporate-governance-the-new-paradigm/>.

87. R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K.J. Hopt, H. Kanda & E. Rock, *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach*, Oxford: Oxford University Press 2004.