

Algemeen belang vanuit de optiek van de aandeelhouder

Drs. R. Abma¹

1. Inleiding

De eerste zin van art. 1 van het Eerste Protocol bij het Europese Verdrag voor de Rechten van de Mens luidt: "Iedere natuurlijke of rechtspersoon heeft recht op het ongestoorde genot van zijn eigendom". Het Europees Hof voor de Rechten van de Mens (EHRM) heeft diverse malen geoordeeld dat het houden van aandelen onder het begrip eigendom in de zin van art. 1 Eerste Protocol valt.² Een aandeelhouder geniet derhalve een grote vrijheid in zijn handelen. Hij mag zich in principe bij zijn beslissingen omtrent aan- of verkoop en omtrent het stemgedrag laten leiden door zijn eigen belang. In principe, want de tweede zin van art. 1 van het Eerste Protocol begrenst de handelingsvrijheid van de aandeelhouder, want "[a]n niemand zal zijn eigendom worden ontnomen behalve in het algemeen belang en onder de voorwaarden voorzien in de wet en in de algemene beginselen van internationaal recht".

In Nederland is – soms volgend uit Europese richtlijnen – de handelingsvrijheid van de aandeelhouder al vele malen wettelijk ingeperkt. Te denken valt aan de verplichting voor een aandeelhouder of een groep samenwerkende aandeelhouders die ten minste dertig procent van de stemrechten verwerft om een openbaar bod op alle aandelen van een beursvennootschap uit te brengen.³ Indien hij hiervan een vrijstelling van de algemene vergadering wenst, mag hij niet meedoen aan de besluitvorming.⁴ Dit zijn specifieke bepalingen voor aandeelhouders. Veel minder specifiek zijn de wettelijke bepalingen die verlangen dat een aandeelhouder geen misbruik maakt van zijn bevoegdheden (art. 3:13 BW) en dat hij zich gedraagt naar hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd (art. 2:8 BW). Volgens Maeijer brengt die laatste gedragsnorm mee dat men handelend vanuit de eigen belangensfeer, dus bij het behartigen van één bepaald belang, rekening houdt met de andere belangen die in de vennootschap aanwezig zijn, en deze zo nodig, na afweging van belangen, ontziet.⁵ Art. 2:8 lid 2 BW biedt de rechter de mogelijkheid een specifieke wets- of statutaire bepaling buiten toepassing te laten wanneer deze naar de maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is.

¹ Rients Abma is directeur van Eumedion, het corporate governance forum voor institutionele beleggers.

² EHRM 7 november 2002, JOR 2003/112 (*Olczak/Polen*), rov. 71.

³ Art. 5:70 Wft.

⁴ Art. 2, lid 1, onderdeel a, Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft.

⁵ J.J.M. Maeijer, 'Het belangenconflict in de vennootschap', in: C.D.J. Bulten, C.J.H. Jansen en G. van Solinge, *Verspreide geschriften van J.M.M. Maeijer* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut Deel 100), Kluwer, Deventer 2009, p. 147.

De open norm van de redelijkheid en billijkheid is voor aandeelhouders van beursvennootschappen nader uitgewerkt in de Nederlandse corporate governance code⁶ (in de principes en best practice bepalingen in paragraaf IV.4 van deze code) en geïnterpreteerd via jurisprudentie. Uit de jurisprudentie kan worden afgeleid dat de norm van de redelijkheid en billijkheid eerder in zicht komt wanneer de invloed van de aandeelhouder groter is, bijvoorbeeld omdat hij een relatief groot pakket aan aandelen van de vennootschap houdt.⁷ Van een dergelijke aandeelhouder wordt verwacht dat hij opening van zaken geeft (niet alleen jegens de vennootschap, maar ook jegens medeaandeelhouders), met de betreffende vennootschap redelijk overleg pleegt en daarin niet alleen zijn eigen belangen betreft, maar ook de belangen van de vennootschap en andere bij de vennootschap betrokkenen.⁸

In de recente maatschappelijke discussie over de rol van de aandeelhouder treft men steeds vaker de mening aan dat de verantwoordelijkheid van een aandeelhouder zelfs verder gaat dan het betrekken van de belangen van de vennootschap en van andere *stakeholders* bij zijn gedragingen. De Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel ('Commissie De Wit') vroeg zich in 2010 af welke "maatschappelijke verantwoordelijkheid" van aandeelhouders kan worden verwacht. De onderzoekscommissie zou initiatieven om te komen tot "duurzaam aandeelhouderschap" verwelkomen, zodat aandeelhouders "verantwoord" invulling kunnen geven aan hun rechten en plichten.⁹ En een directeur van De Nederlandsche Bank (DNB) stelde in 2012 dat pensioenfondsen – ook in hun rol als aandeelhouder van beursvennootschappen – "een financiële en maatschappelijke verantwoordelijkheid" hebben als beheerder van pensioengelden voor miljoenen deelnemers.¹⁰

In deze bijdrage staat centraal of een aandeelhouder van een beursvennootschap met statutaire zetel in Nederland bij de belangenafweging *gehouden* kan zijn het algemeen belang te betrekken en dan wel in de specifieke situatie van een overname, zodat in bepaalde situaties het eigen belang moet wijken voor het algemeen belang. Het begrip overname definieer ik in deze bijdrage ruim, namelijk niet alleen de situatie dat er een openbaar bod wordt gedaan op de aandelen van een vennootschap, maar ook de situatie dat een (groep van) aandeelhouder(s) zelf aandringt op een overname ('achter de schermen' dan wel via een aandeelhoudersvoorstel op de aandeelhoudersvergadering) of op een wisseling van de ondernemingsleiding (bestuur en/of raad van commissarissen). De term 'algemeen belang' schakel ik in deze bijdrage gelijk met de termen 'publiek belang' en met 'maatschappelijk belang' en definieer ik als

⁶ De Hoge Raad heeft in de ABN AMRO- en in de ASMI-beschikkingen bepaald dat de Nederlandse corporate governance code, waarin ook principes en bepalingen voor aandeelhouders zijn opgenomen, "een uiting vormt van de in Nederland heersende algemene rechtsovertuiging welke mede inhoud geeft aan de eisen van redelijkheid en billijkheid" (HR 13 juli 2007, NJ 2007/434 (ABN AMRO), rov. 4.4 en HR 9 juli 2010, NJ 2010/544 (ASMI), rov. 4.4.2 sub (iii)).

⁷ Zie paragraaf 2 voor de verwijzingen naar de relevante jurisprudentie.

⁸ R. Abma, 'Verantwoordelijkheden van en codes voor institutionele beleggers als aandeelhouders', in: P.J. van der Korst, R. Abma en G.T.M.J. Raaijmakers, *Handboek Onderneming en Aandeelhouder* (Serie Onderneming en Recht Deel 69), Kluwer, Deventer 2012, p. 563-582.

⁹ Kamerstukken II 2009/10, 31 980, nrs. 3-4.

¹⁰ J. Kellermann, 'Het 'vermogen' van pensioenfondsen', speech tijdens het symposium t.g.v. de uitreiking van *Het Handboek voor Pensioenfondsen* op 21 augustus 2012.

“een belang van de hele maatschappij of een omvangrijk gedeelte van de maatschappij”.¹¹ Het gaat dan om een belang dat het ‘puur’ vennootschappelijk belang overstijgt, zoals het belang van financiële stabiliteit, veiligheid en continuïteit van (vitale) nutsvoorzieningen.

Ik behandel het bovengenoemde vraagstuk vanuit het oogpunt van verschillende soorten aandeelhouders. Ten eerste een grootaandeelhouder. Dit is een aandeelhouder die grote invloed kan hebben op de besluitvorming in de aandeelhoudersvergadering (paragraaf 2). In paragraaf 3 wordt een aantal specifieke aandeelhouders besproken, zoals institutionele beleggers, stichtingen administratiekantoor, beschermingsstichtingen, de Staat der Nederlanden en banken en verzekeraars. Ik sluit af met een conclusie (paragraaf 4). De particuliere belegger die slechts een handvol aandelen houdt in een specifieke beursvennootschap wordt doelbewust niet behandeld, omdat – in de woorden van Van den Ingh – “het nauwelijks voorstelbaar [is] dat een particuliere belegger die vijf aandelen Shell bezit, beschuldigd zal worden van stemgedrag in strijd met het vennootschappelijk belang”.¹² De redelijkheid en billijkheid brengen mijns inziens dan al helemaal niet mee dat een dergelijke belegger bij zijn beslissingen het algemeen belang zou moeten betrekken. Ik meen dat hetzelfde geldt voor een niet-financiële onderneming (bijvoorbeeld een beleggingsvehikel dat het vermogen van een particulier of van een familie beheert) met een wijdverspreide aandelenportefeuille, in de zin dat zij van een specifieke beursvennootschap maar een zeer klein percentage van de aandelen houdt.

2. Grootaandeelhouder en algemeen belang

In de inleiding is al aangegeven dat een aandeelhouder van een beursvennootschap die een grote invloed heeft op de besluitvorming in de aandeelhoudersvergadering niet geheel vrij is om zich puur door zijn eigen (rendements)belangen te laten leiden. De Monitoring Commissie Corporate Governance Code benadrukte in 2008 dat “hoe groter het belang dat de aandeelhouder in de vennootschap houdt, hoe groter zijn verantwoordelijkheid wordt ook jegens de minderheidsaandeelhouders en andere bij de vennootschap betrokkenen”.¹³ Het doet er daarbij niet toe wat de ‘kenmerken’ zijn van de specifieke aandeelhouder: of deze nu bijvoorbeeld een concurrent, een toeleverancier, een institutionele belegger of een staatsfonds is en of deze in Nederland of daarbuiten is gezeteld.

2.1 Grootte van het belang

In de jurisprudentie zijn geen eenduidige richtsnoeren te vinden vanaf welke omvang van het aandelenbelang de gedragsnorm van de redelijkheid en billijkheid een grotere rol zal spelen en zich eerder zal opdringen. Aangenomen mag worden dat dit in ieder geval geldt voor een aandeelhouder die

¹¹ Ontleend aan P.T.J. Wolters, *Alle omstandigheden van het geval; Een onderzoek naar de omstandigheden die de werking van de redelijkheid en billijkheid beïnvloeden*, (Serie Onderneming en Recht Deel 77), Kluwer, Deventer 2013, p. 249.

¹² F.J. van den Ingh, ‘Het stemgedrag van aandeelhouders’, in: *ATD (Van Schilfgaarde-bundel)*, Kluwer, Deventer 2000, p. 207.

¹³ Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Rapport over de evaluatie en actualisering van de Nederlandse corporate governance code*, 2008, p. 7.

meer dan de helft van de stemgerechtigde aandelen houdt.¹⁴ Deze gedragsnorm ligt ook voor de hand voor een aandeelhouder die een belang van ten minste dertig procent van de stemrechten houdt, mede omdat de wetgever ervan uitgaat dat een dergelijke aandeelhouder “overwegende” zeggenschap houdt.¹⁵ Voor aandeelhouders die minder dan dertig procent van de stemrechten houden zijn de specifieke omstandigheden van het geval relevant. Factoren als de spreiding van het aandelenbezit (geconcentreerd of gespreid), de (gemiddelde) participatie van aandeelhouders aan de besluitvorming op de aandeelhoudersvergadering en de statutaire inrichting (eventueel blokkerende minderheden bij belangrijke besluiten) lijken belangrijke factoren hierbij. Hoe gespreider het aandelenbezit en hoe lager het gemiddeld aantal uitgebrachte stemmen op de aandeelhoudersvergaderingen in recente jaren, hoe lager het percentage aandelen voor een specifieke aandeelhouder al voldoende is om in aanraking te komen met de grens van art. 2:8 BW.¹⁶ In het geval van een financiële instelling, bijvoorbeeld een bank of een verzekeraar, kan gesteld worden dat een aandeelhouder die ten minste een deelneming van tien procent houdt zich al niet uitsluitend mag laten leiden door zijn eigen belang. Een dergelijke aandeelhouder wordt – onder meer – op zijn (prudentiële) reputatie en geschiktheid getoetst voordat hij een dergelijk groot belang in de betreffende instelling mag nemen.¹⁷ De betreffende verklaring van geen bezwaar (vvgb) kan worden beperkt of zelfs worden ingetrokken wanneer zich naderhand omstandigheden voordoen of feiten bekend worden die initieel zouden hebben geleid tot het beperken of het niet verlenen van de vvgb.¹⁸

2.2 Gedraglijn grootaandeelhouders

Uit de jurisprudentie kan worden afgeleid dat van een grootaandeelhouder van een Nederlandse beursvennootschap in de eerste plaats wordt verwacht dat hij de bepalingen uit de Nederlandse corporate governance code die betrekking hebben op aandeelhouders toepast.¹⁹ In het kader van een overname is bijvoorbeeld de codebepaling van belang die stelt dat een aandeelhouder die gebruik wenst te maken van het agenderingsrecht om de strategie van de vennootschap te doen wijzigen, bijvoorbeeld door de samenstelling van de ondernemingsleiding te wijzigen, de betreffende vennootschap eerst een redelijke termijn geeft om hierop te reageren (de zogenoemde responstijd).²⁰ Wanneer het betreffende onderwerp op de agenda is geplaatst, wordt van de betreffende aandeelhouder verwacht dat hij de aandeelhoudersvergadering bijwoont, het voorstel toelicht en zonedig vragen over het voorstel

¹⁴ Zie bijvoorbeeld HR 19 oktober 2001, NJ 2002/92 (*Skygate*), HR 25 februari 2011, NJ 2011/335 (*Inter Access*) en OK 11 maart 1999, JOR 1999/89 (*Breevast*).

¹⁵ Art. 5:70 jo. art. 1:1 Wft. Zie ook OK 8 maart 2001, JOR 2001/55 (*Gucci*) en OK 17 januari 2007, JOR 2007/42 (*Stork*).

¹⁶ Zie bijvoorbeeld OK 6 september 2013, JOR 2013/272 (*Cryo-Save Group*).

¹⁷ Art. 3:100 jo. art. 3:95 Wft in combinatie met de door de Europese prudentiële toezichhouders in 2008 ontwikkelde ‘Guidelines for the prudential assessment of acquisitions and increase of holdings in the financial sector required by Directive 2007/44/EC’. Zie hierover C.M. Grundmann-van de Krol, ‘De ‘bewilligde’ aandeelhouder: toetsing van aandeelhouders’, in: P.J. van der Korst, R. Abma en G.T.M.J. Raaijmakers (red.), *Handboek Onderneming en Aandeelhouder* (Serie Onderneming en Recht Deel 69), Kluwer, Deventer 2012, p. 397-440.

¹⁸ Art. 3:105 lid 4 Wft.

¹⁹ Zie voetnoot 6.

²⁰ Best practice bepaling IV.4.4 jo. II.1.9. Zie ook OK 6 september 2013, JOR 2013/272 (*Cryo-Save Group*).

beantwoordt.²¹ Verder zal een verwerver van een substantieel pakket aandelen opening van zaken moeten geven en redelijk overleg moeten plegen met de betreffende vennootschap. Hij zal in zijn handelen niet alleen zijn eigen belangen maar ook de belangen van de vennootschap in al haar facetten en de belangen van de bij de vennootschap betrokken personen moeten betrekken, zoals die van de minderheidsaandeelhouders en van de werknemers.²²

2.3 Algemeen belang binnen gedragslijn van grootaandeelhouders?

De vraag is of de belangen van de vennootschap “in al haar facetten” en de belangen van de bij de vennootschap betrokkenen ook het algemeen belang omvatten. Dat hangt mijns inziens af van de aard van de activiteiten van de vennootschap en van het ‘soort’ overnamesituatie. Om met het eerste te beginnen. Naar mijn mening kan niet in algemeenheid worden gesteld dat in het vennootschappelijk belang altijd (ook) het algemeen belang zit besloten. De wetgever heeft er namelijk welbewust van afgezien dat de raad van commissarissen en het bestuur hun taak steeds “binnen het raamwerk van het algemeen belang” zouden moeten vervullen ten behoeve van het vennootschappelijk belang. De Sociaal-Economische Raad (SER) sprak zich in 1969 uit tegen de opname van de zinsnede “binnen het raamwerk van het algemeen belang” in de wet, zoals de Commissie Verdam in 1964 voorstelde in haar rapport over de herziening van het ondernemingsrecht.²³ Volgens de SER zou een dergelijk voorschrift niet hanteerbaar zijn voor particuliere ondernemingen. Dergelijke ondernemingen zijn niet ingericht om rechtstreeks het algemeen belang te behartigen. Bovendien vond de SER het algemeen belang een zeer vaag begrip; de meningen over wat het algemeen belang vereist, kunnen gemakkelijk uiteenlopen. Verder is het uiteindelijk de overheid die bepaalt wat het algemeen belang dient en wat ermee in strijd is en zou het voor de ondernemingsleiding onmogelijk zijn om vast te stellen wat de verhouding is tussen het vennootschappelijk belang, dat zij in de eerste plaats moeten dienen, en het algemeen belang. De wetgever heeft het SER-advies overgenomen; de bewuste zinsnede komt niet voor in de wettelijke taakopdracht van de raad van commissarissen en van het bestuur.²⁴ De Nederlandse corporate governance code kent evenmin een uitdrukkelijke plaats toe aan het algemeen belang.²⁵ Indien de wetgever vindt dat het vennootschappelijk belang niet in zijn algemeenheid valt binnen het raamwerk van het algemeen belang, ligt het niet in de rede dat een grootaandeelhouder wél is gehouden om te allen tijde het algemeen belang te betrekken bij zijn beleggings- en stemgedrag.

²¹ Best practice bepaling IV.4.6.

²² OK 11 maart 1999, JOR 1999/89 (*Breevast*), rov. 4.16 en OK 22 maart 2002, JOR 2002/82 (*Rodamco North America*), rov. 3.8 en 3.9. Zie ook G.N.H. Kemperink, ‘Enquêterecht en overnamegeschillen’, *Ondernemingsrecht* (2002), p. 236-243.

²³ SER, *Advies inzake de herziening van het ondernemingsrecht*, Adviesnr. 1969/14, 19 september 1969 en Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 22.

²⁴ Art. 2:140 lid 2 BW respectievelijk art. 2:129 lid 5 BW.

²⁵ De code noemt de “overheid” en “maatschappelijke groeperingen” in paragraaf 7 van de preambule wel als “bij de vennootschap betrokken partijen”. De code stelt niet dat het bestuur en de raad van commissarissen een ‘vennootschapsoverstijgend’ belang als het algemeen belang in hun taakopdracht moeten betrekken. Het lijkt mij dat de in 2009 toegevoegde zinsnede in principe II.1 dat het bestuur (ook) verantwoordelijk is voor de voor de onderneming relevante maatschappelijke aspecten van ondernemen en in best practice II.1.2 dat deze maatschappelijke aspecten van het ondernemen ter goedkeuring aan de raad van commissarissen moeten worden voorgelegd geen afbreuk doet aan deze conclusie. Deze aspecten moeten naar mijn mening worden beschouwd binnen het raamwerk van het vennootschappelijk belang.

Dit kan naar mijn mening anders liggen wanneer het vennootschappelijk belang van een bepaalde vennootschap direct wordt geraakt en – in ieder geval – deels wordt bepaald door het maatschappelijk belang. Noodzakelijke voorwaarde hiervoor is dat een vennootschap activiteiten ontplooit in de (vooral nog) twaalf sectoren die door de overheid zijn aangemerkt als van vitaal belang voor de instandhouding van het maatschappelijk leven: energie, telecom/ICT, drinkwater, voedsel, gezondheid, financieel, kerens & beheren oppervlaktewater, openbare orde en veiligheid, rechtsorde, openbaar bestuur, transport en chemische en nucleaire industrie.²⁶ Dit is mijns inziens echter geen voldoende voorwaarde; het lijkt mij dat niet alle vennootschappen in bijvoorbeeld de transportsector van maatschappelijk belang zijn. Naar mijn mening moet het algemeen belang van (een deel van)²⁷ de activiteiten van een specifieke vennootschap vanuit het oogpunt van de aandeelhouder voldoende *duidelijk, specifiek* en *substantieel* zijn. Dit is bijvoorbeeld recentelijk bepaald voor specifiek de vennootschap KPN.²⁸ Binnen de financiële sector vallen in ieder geval de zogenoemde systeembanken onder de genoemde criteria.²⁹ Ik ben echter van mening dat het vennootschappelijk belang van *alle* banken en verzekeraars mede wordt bepaald door het maatschappelijk belang. Immers, *alle* personen die meer dan tien procent van de aandelen van een bank of verzekeraar willen gaan houden moeten eerst een vvgb hebben. Bovendien moeten de bestuurders en commissarissen van *alle* banken en verzekeraars, dus ongeacht hun grootte, op geschiktheid worden getoetst.³⁰

De regering overweegt, nadat dit al met KPN is gedaan, binnen de vitale sectoren specifieke vennootschappen aan te wijzen die als van vitaal belang voor de Nederlandse maatschappij zijn aan te merken.³¹ Mijns inziens is het van overheidswege op basis van een wettelijke grondslag aanwijzen van specifieke vennootschappen zelfs noodzakelijk om te voldoen aan de criteria “duidelijk, specifiek en substantieel”, mede omdat sec het ‘algemeen belang’ – zoals hierboven is aangegeven – van nature een vaag en multi-interpretabel criterium is. Bovendien zullen aandeelhouders anders met grote

²⁶ Deze vitale sectoren zijn onder meer benoemd in de rapportage ‘Tussen naïviteit en paranoia; Nationale veiligheidsbelangen bij buitenlandse investeringen in vitale sectoren’ van de Werkgroep Economische Veiligheid (Bijlage bij *Kamerstukken II* 2013/14, 30 821, nr. 22). De werkgroep stelt dat de twaalf sectoren die als vitaal zijn aangemerkt geen limitatieve opsomming vormen. Zo zijn, volgens de werkgroep, de defensiesector en sommige “topsectoren” wel relevant voor de nationale veiligheid, maar geen onderdeel van de twaalf vitale sectoren.

²⁷ Het kan ook een enkele divisie of een enkele dochtermaatschappij van een vennootschap betreffen.

²⁸ *Kamerstukken II* 2013/14, 24 095, nr. 368.

²⁹ Zie OK 5 april 2012, JOR 2013/41 (*Fortis*), waarin de OK in rov. 4.4 overweegt dat “het bestuur van [systeembank] Fortis bij zijn beleidsafwegingen en besluitvorming [...] ook het algemeen maatschappelijk belang dat gemoeid is met Fortis’ instandhouding diende te betrekken. Dat gold te meer toen Fortis participeerde in de overname van ABN Amro, eveneens een systeembank”. In HR 6 december 2013, NJ 2014/167 (*Fortis*) overweegt de HR in rov. 4.2.3 dat dit oordeel van de OK “geen blijk [geeft] van een onjuiste rechtsopvatting”. Zie ook Hof Amsterdam 29 juli 2014, RF 2014/74 (*Fortis*) waarin het Hof in rov. 5.2.6 overweegt dat de “positie die Fortis als systeembank in het financieel en economisch verkeer innam, impliceert dat haar vennootschappelijk belang en de in artikel 2:8 lid 2 BW bedoelde redelijkheid en billijkheid mede worden bepaald door het maatschappelijk belang bij behoud van de continuïteit van (de onderneming van) Fortis”. Zie ook art. 10 lid 5 Regeling beheerst beloningsbeleid Wft 2014 waarin is bepaald dat de remuneratiecommissie van “significante” banken en verzekeraars bij het voorbereiden van beloningsbeslissingen rekening houdt met het algemeen belang.

³⁰ Zie meer in algemene zin het voorstel van de Nederlandse Vereniging van Banken voor een maatschappelijk statuut en voor de bankierseed waarin van alle bankmedewerkers wordt verwacht dat zij een zorgvuldige afweging maken tussen de belangen van klanten, *samenleving*, de bank zelf en haar medewerkers, kapitaalverschaffers en andere stakeholders van de bank (www.nvb.nl). Zie ook de principes 2.1.3 en 3.1.2 van de Governance Principes Verzekeraars – de officiële gedragscode voor alle verzekeraars – waarin is opgenomen dat een verzekeraar “maatschappelijke functies” vervult.

³¹ *Kamerstukken II* 2013/14, 30 821, nr. 22.

onzekerheden (van mogelijke politieke inmenging in een overnamesituatie) worden geconfronteerd die – direct – hun uitwerking zullen hebben op de (markt)waardering van de betreffende vennootschappen.

Wanneer is vastgesteld dat het vennootschappelijk belang van een specifieke vennootschap duidelijk en substantieel wordt geraakt en bepaald door het algemeen belang (hierna: een maatschappelijk relevante vennootschap), dan heeft dit consequenties voor het gedrag van *elke* grootaandeelhouder. Binnen het kader van het vennootschappelijk belang zal de grootaandeelhouder het algemeen belang – mede op grond van de eerder besproken jurisprudentie³² – moeten betrekken bij het bepalen van zijn stemgedrag over (aandeelhouders)voorstellen betreffende een wijziging van de strategie of van de ondernemingsleiding of bij het zelf aansturen op dergelijke voorstellen (via het formeel indienen van een agendapunt voor de aandeelhoudersvergadering dan wel het ‘achter de schermen’ druk uitoefenen op de ondernemingsleiding).

Dit ligt mijns inziens anders in het geval een openbaar bod is uitgebracht op de aandelen van een maatschappelijk relevante beursvennootschap (wellicht voor de duidelijkheid: door een ander persoon dan de grootaandeelhouder). De besluitvorming over (het uiteindelijke eigendom van) aandelen is exclusief voorbehouden aan de houder van de desbetreffende aandelen; iedere aandeelhouder beslist voor zichzelf en maakt in dat verband gebruik van zijn *vermogensrechtelijke* rechten. Een besluit dienaangaande vindt niet plaats binnen het *organisatierechtelijke* verband van een aandeelhoudersvergadering.³³ Een aandeelhouder hoeft dan in beginsel niet het vennootschappelijk belang bij een dergelijk besluit te betrekken.³⁴

3. Specifieke soorten aandeelhouders en algemeen belang

Er zijn specifieke groepen van aandeelhouders waarvan het in de rede ligt dat zij het maatschappelijk belang betrekken in alle ‘soorten’ overnamesituaties rond een maatschappelijk relevante beursvennootschap (dus ook in een openbaar bod-situatie) en ook in het geval zij een niet-substantieel aandelenbelang in de betreffende vennootschap houden (dus geen grootaandeelhouder zijn). Dat komt dan voort uit hun specifieke beleid, hun statutaire doelstelling, hun ‘eigen’ vennootschappelijk belang en/of de karakteristieken van hun eigen ‘achterban’. Achtereenvolgens zullen in deze paragraaf de volgende groepen van aandeelhouders worden behandeld: de Staat der Nederlanden,

³² Met name de overweging in OK 3 maart 1999, JOR 1999/87 (*Gucci*) en OK 11 maart 1999, JOR 1999/89 (*Breevast*) dat een verwerver van een aanzienlijk pakket aandelen in zijn handelen niet alleen zijn eigen belangen, maar ook de belangen van de vennootschap “in al haar facetten” in acht dient te nemen is hierbij relevant.

³³ Zie in dezelfde zin B. Kemp, ‘Normering van aandeelhouders; Redelijkheid en billijkheid of misbruik van bevoegdheid?’, *NJB* (2013), p. 818-819.

³⁴ Dit kan anders liggen wanneer een grootaandeelhouder van een vennootschap in ernstige financiële problemen niet wil reflecteren op een openbaar bod, waardoor de continuïteit van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming op het spel komt te staan (aangenomen dat de continuïteit op *stand alone* basis niet kan worden verzekerd). In een dergelijke precaire en zeer uitzonderlijke situatie meen ik dat het vermogensrechtelijk recht van de aandeelhouder niet absoluut is.

administratiekantoren en beschermingsstichtingen, banken en verzekeraars en institutionele beleggers. Randvoorwaarde is dat dergelijke aandeelhouders de Nederlandse 'nationaliteit' bezitten. Het begrip 'algemeen belang' kan zeker door een buitenlandse aandeelhouder immers verschillend worden geïnterpreteerd, zeker in overnamesituaties. Voor bijvoorbeeld een Chinese verzekeraar die 'kleinaandeelhouder' is van een Nederlandse beursvennootschap kan het algemeen belang heel wat anders inhouden dan voor de Nederlandse vennootschap waarvan hij aandeelhouder is. Indien een Chinese partij poogt een maatschappelijk relevante Nederlandse beursvennootschap over te nemen, is het 'Chinese algemene belang' wellicht gebaat bij het slagen van de overname; voor de Nederlandse vennootschap misschien niet. Moet de Chinese aandeelhouder letten op het 'Nederlandse algemeen belang' of op het 'Chinese algemeen belang'? Dit is op zijn minst diffuus en zou derhalve ook door een Nederlandse rechter moeilijk zo niet onmogelijk zijn te toetsen. In deze paragraaf ga ik derhalve uit van rechtspersonen die zetelen in Nederland, tenzij specifiek anders aangegeven.

3.1 De Staat der Nederlanden

Het is te verwachten dat de Staat der Nederlanden (Staat) nog een bepaalde periode aandeelhouder van ABN AMRO zal zijn wanneer deze bank naar de beurs is gebracht.³⁵ Dat kan ook gebeuren in het geval van de verzekeraar ASR (eventueel in combinatie met Reaal).³⁶ Het kabinet schrijft in zijn 'Nota Deelnemingenbeleid Rijksoverheid 2013' dat de Staat in zijn rol als aandeelhouder en beleidsmaker uiteindelijk één gezamenlijk belang dient: "een zo efficiënt mogelijke borging van de betrokken publieke belangen".³⁷ De Staat beoordeelt in dat kader "of de strategie van de vennootschap in lijn is met de door het beleidsdepartement gedefinieerde publieke belangen, door het (al dan niet) goedkeuren van investeringen, door het vaststellen van het beloningsbeleid en door het benoemen van goede bestuurders en commissarissen". De Staat wil erop toezien dat "het in staatsdeelnemingen geïnvesteerde maatschappelijke vermogen op verantwoorde wijze wordt beheerd". Hij doet dat, volgens de eerder genoemde nota, door via de invulling van zijn zeggenschapsrechten bij te dragen aan de borging van publieke belangen, door aansturing op het behoud van de financiële waarde die de deelneming vertegenwoordigt en door een bijdrage te leveren aan goed ondernemingsbestuur. Dit geldt naar mijn mening zeker ook in eventuele overnamesituaties van de hiervoor genoemde vennootschappen. Nationaal (bestuursrecht) en internationaal (bijvoorbeeld het EU-verdrag) publiekrecht legt overigens wel beperkingen op aan de wijze waarop de Staat privaatrechtelijk mag optreden, zoals de wijze waarop gebruik wordt gemaakt van de aandeelhoudersrechten. Zo mag de Staat langs privaatrechtelijke weg

³⁵ *Kamerstukken II 2012/13*, 32 013, nr. 36. Overigens worden de aandelen van ABN AMRO, ASR en SNS Reaal formeel gehouden en beheerd door de stichting administratiekantoor beheer financiële instellingen (NLF1) en is de Staat houder van de certificaten van aandelen. NLF1 moet zich bij de uitoefening van de zeggenschapsrechten verbonden aan de aandelen primair richten naar het financieel-economische belang van de Staat. De Staat blijft verantwoordelijk voor de verkoop van de aandelen in deze financiële instellingen. In deze subparagraaf worden NLF1 en de Staat vanuit dit oogpunt gelijkgeschakeld.

³⁶ *Kamerstukken II 2013/14*, 33 532, nr. 36.

³⁷ *Kamerstukken II 2012/13*, 28 165, nr. 148, p. 7-8.

geen publieke toezichtstaken uitoefenen, zoals solvabiliteitstoezicht bij banken en verzekeraars en integriteitstoetsing van bestuurders van banken en verzekeraars.³⁸

3.2 Administratiekantoren en beschermingsstichtingen

Stichtingen administratiekantoor hebben vaak in de statuten staan dat zij bij het uitoefenen van het stemrecht ten minste ook rekening houden met het belang van de vennootschap waarvan zij de aandelen administreren. Wanneer het belang van de vennootschap duidelijk en substantieel wordt geraakt en bepaald door het maatschappelijk of algemeen belang, zal een stichting administratiekantoor die de aandelen van deze vennootschap administreert op grond van haar statutaire doelstelling bij de wijze waarop zij haar aandeelhoudersbevoegdheden uitoefent ook het algemeen belang dienen te betrekken. Indien de stichting administratiekantoor statutair de mogelijkheid heeft om de omstandigheden genoemd in art. 2:118a lid 2 BW³⁹ in te roepen, wordt zij geacht bij de besluitvorming daaromtrent het algemene belang te betrekken. Ik zou menen dat een stichting administratiekantoor niet geacht wordt het algemene belang bij de uitoefening van het stemrecht te betrekken wanneer de vennootschap waarvan zij de aandelen administreert niet als een maatschappelijk relevante vennootschap kan worden gekenschetst. Het voorgaande geldt ook voor het besluit van een beschermingsstichting of stichting continuïteit om de beschermende werking van beschermingspreferente aandelen in te roepen (via het uitoefenen van een calloptie). Dergelijke stichtingen hebben in hun statuten opgenomen dat hun doelstelling uitsluitend ziet op het behartigen van de belangen van de ‘achterliggende’ vennootschap door – onder meer – zoveel mogelijk invloeden te weren die de continuïteit, de zelfstandigheid of de identiteit zouden kunnen bedreigen. Opvallend in dit opzicht was dat de beschermingsstichting van KPN haar besluit van 29 augustus 2013 om haar calloptie op beschermingspreferente aandelen uit te oefenen mede nam om de belangen van “de Nederlandse samenleving als geheel veilig te stellen”.⁴⁰ Wellicht doelde de stichting hiermee op het feit dat KPN zich in een door de overheid aangewezen vitale sector bevindt, ook al was het besluit van de regering om een vvgb-stelsel voor KPN in te voeren destijds nog niet genomen.

3.3 Banken en verzekeraars

Nederlandse banken en verzekeraars moeten, conform het Nederlandse ondernemingsrecht, handelen volgens de norm van het vennootschappelijk belang.⁴¹ Zoals ik hiervoor heb betoogd, wordt bij banken en

³⁸ HR 26 januari 1990, NJ 1991/363 (*Windmill*). Zie meer over de rol van de Staat als aandeelhouder: T. Stevens, ‘De overheid als aandeelhouder’ in: P.J. van der Korst, R. Abma en G.T.M.J. Raaijmakers (red.), *Handboek Onderneming en Aandeelhouder* (Serie Onderneming en Recht Deel 69), Kluwer, Deventer 2012, p. 443-475.

³⁹ Een bestuur van een stichting administratiekantoor is op grond van art. 2:118a lid 2 BW niet verplicht een stemvolmacht aan een certificaathouder te verlenen indien – kort gezegd – een openbaar bod is uitgebracht of aangekondigd, een (groep) certificaathouder(s) ten minste 25 procent van het geplaatste kapitaal verschaft of wanneer uitoefening van het stemrecht door een certificaathouder naar het oordeel van het bestuur van de stichting administratiekantoor wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap.

⁴⁰ Persbericht “Stichting Preferente Aandelen B KPN oefent optie uit”, 29 augustus 2013 (www.prefs-kpn.nl).

⁴¹ Ik beperk mij in deze subparagraaf tot de aandelenbeleggingen die banken en verzekeraars beheren voor rekening en risico van uitsluitend de bank respectievelijk de verzekeraar en dus niet voor derden. Verderop in deze paragraaf komt beheer via specifieke vermogensbeheermandaten en beleggingsfondsen aan bod.

verzekeraars het vennootschappelijk belang – in ieder geval – deels geraakt en gevormd door het algemeen belang. Een bank of verzekeraar zal vanuit deze hoedanigheid het algemeen belang ook dienen te betrekken bij zijn handelen in zijn rol als aandeelhouder, zeker in het geval hij aandelen houdt van een maatschappelijk relevante vennootschap. Dat geldt ook in overnamesituaties. Het geldt temeer als de betreffende verzekeraar of bank zich associeert als een ‘maatschappelijk bewuste of verantwoorde belegger’, bijvoorbeeld door zich te committeren aan een eigen of branchespecifieke code op dat terrein⁴² of doordat hij eigen beleggingsbeginselen op het terrein van ‘maatschappelijk verantwoord beleggen’ heeft geformuleerd.⁴³ In dat geval zal hij, naast de financiële consequenties, ook de maatschappelijke consequenties van een overname van een hiervoor gedefinieerde vennootschap – waar dan ook gevestigd – op al zijn merites moeten betrekken bij zijn besluit om – in het geval van een openbaar bod – zijn aandelen aan te bieden, dan wel – in het geval van een aandeelhoudersvoorstel om de ondernemingsstrategie of -leiding te wijzigen – om voor of tegen het aandeelhoudersvoorstel te stemmen.⁴⁴ Indien een aandeelhouder (toe)zegt dat hij zich ‘maatschappelijk verantwoord’ zal opstellen, dan is hij daar ook aan gebonden. Het kan bij de betreffende beursvennootschap, haar direct belanghebbenden en de maatschappij in haar geheel bovendien de gerechtvaardigde verwachting wekken dat hij ten aanzien van de concrete casus verantwoording aflegt over de verrichte belangenafweging.

3.4 Institutionele beleggers

Institutionele beleggers, hier gedefinieerd als pensioenfondsen, vermogensbeheerders, beleggingsinstellingen en maatschappijen of fondsen voor collectieve belegging in effecten (icbe's), zijn belangrijke beleggers in beursvennootschappen. Zij houden gezamenlijk om en nabij de tachtig procent van de Nederlandse beursgenoteerde aandelen.⁴⁵ Institutionele beleggers houden tegelijkertijd in de regel een gediversifieerde beleggingsportefeuille aan, zodat zij als houders van aandelen in een individuele beursvennootschap een beperkte invloed hebben. Voor de goede orde: in deze subparagraaf ga ik van deze ‘karakteristiek’ uit: een ‘kleine’ belegger dus die – in tegenstelling tot hetgeen is beschreven in de vorige paragraaf 2 – vanuit zijn aandeelhouderschap sec niet direct in aanraking komt met de grenzen van zijn algemene beleggings- en stemvrijheid.

⁴² Bijvoorbeeld de Code Duurzaam Beleggen van het Verbond van Verzekeraars. Op grond van principe 4 worden de leden van het Verbond geacht in hun beleggingsbeleid rekening te houden met milieuaspecten, sociale aspecten en goed ondernemingsbestuur (governance) van de entiteiten waarin door hen wordt belegd. Veel banken en verzekeraars volgen bovendien de ‘Principles for Responsible Investment’ van de Verenigde Naties. De eerste twee principes luiden: “We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes” en “We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices”.

⁴³ Overigens geldt dit ook voor andere aandeelhouders die zelf een beleid hebben geformuleerd en ingevoerd op het terrein van maatschappelijk verantwoord beleggen. Zij zijn gehouden om dergelijke principes ook in overnamesituaties toe te passen.

⁴⁴ Het is de vraag of ING Groep zich dit in april 2007 realiseerde toen zij stemde vóór het aandeelhoudersvoorstel om systeembank ABN AMRO te splitsen (kenbaar uit interview met de toenmalig financieel directeur van ING Groep, Cees Maas, in het TV-programma ‘Buitenhof’ van 29 april 2007).

⁴⁵ Eigen schatting op basis van gegevens uit de jaarverslagen 2013 van de beursvennootschappen, aangevuld met informatie van zakenbanken.

Een institutionele belegger kent echter wel specifieke verantwoordelijkheden die zijn beleggings- en stemvrijheid afbakenen. Hij heeft primair een verantwoordelijkheid jegens zijn achterliggende begunstigen, zoals pensioengerechtigden en werknemers die pensioenpremie betalen (pensioenfondsen), participanten in beleggingsfondsen (beleggingsinstellingen en icbe's) en cliënten (vermogensbeheerders). Een institutionele belegger belegt direct dan wel indirect voor rekening en risico van de achterliggende begunstigen of cliënten.

3.4.1 Hebben institutionele beleggers in alle omstandigheden een verantwoordelijkheid jegens beursvennootschappen?

De meningen verschillen over de vraag of een institutionele belegger een verantwoordelijkheid heeft die strekt tot buiten de kring van de achterliggende begunstigen. De opsteller van de Nederlandse corporate governance code – de Commissie Tabaksblat – vond van wel en heeft in 2003 expliciet gemaakt dat een institutionele belegger een verantwoordelijkheid heeft jegens de vennootschap waarvan hij aandelen houdt, onverminderd het primaire belang van de achterliggende begunstigen.⁴⁶ De wetgever heeft bij gelegenheid van de implementatie in de Wft van de 'pas toe of leg uit'-regel bij de bepalingen uit de Nederlandse corporate governance code die betrekking hebben op institutionele beleggers de opvatting van de Commissie Tabaksblat niet expliciet gemaakt. De wettelijke inkadering had, naar de mening van de wetgever, tot doel "het vergroten van de transparantie, in het bijzonder ten opzichte van de achterliggende begunstigen, omtrent het door institutionele beleggers gevoerde beleid ten aanzien van de uitoefening van het stemrecht op aandelen".⁴⁷ Beursvennootschappen worden in de toelichting niet expliciet genoemd. Dit kan in de nabije toekomst veranderen. In het voorstel van de Europese Commissie voor een richtlijn aandeelhoudersbetrokkenheid zijn bepalingen opgenomen die institutionele beleggers verplichten om jaarlijks publieke verantwoording af te leggen over hun beleid ten aanzien van betrokken aandeelhouderschap en over de implementatie en resultaten daarvan. Institutionele beleggers dienen tevens publiek te maken hoe zij tijdens de aandeelhoudersvergaderingen hebben gestemd.⁴⁸ Deze verplichtingen zijn, blijkens de overwegingen bij het richtlijnvoorstel, niet zozeer ingegeven door een gebrek aan goede verantwoording aan de achterliggende begunstigen en de cliënten, maar zijn meer ingegeven door een vermeende kortetermijngeneigdheid van institutionele beleggers en een gebrek aan echte betrokkenheid van hen bij het reilen en zeilen van de vennootschappen waarin wordt belegd. De verplichtingen zouden de corporate governance structuur van beursvennootschappen moeten verbeteren en moeten bijdragen aan de lange termijn waardecreatie van de beursvennootschappen. Kortom: de verhouding tussen institutionele belegger en beursvennootschap lijkt, naast de evidente relatie tussen de

⁴⁶ Principe IV.4.

⁴⁷ *Kamerstukken II 2006/07*, 30 658, nr. 5, p. 17.

⁴⁸ 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 en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft (COM(2014) 213 final). Zie met name het voorstel voor het nieuwe art. 3f lid 3 in Richtlijn 2007/36/EG. Zie over het richtlijnvoorstel ook W. Kuijpers, 'Voorstel Europese Commissie wijziging richtlijn aandeelhoudersrechten', *Ondernemingsrecht* (2014), p. 445-449.

institutionele belegger en zijn achterliggende begunstigen, centraler te komen staan. De onderhandelingen tussen de Europese Commissie en de Europese Raad en het Europees Parlement over het richtlijnvoorstel lopen momenteel nog. Mijns inziens heeft een institutionele belegger met een wijdverspreide aandelenportefeuille in ieder geval tot de inwerkingtreding van de richtlijn – in juridische zin – *niet* de verantwoordelijkheid om ook het vennootschappelijk belang te betrekken bij zijn beleggings- en stemgedrag. Uit dien hoofde zal hij ook niet het maatschappelijk belang behoeven te betrekken bij het nemen van beleggings- en stembesluiten ten aanzien van een maatschappelijk relevante vennootschap. Dit alles neemt niet weg dat via de band van zijn verantwoordelijkheid jegens achterliggende begunstigen en cliënten bepaalde institutionele beleggers – onder omstandigheden – wel geacht kunnen worden zich rekenschap te geven van de bredere maatschappelijke gevolgen van hun handelen. Ik behandel daartoe achtereenvolgens pensioenfondsen, vermogensbeheerders en beleggingsinstellingen en icbe's.

3.4.2 Pensioenfondsen

In 2010 onderzocht een commissie, op verzoek van de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, het beleggingsbeleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfondsen. In het onderzoeksrapport wijst de commissie erop dat de wettelijke taakopdracht van een pensioenfonds het zorg dragen voor een goed en veilig pensioen is. Deze wettelijke taakopdracht in ogenschouw nemende, komt de commissie tot de conclusie dat een pensioenfonds er niet aan ontkomt “zich rekenschap te geven van de bredere maatschappelijke gevolgen van zijn handelen”.⁴⁹ Volgens de commissie is er zowel een externe als een interne legitimering voor het ‘maatschappelijk verantwoord handelen’ door pensioenfondsen. Extern, omdat samenleving en politiek verwachten dat pensioenfondsen met het toenemen van het belegd vermogen expliciet aandacht hebben voor duurzaamheid, zowel op het gebied van milieu en klimaat als op het gebied van mensenrechten en sociale verhoudingen. Intern, omdat deelnemers en premiebetalers hier expliciet om vragen dan wel omdat een pensioenfonds als lange termijn belegger direct de gevolgen merkt van niet-duurzame ecologische, economische of sociale ontwikkelingen bij de vennootschappen waarin wordt belegd op de toekomstige waarde van de beleggingen. Mede op grond van deze notie is op 1 januari 2013 in de Pensioenwet de verplichting opgenomen dat een pensioenfonds in zijn jaarverslag vermeldt op welke wijze in het beleggingsbeleid rekening wordt gehouden met milieu en klimaat, mensenrechten en sociale verhoudingen.⁵⁰ De op 1 juli 2014 in werking getreden Code Pensioenfondsen voegt hier nog aan toe dat een pensioenfonds – als belegger in beursvennootschappen – ook geacht wordt goed ondernemingsbestuur te bevorderen.⁵¹ Soortgelijke bepalingen zijn ook opgenomen in het

⁴⁹ Rapport van de Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer ('Commissie Frijns'), Pensioen: "Onzekere zekerheid", 2010, p. 4. Gepubliceerd als bijlage bij *Kamerstukken II* 2009/10, 30 413, nr. 138.

⁵⁰ Art. 135 lid 4 Pensioenwet.

⁵¹ Norm 27 van de Code Pensioenfondsen. De 'pas toe of leg uit'-regel bij deze code is wettelijk verankerd in art. 11 Besluit uitvoering Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling. Daarnaast hebben veel pensioenfondsen, net als banken en verzekeraars, vrijwillig de 'Principles for Responsible Investment' van de Verenigde Naties ondertekend (zie voetnoot 42) en/of

voorstel van de Europese Commissie voor een nieuwe richtlijn pensioenfondsen.⁵² De Britse Law Commission (een adviesorgaan van het Britse Parlement) gaat nog een stap verder en stelt – in een verduidelijking van de regels voor Britse pensioenfondsbestuurders – dat pensioenfondsen *verplicht* zijn om factoren op het terrein van ondernemingsbestuur, milieu en klimaat en mensenrechten en sociale verhoudingen in ogenschouw te nemen wanneer zij denken dat deze een materiële financiële impact hebben.⁵³ Het is niet geheel duidelijk of pensioenfondsen worden geacht de hier genoemde factoren als milieu, klimaat, mensenrechten en sociale verhoudingen binnen de context van de betreffende vennootschap te beschouwen of als meer vennootschapsexterne, algemene belangen. Ik zou menen dat vanuit de belangrijkste karakteristieken van een pensioenfonds – een statutaire doelstelling die als sociaal of maatschappelijk kan worden gekenschetst⁵⁴ en voor het overgrote deel Nederlandse deelnemers hebbend – de verwachting gerechtvaardigd is dat een Nederlands pensioenfonds het maatschappelijk belang van een maatschappelijk relevante vennootschap betreft bij zijn beleggings- en stemgedrag betreffende die specifieke vennootschap, zeker ook in een overnamesituatie.

3.4.3 Vermogensbeheerders

De toenemende druk op pensioenfondsen en ook op verzekeraars om zich op te stellen als ‘maatschappelijk bewuste of verantwoorde belegger’ heeft ook zijn invloed op het gedrag van een Nederlandse vermogensbeheerder aan wie de uitvoering van het beleggings- en stembeleid van een pensioenfonds en/of verzekeraar aan de hand van een vermogensbeheerovereenkomst met beleggingsmandaat is uitbesteed. De vermogensbeheerder dient immers voorrang te geven aan de belangen van zijn cliënten boven zijn eigen belang. Indien een vermogensbeheerder uitsluitend pensioenfondsen en/of verzekeraars als cliënten heeft, dan zal ook de vermogensbeheerder in het geval van een maatschappelijk relevante beursvennootschap (ook) het maatschappelijk belang moeten meewegen bij het nemen van zijn stem- en beleggingsbesluiten. Dit zou ook kunnen gelden voor buitenlandse vermogensbeheerders, al is het voor hen niet eenvoudig om – alleen al vanwege de afstand tot het land waar de cliënten zijn gevestigd – een voor de Nederlandse samenleving geldend belang op de juiste wijze in te schatten en mee te wegen bij de andere belangen die in een overnamesituatie spelen.

3.4.4 Beleggingsinstellingen en icbe's

willen zij zich anderszins – bijvoorbeeld uit angst voor reputatieverlies bij de ‘achterban’, samenleving of de politiek – als ‘maatschappelijk verantwoord belegger’ opstellen.

⁵² Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de werkzaamheden van en het toezicht op instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening (COM (2014) 167 final), conceptart. 55.

⁵³ The Law Commission, *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries*, 1 juli 2014. (http://lawcommission.justice.gov.uk/docs/lc350_fiduciary_duties.pdf).

⁵⁴ Overweging 14 van de huidige richtlijn pensioenfondsen (Richtlijn 2003/41/EG) duidt hier ook op: “Het is van belang ervoor te zorgen dat ouderen en gehandicapten niet het gevaar lopen in armoede te geraken en dat zij van een behoorlijke levensstandaard kunnen genieten” (is ook overweging 14 van het voorstel van de Europese Commissie voor een nieuwe richtlijn pensioenfondsen; zie voetnoot 5). Vergelijk ook voetnoot 10).

Het stembeleid van een beleggingsinstelling (waaronder bijvoorbeeld ook een hedgefonds of een private equity fonds) en van een icbe wordt opgesteld door de betreffende beheerder en moet in overeenstemming zijn met de beleggingsdoelstellingen en het beleggingsbeleid van de betreffende beleggingsinstelling respectievelijk icbe en de uitoefening van het stemrecht moet in het *uitsluitende voordeel* van de betreffende beleggingsinstelling respectievelijk icbe en van de beleggers daarin worden uitgeoefend.⁵⁵ Beleggingsinstellingen worden door pensioenfondsen en verzekeraars steeds vaker gebruikt om hun beleggingen te *poolen*, teneinde schaalvoordelen – waaronder kostenvoordelen – te bewerkstelligen. Het zal in de rede liggen dat het beleggings- en stembeleid van dergelijke beleggingsinstellingen mede is ingericht conform de wensen van de betreffende pensioenfondsen en/of verzekeraars. Het is echter de vraag of – ook – een dergelijke beleggingsinstelling in een overnamesituatie van een maatschappelijk relevante beursvennootschap andere, bijvoorbeeld maatschappelijke, belangen mag meewegen bij zijn beslissingen dan uitsluitend het financiële belang van de cliënten – de pensioenfondsen en/of verzekeraars – ook al hebben deze cliënten ‘maatschappelijk verantwoord beleggen’ hoog in het vaandel staan. Een beleggingsinstelling kan redeneren dat de Europese wetgever met de zinsnede “uitsluitend voordeel” uitsluitend het financiële belang van de cliënten voor ogen heeft gehad en niet nevenschikte belangen als het vennootschappelijk of maatschappelijk belang. Dit geldt temeer daar een dergelijke beleggingsinstelling niet wettelijk geacht wordt de ‘aandeelhoudersbepalingen’ uit de Nederlandse corporate governance code toe te passen.⁵⁶ Bij ministeriële regeling is een beheerder van een beleggingsinstelling of een icbe vrijgesteld van art. 5:86 Wft betreffende de toepassing van de Nederlandse corporate governance code door institutionele beleggers, wanneer hij een (overwegend) deskundige en professionele clientèle heeft.⁵⁷ Het eerder genoemde richtlijnvoorstel aandeelhoudersbetrokkenheid zou hier verandering in kunnen aanbrengen, maar dit richtlijnvoorstel is nog onderwerp van onderhandeling en derhalve amendering.⁵⁸

Voor beleggingsinstellingen en icbe’s die verschillende categorieën beleggers kennen zal de inrichting van het beleggings- en stembeleid kenbaar zijn uit het prospectus en de jaarverslagen. Bij dergelijke beleggingsinstellingen en icbe’s is de ruimte – mede op grond van de eerder genoemde zinsnede – mijns inziens nog kleiner om in een overnamesituatie van een maatschappelijk relevante beursvennootschap het bredere maatschappelijke belang mee te wegen bij het bepalen van zijn beleggings- en stemgedrag.

⁵⁵ Art. 37 Gedelegeerde verordening (EU) nr. 231/2013 van de Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad ten aanzien van vrijstellingen, algemene voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening, bewaarders, hefboomfinanciering, transparantie en toezicht (PbEU L 83) en art. 126c Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft, waarin art. 21 Richtlijn 2010/43/EU van de Commissie van 1 juli 2010 tot uitvoering van Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft organisatorische eisen, belangenconflicten, bedrijfsvoering, risicobeheer en inhoud van de overeenkomst tussen een bewaarder en een beheermaatschappij (PbEU L 176) is geïmplementeerd.

⁵⁶ De principes en bepalingen uit paragraaf IV.4 van de Nederlandse corporate governance code.

⁵⁷ Art. 57 Vrijstellingsregeling Wft ex art. 5:87 Wft.

⁵⁸ Zie voetnoot 48.

4. Conclusie

Centrale vraag in deze bijdrage is of een aandeelhouder wordt geacht het algemeen belang te betrekken bij het besluit om – in het geval van een openbaar bod – zijn aandelen van een Nederlandse beursvennootschap wel of niet aan te bieden aan eenieder en – buiten de situatie van een openbaar bod – bij het (stem)gedrag om aan te sturen op een overname ('achter de schermen' of via een formeel voorstel op de agenda van een aandeelhoudersvergadering). Ik heb betoogd dat het antwoord op deze vraag afhankelijk is van de aard van de activiteiten van de betreffende vennootschap en van de specifieke kenmerken van de aandeelhouder. Noodzakelijke voorwaarde is dat het vennootschappelijke belang van de specifieke beursvennootschap *duidelijk* en *substantieel* moet worden geraakt en bepaald door het algemeen belang. Om duidelijkheid naar de kapitaalmarkt te creëren, zou het mijns inziens aanbeveling verdienen dat de regering zo snel mogelijk duidelijk maakt welke specifieke vennootschappen zij van vitaal belang acht voor de instandhouding van het maatschappelijk leven, zoals zij dat al met KPN heeft gedaan. Op die manier kan (ook) de kapitaalmarkt kennis nemen van die beursvennootschappen die als 'maatschappelijk relevant' worden geacht en kan hij een dergelijk feit meewegen in zijn waardering van de betreffende vennootschappen en bij het nemen van beleggingsbeslissingen. Het sec ontplooiën van activiteiten in de door de overheid aangemerkte vitale sectoren is naar mijn mening onvoldoende duidelijk.

Vervolgens heb ik betoogd dat binnen het organisatorische verband van de vennootschap *elke grootaandeelhouder* van een maatschappelijk relevante beursvennootschap is gehouden om in het kader van het vennootschappelijk belang (ook) het algemeen belang in het oog te houden en dit af te wegen tegenover andere belangen. Dat geldt niet alleen bij besluiten over het stemgedrag over voorstellen binnen het gremium van de aandeelhoudersvergadering betreffende een wijziging van de strategie (inclusief afsplitsing en verkoop) en van de ondernemingsleiding, maar ook buiten dit gremium daar waar het gaat om het 'druk' zetten op de ondernemingsleiding om in een overnamesituatie te geraken.

Het geldt echter niet a priori in de situatie dat – door een andere partij dan de grootaandeelhouder – een openbaar bod op de aandelen van de betreffende beursvennootschap is uitgebracht. Het besluit over het wel of niet ingaan op het bod is exclusief voorbehouden aan de individuele aandeelhouder en vindt plaats buiten de organisatorische context van de vennootschap. Op grootaandeelhouders rust dan in beginsel niet de plicht om het 'vennootschappelijk belang' dan wel het 'algemeen belang' als zelfstandig belang te betrekken bij een dergelijk besluit. Ik heb betoogd dat alleen van *bepaalde Nederlandse aandeelhouders* kan worden verwacht dat zij ook bij een dergelijke overnamesituatie het betreffende algemeen belang meewegen in hun besluitvorming. Het gaat dan om banken, verzekeraars, pensioenfondsen, beleggingsondernemingen die (vooral) het vermogen van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars beheren, stichtingen administratiekantoren, beschermingsstichtingen en – vanzelfsprekend – de Staat der Nederlanden. Van andere aandeelhouders kan dit gedrag in openbaar bod-situaties niet worden

verwacht, tenzij zij zich via een bepaalde code of eigen gedragsrichtlijnen hebben gecommitteerd aan 'maatschappelijk verantwoord of bewust beleggen'.

Dit alles betekent niet dat vanuit deze redenering de slagingskans van een openbaar bod op een maatschappelijk relevante Nederlandse beursvennootschap op voorhand (veel) moeilijker wordt. Ten eerste omdat de mediaan van het grootste stemmenblok van de AEX-vennootschappen momenteel 'slechts' zo'n vijftien procent bedraagt; het aandelenbezit van de 'gemiddelde' AEX-vennootschap is – met andere woorden – behoorlijk gespreid.⁵⁹ Het merendeel van de aandelen wordt gehouden door aandeelhouders die niet als grootaandeelhouder kunnen worden aangemerkt. Ten tweede omdat die sterk versnipperde aandelen voor naar schatting tachtig procent worden gehouden door buitenlandse institutionele beleggers⁶⁰, waarvan, zoals hiervoor is aangegeven, moeilijk kan worden verwacht dat zij het 'Nederlandse algemene belang' kennen laat staan daarnaar zullen of moeten handelen. Ten derde omdat het in de concrete situatie gaat om een reeks van belangen die de aandeelhouder zal moeten wegen; het algemeen belang is 'slechts' één van de belangen. Vooral in de situatie dat de biedprijs van de bieder veel hoger ligt dan de waardering van de betreffende vennootschap of wanneer de ondernemingsleiding een slechte *track record* heeft – in termen van ondernemingsprestaties – dan zal waarschijnlijk voor alle behandelde groepen aandeelhouders het financiële belang van de overname zwaarder wegen dan andere belangen en kan hij dat ook geloofwaardig aan de buitenwereld uitleggen.⁶¹

Indien de maatschappij vindt dat een beursvennootschap activiteiten ontplooit die van dermate groot belang zijn voor het functioneren van de maatschappij dat deze na een eventuele overname moeten worden gegarandeerd, dan resteert naar mijn mening alleen overheidsingrijpen – binnen de grenzen van hetgeen binnen het Europees Verdrag is bepaald over vrij verkeer van kapitaal –, zoals recentelijk rond KPN is aangekondigd en eerder al is bepaald met betrekking tot financiële instellingen. Aandeelhouders, maar ook de vennootschappen zelf, hebben baat bij zo weinig mogelijk onzekerheid en hebben daarom de voorkeur om niet te worden verrast. Er valt daarom veel voor te zeggen om niet alleen de betreffende vennootschappen of onderdelen daarvan specifiek te benoemen. Ook zou de overheid de toetsingscriteria voor het mogen overnemen van een (deel van een) dergelijke vennootschap en de duur van het gehele toetsingsproces vooraf zo helder mogelijk moeten maken.

⁵⁹ Wel neemt het 'geconcentreerd aandeelhouderschap' bij Nederlandse beursvennootschappen de laatste jaren toe. Zie R. Abma, 'De belangrijkste ontwikkelingen en bevindingen uit het aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2014' in: M. Lückerath-Rovers, B. Bier, H. van Ees en M. Kaptein (red.), *Jaarboek Corporate Governance 2014-2015*, Kluwer, Deventer 2014 (te verschijnen).

⁶⁰ Eigen schatting op basis van gegevens uit de jaarverslagen 2013 van de beursvennootschappen, aangevuld met informatie van zakenbanken.

⁶¹ Zie voor institutionele beleggers in dezelfde zin R. Abma en Z. Tali, 'De rol van aandeelhouders bij vijandige overnames', in: D. Busch en M.P. Nieuwe Weme (red.), *Christels Koers; Liber Amicorum Prof.mr.drs. C.M. Grundmann-van de Krol* (Serie Onderneming en Recht Deel 79), Kluwer, Deventer 2013, p. 27-43.