



Position Paper Acting in Concert

Er zijn verschillende rechtsregels waarin zogeheten *concert party rules* zijn opgenomen. Deze regels hebben in de regel tot doel de transparantie over de zeggenschapsverhoudingen in beursvennootschappen te vergroten en de bescherming van minderheidsaandeelhouders te verbeteren. Waar twee of meer aandeelhouders in samenwerking zeggenschap in een beursgenoteerde vennootschap uitoefenen, zullen zij daarvan dan melding moeten maken en als aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan zelfs een verplicht bod uitbrengen op alle aandelen van de vennootschap om zo de minderheidsaandeelhouders een exit te bieden. In Nederland speelt dit vooral bij de Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende instellingen (Wmzk)¹ en het Wetsvoorstel ter implementatie van de Overnamerichtlijn (hierna: het Wetsvoorstel).

De ratio van beide regelingen is duidelijk: het verbeteren van transparantie over zeggenschap en het voorkomen dat de regels over verplichte biedingen eenvoudig kunnen worden omzeild. Waar echter bij de Wmzk sprake moet zijn van een overeenkomst die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake de uitoefening van het stemrecht (artikel 13 lid 5), ligt de lat in het Wetsvoorstel veel lager. Daar kan immers ook reeds sprake zijn van *acting in concert* wanneer de samenwerking incidenteel is, en bovendien hoeft die niet gericht te zijn op het verwerven van overwegende zeggenschap. Ook het gezamenlijk dwarsbomen van het openbaar bod van een derde kan als zodanig worden gekwalificeerd, met als gevolg de verplichting om zelf een openbaar bod uit te brengen op de aandelen van de desbetreffende vennootschap. Hoe duidelijk ook de ratio van deze regeling is, zo lastig en onduidelijk is de toepassing. Dat probleem zal naar verwachting alleen maar groter worden. Enerzijds wordt immers de positie die institutionele beleggers hebben als aandeelhouder in beursondernemingen absoluut en relatief steeds groter. Anderzijds maken zij steeds vaker gebruik maken van hun rechten. Daarbij werken zij samen met andere institutionele beleggers. Dat doen zij zowel incidenteel als meer structureel in de vorm van lidmaatschap van nationale of internationale netwerken. En zij doen dat bij het bezoeken van

¹ Wet van 5 juli 2006 (Stb. 355).

algemene vergaderingen van aandeelhouders, maar ook bij het voeren van rechtstreekse gesprekken met vennootschappen over onderwerpen op het terrein van corporate governance.

Dit wordt algemeen gezien als een noodzakelijke en nuttige ontwikkeling in het verbeteren van de governance van beursgenoteerde vennootschappen. Dat door sommigen vraagtekens worden geplaatst bij met name het activistische optreden van sommige hedge funds, doet daaraan geen afbreuk. Integendeel: dat maakt de behoefte aan de inbreng van institutionele beleggers met een duidelijk lange-termijnperspectief alleen maar groter. Illustratief is in ieder geval de oproep die van verschillende kanten wordt gedaan aan het adres van institutionele beleggers om meer gebruik te maken van hun positie als aandeelhouders en daarbij ook de samenwerking met collega-instituten op te zoeken. Dergelijke oproepen zijn onlangs nog gedaan vanuit het International Corporate Governance Network (ICGN) en de Verenigde Naties.

ICGN Consultatiedocument on Institutional Shareholder Responsibilities (2006)

- Art. 4.5.2: When engaging with companies about governance issues, shareholders should respect market abuse rules and not seek trading advantage through possession of price sensitive information. Where appropriate, they should consider working jointly with other shareholders on particular issues. In working with other investors, they should also respect rules with regard to concert parties. Regulators should seek to develop rules with regard to both market abuse and concertation that can be enforced sensibly and does not inhibit reasonable collaboration between shareholders.

UN Principles for Responsible Investment (2006)

- 5: We [institutional investors] will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles.

Possible actions:

- Support/participate in networks and information platforms to share tools, pool resources, and make use of investor reporting as a source of learning
- Collectively address relevant emerging issues
- Develop or support appropriate collaborative initiatives

Het is van belang om deze realiteit bij het ontwerpen van *concert party rules* voor ogen te houden. Het is niet constructief als die rechtsregels de genoemde corporate governance-ontwikkeling zouden belemmeren. Kijkend naar de regels omtrent het verplichte bod, is de vraag wanneer bij de samenwerking tussen aandeelhouders een zodanige grens wordt overschreden dat de situatie een

exit mogelijkheid voor de minderheidsaandeelhouders rechtvaardigt. Hierbij zal in eerste instantie gedacht moeten worden aan bewust opgezette constructies of andere banden of afspraken tussen aandeelhouders waardoor de desbetreffende aandeelhouders feitelijk als één kunnen en moeten worden gezien. Hiervan kan bijvoorbeeld sprake zijn bij onderlinge familiebanden, groepsverhoudingen, etc.

Het is op zich niet uitgesloten dat twee institutionele beleggers een zodanige samenwerking hebben dat zij onder deze regels zullen vallen. Maar bij dergelijke in de regel volstrekt onafhankelijk van elkaar opererende personen zonder formele of informele banden, zijn bijkomende omstandigheden nodig, zoals ook de toelichting bij het Wetsvoorstel aangeeft (kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 24). Het feit dat het om institutionele beleggers gaat is onvoldoende, zelfs als die tegelijkertijd lid zijn van dezelfde netwerken. Zij handelen in het belang van hun fiduciaire verantwoordelijkheid jegens hun eigen deelnemers en zijn verplicht steeds een eigen afweging te maken. Dat zij vanwege hun positie vaak *like minded* zijn en dat zij vaak samen optrekken om effectiever te zijn in hun optreden, doet daaraan niet af. Dit zou slechts anders worden als zij de vrije beschikking over hun stemgedrag uit handen hebben gegeven aan een ander. Hiervan is sprake als zij geen eigen afweging meer maken en zullen accepteren dat die ander zelfs tegen hun eigen belang in zou kunnen stemmen. Dat zij geen mogelijkheid hebben een eventuele stemvolmacht te herroepen, en een volmacht zelfs op structurele basis hebben verstrekt, zal een extra aanwijzing in deze richting opleveren.

Meer in het bijzonder over het gezamenlijk dwarsbomen van een openbaar bod kan worden opgemerkt: de ratio van het verplichte bod is om minderheidsaandeelhouders een exit te bieden nadat de zeggenschap over hun vennootschap is gewijzigd (overweging 9 bij de Overnamerichtlijn). Het enkele feit dat twee of meer institutionele beleggers vanuit hun eigen analyse tot de conclusie komen dat een voorgenomen openbaar bod onwenselijk is en samen optrekken om zo ieder hun eigen doelstelling dit bod te dwarsbomen beter te kunnen verwezenlijken, is onvoldoende om te spreken van *acting in concert* in zin van het Wetsvoorstel.

Inmiddels is het kabinet aan deze problematiek tegemoet gekomen door het Wetsvoorstel zodanig aan te passen dat van het gezamenlijk dwarsbomen van een bod slechts sprake is wanneer dit in samenwerking geschiedt met de doelvennootschap (kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 9, onderdeel A). Dit neemt de hiervoor genoemde bezwaren maar ten dele weg, omdat aandeelhouders zich ook met de doelvennootschap vanuit bijvoorbeeld een oogpunt van goede governance kunnen verzetten tegen een vijandige overname. Er is dan ook behoefte aan meer duidelijkheid over de toepassing van de genoemde *concert party rules*. Die kan worden gegeven door uit te gaan van een weerlegbaar bewijsvermoeden dat geen sprake is van *acting in concert* respectievelijk dat aandeelhouders niet handelen met het doel de zeggenschap te verwerven,

wanneer het twee of meer beleggers betreft die van elkaar onafhankelijk zijn en die een institutioneel karakter hebben, dat wil zeggen: zij handelen niet voor eigen rekening, maar voor rekening van hun eigen deelnemers en hebben een fiduciaire verantwoordelijkheid jegens hen. Institutionele beleggers zijn mede om deze reden niet *in the business* van het verwerven van overwegende zeggenschap over beursgenoteerde vennootschappen en het ligt dan ook voor de hand om duidelijkheid te scheppen over de beoordeling van hun gezamenlijke optreden door als uitgangspunt te nemen dat zij hier niet op uit zijn. Dit voorkomt veel lastige discussie die een onwenselijk afremmend effect kan hebben op de juist zo gewenste monitoring rol van institutionele beleggers op het vlak van corporate governance. Het bewijsvermoeden zal een duidelijke strekking moeten hebben om werkbaar te zijn in de praktijk. Bij voorkeur zal het van toepassing zijn op pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen handelend namens hun verzekeringnemers, vermogensbeheerders en beleggingsfondsen. Aangezien de hiervoor genoemde argumenten primair opgaan voor institutionele beleggers met een meer lange termijnbeleggingshorizon, ligt het in de rede *hedge funds* niet onder de strekking van het bewijsvermoeden te begrijpen.

Verder is het wenselijk dat de wetstoelichting een niet-limitatieve opsomming geeft van factoren die van belang zijn wanneer in de praktijk moet worden vastgesteld of al dan niet sprake is van *acting in concert*. Hierbij kan aansluiting worden gezocht bij de regels over het verplichte bod in de Engelse Takeover Code waarin eveneens factoren worden vermeld die houvast moeten bieden bij het toepassen van de desbetreffende *acting in concert*-regels (zie o.m. Rule 9.1).

Van belang bij het toepassen van dergelijke factoren is steeds dat het gaat om het objectiveren van de vraag of gezamenlijk handelende partijen het doel hebben de zeggenschap te verwerven en daarmee een zodanige wijziging brengen in de zeggenschapsverhoudingen binnen de vennootschap dat een exitmogelijkheid voor de minderheidsaandeelhouders gerechtvaardigd is. Gedacht kan worden aan de volgende factoren:

- De mate waarin de desbetreffende aandeelhouders onafhankelijk van elkaar zijn of juist onderlinge relaties hebben;
- De aard van de desbetreffende aandeelhouders, inclusief de vraag of zij voor eigen rekening optreden of vanuit een fiduciaire verantwoordelijkheid;
- De mate waarin de aandeelhouders relaties hebben met de vennootschap en/of met bestuurders en commissarissen van de vennootschap;
- Het soort van besluit waaromtrent de aandeelhouders gezamenlijk optrekken (gaat het bijvoorbeeld om een besluit om de meerderheid van de bestuurders van de vennootschap

te vervangen door personen met een bijzondere loyaliteit naar de desbetreffende aandeelhouders, of andersoortige besluiten);

- De vraag in hoeverre het een aandeelhouder door de andere aandeelhouder(s) gehouden kan worden op een bepaalde manier te stemmen, ook al is hij zelf van mening veranderd;
- De inhoud van de eventuele overige afspraken tussen de aandeelhouders;
- Eventuele vergoedingen van welke aard ook die zijn overeengekomen tussen de aandeelhouders;
- Het duurzame of juist incidentele karakter van de samenwerking;
- De vraag of er (andere) indicaties zijn waaruit de opzet blijkt om de zeggenschap over de vennootschap te verwerven en uit te oefenen.