

Ministerie van Financiën
T.a.v. de Minister van Financiën
Drs. W. Bos
Postbus 20201
2500 EE DEN HAAG

Betreft: 'Acting in concert'
Ons kenmerk: 2008.002
Schiphol, 10 januari 2008

Geachte heer Bos,

Op 12 december jl. vond het Algemeen Overleg Corporate Governance plaats met de leden van de Tweede Kamer. Eumedion, het corporate governance forum voor institutionele beleggers, heeft kennis genomen van uw antwoord op de vraag van de VVD-fractie of u voornemens bent zich in Europa sterk te maken om de knelpunten die institutionele beleggers ondervinden door de zogenoemde *concert party rules* (ook wel de *acting in concert* regels) weg te nemen. U gaf aan dat u daartoe geen aanleiding ziet, omdat u geen signalen van de AFM heeft ontvangen dat er op dit punt zich problemen voordoen in Nederland. Graag lichten wij hieronder toe waarom uw standpunt naar onze mening heroverweging behoeft en leggen wij uit op welke wijze deze *concert party rules* wel degelijk tot knelpunten leiden.

De definitie van "acting in concert" komt in Nederland voor bij de regeling inzake de melding van zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende instellingen en bij de verplicht bod regeling. Deze regelingen hebben hun herkomst in de Transparantierichtlijn en de Overnamerichtlijn. Het samen optrekken met andere institutionele beleggers kan onder omstandigheden aanleiding geven tot de verplichting op de samenwerkende partijen om een zeggenschapsmelding te doen in het geval een meldingsdrempel wordt overschreden (art. 5:45, vijfde lid, Wft)¹. Het samen optrekken van aandeelhouders kan zelfs aanleiding zijn tot de verplichting om een openbaar bod op alle aandelen van de vennootschap uit te brengen (art.

¹ Criterium hierbij is dat de samenwerkende partijen een overeenkomst moeten hebben gesloten die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake de uitoefening van het stemrecht.

1:1 jo 5:70 Wft)². Deze regels hebben tot doel de transparantie over de zeggenschapsverhoudingen in beursvennootschappen te vergroten en de bescherming van minderheidsaandeelhouders te verbeteren.

Hoewel het doel van de wettelijke regelingen duidelijk is, geldt dat niet voor de toepassing van deze regelingen. Er zijn verschillende redenen waarom deze regelingen tot onduidelijkheden c.q. knelpunten leiden. Ten eerste verschillen de definities van *acting in concert* in het kader van de regels voor het melden van zeggenschapsbelangen en die in het kader van het verplichte bod. Ten tweede is niet in alle gevallen duidelijk onder welke omstandigheden het overleggen en samenwerken tussen aandeelhouders overgaat in *acting in concert*. Dit komt omdat in de wettelijke regelingen gebruik is gemaakt van ruime en vage begrippen die onvoldoende zijn toegelicht in de wetsgeschiedenis. Ten derde speelt hierbij dat de verschillende lidstaten verschillende interpretaties hebben gegeven aan het begrip *acting in concert* waardoor institutionele beleggers in de verschillende lidstaten te maken hebben met verschillende meldingsregimes en toepasselijke regels.

Kern van het probleem is dat bij het ontwerpen van de *concert party rules* zowel in Europees verband als in de verschillende lidstaten onvoldoende rekening is gehouden met de realiteit dat institutionele beleggers steeds vaker gebruik maken van hun rechten als aandeelhouders (hetgeen ook van hen wordt verwacht!). Een institutionele belegger die zijn corporate governance beleid serieus vorm wil geven, zal daartoe niet alleen contacten willen hebben met het bestuur en de raad van commissarissen van een vennootschap, maar ook met medebeleggers. Voor een goede uitvoering van hun corporate governance beleid zullen institutionele beleggers willen samenwerken met andere institutionele beleggers. Dat doen zij zowel incidenteel als meer structureel in de vorm van lidmaatschap van nationale of internationale netwerken. Zij doen dat bijvoorbeeld door samen te werken op het terrein van het bezoeken van aandeelhoudersvergaderingen met onder meer als doel het verhogen van de participatiegraad van aandeelhouders op aandeelhoudersvergaderingen. Daartoe zullen zij elkaar volmachten willen geven om namens een medeaandeelhouder te stemmen. Ook bij het voeren van rechtstreekse gesprekken met vennootschappen over onderwerpen op het terrein van corporate governance wordt samenwerking wenselijk gevonden. Door het delen van informatie en inspanningen kunnen institutionele beleggers goed geïnformeerd hun stem uitbrengen op een aandeelhoudersvergadering en een constructieve dialoog voeren met het bestuur en de raad van commissarissen van een beursgenoteerde vennootschap. Samenwerking biedt hen ook de gelegenheid om de kosten die gepaard gaan met de uitvoering van het corporate governance beleid te beheersen. Samenwerking wordt derhalve algemeen

² Criteria hierbij zijn (i) dat de personen een (uitdrukkelijk of stilzwijgende, duurzame of incidentele) overeenkomst tot samenwerking hebben, die (ii) het doel heeft om overwegende zeggenschap in een naamloze vennootschap te verwerven of om het welslagen van een aangekondigd openbaar bod op die vennootschap te dwarsbomen.

gezien als een noodzakelijke en nuttige ontwikkeling in het verbeteren van de governance van beursgenoteerde vennootschappen.

Echter, de onduidelijkheid omtrent de reikwijdte van de wettelijke regelingen leidt ertoe dat veel institutionele beleggers terughoudend zijn met contacten met medebeleggers vanwege het risico dat zij onbedoeld de wettelijke regelingen overtreden. Zij lopen hierdoor het risico dat medeaandeelhouders, de vennootschap of de toezichthouder deze contacten beschouwen *acting in concert* en dat zij dientengevolge negatieve publiciteit krijgen met de daarbij behorende reputatie-effecten. Dit leidt ertoe dat institutionele beleggers terughoudend zijn om met elkaar te overleggen in de aanloop naar dan wel samen op te trekken in een aandeelhoudersvergadering.

Dit zet bovendien een rem om andere institutionele beleggers “open” volmachten te verlenen om op aandeelhoudersvergadering te stemmen. Een institutionele belegger wil immers niet het risico lopen dat als gevolg van het afgeven van een volmacht de regels over het melden van zeggenschapsbelangen worden overtreden en zal daarom slechts, voor zover hij überhaupt al tot verlening van een stemvolmachten overgaat, een gebonden volmacht verlenen. De consequentie hiervan is wel dat de discussie op de algemene vergadering van aandeelhouders verder aan belang inboet, aangezien de betreffende institutionele belegger het stemgedrag van zijn medebeleggers niet meer kan “aanpassen” aan het verloop van de besprekingen en eventuele toezeggingen op de aandeelhoudersvergadering. Voor een goede uitvoering van het corporate governance beleid van een institutionele belegger waarbij de dialoog tussen vennootschappen en aandeelhouders en aandeelhouders onderling een steeds belangrijkere rol speelt, is het van belang dat helderheid wordt verschaft over de reikwijdte van de *concert party rules* dan wel deze regels zodanig worden aangepast dat zij rekening houden met de hierboven geschetste realiteit.

De onduidelijkheid van vooral de regeling inzake de melding van zeggenschapsbelangen heeft Eumedion aanleiding gegeven in contact te treden met de AFM teneinde helder te krijgen wanneer aandeelhouders die in het kader van het bezoeken van aandeelhouders samenwerken te maken krijgen met een meldingsplicht. Tijdens de contacten met de AFM is door Eumedion geschetst op welke wijze de wettelijke regelingen het gedrag van de deelnemers van Eumedion beïnvloeden en is aangegeven dat er meer “guidance” nodig is.

Dat dit probleem niet alleen in Nederland speelt, blijkt ook doordat dit onderwerp ook speelt in het kader van de evaluatie van de implementatie van de Transparantierichtlijn binnen het Committee of European Securities Regulators. Voorts heeft eurocommissaris McCreevy op 6 december jl. in zijn speech voor de House of Lords in het Verenigd Koninkrijk aandacht besteed

aan dit onderwerp. Daarnaast hebben institutionele beleggers zich recent verzet tegen het voorstel van het Duitse ministerie van Financiën om het begrip *acting in concert* ruim uit te leggen, omdat hierdoor samenwerking tussen institutionele beleggers op het gebied van corporate governance van Duitse vennootschappen wordt bemoeilijkt.

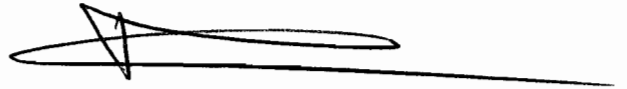
De verschillende interpretaties die lidstaten van de Europese Unie geven aan de *concert party rules* alsmede de onduidelijkheid over de reikwijdte daarvan bemoeilijken naar onze mening de uitvoering van een pan-Europees corporate governance beleid. Het ligt daarom in de rede dat in Europees verband een oplossing wordt gevonden voor deze problematiek.

Wij hopen u hiermee voldoende te hebben geïnformeerd over de knelpunten die institutionele beleggers ondervinden door de *concert party rules* en stellen het op prijs, indien u onze zorgen in aanmerking neemt bij de discussie die over dit onderwerp binnen de Europese Unie wordt gevoerd. Mocht u behoefte hebben aan een nadere toelichting, dan zijn wij daarvoor uiteraard beschikbaar.

Hoogachtend,



Drs. R.M.S.M. Munsters MFE
Voorzitter Eumedion



Drs. R. Abma
Directeur Eumedion