

SHAREHOLDER LITIGATION: BEST PRACTICES VOOR PENSIOENFONDSEN

Door Anatoli van der Krans en Jeroen van Kwawegen

De afgelopen jaren zijn beleggers opgeschrikt door fraude en misleiding bij onder meer Volkswagen, Wells Fargo en Wirecard. Als beleggers op de hoogte zouden zijn geweest van de werkelijke situatie, hadden ze de aandelen niet of tegen een veel lagere prijs gekocht. Om de fraudegerelateerde schade terug te halen, maken Nederlandse pensioenfondsen, asset managers en verzekeringsmaatschappijen in toenemende mate gebruik van rechtszaken. Sinds 1995 is via individuele, groeps- of class action-rechtszaken meer dan 130 miljard euro teruggehaald voor investeerders.

VERENIGDE STATEN

Van het geld dat beleggers via rechtszaken terughalen, komt zo'n 95% uit de Verenigde Staten. Dit is niet het gevolg van 'Amerikaanse toestanden', want deze zijn sinds 1995 voor beursfraude aan banden gelegd in de Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA). Onderdeel van deze wetgeving was dat beleggers geen recht op 'discovery' hebben voordat de claim door de rechter procedureel is getoetst en dat

class actions door de (institutionele) beleggers met het grootste verlies worden geleid. De stel-vereisten zijn destijds ook drastisch verhoogd. Procedureel gezien zijn Amerikaanse class action procedures 'opt-out' acties. Eén belegger, of een klein groepje beleggers met het grootste financiële belang, treedt op als 'lead plaintiff' en neemt het voortouw. De andere beleggers kunnen bij succes hun pro rata deel van de schikking of van het door de rechter toegewezen bedrag ontvangen. Hiervoor hoeven beleggers slechts een formulier in te sturen, een simpele administratieve handeling.

PASSIEF OF ACTIEF

Een Amerikaanse class action is een opt-out systeem waar alle beleggers gebonden zijn aan de uitkomst, tenzij ze kiezen voor een opt-out en een eigen rechtszaak starten. Het Amerikaanse opt-out model is vanuit schikkingsperspectief vergelijkbaar met de Wet Collectieve Afwikkeling Massaschade (WCAM) en interessant voor beleggers die passief willen blijven, omdat zij toch hun pro-rata deel van de schikking ontvangen. Dit opt-out model is minstens zo interessant voor beleggers die wel een actieve rol willen nemen als lead plaintiff. Als lead plaintiff ben je immers in control,

en bij een groot verlies willen institutionele beleggers deze positie niet aan een andere, mogelijk particuliere, belegger overlaten. Een lead plaintiff bepaalt de strategie, stelt de advocaat aan, heeft goedkeuringsrecht over de schikking en stelt het 'plan of allocation' op. Dit is een document waarin staat hoe de schikkingsgelden verdeeld worden. Zo bepaalt het plan of allocation onder meer of de schikking wordt verdeeld op basis van FIFO of LIFO-verliezen en of pre-class gains verrekend moeten worden. Het plan of allocation moet redelijk zijn en mag niet discrimineren, maar binnen deze grenzen kan het plan wel het transactiepatroon van de lead plaintiff in acht nemen. Juist omdat institutionele beleggers in control willen zijn, leiden ze vaak Amerikaanse class actions. Dit is belangrijk, want uit onderzoek blijkt dat institutionele beleggers ten opzichte van particuliere beleggers veel hogere recoveries behalen als lead plaintiff tegen lagere kosten.

STEWARDSHIP

Naast controle over het proces en de mogelijkheid om een hogere recovery te bewerkstelligen, biedt de lead plaintiff positie een unieke kans om verbeteringen af te dwingen in de corporate governance



Anatoli van der Krans

als onderdeel van de schikking. Met name Europese pensioenfondsen hechten sterk aan goede corporate governance en ze gebruiken het Amerikaanse securities class actions systeem om misstanden te adresseren en governance te verbeteren. Het voeren van US-class actions kan daarmee onderdeel worden van de stewardship-strategie van het pensioenfonds. Naast stemmen en dialoog wordt het voeren van rechtszaken om beleggingsverliezen terug te halen en de governance te verbeteren een instrument in de stewardship-gereedschapskist.

BUITEN DE VERENIGDE STATEN: VOORAL OPT-IN MODEL

De recoveries voor beleggers uit alle andere landen bij elkaar bedragen slechts zo'n 5% van het wereldwijde totaal aan recoveries. Sinds de Amerikaanse Hoge Raad in 2010 heeft besloten dat beursfraudeclaims alleen onder het Amerikaanse recht vallen als de onderliggende stukken in de VS verhandeld werden, zijn verschillende landen de toegang naar de rechter aan het verbreden. Dit gaat echter traag. Ook duren procedures in Europa over het algemeen veel langer dan in de VS en bestaat in een aantal Europese landen het risico van proceskostenveroordeling bij verlies van de rechtszaak.

BEST PRACTICES VOOR PENSIOENFONDSEN

De mogelijkheden van shareholder litigation inpassen in de Nederlandse poldercultuur is een onderwerp waar veel pensioenfondsen mee worstelen. Enerzijds willen ze liever incidenten oplossen met

een dialoog. Anderzijds herkennen pensioenfondsen de mogelijkheden om beleggingsverliezen terug te halen, governance te verbeteren en een krachtig signaal naar de markt te sturen dat bepaald gedrag niet geaccepteerd wordt. Vaak wordt besloten tot het instellen van acties op basis van de volgende best practices:

- **Claim filing:** Voor opt-out class action-schikkingen wordt de custodian gevraagd om een claimformulier in te sturen. Dit claimformulier wordt gecontroleerd door de claims administrator, waarna het pensioenfonds het pro rata deel van de schikking ontvangt. Door het instrueren van de custodian om passieve claims in te dienen, wordt voorkomen dat pensioenfondsen geld op de tafel laten liggen.
- **Portfolio monitoring:** Een of meer gespecialiseerde Amerikaanse advocatenkantoren wordt gevraagd om de wereldwijde portefeuille te monitoren op fraudegerelateerde beleggingsverliezen. De transactiegegevens worden gematcht met alle lopende rechtszaken wereldwijd. Deze data worden weergegeven op een dashboard, waardoor eventuele exposure direct duidelijk is. Over sterke zaken waarin grote verliezen zijn geleden, ontvangt het pensioenfonds van het advocatenkantoor een memo met een uitgebreide analyse en een advies om wel of geen actieve rol te vervullen.
- **Shareholder litigation-beleid opstellen:** Per jaar starten wereldwijd zo'n 300 rechtszaken. In een deel daarvan zal het



Foto: Archief Jeroen van Kwawegen

Jeroen van Kwawegen

pensioenfondsen geen of slechts beperkte verliezen hebben geleden. Een ander deel van deze rechtszaken is zwak. De hoogte van de verliezen en de merites van de zaken blijken uit het ontvangen memo. Om de tijd van het pensioenfonds effectief te besteden aan de zaken die ertoe doen, wordt vaak gekozen voor het instellen van verliesdrempels. Als het verlies onder de drempel blijft, blijft het fonds passief. Komt het verlies boven de drempel of is er een goede kans op significante verbetering van de corporate governance, dan wordt een actieve rol overwogen.

BEST PRACTICES ZORGEN VOOR CONTROL

De afgelopen jaren hebben veel Nederlandse pensioenfondsen en asset managers de drie best practices voor shareholder litigation toegepast. Hierdoor zijn ze in control, lopen ze geen opbrengsten mis en zijn ze actief in de voor deze beleggers belangrijke zaken. Daarnaast is een duidelijke trend waarneembaar dat Nederlandse institutionele beleggers in de VS rechtszaken gebruiken om de corporate governance te verbeteren. «

21ST CENTURY FOX

Nadat er een groot aantal ernstige beschuldigingen van seksuele intimidatie en van discriminatie op grond van afkomst naar buiten was gekomen, startte een Amerikaans pensioenfonds een rechtszaak tegen 21st Century Fox. Na 18 maanden van procederen, met volop bewijs van een langjarig en hardnekkig patroon van seksuele intimidatie en discriminatie van vrouwen en minderheden, kwam er een schikking. Deze bestond uit twee onderdelen: (i) \$ 90 mln aan recovery, en (ii) de installatie van een board-level Workplace Professionalism and Inclusion Council, die de bevoegdheid kreeg om allerlei regels uit te vaardigen om nieuwe misstanden te voorkomen en de corporate cultuur van 21st Century Fox te veranderen. Deze Board-level Council fungeert als voorbeeld voor veel andere ondernemingen die eveneens hebben besloten tot het instellen van een dergelijke Board-level Council.

Dit artikel werd geschreven door Anatoli van der Krans, Director European Investor Relations, BLB&G, en Jeroen van Kwawegen, Partner, BLB&G.