

Bescherming van aandeelhouders in het ICSID-investeringsrecht

*Mr. S. Rezaei**

Inleiding

Het ICSID is een internationaal arbitrage-instituut dat is ingesteld op basis van de ICSID Conventie, een op 14 oktober 1966 in werking getreden multilateraal verdrag ter beslechting van investeringsgeschillen. Meer dan 140 staten – waaronder Nederland – zijn partij bij de ICSID Conventie.

Sri Lanka, 1987. Tijdens gevechten tussen het leger en de Tamil Tijgers worden faciliteiten beschadigd van de lokale vennootschap Serendib Seafoods Ltd. De Hong Kongse vennootschap Asian Agricultural Products Ltd. (hierna: AAPL) houdt een belang in Serendib Seafoods Ltd. en ziet de waarde van haar aandelen kelderen.

Biedt het ICSID-investeringsrecht aan een aandeelhouder (als AAPL) mogelijkheden om, uit hoofde van een toepasselijk bilateraal investeringsverdrag, zijn (indirecte) schade te verhalen die is ontstaan uit maatregelen die niet de aandeelhouder maar de vennootschap treffen waarin de aandelen worden gehouden?¹ Dat is de centrale vraag van deze bijdrage.

De rechtsmacht van ICSID-tribunalen

Volgens artikel 25 van de ICSID Conventie hebben ICSID-tribunalen rechtsmacht over geschillen tussen een staat die partij is bij de ICSID Conventie en een onderdaan (*a national*) van een andere partij-staat. Uit hoofde van het tweede lid worden als onderdanen van andere partij-staten aangemerkt: (1) natuurlijke personen en rechtspersonen met de nationaliteit van een partij-staat die niet betrokken is bij het geschil, alsmede – en dit is van belang voor het onderhavige onderwerp – (2) rechtspersonen met de nationaliteit van de partij-staat die *wel* betrokken is bij het geschil, maar die volgens partijen – vanwege hun *foreign control*, namelijk vanwege de zeggenschap van buitenlandse aandeelhouders – dienen te gelden als rechtspersonen van een andere partij-staat die niet is betrokken bij het geschil.

Van *foreign control* is sprake wanneer de buitenlandse aandeelhouders – met name door het bezit van alle dan wel de meerderheid van de aandelen van de plaatselijke vennootschap –

zeggenschap hebben over de vennootschap.² Een plaatselijke vennootschap is een vennootschap die gevestigd is in de staat waartegen een investeerder (bijvoorbeeld een aandeelhouder) in rechte wenst op te komen.

Deze in artikel 25 lid 2 sub b van de ICSID Conventie opgenomen regel is nodig om te voorkomen dat investeringen worden uitgesloten van enige bescherming slechts omdat zij met behulp van een plaatselijke vennootschap in de gaststaat worden gedaan (hetgeen zeer vaak voorkomt). Artikel 25 lid 2 sub b maakt dus de plaatselijke vennootschap – en niet haar buitenlandse aandeelhouders – bevoegd om in rechte op te treden tegen maatregelen van de gaststaat.

Geen kwestie van rechtsmacht maar van ontvankelijkheid

Artikel 25 van de ICSID Conventie regelt de rechtsmacht van ICSID-tribunalen. Staten mogen in bilaterale investeringsverdragen deze rechtsmacht inperken, maar niet uitbreiden. De problematiek met betrekking tot de bescherming van aandeelhouders ziet echter niet op de kwestie van rechtsmacht. Dat aandeelhouders als investeerders – indien zij beschikken over de vereiste nationaliteit – worden beschermd, is geen punt van (serieuze) discussie. Naast de vereiste nationaliteit van de aandeelhouder is daarvoor slechts vereist dat het toepasselijk bilateraal investeringsverdrag ook *shares* noemt in het rijtje van beschermde investeringen.³ De overgrote meerderheid van de verdragen doet dat.⁴

De problematiek betreft de ontvankelijkheid van de aandeelhouder en behelst de vraag of de aandeelhouder een vordering tot schadevergoeding mag instellen wanneer hij de waarde van zijn aandelen ziet dalen als gevolg van maatregelen die gericht zijn tegen de vennootschap waarin hij de aandelen houdt.

Voordat ik aan deze belangrijke vraag toekom, zal ik twee andere kwesties bespreken die in de praktijk vaak een rol spelen: de bescherming van indirecte aandeelhouders en van minderheidsaandeelhouders.

* Mr. S. Rezaei is advocaat bij Loyens & Loeff in de praktijkgroep ondernemingsrecht en adviseert tevens – onder leiding van mr. G. Kreijen – over het investeringsrecht en de investeringsbescherming.

1. ICSID 27 juni 1990, zaak ARB/87/3 (AAPL/Sri Lanka).

2. C. Schreuer, Shareholder protection in international investment law, TDM 2005, jrg. 2, nr. 3, p. 5.

3. Z. Douglas, The international law of investment claims, New York: Cambridge University Press 2009, p. 398.

4. S. Alexandrov, The 'baby boom' of treaty-based arbitrations and the jurisdiction of ICSID tribunals, Journal of World Investment and Trade 2005, p. 394.

Bescherming van indirecte aandeelhouders

Een Nederlandse investeerder (A) kan zijn investering, bijvoorbeeld de aanleg van snelwegen in Argentinië, laten uitvoeren door een plaatselijke Argentijnse vennootschap (B) waarin hij – via een derde vennootschap (C) – een aandelenbelang zal houden. De vraag is of de indirecte aandeelhouder A wordt beschermd tegen schade als gevolg van maatregelen die door de Argentijnse overheid worden genomen tegen vennootschap B.

Uit de jurisprudentie, bijvoorbeeld de zaken Enron/Argentinië en Camuzzi/Argentinië, volgt eenduidig dat indirecte aandeelhouders voor bescherming in aanmerking komen.⁵ Dat geldt eveneens indien er meerdere vennootschappen zitten tussen de investeerder en zijn uiteindelijke aandelenbelang in de vennootschap in de gaststaat.⁶ Het maakt daarbij ook niet uit of de tussenvennootschap gevestigd is in de staat van de investeerder,⁷ de gaststaat⁸ of een derde staat.⁹ Veelal vermeldt het toepasselijk bilateraal investeringsverdrag zelf expliciet dat een indirecte aandeelhouder voor bescherming in aanmerking komt. Echter, een zwijgen van het investeringsverdrag op dit punt wil niet zeggen dat de verdragsluitende staten een indirecte aandeelhouder van bescherming willen uitsluiten. Uit de zaak Siemens/Argentinië volgt dat een indirecte aandeelhouder in beginsel gewoon wordt beschermd, tenzij het investeringsverdrag vermeldt dat dit niet zo is.¹⁰ Het tribunaal in deze zaak lijkt dit standpunt te baseren op de brede definitie die het investeringsverdrag hanteert van het begrip ‘investering’. Tegen die achtergrond zou het onwaarschijnlijk zijn dat het investeringsverdrag bescherming heeft willen onthouden aan indirecte investeringen.

Het feit dat ook investeerders worden beschermd die indirect – via meerdere tussenvennootschappen – een aandelenbelang houden in de gaststaat, heeft tot enige discussie geleid. Indien elke vennootschap, die via een keten van andere vennootschappen een belang in de gaststaat houdt, een vordering zou kunnen instellen, dan dreigt het systeem door de hoeveelheid ontvankelijke vorderingen onhoudbaar te worden.¹¹ Er moet ergens in de keten een zogenoemd *cut off point* worden vastgesteld. Volgens het tribunaal in de Enron-zaak kan dit *cut off point* worden gevonden in de reikwijdte van de bereidheid van de gaststaat om geschillen aan arbitrage te onderwerpen. Indien – zoals in de Enron-zaak – met een specifieke inves-

teerder een arbitrageovereenkomst is gesloten, dan moet deze investeerder (ondanks de indirecte aard van zijn belang) ontvankelijk worden verklaard.

Deze oplossing leent zich helaas lastig voor een algemene toepassing. De arbitrageclausules in bilaterale investeringsverdragen hebben juist betrekking op een onbepaalde groep van potentiële investeerders en zien niet op specifieke investeerders. De in de Enron-zaak voorgestelde wijze ter bepaling van een *cut off point* behelst in dat opzicht een ongelukkige oplossing. Op dit punt dient de jurisprudentie zich verder uit te kristalliseren.

Bescherming van minderheidsaandeelhouders

Een aandeelhouder wordt eveneens beschermd indien hij noch een meerderheidsbelang heeft, noch een belang dat hem in staat stelt daadwerkelijke zeggenschap uit te oefenen over een vennootschap. Dit is uiteraard alleen het geval indien een bilateraal investeringsverdrag een dergelijk meerderheids- dan wel controlerend belang niet vereist.¹² Zo stelt het tribunaal in de zaak CMS/Argentinië:

‘The tribunal finds no bar in current international law to the concept of allowing claims by shareholders independently from those of the corporation concerned, not even if those shareholders are minority or non controlling shareholders.’¹³

De Barcelona Traction-zaak

De Barcelona Traction-zaak betrof een Canadese vennootschap (Barcelona Traction, Light and Power Company Ltd.) die in Spanje werkzaamheden ontplooidde en door maatregelen van de Spaanse overheid schade had geleden.¹⁴ De vraag was aan de orde of België Spanje voor het Internationaal Gerechtshof mocht dagen tot verhaal van de schade die de Belgische aandeelhouders van de vennootschap door de – tegen de vennootschap gerichte – maatregelen hadden geleden.

Het Internationaal Gerechtshof oordeelde dat België hiertoe niet bevoegd was. Dit oordeel was gestoeld op een fundamenteel onderscheid tussen enerzijds de ‘belangen’ en anderzijds de ‘rechten’ van aandeelhouders. Volgens het Internationaal Gerechtshof hebben de Spaanse maatregelen inbreuk gemaakt op, slechts, de rechten van de vennootschap Barcelona Traction en niet op de rechten van haar (Belgische) aandeelhouders. Deze aandeelhouders zouden louter in hun belangen (de

5. ICSID 14 januari 2004, zaak ARB/01/3 (Enron Corporation and Ponderosa Assets, L.P./Argentinië). Zie ook ICSID 11 mei 2005, zaak ARB/03/2 (Camuzzi International S.A./Argentinië); ICSID 11 mei 2005, zaak ARB/02/16 (Sempra Energy International/Argentinië); ICSID 3 augustus 2004, zaak ARB/02/8 (Siemens A.G./Argentinië).
6. ICSID 14 januari 2004, zaak ARB/01/3 (Enron Corporation and Ponderosa Assets, L.P./Argentinië).
7. ICSID 3 augustus 2004, zaak ARB/02/8 (Siemens A.G./Argentinië).
8. ICSID 14 januari 2004, zaak ARB/01/3 (Enron Corporation and Ponderosa Assets, L.P./Argentinië).
9. UNCITRAL 3 september 2001 (Lauder/Tsjechië).
10. ICSID 3 augustus 2004, zaak ARB/02/8 (Siemens A.G./Argentinië).
11. Douglas 2009, p. 399; ICSID 14 januari 2004, zaak ARB/01/3 (Enron Corporation and Ponderosa Assets, L.P./Argentinië).

12. D. Bentolila, Shareholders' action to claim for indirect damages in ICSID arbitration, Trade, Law & Development 2010, jrg. 2, nr. 1, p. 26; Alexandrov 2005, p. 395; Schreuer 2005, p. 9; ICSID 17 juli 2003, zaak ARB/01/8 (CMS GAS Transmission Company/Argentinië); ICSID 3 juli 2002, zaak ARB/97/3 (Compania de Aguas del Aconquija S.A. en Vivendi Universal/Argentinië); ICSID 30 april 2004, zaak ARB/02/1 (LG&E Energy Corp./Argentinië); ICSID 14 januari 2004, zaak ARB/01/3 (Enron Corporation and Ponderosa Assets, L.P./Argentinië).
13. ICSID 17 juli 2003, zaak ARB/01/8 (CMS GAS Transmission Company/Argentinië).
14. Internationaal Gerechtshof 5 februari 1970 (België/Spanje).

waarde van hun aandelen) zijn geschaad en niet in hun rechten. Slechts een inbreuk op een recht leidt tot de (mogelijke) aansprakelijkheid van een ander. Daar de aandeelhouders niet in hun rechten zouden zijn geschaad, kon België, als thuisstaat van de aandeelhouders, niet voor hen opkomen tegen de Spaanse maatregelen.

Het is van belang te weten dat deze zaak zag op de diplomatieke protectie van onderdanen (een geval waarin een staat opkomt voor de rechten van zijn onderdaan) en beoordeeld werd op grond van het internationale gewoonterecht en niet op grond van enig verdragrecht.

De rechten van aandeelhouders en het belang van Barcelona Traction

Het Internationaal Gerechtshof stelde in de Barcelona Traction-zaak dat aan het aandeelhouderschap rechten kleven, zoals het recht op dividend, het stemrecht en het recht op uitering na ontbinding van de vennootschap.¹⁵ Dit zijn rechten die ook in de nationale rechtsstelsels traditioneel aan een aandeel worden toegekend. Wanneer een inbreuk wordt gemaakt op deze rechten mag de aandeelhouder daartegen in rechte optreden. Op dit punt lopen de meningen in de literatuur gelijk.¹⁶ De meningen verschillen over de vraag of de aandeelhouder ook mag optreden tegen een waardeverlies van zijn aandelen als gevolg van maatregelen die gericht zijn tegen de vennootschap. Volgens de Barcelona Traction-zaak mag de aandeelhouder dat niet, aangezien een dergelijk waardeverlies zich vertaalt in een geschaad belang van de aandeelhouder en niet in een geschonden recht van de aandeelhouder.

ICSID-tribunalen gaan echter niet mee in deze redenering van het Internationaal Gerechtshof. Bijna eensgezind stellen de verschillende tribunalen dat de Barcelona Traction-zaak ziet op een geval van diplomatieke protectie op basis van het internationale gewoonterecht en daardoor weinig belang heeft in het domein van het investeringsrecht waarin geschillen dienen te worden beoordeeld op basis van specifieke bilaterale investeringsverdragen.¹⁷ Deze verdragen – en niet het internationale gewoonterecht – regelen de kwestie van de rechten waarvoor aandeelhouders tegenover ICSID-tribunalen mogen opkomen. Schreuer, Bentolila en Alexandrov sluiten zich hierbij aan, terwijl Douglas en Bottini menen dat de Barcelona Traction-zaak – voor zover deze ziet op de afbakening van de rechten van aandeelhouders – wel degelijk van belang zou moeten zijn.¹⁸

De rechten van aandeelhouders en de betekenis van artikel 25 lid 2 sub b van de ICSID Conventie

Volgens Bottini hebben de opstellers van de ICSID Conventie – met de opname van het besproken artikel 25 lid 2 sub b van de ICSID Conventie – de mogelijkheid afgewezen voor de buitenlandse aandeelhouder om zelf in rechte op te treden tegen een maatregel die gericht is tegen een vennootschap (die door de buitenlandse aandeelhouder wordt gecontroleerd) en die tot een waardeverlies van de aandelen leidt.¹⁹ Met dit artikel is immers expliciet ervoor gekozen om in een dergelijk geval niet de buitenlandse aandeelhouder maar de vennootschap in de gaststaat bevoegd te maken om een schadevordering in te stellen. In verschillende ICSID-uitspraken is echter uitgemaakt dat een beroep op artikel 25 lid 2 sub b van de ICSID Conventie slechts een van de (twee) opties is om een betwiste maatregel aan te vechten. Het artikel staat daarom niet in de weg aan de andere optie, namelijk het instellen van een eigen rechtstreekse schadevordering door de aandeelhouder, die dit dan niet overlaat aan de vennootschap in de gaststaat.²⁰

Om te achterhalen voor welke rechten de aandeelhouder mag opkomen, dient enige aandacht te worden besteed aan de uitleg van de term aandeel (*shares*). Het internationale recht kent zijn eigen regels van uitleg.

Uitleg van de verdragsterm ‘shares’

Met Bentolila ben ik het eens dat het maar zeer de vraag is of de term ‘*shares*’, zoals deze voorkomt in een bilateraal investeringsverdrag, moet worden uitgelegd door middel van een verwijzing naar de juridische betekenis van deze term in nationale rechtstelsels, dat wil zeggen met een verwijzing naar de (reeds genoemde traditionele) rechten die nationale rechtstelsels aan een aandeel toekennen. Een verdragsterm dient te worden uitgelegd aan de hand van de daarvoor geldende regels op grond van het internationale publiekrecht. Zo bepaalt artikel 31 van het Verdrag van Wenen (*The Vienna Convention on the Law of Treaties*) dat verdragstermen dienen te worden uitgelegd op basis van hun *ordinary meaning* en in het licht van de *object and purpose* van het verdrag. Wat betreft de *ordinary meaning* van het woord aandeel stelt Bentolila dat een aandeel moet worden begrepen als een specifiek object van eigendom dat deel uitmaakt van een groter geheel. Dit eigendomsobject – net als alle eigendomsobjecten – heeft als zodanig ook een zekere waarde die door maatregelen gericht tegen de vennootschap waarin de aandelen worden gehouden, wel degelijk kan worden aangetast. De aandeelhouder is gerechtigd om hier tegen op te treden.²¹

Het doet ook recht aan de *object and purpose* van een bilateraal investeringsverdrag om de term ‘*shares*’, als een van de in een

15. Internationaal Gerechtshof 5 februari 1970 (België/Spanje).

16. G. Bottini, *Indirect claims under the ICSID Conventions*, University of Pennsylvania Journal of International Law 2008, jrg. 29, nr. 563, p. 1.

17. ICSID 17 juli 2003, zaak ARB/01/8 (CMS GAS Transmission Company/Argentinië); ICSID 30 april 2004, zaak ARB/02/1 (LG&E Energy Corp./Argentinië); ICSID 14 januari 2004; ICSID 8 december 2003, zaak ARB/01/12 (Azurix Corp./Argentinië).

18. Schreuer 2005, p. 3-4; Bentolila 2010, p. 22; Alexandrov 2005, p. 393; Bottini 2008, p. 5-7; Douglas 2009, p. 401.

19. Bottini 2008, p. 3.

20. ICSID 17 juli 2003, zaak ARB/01/8 (CMS GAS Transmission Company/Argentinië); ICSID 11 mei 2005, zaak ARB/02/16 (Sempra Energy International/Argentinië).

21. Bentolila 2010, p. 7-8.

verdrag genoemde beschermde investeringen, zo uit te leggen dat de aandeelhouder (de investeerder) in staat is om de door de staat toegezegde bescherming van zijn investering af te dwingen. De *object and purpose* van een bilateraal investeringsverdrag is immers het bevorderen van de toevoer van kapitaal naar de gaststaat door de verlening van bescherming aan de investeerder. Tegen deze achtergrond is het zinvol en begrijpelijk om – naast de vennootschap die slechts als investeringsvehikel fungeert – met name de aandeelhouders (als de achterliggende geldschieters die zorgen voor het kapitaal) de bevoegdheid te verlenen om op te treden tegen maatregelen die de waarde van hun investering aantasten.

Indien dat niet wordt gedaan – en de investeerder niet in rechte kan optreden tegen maatregelen die de waarde van zijn investering reduceren – dan zal hij simpelweg minder snel geneigd zijn om zijn geld in de gaststaat te investeren. En dit is juist wat een bilateraal investeringsverdrag beoogt te voorkomen.

Aandeelhouders en indirecte schade; een duidelijke jurisprudentie

Ondanks de uitleg van aandeelhoudersrechten zoals deze in de Barcelona Traction-zaak is gegeven, laten ICSID-tribunalen er geen onduidelijkheid over bestaan dat een aandeelhouder ontvankelijk is in zijn vordering tot vergoeding van de schade die hij lijdt als gevolg van maatregelen gericht tegen de vennootschap waarin de aandelen worden gehouden. Dit blijkt vooral uit de grote reeks vonnissen die is gewezen naar aanleiding van de crisis in Argentinië na de privatisering van de energiesector.²² Argentijnse maatregelen tegen de plaatselijke vennootschappen – zoals wijzigingen in gemaakte tariefafspraken – hebben geleid tot een stortvloed van vorderingen van buitenlandse aandeelhouders. De vorderingen werden steeds ontvankelijk verklaard, ondanks de stelling van Argentinië dat een aandeelhouder geen schade mag vorderen als gevolg van maatregelen die de vennootschap treffen. Helaas bleef een grondige onderbouwing van de ontvankelijkheid – en dus een analyse van de aandeelhoudersrechten die voor bescherming in aanmerking komen – iedere keer uit.

Conclusie

Uit het voorgaande blijkt dat aandeelhouders een aanzienlijke bescherming genieten in het ICSID-investeringsrecht. Een aandeelhouder komt in aanmerking voor bescherming uit hoofde van een bilateraal investeringsverdrag, ongeacht (1) de directe of indirecte aard van zijn aandeelhouderschap, (2) de omvang van zijn aandelenbelang en (3) de vraag of hij in rechte wenst op te komen voor zijn (besproken) traditionele aandeelhoudersrechten dan wel tegen een waardedaling van zijn aandelen. Door het consistent afwijzen van de relevantie van

de Barcelona Traction-zaak en het belang van de opname van artikel 25 lid 2 sub b van de ICSID Conventie hebben ICSID-tribunalen de weg vrijgemaakt voor een zeer omvangrijke bescherming van de aandeelhouder.

Slechts een aandeelhouder die zijn investering indirect via – meerdere – vennootschappen houdt, loopt een risico van niet-ontvankelijkheid; namelijk wanneer de aandeelhouder zich in een keten van vennootschappen boven een vast te stellen *cut off point* bevindt. Zoals beschreven, dient in de rechtspraak over de plaatsing van dit *cut off point* nog het laatste woord te worden gesproken, zodat in ieder geval op dit punt de nodige onduidelijkheid bestaat over de reikwijdte van de bescherming.

22. Zie o.a. ICSID 30 april 2004, zaak ARB/02/1 (LG&E Energy Corp./Argentinië); ICSID 17 juli 2003, zaak ARB/01/8 (CMS GAS Transmission Company/Argentinië); ICSID 8 december 2003, zaak ARB/01/12 (Azurix Corp./Argentinië); ICSID 14 januari 2004, zaak ARB/01/3 (Enron Corporation and Ponderosa Assets, L.P./Argentinië).