

PREADVIES VAN DE VEREENIGING 'HANDELSRECHT' 2007



PREADVIES VAN DE VEREENIGING  
'HANDELSRECHT'

2007

# **Achter de schermen van beursaandeelhouders**

Prof. mr. G.T.M.J. Raaijmakers

Drs. R. Abma

KLUWER – DEVENTER – 2007

ISBN 978-90-13-04646-5  
NUR-827-714

© 2007, G.T.M.J. Raaijmakers, R. Abma

Secretariaat van de Vereniging 'Handelsrecht':  
Mw. mr. M.M. Tuijtel  
Weena 690, 3012 CN Rotterdam  
Postbus 2888, 3000 CW Rotterdam  
telefoon 010 224 6727

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag zonder voorafgaande toestemming van de uitgever worden verveelvoudigd of openbaar gemaakt.

Voorzover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van art. 16h t/m 16m Auteurswet 1912 jo. Besluit van 27 november 2002, Stb. 2002, 575, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoeding te voldoen aan de Stichting Reprorecht Postbus 3051, 2130 KB Hoofddorp.

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) en uitgever(s) geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor gevolgen hiervan.

Kluwer BV legt de gegevens van abonnees vast voor de uitvoering van de (abonnements)overeenkomst. De gegevens kunnen door Kluwer, of zorgvuldig geselecteerde derden, worden gebruikt om u te informeren over relevante producten en diensten. Indien u hier bezwaar tegen heeft, kunt u contact met ons opnemen.

Op al onze aanbiedingen en overeenkomsten zijn van toepassing de Algemene Voorwaarden van Kluwer BV, gedeponeerd ter griffie van de Rechtbank te Amsterdam op 6 januari 2003 onder depotnummer 3/2003. Deze kunt u lezen op [www.kluwer.nl](http://www.kluwer.nl) of opvragen via telefoonnummer 0570-67 34 49.

## WOORD VOORAF

Het bestuur van de Vereniging 'Handelsrecht' heeft lange tijd stil gestaan bij het onderwerp van de in 2007 uit te brengen preadviezen. Aanvankelijk werd gedacht aan de technische afbakening van de grenzen en de overlap van het vennootschapsrecht en het effectenrecht, maar mede gelet op de grote belangstelling en aandacht voor de vele vormen van al dan niet actieve institutionele beleggers en de wijze van hun beleggingen in beursfondsen, kwam de belangstelling voor preadviezen, zoals door de beide preadviseurs geschreven.

In zijn preadvies, Synthetische aandelenbelangen in beursvennootschappen, gaat, zoals ook de ondertiteling aangeeft prof. Raaijmakers in op allerlei, al dan niet verholde, vormen van aandeelhouderschap, waarmee wij de laatste tijden worden geconfronteerd en waarbij hij ruime aandacht besteedt aan allerlei instrumenten en technieken om bepaalde regels van het vennootschaps- en het effectenrecht te kunnen ontwijken of juist te benutten om bijvoorbeeld de besluitvorming in de algemene vergadering naar de hand te kunnen zetten. Dat dit alles zeer actueel is, blijkt ook uit de belangstelling in de pers voor bijvoorbeeld stocklending.

In zijn preadvies, Het stemproces van de institutionele beleggers, gaat drs. Abma in het tweede gedeelte uitgebreid in op de betekenis van die beleggers voor de aandelenmarkt, waarbij onder meer de 'maatschappelijke druk' om het stemrecht uit te oefenen aan de orde wordt gesteld. In het tweede gedeelte gaat het in het bijzonder om de wijze waarop het stemrecht wordt ingevuld.

De vereniging dankt de preadviseurs voor hun inzet en voor hun preadviezen, die ongetwijfeld ruim in de belangstelling zullen staan.

April 2007,

P.J. Dortmund



## INHOUDSOPGAVE

### DEEL I

Prof.mr. G.T.M.J. Raaijmakers

<b>Synthetische aandelenbelangen in beursvennootschappen</b>	1
Empty voting, vote stripping, hidden ownership, en vote trading	
<b>1. Inleiding</b>	3
<b>2. Beschrijving financiële praktijk voor <i>structured products</i></b>	5
2.1 Algemene ontwikkelingen in financiële instrumenten en constructies	5
2.2 Financiële methoden om economisch belang te splitsen van juridische eigendom	7
2.2.1 Derivaten in het algemeen	7
2.2.2 <i>Equity swaps</i> en <i>CFD's</i>	10
2.2.3 <i>Short selling</i>	12
2.2.4 <i>Securities lending</i>	16
2.2.5 <i>Repurchase agreements (repo's)</i>	19
2.2.6 Overige financiële instrumenten	21
2.3 Wie maken van deze instrumenten en methoden gebruik?	23
2.3.1 Algemeen	23
2.3.2 <i>Hedge funds</i> en andere aandeelhoudersactivisten	24
2.3.3 Vennootschappelijke <i>insiders</i> en <i>financial engineers</i>	28
<b>3. Knelpunten in het vennootschaps- en effectenrecht</b>	29
3.1 Algemeen	29
3.2 Stemmen op aandelen, <i>record date capture</i>	30
3.2.1 Toepassing van <i>empty voting</i> bij de uitoefening van stemrecht	30
3.2.2 Ongeoorloofde stemmenkoop?	32
3.2.3 Regels van marktmanipulatie	34
3.2.4 Concluderend	36
3.3 Percentages in het vennootschaps- en effectenrecht	37
3.3.1 Verschillende scenario's bij procentuele grenzen	37
3.3.2 Bijeenroepen <i>ava</i> , <i>agendering</i> , uitkoop en fusie	38
3.3.3 Enquête	39
3.3.4 Verplicht bod	41
3.3.5 Maatregelen in binnen- en buitenland	43

## INHOUDSOPGAVE

3.4	Melding van aandelenbelangen	44
	3.4.1 De ‘wmz’-meldingsplichten	44
	3.4.2 Toepassing op synthetische belangen	46
	3.4.3 Ontwikkelingen in Engeland	47
3.5	Vennootschappelijke <i>insiders</i> , <i>blockholders</i> en loyaliteitsaandeelhouders	49
3.6	Toepassingen in de praktijk	50
<b>4.</b>	<b>Oplossingsrichtingen</b>	<b>53</b>
4.1	Hindernissen bij het zoeken naar oplossingen	53
	4.1.1 Is er eigenlijk wel een probleem?	53
	4.1.2 Aurora revisited?	57
	4.1.3 Praktische problemen	60
4.2	Wat te doen?	62
	4.2.1 De markt lost het zelf op?	62
	4.2.2 Rechtspraak en toezichthouders	66
	4.2.3 Oplossingen via nieuwe regelgeving	67
<b>5.</b>	<b>Slot</b>	<b>71</b>



**DEEL II**

Drs. R. Abma

<b>Het stemproces van institutionele beleggers</b>	73
<b>1. Inleiding</b>	75
<b>2. De betekenis van institutionele beleggers voor de aandelenmarkt</b>	77
<b>3. Kosten-batenanalyse van het uitoefenen van stemrecht door institutionele beleggers</b>	81
<b>4. Factoren ‘achter’ het stembeleid</b>	86
4.1 De grootte en aard van een institutionele belegger	86
4.2 De omvang van de aandelenbelangen	87
4.3 De ‘thuismarkt’	87
4.4 Uitbesteding van vermogensbeheer	87
4.5 Interne obstakels	88
4.6 Externe obstakels	88
<b>5. Vormgeving stembeleid van institutionele beleggers</b>	89
5.1 Institutionele beleggers die in principe op alle aandelen (willen) stemmen	89
5.1.1 Het gebruik van stemadviesbureaus	90
5.1.2 De inschakeling van vermogensbeheerders	97
5.1.2.1 Vermogensbeheer uitbesteed, maar niet het stembeleid	99
5.1.2.2 Stembeleid van de vermogensbeheerder wordt gevolgd	99
5.1.2.3 Het stemmen in de algemene vergadering: zelf dan wel via volmacht aan een medeaandeelhouder	104
5.1.2.4 Stemuitoefening op een beperkt aantal aandelen	107
5.1.5 Welke stemrichtlijnen worden gehanteerd?	108
5.2 Engagemntactiviteiten op het terrein van corporate governance	109
5.2.1 Reikwijdte engagementactiviteiten	111
5.2.2 Engagemntactiviteiten: zelf doen of uitbesteden?	113

## INHOUDSOPGAVE

<b>6.</b>	<b>Interne obstakels</b>	114
6.1	Tegenstrijdige belangen	114
6.1.1	Externe tegenstrijdige belangen	115
6.1.2	Interne tegenstrijdige belangen	118
6.2	Uitlenen van aandelen	119
<b>7.</b>	<b>Externe obstakels</b>	123
7.1	Blokkering van aandelen	124
7.2	Ketenproblematiek tussen beursgenoteerde vennootschap en uiteindelijk stemgerechtigde	128
7.2.1	Korte periode om stemgedrag te bepalen	130
7.2.2	Juridische problemen bij bepalen wie stemgerechtigd is	134
7.2.3	Administratieve problemen	135
7.3	Problemen bij rechtstreekse contacten tussen institutionele belegger en beursgenoteerde vennootschap	136
7.4	Problemen om contacten te hebben met andere institutionele beleggers	140
7.5	Geen onbegrensde vrijheid om stemgedrag naar eigen inzicht uit te oefenen	145
<b>8.</b>	<b>Synthese en conclusie</b>	147

**Bijlagen**

Afkortingenlijst	155
Literatuurlijst	157
Lijst onderzochte institutionele beleggers op stembeleid	171



**DEEL I - SYNTHETISCHE AANDELENBELANGEN IN BEURS-  
VENNOOTSCHAPPEN**

Empty voting, vote stripping, hidden ownership, en vote trading

Prof. mr. G.T.M.J. Raaijmakers\*

---

\* Hoogleraar Europees effectenrecht aan de Universiteit Maastricht en advocaat te Amsterdam.



## 1. Inleiding

Stel een aandeelhouder heeft een belang van 15% in een beursvennootschap en heeft daarmee gezien de spreiding van het kapitaal een grote invloed. Stel verder dat die aandeelhouder zich zeer kritisch opstelt tegenover het management waardoor de onderneming steeds meer in een crisissituatie raakt. Op zichzelf past het actiever gebruik maken van aandeelhoudersrechten in het *governance*-model dat door de Code Corporate Governance wordt nagestreefd. Maar wat nu als zou blijken dat deze aandeelhouder uitsluitend de blote eigendom van zijn aandelen houdt en economisch zelfs een negatief belang heeft, dat wil zeggen: dat hij rendement kan behalen door de koers van de vennootschap naar beneden te drijven en dat hij zijn aandelenbelang in wezen voor dat doel aanwendt? Ander voorbeeld: stel een aandeelhouder heeft 10% van de aandelen in een beursvennootschap en weet daarmee een gepland openbaar bod op een andere vennootschap te blokkeren. Stel verder dat die aandeelhouder geen economisch belang heeft bij zijn 10% aandelen; dat heeft hij overgedragen aan iemand anders. In plaats daarvan heeft hij een negatief belang in die andere vennootschap. Hij gebruikt dus zijn 10%-belang om de koers van die andere vennootschap te laten kelderen als gevolg van de afgeketste overname. Of nog een voorbeeld: een aandeelhouder wil graag een groot belang opbouwen in een beursvennootschap, maar wil geen verplicht bod uitbrengen. Om dat te voorkomen blijft hij onder de 30% en neemt verder een additioneel economisch belang van 20%. Weliswaar geeft dit additionele belang hem formeel geen stemrecht, maar er gaat desalniettemin een sterke *de facto* invloed vanuit, al was het maar omdat de banken die de corresponderende aandelen houden in het belang van commerciële relatie met de aandeelhouder stemmen conform zijn wensen. Bovendien kan de aandeelhouder op ieder moment de vennootschap overvallen door zijn economische belang alsnog onmiddellijk om te zetten in juridische eigendom, iets wat via normale aankopen op de beurs alleen heel geleidelijk zou kunnen.

Wat te denken van dit soort voorbeelden? Zij roepen allerlei vragen op. Is dit wenselijk? Past dit in de door ons nagestreefde marktwerking, of gaat het een stap te ver? Is onze regelgeving hiertegen bestand? Wat is er nog meer mogelijk? Het is een gevolg van de hoge vlucht die de innovaties op de financiële markten de laatste 20 à 25 jaar hebben genomen dat we nu voor dit soort vragen worden geplaagd.<sup>1</sup> Er is vandaag de dag namelijk een heel scala aan direct beschikbare financiële instrumenten en technieken voorhanden waarmee economisch belang gesplitst kan worden van juridische eigen-

---

<sup>1</sup> Smithson 1998, p. 1.

dom van aandelen.<sup>2</sup> Dit heeft op zichzelf een belangrijke nuttige functie. Die financiële markten worden er veel efficiënter door. De laatste jaren komen er echter ook steeds meer berichten dat marktpartijen de toepassingen hebben ontdekt om dergelijke instrumenten en technieken te gebruiken om bepaalde regels van vennootschaps- en effectenrecht te kunnen ontwijken of juist te benutten om bijvoorbeeld besluitvorming van een aandeelhoudersvergadering naar hun hand te kunnen zetten. Het besef dat deze praktijk vergaande gevolgen kan hebben groeit, en heeft inmiddels wereldwijd tot verschillende reacties geleid. Zo heeft de *ICGN* in 2005 haar *Stock Lending Code of Best Practice* gepubliceerd om institutionele beleggers en andere betrokkenen meer bewust te maken van de materie.<sup>3</sup> Begin 2007 heeft de voorzitter van de *SEC* gezegd dat de praktijk, hoewel legaal, zo ‘disturbing’ is dat federale regelgevers waarschijnlijk op enigerlei wijze zullen reageren.<sup>4</sup> In Engeland is inmiddels nieuwe regelgeving geïntroduceerd en kijkt de *FSA* naar mogelijke verdergaande maatregelen.<sup>5</sup>

Met name in de Verenigde Staten is in de afgelopen paar jaar belangwekkende studie verricht naar dit onderwerp. In het bijzonder valt te wijzen op het onderzoek van Martin en Partnoy, Christoffersen e.a., Skeel, Kahan en Rock, Partnoy en Thomas, en vooral ook het grondig opgezette onderzoek van Hu en Black.<sup>6</sup> Op het vasteland van Europa en in Nederland is echter nog nauwelijks aandacht voor het onderwerp.<sup>7</sup> Dit preadvies bouwt in belangrijke mate voort op de genoemde analyses die zijn gemaakt voor de Amerikaanse markt en de Amerikaanse regelgeving. Nu de genoemde markttechnieken zich niet beperken tot de Amerikaanse markt, is het interessant te bezien hoe hier vanuit een Europees en meer in het bijzonder Nederlands perspectief tegenaan gekeken moet worden. Daarbij zal hierna overigens niet alleen worden ingegaan op meldings- en *disclosure*-verplicht-

---

<sup>2</sup> Strikt genomen is eigendom van aandelen niet mogelijk en moet in het licht van artikel 5:1 BW gesproken worden over ‘gerechtigdheid op aandelen’. Gemakshalve zal daar echter in dit preadvies aan voorbij worden gegaan.

<sup>3</sup> Te downloaden van [icgn.org](http://icgn.org).

<sup>4</sup> ‘Empty voting’ ploy used by hedge funds is on SEC’s radar, *InvestmentNews* 12 februari 2007.

<sup>5</sup> Zie hierna paragraaf 3.3 en 3.4.

<sup>6</sup> Martin/Partnoy 2004; Christoffersen e.a. 2005; Skeel 2005; Kahan/Rock 2006; Hu/Black 2006; Hu/Black 2006b; Hu/Black 2006c. Zie verder ook Partnoy/Thomas 2006.

<sup>7</sup> Vgl. G.T.M.J. Raaijmakers 2005, p. 241 e.v.; G. Ferrarini, *Empty voting and hidden ownership*, AFM/UvT congres over Understanding the Influence of Private Equity and Hedge Funds, 13 februari 2007. Overigens is de Europese Commissie bezig met een onderzoek naar de ‘Proportionality between Ownership and Control in EU listed companies’, maar dat lijkt meer betrekking te hebben op het one-share-one-vote-principe. Dit principe is wellicht verwant aan de onderhavige materie, maar gaat desalniettemin over een ander onderwerp. Zie daarover hierna paragraaf 4.1.1.



tingen, zoals de genoemde Amerikaanse onderzoeken in de regel wel doen, maar zal ook breder worden gekeken naar consequenties voor het hele vennootschaps- en effectenrecht.

Tot slot is het goed een enkele opmerking te maken over terminologie. Zoals hierna nog zal blijken, zijn er twee basissituaties te onderscheiden in de diversiteit aan mogelijkheden die financiële instrumenten en technieken bieden om economisch belang van juridische eigendom te splitsen: een persoon heeft een groter juridisch aandelenbelang dan economisch, of juist andersom. Hu en Black spreken in het eerste geval over ‘empty voting’ en in het tweede over ‘hidden ownership’.<sup>8</sup> Ook spreken zij over ‘the new vote buying’ en over ‘decoupling’ van economisch belang van juridische eigendom van aandelen. Verder wordt wel gesproken van ‘vote trading’ in het algemeen of van ‘vote stripping’.<sup>9</sup> Deze termen worden hierna door elkaar gebruikt, maar als overkoepelende term zal vooral worden gesproken over het gebruik van synthetische belangen. Het gaat bij deze synthetische belangen in wezen om scheiding van juridische eigendom en economisch belang, waarbij – afhankelijk van de definitie daarvan – verdedigd kan worden dat het hierbij gaat om een vorm van economische eigendom. Doorgaans echter wordt er bij de figuur van economische eigendom vanuit gegaan dat de ‘economische eigenaar’ ook de rechten heeft die aan de aandelen zijn verbonden. Zoals hierna nog zal blijken, is dat hij de financiële instrumenten en technieken waar het in dit preadvies om gaat nu juist niet het geval.<sup>10</sup> Daarom wordt in het vervolg van dit preadvies gesproken van economisch belang, in plaats van economische eigendom.<sup>11</sup>

## 2. Beschrijving financiële praktijk voor *structured products*

### 2.1 *Algemene ontwikkelingen in financiële instrumenten en constructies*

De markt in financiële instrumenten, ook wel derivaten genoemd, is in de afgelopen decennia exponentieel gegroeid. De omvang van de uitstaande niet-genoteerde derivaten alleen al wordt momenteel geschat op ruim 283

<sup>8</sup> HU/Black 2006b, p. 815 e.v.

<sup>9</sup> Vgl. Christoffersen e.a. 2005; G.T.M.J. Raaijmakers 2005, p. 241 e.v.

<sup>10</sup> Vgl. Uniken Venema/Eisma 1990, o.a. op p. 322 e.v.; Huijgen 1995a, p. 6 e.v. en 65 e.v.; Asser-Maeijer 2000, nr. 180 en 280; Asser-Mijnssen 2006, nr. 468 e.v. en meer i.h.b. nr. 483 e.v.

<sup>11</sup> Verder houdt het onderwerp in zekere zin verband met de zogeheten ‘ultimate investor’-problematiek, maar betreft dat toch een ander onderwerp. Zie daarover paragraaf 3.1.

biljoen USD, hetgeen bijna 14 maal zoveel is als tien jaar geleden.<sup>12</sup> Met die groei is een steeds hogere graad van ‘sophistication’ bereikt. De behoefte aan steeds verdergaande financiële innovatie wordt gedreven door onder meer de groei van de vermogens van institutionele beleggers, de vraag naar steeds weer nieuwe methoden van risicodiversificatie, de toenemende concurrentie en prestatiedruk mede als gevolg van internationalisering, het onder druk komen staan van rendementen door recessie, de toenemende druk om transactiekosten te drukken, het alsmear vernauwende net aan regelgeving en de achterblijvende harmonisatie van *settlement*-systemen. De markt gaat verder en zoekt naar alternatieven. Voor het probleem dat het overdragen van aandelen kostbaar en lastig is, worden bijvoorbeeld alternatieve oplossingen ontwikkeld. Het resultaat is dat economisch belang en juridische eigendom steeds meer los van elkaar zijn komen te staan. Door allerlei methoden kunnen de twee los van elkaar worden overgedragen en dat gebeurt ook op grote schaal, zowel op portefeuilleniveau als effectenspecifiek.

Vaak is de drijfveer daarvoor het eenvoudig kunnen managen van het risico-rendementsprofiel van beleggingen, of de omvang van het economische belang dat een belegger heeft in een bepaalde onderneming; de zogeheten *exposure*. Het gaat beleggers en anderen die aandelen verwerven op de beurs vaak uitsluitend om dat economische belang, en het is dan uiteraard veel praktischer als dat kan worden verkregen zonder dat daar lastige en kostbare transacties in de desbetreffende aandelen voor nodig zijn. Andere drijfveren zijn bijvoorbeeld van fiscale of *accountancy*-technische aard zoals bij de zogenaamde synthetische securitisatie.<sup>13</sup> Maar het biedt zoals gezegd ook mogelijkheden voor het doelbewust ontwijken van onwenselijk geachte regels van vennootschaps- en effectenrecht. Alvorens daarop kan worden ingegaan, is het zinvol een beschrijving te geven van de verschillende relevante derivaten en andere soorten zogeheten ‘structured products’. Die laatste term ziet op synthetische instrumenten die zijn ontworpen om tegemoet te komen aan specifieke wensen en behoeften waar meer traditionele, gestandaardiseerde financiële instrumenten tekort schieten.<sup>14</sup>

---

<sup>12</sup> Bron: ISDA 2006 ([www.isda.org](http://www.isda.org)). Zie ook The Panel on Takeovers and Mergers, Consultation Paper issued by the Code Committee of the Panel on Dealings in Derivatives and Options, *PCP 2005/1* van 7 januari 2005, par. 3.1.

<sup>13</sup> Vgl. De Vries Robbé 2003, p. 117 e.v.

<sup>14</sup> Vgl. Das 2006, p. ix e.v.

## 2.2 *Financiële methoden om economisch belang te splitsen van juridische eigendom*

### 2.2.1 DERIVATEN IN HET ALGEMEEN

Derivaten, het ligt al in de naam besloten, zijn financiële producten waarvan de waarde is afgeleid van een onderliggende waarde of goed. Dat zijn bijvoorbeeld obligaties, grondstoffen, een index, valuta, maar ook aandelen. In wezen zijn het contracten die soms zo gestandaardiseerd zijn dat ze worden verhandeld op de gereguleerde markt, zoals dat het geval is bij opties en *futures*. Vaak echter worden ze op maat worden gemaakt naar de behoeften van partijen. Ze maken daarmee onderdeel uit van de zogeheten *OTC*-markt (*Over The Counter*). De belangrijkste *OTC*-derivaten zijn *swaps*. Waar gaat het nu om bij het sluiten van derivatencontracten? Waarom is de omvang van deze markt de afgelopen decennia zo enorm toegenomen?

In wezen draait het – zeker voor beleggers<sup>15</sup> – bij derivaten vanuit een economisch oogpunt allemaal om de balans tussen risico en rendement. Uit de behoefte om die zo eenvoudig mogelijk op maat te kunnen toesnijden op de wensen van partijen, is de markt voor dit soort financiële producten ontstaan. Hoe werkt dit economisch? Het vermogen van een marktpartij bestaat uit allerlei goederen. De waarde van die goederen wordt beïnvloed door verschillende risicofactoren, bijvoorbeeld marktrisico's als valutaschommelingen. Sommige partijen willen dergelijke risico's het liefst elimineren: *hedgen*. Denk bijvoorbeeld aan een bedrijf dat zijn in Amerika behaalde winst niet door een ongunstige ontwikkeling van de dollar als sneeuw voor de zon wil zien verdwijnen, of aan een onderneming die haar werknemers een optie op aandelen heeft verstrekt maar niet het marktrisico wil lopen dat die aandelen tegen de tijd dat ze daadwerkelijk geleverd moeten worden sterk in koers zijn gestegen. Andere partijen zijn juist in dergelijke risico's geïnteresseerd. Het is een oeroude beleggingswet: geen rendement zonder risico. Bovendien hebben met name institutionele beleggers behoefte aan spreiding van verschillende soorten risico's in hun totale beleggingsportefeuille. Een pensioenfonds wil bijvoorbeeld niet slechts aandelen bezitten, maar wil ook *exposure* hebben naar de vastgoedmarkt zodat het niet teveel van de koersontwikkelingen van aandelen afhankelijk is. Bovendien zijn er partijen die bereid zijn te speculeren door riskante posities in te nemen in de hoop op een evenzo groot rendement aan het einde van de regenboog.

---

<sup>15</sup> Ook ondernemingen maken op grote schaal gebruik van derivaten, m.n. met het oog op zogeheten *equity capital management*, waaronder het managen van de kosten en economische risico's van fusies en overnames. Zie daarover Das 2006, p. 343 e.v.

Er is zodoende een markt van vraag en aanbod van allerlei soorten economische risico's. Met rekenmodellen kan worden vastgesteld wat – zo objectief mogelijk – de 'prijs' is van de *exposure* op een bepaalde onderliggende waarde voor een bepaalde, al dan niet vooraf vastgestelde termijn. Heel simplistisch is dat bijvoorbeeld de kans dat het desbetreffende risico zich voordoet (binnen een bepaalde tijd) vermenigvuldigd met bedrag waarvoor het zich dan verwezenlijkt. Dat risico laat zich langs een dergelijke lijn dus kwantificeren, contant maken en kan aldus worden afgekocht door degene die ervan af wil. Omgekeerd kan het worden gekocht door degene die een dergelijk risico juist wil hebben. Kort gezegd stellen derivaten dergelijke partijen in staat om de risico's in hun vermogen heel eenvoudig te 'managen' door die contractueel over te dragen of juist te verwerven.<sup>16</sup>

Een *swap* is, enigszins simplistisch weergegeven, in die zin niet veel anders dan de contractuele afspraak van de ene contractspartij om de lusten en lasten van een bepaald vermogensbestanddeel van de ander te dragen in ruil voor de lusten en lasten van een vermogensbestanddeel van hemzelf. Stel een pensioenfonds heeft behoefte aan *exposure* op een portefeuille Amerikaanse aandelen, terwijl een verzekeraar graag *exposure* heeft op een portefeuille Europees vastgoed. In plaats van die aandelen en dat vastgoed zelf daadwerkelijk over te dragen, kunnen ze ook afspreken dat ze onderling zullen handelen alsof ze hun respectievelijke portefeuilles hebben geruild. Dat betekent dat de verzekeraar de rendementen en dividenden op zijn Amerikaanse aandelen zal afstaan aan het pensioenfonds, en dat laatstgenoemde op zijn beurt de Europese rendementen en huurpenningen weer zal doorbetalen aan de verzekeraar. Voor de buitenwereld blijft het pensioenfonds gewoon eigenaar van het vastgoed en de verzekeraar van de aandelen, maar economisch zijn ze van positie gewisseld en zullen ze dat ook als zodanig verwerken in hun eigen jaarstukken. Vaak zijn dit soort derivatencontracten niet eenvoudig te kwalificeren naar Nederlands recht. In het algemeen kunnen *swaps* bijvoorbeeld trekken hebben van een ruilvereenkomst,<sup>17</sup> een overeenkomst tot koersverrekening<sup>18</sup> of simpelweg geldlening, maar moeten vaak als onbenoemde 'sui generis'-overeenkomst worden aangemerkt.<sup>19</sup>

Er wordt met dit soort *structured products* dus een synthetische belegging gecreëerd. Het risicoprofiel van de onderliggende waarde wordt met andere woorden gedupliceerd zonder dat die daadwerkelijk hoeft te worden

---

<sup>16</sup> Zie hierover Smithson 1998, p. 27 e.v.

<sup>17</sup> Artikel 7:49 BW.

<sup>18</sup> Artikel 7A:1811 lid 2 BW.

<sup>19</sup> Vgl. Van Ravenhorst/Van Besouw 1990, p. 6 e.v.; Padberg 1995, p. 125 e.v.; G.T.M.J. Raaijmakers 1997, p. 191.

verworven. Het is ook een manier om te voorkomen dat door daadwerkelijke beursaankopen de koers wordt beïnvloed en er tevens allerlei meldingsverplichtingen ontstaan hetgeen zogeheten ‘footprints’ achter laat. Dat bedacht ook superbelegger Caiola die op zeker moment zulke grote posities in Philip Morris Companies, Inc. had opgebouwd dat hij besloot zijn bank te verzoeken om voor hem voortaan slechts synthetische posities aan te houden.<sup>20</sup> Normaal gesproken vindt tussen partijen ook alleen een geldelijke afwikkeling plaats (*cash settlement*) en blijft zelfs bij uitoefening van het recht zoals dat in het derivatencontract besloten ligt daadwerkelijke aflevering van de onderliggende waarde achterwege.<sup>21</sup> Het is vanwege deze grote flexibiliteit en dit obligatoire karakter dat de mogelijkheden van derivaten haast oneindig zijn. Illustratief is in dit verband de recente opkomst van zogeheten *weather derivatives*. Dit zijn derivaten waarmee bijvoorbeeld energiebedrijven de negatieve economische gevolgen van weersomstandigheden voor hun bedrijfsrendement kunnen *hedgen*.<sup>22</sup>

Nu zou men natuurlijk kunnen denken dat het grote nadeel van derivaten is dat partijen een ongedekt kredietrisico op de wederpartij lopen. Ook daarvoor zijn echter in de praktijk oplossingen gevonden. Dat gebeurt met name door middel van het verschaffen van zogeheten *collateral*. Kort gezegd komt dit erop neer dat gedurende de looptijd steeds wordt bijgehouden wie er hoeveel aan de ander verschuldigd zou zijn als op dat moment het contract zou worden beëindigd bijvoorbeeld als gevolg van insolventie. Degene die dan geld verschuldigd zou zijn is ‘out of the money’ en zijn wederpartij is ‘in the money’. Voor het bedrag dat iemand *out of the money* is, moet hij aan de ander een bedrag of effecten leveren waar die ander zich op kan verhalen op het moment dat een dergelijke gebeurtenis zich inderdaad zou voordoen. Op regelmatige basis – vaak dagelijks – wordt opnieuw gepeild of er aan het *collateral* iets moet wijzigen. Dat het belang van de derivatenmarkt inmiddels breed wordt erkend, wordt geïllustreerd door het feit dat de Europese wetgever via de Collateral Richtlijn zeker heeft gesteld dat deze praktijk door het recht van de lidstaten wordt geaccommodeerd.<sup>23</sup>

<sup>20</sup> Zie daarover *Caiola v. Citibank, N.A.*, United States Court of Appeals, Second Circuit, 2002, 295 F.3d 312.

<sup>21</sup> Vgl. Padberg 1995, p. 125.

<sup>22</sup> Vgl. Das 2006, p. 1241 e.v. Zie verder over de sterke opkomst van zogeheten kredietderivaten en *debt-equity swaps* waarmee hele ondernemingen kunnen worden geherfinancierd daarover De Vries Robbé 2003, p. 35 e.v. resp. Schaik 2003, p. 173 e.v. Zie ook Abendroth 2006, p. 51 e.v. Vgl. verder Das 2006, p. 669 e.v. en Van Beek/De Clercq Zubli 1999, p. 262 e.v. over de zogeheten *total return swap*.

<sup>23</sup> Richtlijn 2002/47/EG, *PbEG* 2002 L 168/43. Zie verder Deckers/Van Beek 2000, p. 4 e.v. en 19 e.v.; Leeger 2002, p. 75 e.v.; Van Erp 2004, p. 967 e.v.; Wibier 2006, p. 393 e.v.

Hierna zal nader worden ingaan op een aantal derivaten en overige methoden waarmee economisch belang en juridische eigendom kunnen worden gescheiden, voor zover die betrekking hebben op aandelen in beursgenoteerde vennootschappen.

### 2.2.2 EQUITY SWAPS EN CFD'S

Stel een fondsmanager bij een vermogensbeheerder heeft 100 miljoen euro om te beleggen in een Aziatische aandelenindex. Hij kan die aandelen natuurlijk op de beurs kopen, maar daarbij zou hij gezien zijn buitenlandse status tegen allerlei complicaties oplopen. Om dezelfde economische *exposure* te verkrijgen kan hij het rendement op die index ook dupliceren. Eén van de mogelijkheden daartoe is het aangaan van een *equity swap*.<sup>24</sup> Hij gaat die aan met een wederpartij, meestal een *broker-dealer*,<sup>25</sup> waarbij hij de verplichting op zich neemt om per kwartaal of per half jaar een gefixeerde procentueel bedrag te voldoen tegen ontvangst van het rendement op een fictieve portefeuille van 100 miljoen euro, inclusief een bedrag gelijk aan de uitbetaalde dividenden. Het bedrag van 100 miljoen euro dient voor beide verplichtingen als zogeheten *notional amount* maar is in wezen een rekeneenheid: het wordt in beginsel niet uitgewisseld. De dealer in dit voorbeeld zal op zijn beurt ook behoefte hebben het risico dat hij op de AEX-portefeuille heeft gekregen te *hedge*. Ook hij heeft daar verschillende mogelijkheden voor. Zeker wanneer het om zogeheten *single stock swaps* gaat, is een veel gebruikte methode voor die *dealer* om de desbetreffende aandelen zelf te verwerven; om een zogeheten *long*-positie te nemen in het desbetreffende aandeel.<sup>26</sup>

*Equity swaps* – en dat geldt in wezen voor de meeste aandelenderivaten – kunnen dus zowel betrekking hebben op een pakket aandelen in één enkele onderneming (*single stock swap*), als op een zogeheten mandje (*basket*) van aandelen, bijvoorbeeld een index.<sup>27</sup> Die laatste methode is vooral interessant voor passieve institutionele beleggers die graag *exposure* willen hebben naar bijvoorbeeld de *S&P 500 Index*, de belangrijkste index van Amerikaanse bedrijven. Juist daarvoor zijn aandelenderivaten zoals *equity swaps* uitermate geschikt. In plaats van een portefeuille samen te stellen

<sup>24</sup> Vgl. Das 2006, p. 81 e.v.; Kolb/Overdahl 2003, p. 172-173. Zie over *swaps* i.h.a. verder Graaf 1991, p. 241 e.v.; G.T.M.J. Raaijmakers 1997, p. 187 e.v.; Broekhuizen/Peeters 2000, p. 79 e.v.; Leeger 2002.

<sup>25</sup> Een effectenmakelaar die ofwel voor rekening van een cliënt handelt (*broker*) of voor eigen rekening (*dealer*).

<sup>26</sup> Das 2006, p. 88 en 318 e.v.

<sup>27</sup> Das 2006, p. 7 e.v.

waarin aandelen worden opgenomen proportioneel aan de gewenste index, kan diezelfde *exposure* worden gesimuleerd met een enkele *equity swap*. Er zal daarbij een vergoeding (*fee*) moeten worden voldaan aan de arrangeur van die *swap*, maar de kosten voor het daadwerkelijk verwerven van de aandelen zelf blijven de belegger bespaard. Bovendien zijn er vooral bij sommige *cross-border*-beleggingen zoals in opkomende markten allerlei beleggingsrestricties voor buitenlandse beleggers waaraan door middel van *equity swaps* kan worden ontkomen. Dit is een vorm van ‘regulatory arbitrage’.<sup>28</sup> *Equity swaps* kunnen echter zoals gezegd ook worden gebruikt voor het verkrijgen van economisch belang bij een pakket aandelen in één individuele onderneming. Het gebruik van dergelijke zogeheten *single equity swaps* is nog betrekkelijk recent.<sup>29</sup>

Wanneer een *equity swap* wordt beëindigd, is het niet ongebruikelijk dat degene die de *exposure* op de onderliggende aandelen had, de mogelijkheid heeft om ofwel deze *exposure* te beëindigen, ofwel de aandelen rechtstreeks te verwerven van de wederpartij-*dealer*.<sup>30</sup> Zelfs wanneer dit niet met zoveel woorden is afgesproken, zal die mogelijkheid niet zelden feitelijk bestaan. Zoals gezegd heeft die *dealer* immers doorgaans de behoefte zijn eigen *exposure* op zijn beurt te *hedgen* en is een voor de hand liggende methode om de aandelen te verwerven en in portefeuille te houden. Naarmate de liquiditeit van het aandeel kleiner is, ligt dat zelfs nog meer voor de hand aangezien de mogelijkheden voor de *dealer* om zijn positie op andere manieren te *hedgen* daarmee afnemen.<sup>31</sup> Indien de dealer de desbetreffende aandelen inderdaad in portefeuille houdt, is het verder niet ongebruikelijk dat hij zich bij zijn stemgedrag gedurende de looptijd van de *swap* richt naar de wensen van zijn wederpartij die als gevolg van die *swap* het economische belang op deze aandelen houdt.<sup>32</sup>

Een variant op de *equity swap* welke in toenemende mate wordt gebruikt, is het zogenaamde *contract for difference (CFD)*.<sup>33</sup> Conceptueel is het vergelijkbaar met een *equity swap* of een zogeheten *single stock future*.<sup>34</sup> Een *CFD* is een contract tussen twee partijen, de koper en de verkoper, waarbij de verkoper aan de koper het verschil betaalt tussen de actuele waarde van een aandeel<sup>35</sup> en de toekomstige waarde daarvan. Als het verschil negatief is,

<sup>28</sup> Vgl. Das 2006, p. 24 en 98; Smithson 1998, p. 156 e.v. en 630 e.v.

<sup>29</sup> Smithson 1998, p. 149.

<sup>30</sup> Das 2006, p. 101.

<sup>31</sup> Hu/Black 2006, p. 1029 e.v.

<sup>32</sup> Hu/Black 2006, p. 1029 e.v., meer i.h.b. p. 1032-1033. Zie ook paragraaf 3.3 en 3.4.

<sup>33</sup> Vgl. Das 2006, p. 100 e.v.

<sup>34</sup> Zie daarover hierna paragraaf 2.2.6.

<sup>35</sup> CFD's kunnen ook voor andere effecten worden gebruikt, maar in dit preadvies wordt de figuur slechts behandeld voor zover het aandelen betreft.

dan is het de koper die moet betalen. Anders dan *futures* hebben *CFD's* geen tevoren vastgestelde einddatum. *CFD's* kunnen worden zowel gebruikt om een *long*-positie te nemen in een aandeel (een positief belang gericht op waardestijging), als een *short*-positie (een negatief belang gericht op waardedaling). *CFD's* zijn OTC-derivaten, maar worden eveneens op verschillende gereguleerde markten verhandeld. Net als bij *equity swaps* heeft de houder van een zogeheten *long-CFD* in de praktijk de facto een behoorlijke mate van controle over de wijze waarop er gestemd wordt op de aandelen die zijn wederpartij houdt om diens positie te *hedgen*. De wederpartij heeft er in de regel belang bij om 'business' te blijven krijgen van de houder van de *CFD* en zal daarom een sterke neiging hebben te stemmen op de aandelen conform zijn wensen. Het is zelfs zo dat die *CFD*-houder in de praktijk vaak verwacht dat diens wederpartij in voorkomende gevallen desnoods aandelen verwerft om dergelijke stemrechten te kunnen uitoefenen. Dit is niet gebaseerd op juridische rechten die de *CFD*-houder heeft, maar uitsluitend op commerciële verhoudingen.<sup>36</sup>

### 2.2.3 SHORT SELLING

*Short selling* en *securities lending*<sup>37</sup> zijn twee veel gebruikte methoden om het economische belang van aandelen te splitsen van de juridische eigendom. Gezien hun nauwe verbondenheid, worden ze achtereenvolgens behandeld.

Short selling is heel eenvoudig gesteld het verkopen van aandelen die men op het moment van verkoop nog niet bezit. Het is het tegenovergestelde van 'long gaan' in die aandelen: het kopen en verwerven ervan. Waar degene die een *long*-positie heeft in een aandeel er economisch belang bij heeft dat de koers van het aandeel zal stijgen, heeft de *short seller* juist belang bij een neergang daarvan. Dat werkt als volgt. Stel een belegger denkt dat de koers van ABC N.V. zal dalen als gevolg van tegenslagen in de markt. Hij verkoopt 1000 aandelen op een moment dat die noteren op € 10 per aandeel, hetgeen hem € 10.000 oplevert. Om aan zijn leveringsverplichting te kunnen voldoen, 'leent' hij 1000 aandelen ABC van een institutionele belegger.<sup>38</sup> Als de koers van de aandelen later dan inderdaad terugvalt naar bij-

<sup>36</sup> Zie hierover The Panel on Takeovers and Mergers, Consultation Paper issued by the Code Committee of the Panel on Dealings in Derivatives and Options, *PCP 2005/1* van 7 januari 2005, par. 3.1 e.v. Vgl. verder hierna paragraaf 3.3.

<sup>37</sup> Soms ook wel *stock lending* genoemd, zij het dat de term *securities lending* ook op andere soorten effecten kan slaan dan alleen aandelen. In dit preadvies wordt slechts gesproken over het 'uitlenen' van aandelen. Overigens wordt soms ook kortweg gesproken van *seclending*.

<sup>38</sup> Zie over *securities lending* paragraaf 2.2.4.



voorbeeld € 7 per aandeel, koopt hij 1000 aandelen ABC op de beurs voor € 7.000. Hij levert die aandelen terug aan de institutionele belegger en betaalt een vergoeding voor het ‘lenen’. Die vergoeding wordt doorgaans uitgedrukt in een aantal basispunten per jaar over de geleende waarde. Laten we aannemen dat de leenvergoeding € 10 bedraagt. De belegger heeft dan een rendement op deze transactie gemaakt van € 2.990 euro (het verschil tussen verkoopprijs en latere aankoopprijs, minus de leenvergoeding). Anticiperend op een koersval heeft hij een negatieve positie ingenomen op ABC N.V. en heeft hij dusdoende van die koersval geprofiteerd. Deze negatieve positie wordt niet uitgedrukt door een aandelenbelang, maar door de samenhang van de verschillende rechten en verplichtingen die door de belegger zijn aangegaan. Hij heeft de negatieve positie uiteindelijk zonder één aandeel in ABC te bezitten.

Dit voorbeeld laat overigens ook meteen zien dat dit soort transacties risikant is. De *short seller* loopt immers in potentie een ongelimiteerd risico. In plaats van een koersval, had de koers door voor hem onvoorziene omstandigheden (bijvoorbeeld een plotseling bod op de aandelen van ABC) ook kunnen stijgen naar, zeg, € 20 per aandeel. Op het moment dat hij de aandelen weer terug moest leveren aan de institutionele belegger zou hij ze dan op de beurs hebben moeten kopen voor € 20.000, waarmee hij een verlies zou hebben gemaakt van € 10.010. Waar met andere woorden de winst die een belegger met een long-positie kan behalen in theorie onbeperkt is en het verlies gelimiteerd (de koers kan niet minder dan nul worden), is het met een *short*-positie precies andersom. Dit is waarom veel *short sellers* een zogenaamde ‘stop loss order’ plaatsen bij hun *broker*: een opdracht om de positie te ‘coveren’, de desbetreffende aandelen te kopen zodra de koers daarvan boven een bepaalde grens uitkomt.

Wat de maatschappelijke opinie betreft heeft *short selling* al vaak in het verdachtenbankje gestaan. Het enkele feit dat *short sellers* profiteren van andermans neergang en daarmee ook een sterke negatieve prikkel hebben om die neergang te versnellen, te versterken of zelfs te veroorzaken, heeft in het verleden al vele malen voor discussie gezorgd. Nederland neemt hierbij een bijzondere positie in. Het heeft niet alleen het primaat van de eerste beurshandel ter wereld. Er wordt vanuit gegaan dat ook de eerste echte *short selling*-transacties in Nederland hebben plaatsgevonden, te weten door een groep beleggers onder leiding van de Antwerpse koopman Isaïc le Maire die vlak na de oprichting van de VOC weinig vertrouwen hadden in haar financiële beleid. Dit heeft al in 1610 geleid tot een eerste wetgevende reactie, namelijk een verbod op *short selling* ‘en andere vormen van windhandel’.<sup>39</sup>

---

<sup>39</sup> Vgl. Stringham 2002, p. 8; Frentrop 2002, p. 76-82; Gaastra 2002, p. 28 e.v.; Gelderblom/Jonker, o.m. op p. 8 e.v. Zie ook De Marchi/Harrison 1994, p. 47 e.v.

Al een paar decennia daarna echter was het opnieuw in Nederland waar *short selling* tot discussie leidde. *Short sellers* kregen toen de schuld van de roemruchte neergang van de Nederlandse tulpenmarkt, althans van het versnellen en vergroten van die crisis toen die zich eenmaal aandiende. Hetzelfde gebeurde in Engeland toen na het uiteenspatten van de *South Sea Bubble short selling* in de achttiende eeuw verboden is geweest. Napoleon heeft op zeker moment de *short selling*-praktijk tot ‘verraad’ bestempeld toen hij vond dat het de oorlogsfinanciering in de weg stond.<sup>40</sup> En de geschiedenis herhaalde zich wederom bij de grote Wall Street beurskrach van 1929. Ook toen werd *short sellers* verweten deze crisis te hebben veroorzaakt en bovendien de daaropvolgende economische recessieperiode onnodig te hebben verlengd. Gevolg was strenge Amerikaanse regelgeving om *short selling* aan banden te leggen, welke overigens pas in 1997 weer is opgeheven.

Tegenwoordig wordt milder geoordeeld over *short selling*, of wordt het zelfs als een positief element van de financiële markten gezien. Het wordt veel meer gezien als een instrument dat bijdraagt aan efficiënte prijsvorming op die markten.<sup>41</sup> Via *short selling* worden bijvoorbeeld overwaarderingen van ondernemingen op de beurs tegengegaan. Het is immers met name in anticipatie van marktcorrecties op dergelijke overwaarderingen dat *short sellers* ‘à la baisse’-posities willen innemen. Hun activiteiten worden dan ook wel gezien als belangrijke signalen dat sprake is van overwaardering, waarmee volgens sommigen ook een tegenwicht wordt geboden tegen analisten van wie dergelijke signalen minder snel te verwachten zouden zijn. Een mooi voorbeeld is een *dual listing* met een op zich niet te verklaren verschil in koers tussen de beide noteringen. *Long/short*-strategieën zullen eraan bijdragen dat de koersen weer gelijk zullen lopen doordat hierbij het overgevaardeerde aandeel verkocht wordt (waardoor het aanbod zal stijgen), terwijl het ondergevaardeerde aandeel nu juist zal worden gekocht (met een stijging van de vraag als gevolg). Ook wordt gewezen op andere nuttige functies van *short selling*, zoals het bieden van liquiditeit in geval van overmatige vraag naar bepaalde effecten, en het *hedgen* van het risico op een *long*-positie. In Nederland heeft de AFM in haar rapport uit 2005 over *Hedge Funds* de positieve aspecten van *short selling* erkend.<sup>42</sup>

---

<sup>40</sup> Zie daarover Oesterle 2006, onder ‘Short-Selling and Vote Buying’.

<sup>41</sup> Zo ook bv. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Consultatiedocument december 2006, pt. 26 e.v.

<sup>42</sup> Hedge Funds: An exploratory study of conduct-related issues, augustus 2005, p. 34-35. Zie verder de SEC op [sec.gov/answers/shortrestrict.htm](http://sec.gov/answers/shortrestrict.htm); SEC Report (2003), p. 39-40; Ineichen 2004, p. 12; FSA Discussion Paper 05/4 over Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement, juni 2005, p. 14.

Dat alles betekent echter niet dat *short sellers* een rustig bestaan kunnen leiden. Er blijven twijfels met name over bepaalde misbruiken. Zo zouden *short sellers* soms marktverstoringen veroorzaken. Als veel van hen tegelijk ‘short gaan’ in een aandeel, creëren zij een ‘self-fulfilling prophecy’: door het toegenomen aanbod zal de koers vanzelf gaan dalen. Hun wordt verweeten zodoende de waan van de dag te versterken en soms koersen naar de bodem te drijven of een oververhitte markt te veroorzaken. En ook zouden zij het vaak gewraakte korte-termijngedrag bevorderen dat door velen als één van de belangrijkste boosdoeners wordt gezien achter de boekhoudschandalen.<sup>43</sup> Er worden zelfs soms politieke motieven achter de mogelijke misbruiken van *short sellers* gezocht. In de Tweede Wereldoorlog heeft de VS een restrictie op *short selling* afgekondigd in de vrees dat de Duitse Keizer de Amerikaanse markt zou ‘shorten’, en na 9/11 heeft de SEC nog onderzocht of Osama Bin Laden *short* is gegaan op de Amerikaanse aandelenmarkt vóór de aanslagen, welk onderzoek overigens niets heeft opgeleverd.<sup>44</sup> *Short selling* is met andere woorden een thema dat de gemoederen met een terugkerende regelmaat bezighoudt. Illustratief is het succes van de Amerikaanse website [www.ShortSqueeze.com](http://www.ShortSqueeze.com) waarop dagelijks informatie te vinden is over aandelen die op grote schaal worden uitgeleend.

Op regelgevend gebied zijn er met name initiatieven om de manipulatie van koersen door middel van *short selling* tegen te gaan. In Europa geeft de Richtlijn Marktmissbruik in dit verband nieuwe regels.<sup>45</sup> In de VS heeft de SEC in 2004 eveneens met haar zogenoemde *Regulation SHO*<sup>46</sup> strengere regels afgekondigd om marktmanipulatie tegen te gaan. Deze regulering richt zich vooral tegen een agressieve vorm, te weten het zogenaamde *naked short selling*: het verkopen van effecten niet alleen zonder ze te bezitten, maar ook zonder de effecten tegelijkertijd te ‘belenen’, met als risico dat in het geheel niet aan de leveringsverplichting kan worden voldaan.<sup>47</sup> De SEC merkt hierover op:

‘Naked short selling (...) can have negative effects on the market. Fraudsters may use naked short selling as a tool to manipulate the market. Market manipulation is illegal. The SEC has toughened its rules and is vigilant about taking actions against wrongdoers. Fails to deliver that persist for an extended period of time may result in a significantly

<sup>43</sup> P. Myners, *Institutional Investment in the United Kingdom, A Review (Myners Report)*, Londen 2001 ([www.hm-treasury.gov.uk](http://www.hm-treasury.gov.uk)), nr. 5.64 e.v.; Mitchell 2001, p. 149 e.v.

<sup>44</sup> Oesterle 2006, onder ‘Short-Selling and Vote Buying’.

<sup>45</sup> Richtlijn 2003/6/EG van 28 januari 2003, *PbEG* L 96/16 van 12/04/2003. Zie ook het Hedge Fund-Rapport van de AFM, p. 34.

<sup>46</sup> Release No. 34-50103; File No. S7-23-03.

<sup>47</sup> Er zijn schattingen dat meer dan 10% van de aandelen aan de NYSE en de NASDAQ hieraan bloot staan. Vgl. Barr 2006.

large unfulfilled delivery obligation at the clearing agency where trades are settled. Regulation SHO is intended to address these effects by reducing the number of potential failures to deliver, and by limiting the time in which a broker can permit a fail to deliver to persist. For instance, as explained above, Regulation SHO requires brokers and dealers to close-out the open fail-to-deliver positions in ‘threshold securities’ (i.e., securities that have experienced a substantial number of extended delivery failures) that have persisted for 13 consecutive settlement days.<sup>48</sup>

Andere recente maatregelen over *short selling* waren restrictieve regels en aanbevelingen uitgevaardigd na 9/11 door de Japanse *Financial Services Agency*, de Engelse *Financial Services Authority* en de Duitse minister van Financiën om het *long*-gaan als teken van vertrouwen in de Westerse systeem te bevorderen.

#### 2.2.4 *Securities lending*

Er is zoals gezegd een nauw verband tussen *short selling* en *securities lending*. Zoals hiervoor al bleek, zal de *short seller* aan zijn leveringsverplichting moeten voldoen door tijdelijk aandelen te ‘lenen’ van een derde, meestal een institutionele belegger, vermogensbeheerder of *custodian*, die een *long*-positie heeft in het desbetreffende aandeel respectievelijk deze aandelen bewaart ten behoeve van cliënten. Voor die institutionele belegger of vermogensbeheerder levert dit een aantrekkelijk extra rendement op. Hij krijgt hiervoor immers een leenvergoeding bovenop het rendement dat hij uit hoofde van de belegging al zou hebben. Anders dan de term doet vermoeden is er echter geen sprake van daadwerkelijk lenen. De aandelen worden juridisch volledig overgedragen onder de obligatoire verplichting voor de inlener om op een afgesproken later tijdstip een gelijk aantal zelfde aandelen terug te leveren.<sup>49</sup> Meestal heeft de uitlener bovendien het recht de aandelen ook eerder terug te eisen (*recalling*).

Bij *securities lending* worden aandelen dus niet in juridische zin uitgeleend, hooguit in economische zin. Wanneer de uitlener 100 aandelen Unilever ‘leent’ aan een inlener, dan blijven ze economisch voor zijn rekening en risico. Hij zal ze ‘op zijn balans moeten houden’. Immers, als er dividenden worden uitgekeerd dan komen die – in de regel – aan de uitlener toe en bovendien krijgt hij bij de teruglevering weer 100 aandelen Unilever

<sup>48</sup> Paragraaf V.2 van SEC, Division of Market Regulation: Key Points About Regulation SHO, 11 april 2005, [sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm](http://sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm). Zie hierover ook Martin/Partnoy 2005, p. 121 e.v.

<sup>49</sup> Zij het dat in de regel wel zekerheid wordt verstrekt voor de naleving van die verplichting. Zie daarover Rank (1998), p. 379-380.

terug. Daarmee is ook ieder koersrisico voor zijn rekening gebleven. Dat de aandelen die hij terugkrijgt andere aandelen zijn dan degene die hij eerst had, doet daaraan gezien niet af. Het gaat om ‘verbruikbare goederen’, reden waarom dit ‘uitlenen’, een praktijk overigens die net als *short selling* al vele eeuwen teruggaat<sup>50</sup>, naar Nederlands recht in de regel moet worden gekwalificeerd als verbruikleen ex artikel 7A:1791 BW.<sup>51</sup> Voor het gemak blijf ik hierna echter spreken van het uit- en inlenen van aandelen. De uitlener wil nadrukkelijk economisch gerechtigde blijven. Hij heeft de desbetreffende aandelen niet voor niets aangekocht.

Een belangrijke consequentie van *securities lending* is ook, dat het stemrecht op de desbetreffende aandelen mee overgaat naar de inlener. Die inlener wordt door de verkrijging immers aandeelhouder. Voor de uitlenende institutionele belegger roept dit een aantal complicaties op. Hij beschouwt zichzelf nog steeds als eigenaar van de aandelen, en is dat in economische zin ook, maar hij heeft ten aanzien van deze aandelen geen juridische rechten meer. Zo zal hij geen uitvoering meer kunnen geven aan zijn stembeleid, als hij dat zou willen. Vooral de institutionele beleggers die invulling proberen te geven aan hun fiduciaire verantwoordelijkheid om hun rechten als aandeelhouder te benutten waar dat zinvol is, worden hierdoor voor lastige dilemma’s geplaatst. Zij moeten kiezen tussen het op korte termijn verkrijgen van een concreet extra rendement in de vorm van de leenvergoeding, en op de meer lange termijn een moeilijk kwantificeerbare waardevermeerdering door het gebruik van de aandeelhoudersrechten.<sup>52</sup>

De Engelse zelfreguleringscode van december 2004 de Securities Borrowing and Lending Code of Guidance zegt over dit onderwerp:

‘Securities lending involves the absolute transfer of title to both the securities lent and the collateral taken and any voting rights are transferred along with title. Securities must therefore be recalled by the lender, or collateral substituted by the borrower, if they wish to exercise the voting rights attaching to particular securities. It is in the interests of both parties to a securities lending relationship to understand each other’s attitudes to voting from the outset.

A person could borrow shares in order to be able to exercise the voting rights and influence the voting decision at a particular meeting of the company concerned. There is a consensus, however, in the market that securities should not be borrowed solely for the purpose of exercising the voting rights at, for example, an AGM or EGM. Lenders should also consider their corporate governance responsibilities before lending stock over a

<sup>50</sup> Gelderblom/Jonker 2003, p. 11.

<sup>51</sup> Zo ook Van Ardenne-Stachiw 1995, p. 11 e.v.

<sup>52</sup> G.T.M.J. Raaijmakers 2005, p. 241 e.v.

period in which an AGM or an EGM is expected to be held. Beneficial owners need to ensure that any agents they have made responsible for voting and for securities lending act in co-ordinated way.<sup>53</sup>

De vraag is of de praktijk niet weerbarstiger is, dan zoals hier weergegeven.<sup>54</sup> In paragraaf 4.2.1 zal daar nader op worden ingegaan.

*Securities lending* wordt overigens niet alleen gebruikt om *short selling* te accommoderen. Oorspronkelijk was het doel om complicaties bij de afwikkeling van effectentransacties te ondervangen. Wie om wat voor reden dan ook tijdelijk niet aan zijn leveringsverplichting kon voldoen wanneer hij effecten had verkocht, kon deze dan lenen. Een belangrijke reden was verder gelegen in de controversiële praktijk van het zogeheten *dividend stripping*. Daarbij werd geprofiteerd van het verschil in belastingstatus tussen uit- en inlener. Inmiddels is deze praktijk door aangescherpte regelgeving ingeperkt.<sup>55</sup>

Het wordt algemeen aanvaard dat *securities lending* een nuttige functie vervult bij het verschaffen van liquiditeit in de financiële markten. De minister van Financiën merkte hier eerder over op:

‘Het (uit-)lenen van effecten bespoedigt de afwikkeling aangezien verkopers daardoor snel toegang kunnen krijgen tot effecten die nodig zijn om een transactie af te wikkelen en die niet bij de verkoper voorradig zijn.’<sup>56</sup>

Samen met de groei van de kapitaalmarkten wereldwijd heeft het toenemende gebruik van *short selling* gezorgd voor een zeer omvangrijke *securities lending*-markt. Precieze cijfers zijn niet bekend, maar de totale omvang op wereldniveau wordt inmiddels geschat op gemiddeld USD 2 biljoen aan uitgeleende stukken per dag. Daarmee is *securities lending* verantwoordelijk voor een substantieel deel van alle dagelijkse effectentransacties.<sup>57</sup> Grotere

---

<sup>53</sup> Par. 7.3 en 7.4 van die Code.

<sup>54</sup> Vgl. Martin/Partnoy 2005, p. 124 e.v.

<sup>55</sup> Vgl. daarover Eenhorst/Van IJlzinga Veenstra 2001; Peters 2004.

<sup>56</sup> *Kamerstukken II* 28 122, nr. 19, p. 7, nt. 2. Zie in vergelijkbare zin verder Par. 5.2 van het EU-Consultatiestuk over Shareholders' Rights. Zie ook Cross-Border Voting in Europe, Final report of the Expert Group on Cross-Border Voting in Europe, August 2002, p. 56; 'The borrowing of securities, or securities lending, is the oil that lubricates the stock market'. En tot slot in diezelfde zin de Monitoring Commissie, Consultatiedocument december 2006, punt 26 e.v.

<sup>57</sup> Zie Par. 5.2 van het Consultatiestuk van de Europese Commissie over Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights van 16 september 2004. Zie ook het Rapport over Securities Lending Transactions: Market Development and Implications van The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) en de Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) van juli 1999, p. 5 e.v.

institutionele beleggers hebben naar schatting gemiddeld 10% van hun aandelenportefeuilles uitgeleend en soms zijn er daarbij pieken van 25% tot 50%. Die pieken doen zich vooral voor in het ‘seizoen’ van aandeelhoudersvergaderingen. Dit komt waarschijnlijk mede doordat veel *hedge fund*-strategieën zich concentreren rondom de zogeheten *ex-datum*: de datum dat het vastgestelde dividend van de waarde van de aandelen afgaat. Die datum valt traditioneel bij veel ondernemingen (nagenoeg) samen met de datum van de aandeelhoudersvergadering.<sup>58</sup>

Ondanks het grote belang ervan, is *securities lending* nog maar nauwelijks gereguleerd. Er wordt veel gewerkt met standaarddocumentatie, zoals de *Global Master Securities Lending Agreement 2000* van de *International Securities Lenders Association (ISLA)*.<sup>59</sup> Regelgevers beginnen pas recentelijk interesse in het onderwerp te tonen.

#### 2.2.5 REPURCHASE AGREEMENTS (REPO’S)

Enigszins vergelijkbaar aan *securities lending* zijn de zogeheten *repurchase agreements*, of kortweg: *repo’s*. Ook daarbij gaat de juridische eigendom van effecten over op de wederpartij om na een bepaalde tijd weer teruggeleverd te worden, en ook daarbij betaalt de verkrijger van de effecten een vergoeding. Verschil is echter dat de titel voor de overdracht niet verbruikt is, maar koop. Bovendien ligt de ratio van de transactie niet primair in het verkrijgen van de effecten, maar juist van de vergoeding. Economisch heeft de *repo* dan ook het meeste weg van een lening met zekerheidsverschaffing. De ene partij verstrekt immers een som geld aan de ander tegen verkrijging van de effecten als een vorm van ‘collateral’, onder de afspraak dat hij de effecten op een later tijdstip voor een grotere som geld weer kan terugverkopen en leveren. Het verschil in de beide sommen geld is de impliciete rente, ook wel de ‘repo rate’ genoemd.<sup>60</sup> Overigens hoeven de terug te leveren effecten doorgaans niet dezelfde effecten te zijn, maar ‘equivalent securities’; effecten van dezelfde soort.

Voor de geldverstrekker is het ‘kopen’ van *repo’s* vaak een aantrekkelijk alternatief voor het verstrekken van leningen, vanwege de korte termijn die *repo’s* vaak hebben (in sommige gevallen slechts één dag), vanwege de sterke zekerheid in de vorm van de titeloverdracht op de effecten, en vanwege

<sup>58</sup> Zie het Rapport van 9 juli 2004 van de ICGN Securities Lending Commissie, te downloaden van [www.icgn.org](http://www.icgn.org). Vgl. ook Review of the impediments to voting UK shares, Report by Paul Myners to the Shareholder Voting Working Group, Progress – one year on, maart 2005, p. 11-12.

<sup>59</sup> Te downloaden van [www.isla.co.uk](http://www.isla.co.uk).

<sup>60</sup> Vgl. verder Rank 1998, p. 371 e.v.; Garbade 2006.

de grote liquiditeit van de markt voor *repo's*. Voor de verkopers van *repo's* is het een manier om tegen relatief lage financieringskosten kapitaal aan te trekken, maar ook om *long*-posities te financieren of *short*-posities af te dekken. Wat de termijn betreft zijn er in de regel drie mogelijkheden: een 'overnight maturity', 'term' of 'open end'. Bij eerste vind koop en terugverkoop binnen één dag plaats. Bij de tweede is er een vooraf vastgestelde datum voor de terugkooptransactie. Bij 'open end' is er geen einddatum en kan iedere partij de overeenkomst op ieder moment beëindigen. *Repo's* zijn *OTC*-derivaten. Ze worden in de praktijk doorgaans aangegaan door middel van standaarddocumentatie; een raam- of mantelovereenkomst. De meest gebruikte overeenkomst is de zogeheten *PSA/ICMA Global Master Repurchase Agreement* van de *ICMA*.

De markt voor *repo's* is groot. Medio 2006 werd de omvang daarvan voor alleen Europa al geschat op € 6 biljoen (6.000 miljard). Dit is een stijging ten opzichte van het jaar daarvoor van tussen de 12 en 15%;<sup>61</sup> er is al enige jaren sprake van een groei van zowel de Europese als de Amerikaanse *repo*-markt met 'double digit pace'. Dit verklaart mede de ruime erkenning van het belang ervan door regelgevers. In Nederland heeft de wetgever in 1998 een speciale wet ingevoerd om zeker te stellen dat het fiduciaverbod niet aan de praktijk in de weg zou staan. Met het zogenaamde 'repo-wetje'<sup>62</sup> werd een nieuw artikel 2a toegevoegd aan de – toen nog geldende – Wet toezicht effectenverkeer 1995. Daarin werd bepaald dat de omstandigheid dat de koper van effecten zich bij de koop heeft verbonden tot een latere overdracht van een gelijke hoeveelheid effecten van dezelfde soort aan de verkoper, niet met zich brengt dat die koop, in strijd met artikel 3:84 lid 3 BW, ten doel heeft de effecten over te dragen tot zekerheid of de strekking mist de effecten na de overdracht in het vermogen van de koper te doen vallen, tenzij de effecten na de levering in handen van de verkoper blijven. Begin 2006 is deze bepaling weer ingetrokken, en vervangen door artikel 7:55 BW dat een vergelijkbare bepaling bevat met de bredere toepassing voor alle financiële-zekerheidsovereenkomsten waar *repo's* toe behoren.<sup>63</sup> Het betreft de implementatie van de Richtlijn Financiëlezekerheidsovereenkomsten die inmiddels in 2002 was ingevoerd<sup>64</sup>, eveneens met het doel om de efficiëntie, liquiditeit en stabiliteit van de financiële markten daarmee te bevorderen.<sup>65</sup> Het illustreert de positieve en accommoderende houding van regelgevers.

---

<sup>61</sup> Bron: *ICMA repo market survey*, oktober 2006.

<sup>62</sup> *Stb.* 1998, 716.

<sup>63</sup> *Kamerstukken II* 30 138, nr. 3, p. 10.

<sup>64</sup> Richtlijn 2002/47/EG van 6 juni 2002, *PbEG* L 168, 26 juni 2002.

<sup>65</sup> Vgl. *Kamerstukken II* 30 138, nr. 3, p. 3 e.v.



Bij de meeste *repo's* worden obligaties gebruikt als te leveren effecten. Er bestaan echter ook zogeheten *equity repo's* waarbij er aandelen worden geleverd. Daarvoor is een speciale *Equities Annex*<sup>66</sup> ontwikkeld bij de *GMRA*. Artikel 3.6 van die Annex bevat een aparte bepaling hoe bij *equity repo's* moet worden omgegaan met de stemrechten op de aandelen die door de verkoper aan de koper van de *repo's* tijdelijk zijn overgedragen:

'Where any voting rights fall to be exercised in relation to any [Securities], Buyer (...) shall use its best endeavours to arrange for voting rights of that kind to be exercised in relation to the relevant number of securities of that kind in accordance with the instructions of the other party provided that it holds such Securities and the other party shall have notified Buyer (...) of its instructions in writing no later than seven Business Days prior to the date on which such votes are exercisable or as otherwise agreed between the parties. For the avoidance of doubt the parties agree that subject as hereinbefore provided any voting rights attaching to the relevant [Securities] shall be exercisable by the persons in whose name they are registered or in the case of such securities in bearer form, the persons by or on behalf of whom they are held, and not necessarily by the Buyer (...)'.

De koper neemt met andere woorden een inspanningsverbintenis op zich om ervoor te zorgen dat de stemrechten op de tijdelijk overgedragen aandelen worden uitgeoefend in overeenstemming met de wensen van de verkoper, zo drukt ook de toelichting bij de *Equities Annex* dat uit. De in december 1997 door de Engelse *Stock Lending and Repo Committee*<sup>67</sup> vastgestelde *Equity Repo Code of Best Practice* heeft eenzelfde strekking. Die beveelt aan dat de koper van een *repo* 'should seek the agreement' van de verkoper over het uitoefenen van stemrechten.<sup>68</sup>

## 2.2.6 OVERIGE FINANCIËLE INSTRUMENTEN

Er zijn nog verschillende andere financiële instrumenten en technieken die tot het scheiden van juridische eigendom en economisch belang van aandelen leiden. Zo valt in eerste instantie te denken aan opties op aandelen. Er zijn twee soorten: *call*-opties en *put*-opties, of kortweg *calls* en *puts*.<sup>69</sup> Bij de eerste heeft de koper van de optie (de houder van de optie) het recht om de desbetreffende aandelen van de verkoper (de schrijver van de optie) te verwerven tegen een vooraf bepaalde uitoefenprijs. De koper van een *put*-optie

<sup>66</sup> Te downloaden van [icma-group.org](http://icma-group.org).

<sup>67</sup> Een voor dat doel opgerichte groep van Engelse praktijkvertegenwoordigers en toezichhouders.

<sup>68</sup> Par. J.5 van *Equity Repo Code of Best Practice*, te downloaden van [bankofengland.co.uk](http://bankofengland.co.uk).

<sup>69</sup> Vgl. Das 2006, p. 47 e.v.

heeft het recht (en niet de plicht) om aandelen te *verkopen* tegen een vooraf bepaalde uitoefenprijs en daarbij heeft de verkoper/schrijver van de optie de plicht om die alsdan af te nemen. Het hebben van de optie om aandelen te kunnen kopen respectievelijk te verkopen tegen een bepaalde prijs, heeft een waarde. De contant gemaakte waarde die de koper van een *call*-optie of een *put*-optie moet betalen aan diens respectievelijke wederpartij betaalt, is de zogeheten optiepremie. De houder van een *call*-optie verwacht dat de prijs van de aandelen zal stijgen en verwerft daarom met de optie een economisch belang in die aandelen. Hij heeft zijn risico echter beperkt. Als hij geen gelijk krijgt, is hij slechts de optiepremie kwijt. Het risico dat de aandelen in waarde dalen beneden het niveau van het moment dat hij de optie kocht, komt niet voor zijn risico. Bij de *put*-optie is het omgekeerde het geval. De houder van de *put*-optie verwacht dat de prijs van de aandelen zal dalen en heeft daarom juist een negatief economisch belang bij de aandelen. Wie bijvoorbeeld een *long*-positie in een aandeel heeft en vervolgens een *put* koopt op datzelfde aandeel, heeft daarmee in wezen zijn economische belang bij die aandelen reeds uit handen gegeven, zij het voorwaardelijk. Anders dan met een echte *short*-positie door middel van *short selling*, heeft hij het risico dat de aandelen niet in waarde dalen echter beperkt, namelijk tot de hoogte van de optiepremie.

Hoewel opties een *OTC*-karakter kunnen hebben<sup>70</sup>, worden ze in de regel verhandeld op een gereguleerde markt, zoals de *London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE)*. In wezen een variant op de *call*-optie is de *warrant*. Daarbij is het niet een optie-schrijver die de optie verkoopt, maar de uitgevende instelling zelf. Een variant is ook de converteerbare obligatie of *convertible*. Daarbij kan een obligatie onder bepaalde voorwaarden worden geconverteerd in aandelen, meestal naar keuze door de obligatiehouder.<sup>71</sup> Nog een variant op, of beter gezegd: toepassing van de optie is de zogeheten *collar*.<sup>72</sup> Een *collar* of zogenaamde *zero cost collar* is in wezen een combinatie van *call*- en *put*-opties op een bepaalde aandelenpositie (of andere effecten) met bijvoorbeeld als doel om het neerwaarts risico van die positie kosteloos af te dekken door een deel van het opwaarts potentieel prijs te geven.<sup>73</sup> Er wordt dan, om het in financieringstermen te zeggen, de koop van een *floor* gefinancierd door de verkoop van een *cap*. Het is een aantrekkelijk financieel product voor iemand die een aandelenbelang heeft en daar geen neerwaarts risico op wenst te lopen – in wezen bereid is zijn economisch belang in belangrijke mate te vervreemden – als hij de aandelen om welke reden dan ook wel in bezit wil houden.

---

<sup>70</sup> Vgl. Das 2006, p. 57 e.v. en 78 e.v.

<sup>71</sup> Zie daarover Prinsen 2004; Das 2006, p. 106 e.v.

<sup>72</sup> Vgl. Leeger 2002, p. 22-23; Das 2006, p. 427 e.v.

<sup>73</sup> Vgl. Carr Bettis/Bizjak/Lemmon 1999.

Een andere belangrijke categorie van financiële instrumenten is die van de termijncontracten ofwel *futures*. Met opties en *swaps* worden *futures* gezien als één van de belangrijke bouwstenen voor veel andere derivaten. Een *future* is een contract om een bepaalde economische waarde, bijvoorbeeld een pakket aandelen, op een bepaald moment in de toekomst tegen een vooraf afgesproken prijs (de *futures price*) te verkopen en te leveren. Verschil met een optie is dat er bij een *future* wederzijds zowel een recht als een plicht tot levering bestaat. Het contract wordt altijd uitgevoerd. *Futures* worden op een gereguleerde markt verhandeld, in tegenstelling tot de de zogeheten *forwards*<sup>74</sup> welke figuur in wezen het *OTC*-broertje is van de *future*. Als de onderliggende waarde aandelen zijn, hebben *futures* meestal de aandelen in een hele index als object. Sinds begin jaren '90 zijn echter ook *futures* op aandelen in slechts één onderneming in zwang geraakt: de zogeheten *single stock futures*.<sup>75</sup> Hoewel de markt voor *single stock futures* nog niet heel groot is vergeleken met overige *futures*, groeit hij wel hard. Alleen al in de Verenigde Staten bedroeg het totale dagvolume in 2005 gemiddeld 26.000 contracten hetgeen een stijging was van maar liefst 188% ten opzichte van 2004.<sup>76</sup>

### 2.3 *Wie maken van deze instrumenten en methoden gebruik?*

#### 2.3.1 ALGEMEEN

Hiervoor is een beschrijving gegeven van de verschillende financiële instrumenten en technieken die in de loop der jaren zijn ontwikkeld en waarin inmiddels een zeer liquide markt is ontstaan die nog altijd sterk groeit. Die markt biedt daarmee steeds ruimere mogelijkheden om desgewenst economisch belang zeer eenvoudig van juridische eigendom te splitsen. Voor een goed begrip van de financiële praktijk in deze *structured products*, is het nuttig om ook stil te staan bij de vraag wie hiervan gebruik maakt. Oorspronkelijk waren dit met name ondernemingen die behoefte hadden aan goedkopere financiering.<sup>77</sup> De innovaties die de ontwikkeling van derivaten en *structured products* met zich bracht, en het vaak *off-balance*-karakter ervan, voorzagen in die behoefte.

Inmiddels zijn ondernemingen lang niet meer de enige partijen die van deze innovaties gebruik maken. Voor het onderwerp van dit onderzoek zijn vooral die partijen interessant die om welke reden dan ook synthetische aan-

<sup>74</sup> Ook wel *forward contracts*.

<sup>75</sup> Zie daarover Kolb/Overdahl 2003, p. 63; Martin/Partnoy 2005, p. 125; Das 2006, p. 46-47.

<sup>76</sup> Bron: International Securities Exchange, iseoptions.com. Zie ook onechicago.com.

<sup>77</sup> Vgl. Steinherr, p. 22 e.v.

delenbelangen kunnen nastreven of houden. Dit zijn met name *hedge funds* en andere activistische aandeelhouders, *private equity*-investeerders, vennootschappelijke *insiders*, en ‘financial engineers’.

### 2.3.2 HEDGE FUNDS EN ANDERE AANDEELHOUDERSACTIVISTEN

Aandeelhoudersactivisten, en *hedge funds* meer in het bijzonder, staan de laatste tijd sterk in de belangstelling. Er bestaat echter nog altijd de nodige onduidelijkheid over de aard en activiteiten van deze organisaties. Relevant is daarom de vraag : wat is een *hedge fund*?<sup>78</sup>

Daarvoor moeten we een klein stukje terug in de geschiedenis. Er wordt wel beweerd dat het eerste *hedge fund* eigenlijk als de zogeheten Groote Compagnie was, waarin Isaïc Le Maire een groep aandeelhouders van de VOC had bijeengebracht om, zoals hiervoor in paragraaf 2.2.3 al bleek, onder meer *short*-posities in te nemen.<sup>79</sup> Voor de voorloper van het *hedge fund* in zijn vorm zoals we die vandaag de dag kennen, hoeven we echter minder ver terug te gaan in de tijd. Die dateert namelijk van 1949. De man daarachter was Alfred Jones.<sup>80</sup> Hij introduceerde een beleggingsconcept waarbij hij marktrisico's elimineerde met behulp van financiële instrumenten, door die risico's te *hedgen*. Zo hield hij een effectenportefeuille over waarvan de resultaten afhankelijk waren van zijn eigen deskundigheid, en niet van de daarvan onafhankelijke bewegingen van de markt. Jones heeft bijna twee decennia lang zijn fonds in stilte kunnen beheren. Nadat het blad Fortune in 1966 aandacht besteedde aan het Jones Fund en zijn beleggingsresultaten, nam het aantal *hedge funds* snel toe. Sindsdien hebben *hedge funds* een stormachtige en turbulente ontwikkeling doorgemaakt. Berucht is de ondergang van Long Term Capital Management (LTCM) in 1998, dat speculeerde op valutaontwikkelingen.

Hedge funds laten zich moeilijk definiëren.<sup>81</sup> Het zijn in wezen beleggingsfondsen die doorgaans niet onder direct toezicht staan en die zich mede daardoor kunnen bedienen van een haast onbeperkt scala aan beleggingsinstrumenten. Anders dan traditionele beleggingsfondsen maken zij op grote

<sup>78</sup> Vgl. FSA, Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement, DP 05/4, juni 2005, nr. 2.1 e.v.; Maatman/Raaijmakers 2006, p. 256 e.v.; Hu/Black 2006c.

<sup>79</sup> Frentrop 2002, p. 76-82. Zie ook M.J.G.C. Raaijmakers 2007, p. 116 e.v.

<sup>80</sup> Vgl. Maatman/Palmen 2002, p. 17 e.v. Zie ook Kovas 2004, p. 95-96.

<sup>81</sup> Vgl. International Organisation of Securities Commissions (IOSCO), ‘The Regulatory Environment for Hedge Funds; A Survey and Comparison (Consultation Report)’, maart 2006, p. 4. Zie echter ook Spindler/Bernarz 2006. Zie over de vervagende grenzen tussen *hedge funds* en *private equity* verder Private equity ontpopt zich als actieve belegger, Fd 4 december 2006, p. 13; Tannon/Johnson 2005, p. 77 e.v.; Kaemingk 2005,-17 p. 572 e.v.

schaal gebruik van de hiervoor beschreven instrumenten van *short selling*, *securities lending*, *leverage* en derivaten.<sup>82</sup> Het innemen van zogeheten *long/short*-posities vormt de basis van de meeste *hedge fund*-strategieën. Het principe werkt als volgt. Stel dat een *hedge fund*-manager op basis van zijn analyses concludeert dat onderneming X is ondergewaardeerd en onderneming Y is overgewaardeerd. Het *hedge fund* verkoopt dan aandelen in onderneming Y, zonder die zelf te bezitten: het ‘gaat short’ in Y. Om aan zijn leveringsverplichting te kunnen voldoen leent het *hedge fund* de desbetreffende aandelen Y tijdelijk van bijvoorbeeld een institutionele belegger via de eerder beschreven methode van *securities lending*.<sup>83</sup> Met de opbrengst van de eerderbedoelde verkoop van de aandelen Y koopt het *hedge fund* aandelen in onderneming X: het ‘gaat long’ in X.

Als zijn analyse juist is, wint het *hedge fund* aan twee kanten: X is ondergewaardeerd en zal dus stijgen in waarde waarmee ook de waarde van het belang in die onderneming toeneemt. Ook op het belang in Y verdient het *hedge fund*. Die onderneming was overgewaardeerd en is dus juist gezakt in waarde, laten we zeggen van 100 naar 80. Toen het *hedge fund* aandelen Y verkocht, kreeg het daar 100 voor. Nu het de aandelen aan de institutionele belegger moet terugleveren, kan het de aandelen voor 80 op de beurs kopen. De leenvergoeding van bijvoorbeeld 1 moet daarop dan nog in mindering worden gebracht, zodat de winst op de *short*-positie 19 is. Het *hedge fund* kan de totale winst op deze *long/short*-positie vergroten door te werken met *leverage*: door een lening aan te gaan, kan het *hedge fund* een hefboomwerking bewerkstelligen. Voor die lening moet een vast rentepercentage worden betaald, laten we zeggen 6%. Als de analyse van het *hedge fund* juist is, maakt het op de transactie een hoger rendement, bijvoorbeeld 16%. Het verschil tussen beide is extra winst die behaald is met *leverage*. Vergelijkbare effecten kunnen worden behaald met bepaalde derivaten zoals opties en *futures*.

*Hedge fund*-strategieën genieten grote belangstelling van institutionele beleggers, met name pensioenfondsen. Door de neergang van de aandelenmarkten aan het begin deze eeuw, kwam de waarde van hun beleggingen onder druk te staan. Er ontstond daardoor een grotere behoefte tot risicospreiding in beleggingsportefeuilles, waardoor deze minder kwetsbaar zouden worden voor de resultaten van aandelen en vastrentende beleggingen. Samen met de aantrekkelijke rendementen op dit soort beleggingen, is dit een belangrijke reden voor de opkomst van zogeheten ‘alternative investments’. Dat zijn beleggingen met een ‘alternatief’ risicoprofiel, zoals onroer-

<sup>82</sup> Vgl. AFM-rapport 2005, p. 15 e.v.

<sup>83</sup> Deze transactie kwalificeert naar Nederlands recht als een overeenkomst van verbruikleen in de zin van artikel 7A:1791 BW. Vgl. G.T.M.J. Raaijmakers 2005, p. 241 e.v.

rend goed, *private equity* maar ook *hedge funds*. Hoewel deze ‘alternatieve beleggingen’ ieder afzonderlijk vaak een hoog risicoprofiel hebben, kunnen ze het risicoprofiel van de totale portefeuille van een institutionele belegger juist verlagen. Dat is het geval als de resultaten van die beleggingen zich onafhankelijk of zelfs in tegengestelde richting bewegen van de overige bestanddelen van die portefeuille.<sup>84</sup> Ook natuurlijke personen zijn de laatste jaren geïnteresseerd geraakt om te beleggen in *hedge funds*. Er worden beleggingsvehikels ontworpen om hen te laten participeren zonder dat de ‘licht of ongereguleerde status’ van de fondsen daardoor in gevaar komt.<sup>85</sup>

De activiteiten van *hedge funds* kenmerken zich door een grote variëteit en hun omvang heeft ongekende hoogtes bereikt. Het wereldwijd door hen beheerde vermogen wordt momenteel geschat op \$ 1200 miljard.<sup>86</sup> In de afgelopen jaren heeft zich in de strategieën die *hedge funds* toepassen om rendement te behalen een opmerkelijke ontwikkeling voorgedaan. Door de steeds kleiner wordende marges en verzadiging in de ‘traditionele’ *hedge fund*-strategieën, zijn zij hun aandacht gaan verleggen naar het nemen van aanzienlijke belangen in beursgenoteerde ondernemingen. Nieuw is daarbij dat *hedge funds* niet meer ‘passief’ speculeren, maar actief de gewenste situatie bevorderen door gebruik te maken van hun aandeelhoudersrechten. Door de toename van hun vermogen en de lage rentestanden waardoor goedkoop leningen konden worden aangetrokken ten behoeve van de leverage, beschikken zij over de middelen om hun wensen kracht bij te zetten. Overigens moet ter relativering worden opgemerkt dat van de genoemde \$ 1200 miljard die *hedge funds* wereldwijd onder beheer hebben, slechts deels is belegd in aandelen, waarvan vervolgens maar een deel wordt beheerd volgens deze nieuwe aandeelhoudersactivistische methode.

Inmiddels is er veel discussie over de implicaties van de activistische houding van *hedge funds* en andere activistische aandeelhouders voor het ondernemingsrecht. Er wordt door verschillende schrijvers op zowel positieve als negatieve kanten van deze ontwikkeling gewezen.<sup>87</sup> Als positief aspect wordt vaak gewezen op de bijdrage van *hedge funds* aan de efficiëntie van de financiële markten en de disciplinerende die van hun acties uitgaat voor ondernemingen.<sup>88</sup> Typerend voor *hedge funds* is namelijk dat zij met verschillende beleggingsstrategieën gebaseerd op de eerder genoemde *long/short*-benadering inefficiënties in de prijsvorming op financiële mark-

<sup>84</sup> Zie ook Ineichen 2004, p. 17 e.v., die daar overigens ook enige kanttekeningen bij plaatst.

<sup>85</sup> Vgl. Cullen/Parry 2001, p. 173 e.v.; MacHarg 2004, p. 55 e.v.

<sup>86</sup> *Financial Times* 11 januari 2006, p. 13; SEC Report (2003), p. 1; *Het Financieele Dagblad* van 28 december 2005, p. 10.

<sup>87</sup> Zie bijvoorbeeld Verdam 2005, p. 202 e.v.; Maatman/Raaijmakers 2006, p. 256 e.v.; Kahan/Rock 2006; Hu/Black 2006; Bratton 2006; Oesterle 2006; Slagter 2006, p. 999 e.v.

<sup>88</sup> Zie voor de ‘market benefits’ van hedge funds SEC Report (2003), p. 4-5.

ten opsporen en benutten. Onder- en overgewaardeerde ondernemingen zijn daarom voor hen interessant. Aangezien door hun activiteiten die prijsinefficiënties kleiner kunnen worden of verdwijnen, wordt wel gezegd dat *hedge funds* goed zijn voor een efficiënte prijsvorming op de markt.<sup>89</sup>

Een ander positief effect waar wel op wordt gewezen is dat in wezen institutionele beleggers en particulieren die vermogen toevertrouwen aan *hedge funds*, hun zeggenschapsrechten overdragen aan beter geïnformeerde en gespecialiseerde handen.<sup>90</sup> Doordat zij ‘maximale druk op de ketel’ zetten, zouden *hedge funds* bovendien een betere allocatie van financiële middelen op de financiële markten en de economie als zodanig bevorderen. Door hun acties vloeien middelen van slecht geleide ondernemingen naar andere ondernemingen die beloond worden voor het ontwikkelen van innovatieve strategieën, zo is de gedachte. Vaak beschikken *hedge funds* over veel expertise, vooral op financieel terrein. Dit maakt hen aantrekkelijke financierings- en zakenpartners, vooral voor ondernemingen die vanwege hun aard of omvang moeilijk aan kapitaal kunnen komen.<sup>91</sup> Voor individuele ondernemingen zou deze ontwikkeling een disciplinerend effect hebben. De gedachte is dat het de prestatiedruk, de concurrentiedruk en de vernieuwingsdrang voor ondernemingen verhoogt en daarmee een belangrijke aanjager is voor een sterkere economie.

Als negatief punt wordt vaak gewezen op de korte-termijngerichtheid van *hedge funds*. Kritiek is er echter ook op de methoden die worden gehanteerd om de korte-termijndoelstellingen te bereiken. Hierbij kan worden gedacht aan oneigenlijk gebruik van de mogelijkheden om stemmen en economisch belang van aandelen te splitsen om zodoende de gestelde doelen sneller en makkelijker te kunnen bereiken. Dit is het onderwerp van dit preadvies en daar zal hierna nog uitgebreid op worden ingegaan. Een ander voorbeeld van bedenkelijke methoden is het zogeheten ‘pumping and dumping’. Hu en Black verwijzen naar Carl Icahn die in stilte een belang opbouwde in de onderneming Temple-Inland. Hij maakte dat nieuws wereldkundig, daarbij aangevend dat hij zou aandringen op de benoeming van gelijkgezinde bestuurders. Icahn’s reputatie en zijn publiekelijk geuite voornemen leidde tot een scherpe koersstijging. Een maand later maakte hij bekend dat hij afzag van de voordracht van bestuurders. Enige maanden later blijkt uit zijn SEC-filing dat hij zijn belang heeft verkocht. Vervolgens daalde de koers van Temple-Inland naar zijn oorspronkelijke niveau.<sup>92</sup>

<sup>89</sup> Vgl. in die zin ook Eurocommissaris McGreevy, *Financial Times* 19 februari 2007.

<sup>90</sup> Vgl. Kahan/Rock 2006, p. 31; Hu/Black 2006, p. 5.

<sup>91</sup> Vgl. Avery 2005, p. 59 e.v.; Brophy/Ouimet/Sialm 2006. Zie ook Spanjaard 2005, p. 571.

<sup>92</sup> Kahan/Rock 2006, p. 30-31.

Het spiegelbeeld van ‘pumping and dumping’ is de praktijk van ‘short and distort’. Dat houdt in dat een *hedge fund* een *short*-positie inneemt in een vennootschap en daarmee een belang krijgt bij neergang van de koers, om vervolgens een lastercampagne te beginnen om dat daadwerkelijk te bevorderen of te versnellen.<sup>93</sup> Andere vormen van marktmisbruik of daaraan verwante zaken zijn: het doen van misleidende mededelingen over de grootte van het belang dat één of meer *hedge funds* vertegenwoordigen of andere methoden om overnameprocessen te manipuleren. Zo kondigde de Franse beurstoezichthouder AMF in 2006 aan onderzoek te doen naar mogelijke marktmanipulatie door enkele *hedge funds* rondom een mogelijke fusie tussen Euronext en Deutsche Börse. Deze fondsen zouden tegenover Euronext hun gezamenlijke belang hebben overdreven om zodoende hun eisen extra kracht bij te kunnen zetten.<sup>94</sup>

Ondanks plannen voor regelgeving, is de opstelling van regelgevers tot op heden terughoudend gebleven. In de regel vallen *hedge funds* zoals gezegd niet onder direct toezicht aangezien vooral professionele partijen deelnemen en er zodoende gebruik kan worden gemaakt van uitzonderingen in het effectenrecht.<sup>95</sup> De minimum inleg is vaak van zodanige omvang dat particuliere beleggers niet in aanmerking komen.<sup>96</sup> Dit neemt overigens niet weg dat er wel regelmatig stemmen opgaan om *hedge funds* of aandeelhoudersactivisme meer in het algemeen te reguleren. Zo opperde de Duitse minister van Financiën in januari 2007 dat moet worden nagedacht over Europese regulering op dit terrein.<sup>97</sup> En in februari 2007 sprak de G7 af om *hedge funds* strenger te gaan monitoren en werden enkele maatregelen aangekondigd zoals het instellen van een *Financial Stability Forum*.<sup>98</sup>

### 2.3.3 VENNOOTSCHAPPELIJKE INSIDERS EN FINANCIAL ENGINEERS

Zoals hierna in paragraaf 3.5 zal blijken, zijn het echter niet alleen *hedge funds* en andere institutionele beleggers die gebruik maken van de *structured products* die hiervoor zijn beschreven. Ook vennootschappelijke *insiders* zoals bestuurders en commissarissen kunnen van deze instrumenten gebruik

<sup>93</sup> Vgl. SEC Report ‘Implication of the Growth of Hedge Funds’, (2003), p. 39 e.v.

<sup>94</sup> *Fd.* 26 januari 2006, voorpagina en p. 17.

<sup>95</sup> Vgl. Oesterle 2006 over de situatie in de VS.

<sup>96</sup> Volgens het SEC Report ‘Implication of the Growth of Hedge Funds’, (2003), p. 80 bedraagt de minimuminleg tussen de \$ 50.000 en \$ 10 mln. Zie ook het AFM rapport over Hedge Funds: An exploratory study of conduct-related issues, augustus 2005, p. 31 en p. 46, waar een minimum inleg van \_ 100.000 wordt genoemd.

<sup>97</sup> *NRC* 12 januari 2007, p. 9.

<sup>98</sup> Hedge funds face a stark choice: revelation or regulation, *Financial Times* 14 februari 2007, p. 11.



maken.<sup>99</sup> Verder zijn er *investment banks* en andere ‘financial engineers’ die dit soort financiële instrumenten gebruiken bijvoorbeeld om bij een biedingsproces de kosten van het uitbrengen van een bod te verlagen.<sup>100</sup>

### 3. Knelpunten in het vennootschaps- en effectenrecht

#### 3.1 Algemeen

De hedendaagse wereld van de financiële markten is snel, virtueel, synthetisch en modernistisch. Kunnen het vennootschaps- en het effectenrecht de pas bijhouden? Houdt ons juridisch systeem wel voldoende rekening met die realiteit waarbij economisch belang zoals hiervoor bleek zeer eenvoudig van juridische eigendom kan worden gesplitst? Ik spreek daarbij voor alle duidelijkheid niet over de moeilijkheden die wij al ervaren bij het vaststellen hoe die juridische eigendom precies gestalte krijgt. De tijd dat er tussen beursvennootschap en aandeelhouder een rechtstreekse band bestond zonder tussenpersonen, ligt ver achter ons. Zoals bekend is de hedendaagse structuur van de financiële markten met vele tussenpersonen vele malen complexer en is er in de praktijk naarmate men ‘verder in de keten opstijgt’ goederenrechtelijk gezien een steeds lossere band tussen vennootschap en aandeel.<sup>101</sup>

Vanuit het systeem van de Wge speelt het probleem vooral bij aandelen die collectief worden geadmistreerd door zogeheten *global custodians* via omnibusrekeningen. Buiten het systeem van de Wge is de situatie nog diffuser.<sup>102</sup> Het is illustratief dat de Europese wetgever – naar het zich momenteel laat aanzien – in het kader van de op handen zijnde Richtlijn Aandeelhoudersrechten<sup>103</sup> niet het advies van de Commissie Winter overneemt<sup>104</sup> om te definiëren wie gezien moet worden als de ‘ultimate investor’ die vervolgens het exclusieve stemrecht op het desbetreffende aandeel kan worden toegekend. Dit is voor het vennootschapsrecht van belang, aangezien het voor de definitie van aandeelhouderschap en alle daarbij behorende rechten en plichten aanknoopt bij de goederenrechtelijke gerechtigheid.<sup>105</sup>

<sup>99</sup> Vgl. Carr Bettis/Bizjak/Lemmon 1999.

<sup>100</sup> Vgl. daarover bv. Steinherr 2000, p. 17; Kolb/Overdahl 2003, p. 240 e.v.; Das 2006, p. 424 e.v.

<sup>101</sup> Vgl. Uniken Venema 2003, p. 255 e.v.; Van den Hoek 2003, p. 432 e.v.; Haentjes 2004, p. 472 e.v.; Rensen 2005, p. 30 e.v.

<sup>102</sup> Vgl. Winter 2000, p. 25 e.v.; Winter/Van Ginneken 2000, p. 331 e.v.; Schim 2006, o.a. op p. 13 e.v. Zie ook Le Rütte 1995, p. 229 e.v.; Rank e.a. 1997, o.a. op p. 92 e.v.

<sup>103</sup> Voorstel daarvoor gepubliceerd onder COM(2005) 685 op 5 januari 2006.

<sup>104</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, november 2002, Par. 3.2.

<sup>105</sup> Vgl. Asser-Maeijer 2000, nr. 177 e.v. en 271.

Desalniettemin wordt deze complexe vraag naar alle waarschijnlijkheid ‘aan de markt overgelaten’.

Deze materie, hoe interessant en verwant ook, is echter niet het onderwerp van dit preadvies. Het gaat mij om structuren waarbij de juridische eigenaar – hoe ook vast te stellen – een ander is dan degene die op contractuele of effectenrechtelijke basis economisch het risico draagt ten aanzien van de desbetreffende aandelen, met als gevolg dat de juridische eigenaar geen economisch risico draagt of zelfs een negatief economisch belang kan hebben. Zoals hiervoor beschreven zijn er op de financiële markten allerlei instrumenten ontwikkeld en heeft zich daar inmiddels een omvangrijke en liquide markt in gevormd, die dergelijke structuren mogelijk maken. De afgelopen 25 jaar is die ontwikkeling tot volle wasdom gekomen en blijkt steeds meer wat dit in vennootschaps- en effectenrecht voor mogelijkheden en knelpunten oplevert. Inmiddels is er een steeds luider roep om meer transparantie van aandeelhouders.<sup>106</sup> Dit debat heeft tot dusver nog niet tot concrete plannen geleid. Voordat kan worden bepaald of er inderdaad een noodzaak is tot maatregelen en de richting waarin die gezocht zouden moeten worden, moet eerst een analyse worden gemaakt van het probleem. Met dat doel wordt hierna ingegaan op een aantal mogelijke knelpunten in het vennootschaps- en effectenrecht.

### 3.2 *Stemmen op aandelen, record date capture*

#### 3.2.1 TOEPASSING VAN *EMPTY VOTING* BIJ DE UITOEFENING VAN STEMRECHT

Wie een besluit op de aandeelhoudersvergadering van een beursonderneming wil beïnvloeden, wie bijvoorbeeld een fusiebesluit wil blokkeren of een besluit tot ontslag van bestuurders wil ‘doordrukken’, zonder daarvoor enig economisch belang te hebben in de desbetreffende onderneming hoeft daarvoor niet veel moeite te doen. Zoals hiervoor in paragraaf 2 bleek, zijn er verschillende *structured products* en andere financiële technieken om te bereiken dat men een grotere juridische eigendom van aandelen bezit op het moment dat er gestemd moet worden, dan het corresponderende economische belang. Met name kan worden gedacht aan *securities lending* en

---

<sup>106</sup> Vgl. ‘Investeerder wel, hedgefonds niet’, *NRC* 23 augustus 2006 over uitspraken van de Minister van EZ; ‘Onder de radar aanvliegen en toeslaan’, *NRC* 9 juli 2006, met uitspraken van R. Pieterse, J. Winter en Europees commissaris McCreevey; ‘Stop het strippen, stropen en slopen’, *NRC* 26 augustus 2006, over uitspraken van FNV Bondgenoten-voorzitter Van der Kolk; VNO persbericht 6 september 2006: ‘Ook investeerders moeten transparant zijn’; *Morris Tabaksblad* in *Fd* 21 oktober 2006 die de toonderaandelen wil afschaffen om de identiteit van aandeelhouders inzichtelijk te kunnen maken.

*repo's*.<sup>107</sup> In beide gevallen kan op korte termijn voor een korte periode een juridisch belang in aandelen worden opgebouwd, terwijl het economische risico op die aandelen bij de wederpartij blijft.

Bij *securities lending* leent de belegger het gewenste aantal aandelen in van een institutionele belegger, meestal door tussenkomst van een *broker* of *custodian*. De belegger betaalt daarvoor een vergoeding van een aantal basispunten en kan daarmee zorgen dat hij op het cruciale moment juridisch beschouwd wordt als aandeelhouder. Dat moment kan de aandeelhoudersvergadering zelf zijn, maar ook – als daar gebruik van wordt gemaakt – de *record date*. In dat laatste geval wordt wel gesproken van ‘record date capture’.<sup>108</sup> Bij een *repo* werkt het niet veel anders, zij het dat het dan niet gaat om een verbruikleentransactie, maar om een koop-wederkooptransactie. Omdat het in beide gevallen gaat om een goederenrechtelijk volledige eigendomsoverdracht, wordt de desbetreffende belegger voor het vennootschapsrecht beschouwd als een volwaardig aandeelhouder. Dit biedt voor die belegger potentieel verschillende voordelen. Als hij een relatief geringe *long*-positie in de onderneming heeft, dan kan hij er door zijn juridische belang op deze manier te vergroten voor zorgen dat hij voor hem gunstige ontwikkelingen kan bevorderen. Het zou echter ook kunnen zijn dat een *hedge fund* een juridisch belang combineert met een *short*-positie in dezelfde onderneming. In dat geval heeft hij een negatief belang en daarmee een *incentive* om zijn juridische belang te gebruiken op een manier die bijdraagt aan een neergang van de onderneming, althans de beurskoers ervan.

Het kan ook zijn dat het gaat om een *hedge fund* dat een *long/short*-strategie toepast en record date-capture gebruikt als een instrument in die strategie. Stel er zijn twee ondernemingen, Target en Bieder, die willen fuseren. Bieder wil in dit verband een openbaar bod uitbrengen op Target. En stel verder dat een *hedge fund* een *short*-positie neemt in Target, dat wil zeggen: het *hedge fund* verkoopt aandelen Target en speculeert dus op een koersdaling van Target. Als Bieder nu een aandeelhoudersvergadering wil houden om goedkeuring te verkrijgen van haar aandeelhouders voor de voorgenomen fusie, kan het *hedge fund* door middel van *securities lending* of een *repo* zorgen dat het op het moment dat er bij Bieder gestemd moet worden een zodanig groot pakket aandelen heeft verworven dat het de fusie kan afstemmen. Bij de vraag wat het belang van de fusie voor Bieder zou zijn, heeft het *hedge fund* in deze casus geen enkel belang. Het stemt in de aandeelhoudersvergadering van Bieder niet om een voor Bieder gunstige beslissing te bereiken, maar slechts om een voor Target ongunstige beslissing af te dwingen in de hoop dat dit een koers van het aandeel Target zal veroorzaken. We

<sup>107</sup> Zie paragraaf 2.2.4 en 2.2.5.

<sup>108</sup> Vgl. Hu/Black 2006, p. 1027 e.v.

zagen hiervoor in paragraaf 2.2.3 hoe het *hedge fund* op die manier rendement kan maken; als die koers inderdaad gekelderd is, koopt het de aandelen Target in de markt terug om aan diens wederpartij bij die *securities lending*-transactie terug te leveren. Het verschil met de oorspronkelijke verkoopprijs is zijn winst.

Overigens zou een zelfde effect ook vrij eenvoudig op een andere manier bereikt kunnen worden als het desbetreffende *hedge fund* om wat voor reden ook het gebruik van *securities lending*- of *repo*-transacties zou willen vermijden. Hij zou het gewenste pakket aandelen in de desbetreffende onderneming simpelweg door een aankoop op de beurs kunnen verwerven, en tegelijkertijd zijn gehele belang kunnen *hedgen* door middel van bijvoorbeeld een *equity swap* of een *CFD* als beschreven in paragraaf 2.2.2. Hij is dan niet degene die via een dergelijk financieel instrument het economisch risico verkrijgt, maar juist die het verkoopt aan de wederpartij. Ook in dat geval zou dit *hedge fund* als resultante van dit samenstel van transacties geen economisch belang hebben, maar uitsluitend een juridisch belang met het daarbij behorende stemrecht.

### 3.2.2 ONGEORLOOFDE STEMMEKOOPT?

Hoe moet hier nu naar Nederlands recht over worden gedacht? Iedere aandeelhouder heeft recht om te stemmen op zijn aandelen, zo volgt uit artikel 2:117 en 118 BW. Degene die goederenrechtelijk als de gerechtigde heeft te gelden tot het aandeel, wordt geschouwd als de aandeelhouder. Aangezien het bij de beschreven *securities lending*- en *repo*-transacties steeds gaat om een volledige (goederenrechtelijke) overdracht van de desbetreffende aandelen, hebben de verkrijgers van de aandelen dan ook het stemrecht, zo lijkt de conclusie. Deze transacties vertonen echter trekken van zogeheten stemmenkoop. Vrij algemeen wordt aangenomen dat zogeheten stemmenkoop niet is toegestaan.

‘Het stemrecht is verbonden aan het aandeel. De aandeelhouder kan zijn stemrecht niet vervreemden. Het is een onzelfstandig recht, dat niet voor overdracht – los van het aandeel – vatbaar is.’, zo verwoordde Van der Grinten het.<sup>109</sup>

---

<sup>109</sup> Van der Grinten 1992, nr. 217.1.

Om daar verderop aan toe te voegen:

‘dispositie over het stemrecht mag niet dienen om inkomsten te verwerven. Deze stelling zouden wij als regel willen aanvaarden.’<sup>110</sup>

Dit sluit aan bij de benadering van de Hoge Raad dat stemovereenkomsten in het algemeen zijn toegestaan, mits dat niet leidt tot maatschappelijk onbetamelijke gevolgen en de aandeelhouder niet onbeperkt afstand doet van zijn stemrecht.<sup>111</sup>

Probleem is echter dat het hier niet gaat om de verkoop van stemmen, maar om het gebruik van volstrekt gangbare en ingeburgerde financiële producten hoezeer ook met het uiteindelijke doel om het daarmee verworven stemrecht te kunnen benutten.<sup>112</sup> Het lijkt te betogen dat een *securities lending*- of *repo*-transactie met het uitsluitende doel van het verwerven van stemmen in strijd zou zijn met het uitgangspunt dat stemmenkoop niet is geoorloofd of dat het onder omstandigheden is strijd met artikel 2:8 BW.<sup>113</sup> Tegelijkertijd is dit echter een lastig onderscheid dat bovendien oncontroleerbaar en daardoor nauwelijks handhaafbaar is. Het aannemen van een vennootschapsrechtelijk verbod zonder dat er een duidelijke wettelijke regeling is die precies aangeeft in welke gevallen stemmen wél kunnen worden uitgeoefend, en in welke gevallen niet, staat ook op gespannen voet met de rechtszekerheid die in het financiële verkeer zo belangrijk is. Zoals hiervoor al is opgemerkt vervullen zowel de markt voor *securities lending* als de *repo*-markt een zeer belangrijke en nuttige functie. Mogelijk moet afhankelijk van de omstandigheden rekening worden gehouden met implicaties vanuit het enquêterecht, vooral in apert oneigenlijke gevallen, maar ook daarbij speelt de complexiteit van de materie parten.<sup>114</sup> Als dit soort praktijken als onwenselijk worden beschouwd, dan is het in eerste instantie aan de wetgever om met consistente en systeemverantwoorde maatregelen te komen.

<sup>110</sup> Vgl. over het onderwerp – met wisselende opvattingen – ook Dortmund 2000, p. 15 e.v.; Asser-Maeijer 2000, nr. 285 e.v.; Sanders/Westbroek 2005, p. 126 e.v.; Blanco Fernández 2005, p. 514 e.v.; Pitlo-Raaijmakers 2006, nr. 4.5.7.

<sup>111</sup> HR 30 juni 1944, *NJ* 1944, 465 (Wennex); HR 13 november 1959, *NJ* 1960, 472 (Melchers); HR 19 februari 1960, *NJ* 1960, 473 (Aurora).

<sup>112</sup> Vgl. Huijgen 1995b, p. 67. Zei echter ook Maeijer 1995, p. 337 e.v.

<sup>113</sup> Vgl. G.T.M.J. Raaijmakers 2005, p. 248; De Jongh 2007, p. 40. Vgl. in dit verband ook HR 4 juni 1920, *NJ* 1920, 712 (Stromannen) en daarover Slagter 2005, p. 299.

<sup>114</sup> Zie daarover hierna nader paragraaf 4.2.2.

### 3.2.3 REGELS VAN MARKTMANIPULATIE

Een andere vraag is of dit soort transacties beschouwd zouden kunnen worden als een vorm van marktmanipulatie in de zin van artikel 5:58 Wft. Het gaat dan vooral om het verbod om:

‘een transactie of handelsorder in financiële instrumenten te verrichten of te bewerkstelligen waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van die financiële instrumenten (...)’<sup>115</sup>

en het verbod om, voorzover het financiële instrumenten betreft:

‘informatie te verspreiden waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten, terwijl de verspreider van die informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is.’<sup>116</sup>

Ik heb eerlijk gezegd twijfels of de marktmanipulatieregels hier van toepassing zijn. Het is wellicht denkbaar dat *hedge funds* zich onder bepaalde omstandigheden schuldig maken aan marktmanipulatie wanneer ze de prijs van een aandeel beïnvloeden door omvangrijke *short selling*-transacties.<sup>117</sup> Maar of ook het stemmen op aandelen die via een synthetische constructie worden gehouden onder dat verbod valt, of het achterwege laten van disclosure over het synthetische karakter daarvan, is op zijn minst twijfelachtig.

Het eerste verbod richt zich tegen het verrichten van transacties waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat. Dat ziet op manipulatie van de markt, de handel zelf.<sup>118</sup> Het is in geval van bijvoorbeeld *record date capture* echter niet de *securities lending*-transactie zelf waar een onjuist of misleidend signaal vanuit zou gaan. Het is de stem op de desbetreffende aandelen en de gevolgen van het daarmee bereikte of geblokkeerde besluit waar de markt op reageert. Door de wetgever is aan bepaalde derivaten-beleggingen gedacht, zij het in een andere context. Zo wordt in de parlementaire geschiedenis opgemerkt:

---

<sup>115</sup> Artikel 5:58 lid 1 sub a Wft.

<sup>116</sup> Artikel 5:58 lid 1 sub d Wft.

<sup>117</sup> Aldus de AFM in zijn rapport over Hedge Funds: An exploratory study on conduct related issues, p. 34 en 63.

<sup>118</sup> Zie ook artikel 4 Commission Directive 2003/124/EC RL, *PbEG* L 339/70.

‘Ook kan gedacht worden aan het beleggen in derivaten terwijl men tegelijkertijd de koers van deze derivaten tracht te beïnvloeden door met diverse koersmanipulerende mechanismen de handel en daarmee de koers in het onderliggende aandeel te beïnvloeden.’<sup>119</sup>

Ook hierbij echter gaat het om transacties in effecten waarmee de koers wordt beïnvloed, en niet een ander feit als het doordrukken of blokkeren van besluitvorming op een aandeelhoudersvergadering. Bovendien is het de vraag of het signaal wel onjuist of misleidend is, en dat raakt dan ook het tweede verbod. Het gaat er bij marktmanipulatie om dat de koers kunstmatig tot stand komt en dat die geen reële afspiegeling van de daadwerkelijke economische en financiële omstandigheden van de effectenuitgevende instelling vormt.<sup>120</sup> Daarvan lijkt echter in dit geval geen sprake. De stem die wordt uitgebracht op de desbetreffende aandelen is vermoedelijk een geldige stem, zo zagen we hiervoor.<sup>121</sup> De stem creëert daarmee voor de vennootschap een nieuw feit dat noch onjuist, noch misleidend is. Ook het geheim houden van het synthetische karakter van het belang lijkt me niet onder deze kwalificatie te kunnen vallen als er geen wettelijke plicht bestaat om dat openbaar te maken en er bovendien geen regel bestaat die zegt dat economisch belang en juridische eigendom congruent moeten zijn.

Een vraag zou kunnen zijn of het als een daad van marktmanipulatie kan worden gezien als een aandeelhouder een juridisch belang kenbaar maakt en de intentie om de daaraan gekoppelde rechten aan te wenden om waarde te creëren met het doel daardoor de koers omhoog te laten schieten, zonder dat hij eveneens kenbaar maakt dat hij een kleiner economisch belang heeft. Als dat al zo zou zijn, dan komt dat echter waarschijnlijk meer door het feit dat die aandeelhouder slechts uit is op koersverhoging zonder dat hij daadwerkelijke verandering van bijvoorbeeld de strategie van de onderneming nastreeft, dan dat het verband zou houden met het feit dat economisch en juridisch belang niet in evenwicht zijn.

Zonder een expliciet wettelijk verbod op ‘empty voting’ en zonder verplichting om dit transparant te maken, is strijd met de marktmanipulatieregels niet waarschijnlijk. Die regels zijn duidelijk niet geschreven voor dit soort situaties. Het zou een erg ruimhartige interpretatie vergen, om toch op een verbod uit te komen. Het strafrechtelijke karakter van de verboden verdraagt zich mijns inziens niet met een dergelijke interpretatie. Dit alles

---

<sup>119</sup> *Kamerstukken II* 29 827, nr. 3, p. 33.

<sup>120</sup> *Kamerstukken II* 29 827, nr. 3, p. 10.

<sup>121</sup> Vgl. pt. 20 van de overwegingen van de Richtlijn Marktmissbruik (2003/6/EG van 28 januari 2003, *PbEG* L 96/18), waar als uitgangspunt wordt genomen dat pas van marktmanipulatie sprake kan zijn in geval van onrechtmatige beweegredenen achter de desbetreffende transacties.

neemt overigens niet weg dat onder omstandigheden sprake kan zijn van verboden gebruik van voorwetenschap, zij het dat die kennis niet wordt aange-merkt als voorwetenschap wanneer die uitsluitend betrekking heeft op een eigen voornemen van de desbetreffende aandeelhouder.<sup>122</sup>

### 3.2.4 CONCLUDEREND

Concluderend kan worden vastgesteld dat de beschreven praktijk van *record date capture* en meer in het algemeen stemmen op synthetische belangen niet verboden lijkt te worden door het Nederlandse recht. Het wordt overigens wel betwijfeld of dit problematisch is. Amerikaans onderzoek toont aan<sup>123</sup> dat er zich de laatste jaren op de New York Stock Exchange en de NASDAQ<sup>124</sup> een nog altijd groeiende ‘markt voor stemmen’ heeft gevormd, net als dat er al veel langer een ‘markt’ is voor dividenden, bekend als *dividend stripping*. Dat blijkt vooral door de piek die de markt van *securities lending* laat zien rondom de datum van de record date. Men spreekt van ‘vote trading’ – stemmenhandel – of van ‘empty voting’ om het stemmen op die aandelen aan te duiden.<sup>125</sup> Het onderzoek beschrijft ook dat de kosten van het ‘kopen’ van stemmen extreem laag zijn. Hoewel het om Amerikaans onderzoek gaat, is er geen reden om aan te nemen dat de situatie op Europese beurzen zeer afwijkend zal zijn.<sup>126</sup> Zoals hiervoor beschreven, zijn er in ieder geval in Nederland dezelfde mogelijkheden tot *vote trading*. Het genoemde onderzoek laat zien dat er een correlatie is tussen informatie-assymetrie en de omvang van deze stemmenhandel. Hoe groter die informatie-assymetrie, des te meer wordt er in de stemmen gehandeld zonder dat tegelijkertijd ook de aandelen zelf worden ge- respectievelijk verkocht. Het blijkt verder dat er meer stemmenhandel plaatsvindt naarmate er meer bescherming voor het zittende management is geïncorporeerd in de vennootschappelijke structuur, en ook dat op de stemmen die aldus worden verworven voornamelijk tegen het management wordt gestemd en vóór agendavoorstellen van aandeelhouders.

Er zijn verschillende manieren om hier tegenaan te kijken. Het is onmiskenbaar dat *hedge funds* en andere aandeelhoudersactivisten uitsluitend

<sup>122</sup> *Kamerstukken II 25 095*, nr. 8, p. 4.

<sup>123</sup> Zie Christoffersen e.a. 2005.

<sup>124</sup> Het gaat om zogenaamde CRSP-aandelen, een aandelen-database van het Center for Research in Security Prices van de University of Chicago.

<sup>125</sup> Hu/Black 2006.

<sup>126</sup> Zo ook Christoffersen e.a. 2005, p. 8. Zie verder Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Consultatiedocument december 2006, pt. 29, die spreekt over aanwijzingen dat de leenfaciliteit wordt misbruikt om stemrecht te kunnen uitoefenen.



gericht zijn op hun eigen doelstelling, maar dat is op zichzelf geoorloofd.<sup>127</sup> Er zijn echter scenario's denkbaar waarin dit kan wringen. Hu en Black ontleenen een voorbeeld aan de Deutsche Börse-LSE-casus. Zij achten het aannemelijk dat *hedge funds long* waren in DB en *short* in LSE; *hedge funds* verwachtten dat het bod niet zou slagen. Waarschijnlijk zou in dat geval de prijs van het aandeel LSE dalen en dat van DB stijgen.<sup>128</sup> Het extra rendement dat aan de *short*-zijde kan worden behaald, geeft een extra stimulans voor aandeelhouders om gebruik te maken van hun positie, een stimulans die 'long-only'-aandeelhouders in DB niet of onvoldoende hebben. Dit wordt echter bezwaarlijk, zo stellen Hu en Black, indien de *short*-positie in LSE veel groter is dan de *long*-positie in DB. Dan zouden die *hedge funds* er meer belang bij hebben dat de waarde van LSE zou dalen, dan dat die van DB zou stijgen. Er ontstaat dan een sterke prikkel om het bod te blokkeren, zelfs als het welslagen van het bod in het belang van DB zou zijn.<sup>129</sup>

### 3.3 *Percentages in het vennootschaps- en effectenrecht*

#### 3.3.1 VERSCHILLENDE SCENARIO'S BIJ PROCENTUELE GRENZEN

Een vergelijkbare problematiek als bij het stemmen in het algemeen, speelt bij allerlei procentuele aandeelhoudersgrenzen in het vennootschaps- en effectenrecht waaraan bepaalde rechten kunnen worden ontleend of die tot bepaalde verplichtingen leiden als ze worden overschreden. Het betreft zowel grenzen die een aandeelhouder graag wil kunnen overschrijden om zijn invloed te vergroten, als grenzen waar hij juist liever onder blijft omdat overschrijding voor hem vervelende consequenties kan hebben. Ook kan zich de situatie voordoen dat het aandelenbelang van een aandeelhouder al boven een bepaalde grens uitstijgt, maar dat hij zijn belang wil afbouwen zonder dat hij de rechten van dat grotere belang zou willen prijsgeven. En uiteraard is ook de omgekeerde situatie mogelijk: de aandeelhouder zit met zijn belang al boven een voor hem vervelende grens, en hij wil daarom zijn juridische belang afbouwen terwijl hij het economische belang in stand wil houden. Aangezien het vennootschapsrecht aanknoopt bij de goederenrechtelijke aandeelhoudersdefinitie, kunnen betrokken marktpartijen in de regel ook daarbij gebruik maken van *structured products* als beschreven in paragraaf 2 om het gewenste effect te bereiken. Aangezien het bij de genoemde aandeelhoudersgrenzen, anders dan bij het stemmen, niet steeds gaat om

<sup>127</sup> Zie verder paragraaf 2.3.2.

<sup>128</sup> Hu/Black 2006, p. 26 en 1033 e.v.

<sup>129</sup> Vgl. Verdam 2005, p. 203.

momentopname's maar juist om het aandeelhouderschap als zodanig voor de duur dat dit voortduurt, is niet ieder instrument echter even geschikt.

### 3.3.2 BIJEENROEPEN AVA, AGENDERING, UITKOOP EN FUSIE

Een voorbeeld van een aandelengrens die interessant zou kunnen zijn voor een aandeelhouder die zijn invloed verder zou willen vergroten dan in verhouding staat tot zijn economische belang, is die voor het doen van een verzoek om rechterlijke machtiging tot het bijeenroepen van een bijzondere aandeelhoudersvergadering. Daarvoor is blijkens artikel 2:110 lid 1 BW een aandelenbelang van ten minste 10% van het geplaatste kapitaal vereist. Ook hier is het niet erg moeilijk om een synthetisch belang op te bouwen waarmee deze grens kan worden overschreden, bijvoorbeeld via *securities lending*, een *repo* of een aankoop van aandelen met een gelijktijdige *equity swap* om het economisch belang weer te *hedgen*.

Wandelend door Boek 2 zijn echter nog vele andere voorbeelden te vinden. Wat bijvoorbeeld te denken van de uitkoopregeling.<sup>130</sup> Daar zou het kunnen spelen voor een aandeelhouder die niet van plan is zijn aandelen aan te bieden bij een openbaar bod omdat hij de prijs te laag vindt, en die denkt dat hij zijn onderhandelingspositie kan versterken door een belang aan te houden dat groter is dan 5% van het geplaatste kapitaal omdat daarmee uitkoop niet mogelijk is. Het werken met synthetische belangen ligt hier echter wat minder voor de hand, omdat de kans groot is dat er in deze situatie nog onvoldoende liquiditeit is in het aandeel om een wederpartij in staat te stellen zijn eigen belang weer te *hedgen*. Het is echter mogelijk.

In ieder geval kan een aandeelhouder die een openbaar bod zou willen frustreren een synthetisch belang opbouwen van meer dan 5% als hij weet of vermoedt dat de bidder zal afhaken als die niet ten minste 95% van het kapitaal in handen krijgt. Hetzelfde geldt voor het kunnen blokkeren van een juridische fusie door de bidder, waarmee hij een zelfde effect als met uitkoop zou kunnen bereiken. Daarvoor ligt de grens echter hoger. In dat geval zal het synthetische belang van de aandeelhouder op basis van de wettelijke grens voor het nemen van een besluit tot fusie van artikel 2:330 lid 1 BW ten minste één derde moeten bedragen, zij het dat in de praktijk de statuten vaak de hogere grens van 75% van het kapitaal voorschrijven voor het nemen van een dergelijk besluit.<sup>131</sup>

Belangrijker is het voorbeeld van artikel 114a lid 2 BW: het recht om aandeelhoudersvoorstellen op de agenda van de aandeelhoudersvergadering te plaatsen zodat daarover gestemd kan worden. Dit vereist een belang van

---

<sup>130</sup> Artikel 2:92a BW.

<sup>131</sup> Zie ook artikel 2:334ee lid 1 BW voor de splitsing.

ten minste 1% van het geplaatste kapitaal of een belang dat een waarde vertegenwoordigt van ten minste 50 miljoen euro. Er is geen reden waarom het verzoek daartoe, dat overigens sinds 1 januari 2007 elektronisch kan worden gedaan, niet gedaan zou kunnen worden op basis van een synthetisch belang. Hetzelfde geldt voor het behalen van de verschillende wettelijke en statutaire<sup>132</sup> quorum- en versterkte meerderheidsvereisten bij besluitvorming in de aandeelhoudersvergadering, of juist het verkrijgen van een zodanig stemrecht dat dergelijke grenzen juist niet kunnen worden behaald zodat besluitvorming kan worden geblokkeerd. Daarbij kan worden gedacht aan de voor doorbreking van een bindende voordracht vereiste twee derden van de uitgebrachte stemmen die meer dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen<sup>133</sup>, of aan de volstreekte meerderheid vertegenwoordigend ten minste een derde van het geplaatste kapitaal die is vereist voor het opzeggen van het vertrouwen in de raad van commissarissen bij een structuurvennootschap.<sup>134</sup> Andere voorbeelden zijn denkbaar.<sup>135</sup> Waar het om gaat is dat steeds bij dit soort grenzen reeds een synthetisch belang de doorslag kan geven.

### 3.3.3 ENQUÊTE

Een bijzonder voorbeeld is de bevoegdheid om een enquête te verzoeken, waarvoor volgens artikel 2:346 sub b BW een belang vereist is van ten minste 10% van het geplaatste kapitaal of een belang dat ten minste een nominale waarde vertegenwoordigt van € 225.000. Opmerkelijk is dat dit recht niet alleen is toegekend aan aandeelhouders, maar ook aan certificaathouders. In 2003 heeft de Hoge Raad in de zaak Scheipar zelfs beslist dat ook economisch rechthebbenden op certificaten met certificaathouders gelijk gesteld moeten worden.<sup>136</sup>

‘Indien aan de economische certificaathouder in zijn verhouding tot de juridische certificaathouder alle bevoegdheden toekomen met betrekking tot de zeggenschap en de certificaten geheel en al voor rekening en risico van de economische certificaathouder worden gehouden, brengt de strekking van het enquêterecht mee dat de daardoor aan de kapitaalverschaffer verleende bescherming door de economische certificaathouder kan wor-

<sup>132</sup> Artikel 2:120 BW.

<sup>133</sup> Artikel 2:133 lid 2 BW. Zie ook artikel 2:134 lid 2 BW en 2:158 lid 9 BW voor structuurvennootschappen.

<sup>134</sup> Artikel 2:161a lid 1 BW.

<sup>135</sup> Zie bv. artikel 2:142 lid 1 en 2, en artikel 144 lid 2 BW, als ook paragraaf IV.1.1 van de Code Corporate Governance.

<sup>136</sup> HR 6 juni 2003, *NJ* 2003, 486 (Scheipar), r.o. 3.5.2.

den ingeroepen. Anders dan het onderdeel betoogt is daartoe niet noodzakelijk dat tussen de economisch rechthebbende op de certificaten en de aandeelhouder een rechtstreekse contractuele band bestaat.’

Dit is terecht, aldus Maeijer in zijn noot onder het arrest, aangezien het enquêterecht niet aanknoopt bij het goederenrechtelijke aandelenbegrip, maar juist ook vergelijkbare rechten toekent aan certificaathouders. Zij hebben een met de achterliggende aandelen corresponderend economisch belang, en dan is het dus logisch dat de grens niet ophoudt bij de certificaathouder, maar dat een eventuele achterliggende economisch gerechtigde ook meetelt, zelfs als dat puur op contractuele basis zou zijn. Het gaat in het enquêterecht om de economische werkelijkheid, zoals de Hoge Raad opmerkte in ander verband in de Landis-uitspraak, maar wel met verwijzing naar de Scheipar-beschikking.<sup>137</sup> Niet helemaal duidelijk is of de redenering zich ook uitstrekt tot economische gerechtigdheid op de aandelen zelf, in plaats van slechts op certificaten. Winter en ook Geerts gaan daar in ieder geval van uit, en het lijkt inderdaad niet voor de hand liggend om daar een andere benadering te kiezen.<sup>138</sup>

Betekent uitgaan van de economische werkelijkheid dat juridische eigendom alleen niet voldoende is en dat steeds bij uitsluiting van de juridisch gerechtigde op zoek gegaan moet worden naar de uiteindelijk economisch gerechtigde? Ook hierover is geen duidelijkheid. Olden en Borgart betogen dat inderdaad de certificaathouder die zijn economische belang heeft ‘weggecontracteerd’ niet langer bevoegd is om een enquêteverzoek in te dienen.<sup>139</sup> Zij lijken hiermee echter een minderheidsstandpunt in te nemen. Zowel Josephus Jitta in zijn noot onder de beschikking als Geerts nemen aan dat de ‘gelijkstelling’ van de Hoge Raad niet moet worden opgevat als een uitsluiting van de juridisch gerechtigde tot de certificaten of de aandelen. Dat lijkt mij ook juist. Nog afgezien dat de formulering van de Hoge Raad geen aanleiding geeft om aan te nemen dat slechts de uiteindelijk economisch gerechtigde bij uitsluiting van ieder ander bevoegd is tot het indienen van een enquêteverzoek, lijkt mij een dergelijke interpretatie onwenselijk gezien de complexiteit van de relatie tussen juridische eigendom en economisch belang en het gebrek aan duidelijkheid daarover zoals hiervoor beschreven. Dat betekent alleen wel dat er in het enquêterecht niet alleen erkenning is voor de positie van de economisch gerechtigde, maar dat het instellen van een enquêteverzoek op basis van synthetische belangen zonder economisch

---

<sup>137</sup> HR 4 februari 2005, *JOR* 2005 (Landis), 58, r.o. 3.3.4, m.nt. Josephus Jitta.

<sup>138</sup> Winter 2006, nr. 117 resp. Geerts 2004, p. 57 e.v.

<sup>139</sup> Olden/Bogart 2003, p. 387.

belang evenzeer mogelijk blijft. De ‘economische werkelijkheid’ werkt daarmee in het enquêterecht kennelijk maar één kant op.<sup>140</sup>

#### 3.3.4 VERPLICHT BOD

Een duidelijk voorbeeld van een grens waar een aandeelhouder die uit is op zoveel mogelijk invloed (zonder de onderneming geheel over te nemen) in voorkomende gevallen liever onder zou willen blijven, is die van het verplichte bod. Artikel 5:70 jo. 1:1 van de Wft zullen bepalen dat een ieder die rechtstreeks of middellijk ten minste 30% van de stemrechten in een ava van een beurs-NV kan uitoefenen, verplicht is om een openbaar bod uit te brengen op alle aandelen (en bewilligde certificaten). Ook bij dit criterium wordt aangeknoopt bij degene die juridisch kan beschikken over de stemrechten. De wetgever heeft er bewust niet voor gekozen om een flexibel criterium te hanteren waarbij gekeken moet worden wie in de praktijk feitelijk een zodanige controle heeft over de desbetreffende vennootschap dat een verplicht bod op alle aandelen gerechtvaardigd zou zijn. In plaats daarvan heeft hij, in navolging van *Nieuwe Weme*<sup>141</sup>, gekozen voor een zogeheten formeel controlebegrip:

‘Wanneer een drempel zou worden bepaald die door de Ondernemingskamer kan worden doorbroken, zou dit afbreuk doen aan de rechtszekerheid. De verwachting is immers dat na inwerkingtreding slechts weinig verplichte biedingen zullen worden uitgebracht omdat aandeelhouders ervoor zullen zorgen dat hun belang onder de biedgrens blijft. Het is een inbreuk op de rechtszekerheid wanneer iemand die bewust rekening heeft gehouden met de biedgrens toch wordt verplicht een openbaar bod uit te brengen.’<sup>142</sup>

Daar is veel voor te zeggen. Een feitelijk controlebegrip levert wellicht meer flexibiliteit op, maar is ook onpraktisch en moeilijk handhaafbaar. Het gekozen formele criterium gaat alleen wel voorbij aan feitelijke mogelijkheden waarmee controle kan worden uitgeoefend zonder dat daarvoor de juridische beschikking over stemrechten hoeft te worden verkregen. Zo vallen potentiële stemrechten die voortvloeien uit opties, warrants en convertibles niet onder de biedplicht. *Nieuwe Weme* zegt daarvan dat die geen gevaar van machtsmisbruik opleveren, omdat de houder van deze rechten geen zeggenschap heeft.<sup>143</sup> Hij erkent dat het de mogelijkheid biedt om invloed uit te

<sup>140</sup> Vgl., zij het in ander verband en t.a.v. obligaties, Hof Amsterdam 15 april 2003, *JOR* 2003, 157 (Intercomm c.s.).

<sup>141</sup> *Nieuwe Weme* 2004, p. 125 e.v.

<sup>142</sup> *Kamerstukken II* 30 419, nr. 8, p. 29. Zie ook nr. 3, p. 24.

<sup>143</sup> *Nieuwe Weme* 2004, p. 141. Zie ook Hijmans van den Bergh/Van Solinge 2000, p. 57-58.

oefenen op het bestuur, maar gaat er van uit dat dit de overige aandeelhouders niet benadeelt. Het is de vraag of dat uitgangspunt na de gebeurtenissen de afgelopen jaren rondom VNU, Shell maar ook het eerder beschreven geval van Deutsche Börse nog staande kan worden gehouden. Daarbij lijkt juist informele, en dreigende toekomstige invloed een belangrijke rol te hebben gespeeld.

Engeland wordt wel als voorbeeld genoemd van een jurisdictie waar al geruime tijd succesvol met een formeel controlebegrip wordt gewerkt.<sup>144</sup> Juist daar echter zijn recentelijk twijfels gerezen of wel voldoende rekening wordt gehouden met feitelijke controlemogelijkheden in het bijzonder door het gebruik van financiële instrumenten zoals de *CFD's* die hiervoor zijn beschreven in paragraaf 2.2.2. In een consultatiedocument uit 2005 heeft het Engelse *Takeover Panel* daarover het volgende gezegd:

'It may be argued that no consequences should arise under the Code or the SARs from entering into a CFD, since the holder of the CFD has only an economic interest in the movement in the price of the shares to which the CFD is referenced. As a matter of law, title to the hedge shares (in the case of a long CFD) is held by the counterparty and the contractual arrangements between the holder of the CFD and the counterparty usually reflect this.

However, the holder of a long CFD is able in practice to exercise a significant degree of de facto control over the shares held by the counterparty to hedge its position. The counterparty normally has no economic exposure in respect of the transaction and will naturally wish to obtain repeat business from the holder of the long CFD. As a result, the counterparty will often exercise the voting rights attaching to the hedge shares according to the wishes (or likely wishes) of the long CFD holder. Furthermore, the holder of a long CFD knows that, because the counterparty will not normally wish to be in an unhedged position, the counterparty is unlikely to dispose of the hedge shares until the CFD is closed out. At that moment, the former holder of the long CFD may wish to acquire the hedge shares from the counterparty and, if so, this is likely to suit the counterparty.

In the light of the above, the Code Committee understands that it is frequently the expectation of a holder of a long CFD that the counterparty will ensure that the shares to which the CFD is referenced are available to be voted by the counterparty and/or sold to the holder of the CFD on closing out the contract. If the counterparty does not hold any such shares (because, for example, its book is balanced by an offsetting short CFD), the holder of the long CFD would normally expect the counterparty to acquire the necessary

---

<sup>144</sup> Zie bv. Nieuwe Weme 2004, p. 126.

shares and to act in the manner outlined above, even if that resulted in a cost to the counterparty.’<sup>145</sup>

Een *CFD* kan dus gebruikt worden om een economische positie in een onderneming op te bouwen die uitstijgt boven het juridische belang, maar *de facto* vergelijkbare invloed verschaft.<sup>146</sup> Wanneer het contract wordt beëindigd, bestaat bovendien vaak de mogelijkheid om in het kader van de zogeheten *close-out netting* alsnog de desbetreffende aandelen van de wederpartij te verwerven die ze toch al in bezit had om zijn eigen positie te *hedge*. Zo kan het economische belang in zeer korte tijd worden ‘geconverteerd’ in een juridisch belang.<sup>147</sup> Normaal gesproken duurt het een hele tijd voordat een substantieel belang kan worden opgebouwd via aankopen op de beurs. Door grote pakketten ineens te kopen, wordt immers de prijs sterk opgedreven. Het opbouwen van een groot belang kan daarom, afhankelijk bijvoorbeeld van de liquiditeit van het aandeel, soms weken, maanden of zelfs jaren in beslag nemen. Op de zojuist beschreven manier, is het echter een kwestie van één of enkele dagen om een tot dan toe geheim gebleven economisch belang ‘om te zetten’. In paragraaf 2.2.2 bleek dat *equity swaps* vergelijkbare mogelijkheden bieden.

### 3.3.5 MAATREGELEN IN BINNEN- EN BUITENLAND

Het *Takeover Panel* ziet in dit verband een probleem ten aanzien van het verplichte bod.<sup>148</sup> In haar consultatiedocument verwijst hij naar verschillende voorbeelden uit de praktijk waarbij partijen van deze mogelijkheden gebruik hebben gemaakt. Als gevolg heeft zij in november 2005 de *Takeover Code* aangepast. Onder de Engelse verplicht bod-regeling valt nu ook ‘a person who has long economic exposure’.<sup>149</sup> Op hun beurt noemen Hu en Black in hun onderzoek verschillende Amerikaanse voorbeelden.<sup>150</sup> Dit speelt echter niet alleen in Engeland. Zo is er in Nederland sprake van geweest dat aandeelhouders in Stork *CFD*'s hebben gebruikt om een economisch belang aan te houden zonder evenredige juridische eigendom, om die later op korte termijn daar alsnog in te converteren.<sup>151</sup> De Nederlandse regering ziet echter

<sup>145</sup> The Panel on Takeovers and Mergers, Consultation Paper issues by the Code Committee of the Panel, Dealings in Derivatives and Options, *PCP* 2005/1 van 7 januari 2005, nr. 3.

<sup>146</sup> Zie daarover ook Hu/Black 2006, p. 1030-1031.

<sup>147</sup> Vgl. Hu/Black 2006, p. 1029 e.v., m.n. p. 1032-1033.

<sup>148</sup> Zie p. 8 e.v. resp. 24 e.v. van het consultatiestuk.

<sup>149</sup> Zie de definitie van ‘interests in securities’ jo. Section F. rule 9.1 van de Takeover Code.

<sup>150</sup> Zie daarover hierna paragraaf 3.6.

<sup>151</sup> Zie daarover *Kamerstukken II* 30 419, nr. 20, p. 4; OK 17 januari 2007, *LJN* AZ6440 (Stork), r.o. 2.21.

vooral nog geen reden voor ingrijpen. In een kamerdebat over de implementatie van de Overnamerichtlijn merkte de Minister van Justitie op over ‘empty votingconstructies’ te weinig aanknopingspunten te hebben om te zeggen dat het ook echt gebeurt in Nederland.<sup>152</sup>

Intussen echter vloeien uit ons rechtsstelsel aanknopingspunten voort dat de juridische eigenaar van aandelen zich inderdaad zou moeten richten op het belang van de corresponderende economisch gerechtigde. We zagen in de vorige paragraaf al dat bij het enquêterecht in dit verband de economische werkelijkheid dient te prevaleren en dat ook de economisch gerechtigde een recht op het indienen van een enquêteverzoek toekomt. Maar er zijn andere voorbeelden, met name in de sfeer van de economische eigendom. Hoewel het juist vanwege het ontbreken van formele juridische zeggenschap bij synthetische belangen niet gaat om economische eigendom in eigenlijke zin, ligt er in zoverre een parallel dat in beide gevallen het economische en financiële risico niet bij de juridische eigenaar ligt maar bij een achterliggende derde. Het is dan illustratief om te constateren dat er bij economische eigendom in het algemeen de neiging bestaat in literatuur en jurisprudentie om bij beheers- en beschikkingshandelingen ten aanzien van het desbetreffende goed de belangen van de economisch gerechtigde te laten prevaleren en daarbij, in de woorden van de Hoge Raad, aan te knopen bij de economische werkelijkheid.<sup>153</sup>

### 3.4 *Melding van aandelenbelangen*

#### 3.4.1 DE ‘WMZ’-MELDINGSPLICHTEN

Wie een belang in een beursvennootschap opbouwt en daarbij bepaalde grenzen overschrijdt, is verplicht daarvan melding te doen. Dit volgt oorspronkelijk uit de Richtlijn melding zeggenschap<sup>154</sup> welke was geïmplementeerd in de Wet melding zeggenschap.<sup>155</sup> Inmiddels zijn die regels in

<sup>152</sup> *Kamerstukken II* 30 419, nr. 20, p. 14. Zie verder de brief van de minister van Financiën met antwoorden op kamervragen over ‘empty voting’ van 20 maart 2007 waarin eveneens een afwachtende houding wordt ingenomen.

<sup>153</sup> HR 4 februari 2005, *JOR* 2005 (Landis), 58, r.o. 3.3.4, m.nt. Josephus Jitta. Vgl. verder Brenninkmeijer 1973, p. 64; Huijgen 1995a, o.a. op p. 23 e.v en p. 65 e.v.; Hayton e.a. 1999, o.a. op p. 17; Bos 2005, p. 165 e.v.; Asser-Mijnssen 2006, nr. 468 e.v. en meer i.h.b. nr. 483; en specifiek over certificering waarbij het AK in het belang van de certificaathouders te stemmen op de aandelen Asser-Maeijer 2000, nr. 407.

<sup>154</sup> Richtlijn 88/627/EG van 12 december 1988, *PbEG* L 348, zoals later vervangen door Richtlijn 2001/34/EG van 28 mei 2001, *PbEG* L 184.

<sup>155</sup> *Stb.* 1996, 629, vervangen door *Stb.* 2006, 355.



2006 aangepast mede ter implementatie van de Transparantierichtlijn<sup>156</sup>, en zijn zij overgeheveld naar de Wet op het financieel toezicht. Daar zijn zij opgenomen in Hoofdstuk 5.3. Doel van deze regels is ‘om beleggers in effecten door passende informatie beter te beschermen en een groter vertrouwen in de effectenmarkten te laten verkrijgen, teneinde de goede werking van deze markten te verzekeren.’<sup>157</sup> Het gaat echter niet alleen om beleggers:

‘De door de richtlijn melding zeggenschap en de Wmz 1996 vergrote transparantie in de zeggenschap en kapitaalverhoudingen in beursvennootschappen betekent dat partijen die actief zijn op de effectenmarkten (niet alleen beleggers, maar ook vennootschappen en andere partijen) onder meer inzicht krijgen in de mate waarin de aandelen in een bepaalde vennootschap vrij verhandelbaar zijn en in het bestaan van concentraties van aandelen of stemmen alsmede belangenverstrengelingen. Daarenboven worden ontwikkelingen in de zeggenschap en de kapitaalbelangen in vennootschappen zichtbaar voor deze partijen’,

aldus de memorie van toelichting bij de wijziging in 2006.<sup>158</sup>

Een ieder die de beschikking krijgt of verliest over aandelen of stemmen, zo is de hoofdregel van artikel 5:38 Wft, waardoor, naar hij weet of behoort te weten, het percentage van het kapitaal of de stemmen waarover hij beschikt een drempelwaarde bereikt, overschrijdt dan wel onderschrijdt, meldt dat onverwijld aan de AFM. Iemand beschikt over de aandelen die hij houdt, alsmede over de stemmen die hij kan uitbrengen als houder van aandelen, zo vervolgt lid 2 van artikel 5:45 Wft. Maar behalve zogeheten reële zeggenschap, valt ook middellijke zeggenschap onder de reikwijdte van de regeling, zo blijkt uit lid 4 van datzelfde artikel: iemand wordt geacht te beschikken over de aandelen die door een derde voor zijn rekening worden gehouden, alsmede over de stemmen die deze derde kan uitbrengen.

Verder valt blijkens lid 6 stemmenkoop onder de regeling in die zin dat ook degene die stemmen tijdelijk en tegen betaling overdraagt meldingsplichtig is. Dit is een rechtstreekse implementatie van artikel 10 sub b van de Transparantierichtlijn, hetgeen overigens wat vreemd is gezien het feit dat stemmenkoop zoals hiervoor bleek niet is geoorloofd naar Nederlands recht, hetgeen wellicht de reden is geweest dat deze regel niet in de oude Wmz stond, terwijl hij wel al in de voorloper van de Transparantierichtlijn stond.<sup>159</sup> De AFM ziet in deze regel overigens de grond voor een meldings-

<sup>156</sup> Richtlijn 2004/109/EG van 15 december 2004, *PbEU* L 390/38.

<sup>157</sup> *Kamerstukken II* 28 985, nr. 3, p. 1.

<sup>158</sup> *Kamerstukken II* 28 985, nr. 3, p. 2.

<sup>159</sup> Zie artikel 92 sub b van Richtlijn 2001/34/EG. Zie ook *Kamerstukken II* 28 985, nr. 10, p. 12.

plicht van de uitlener van aandelen.<sup>160</sup> Dat is opmerkelijk, aangezien het bij *securities lending* zoals bleek in paragraaf 2.2.4 niet gaat om een overdracht van stemmen, maar van het aandeel als zodanig.<sup>161</sup> Tot slot moet in dit verband worden opgemerkt dat blijkens de definitie van het begrip ‘aandeel’ ook de verkrijging of vervreemding van potentiële zeggenschap tot meldingsplichten leidt. Daarbij gaat het dan om stemrecht of kapitaal dat de belegger kan verkrijgen, bijvoorbeeld door middel van *call*-opties, converteerbare obligaties of royeerbare certificaten.<sup>162</sup>

#### 3.4.2 TOEPASSING OP SYNTHETISCHE BELANGEN

De cruciale vraag voor dit preadvies is nu in hoeverre deze meldingsverplichtingen zich ook uitstrekken tot economische belangen waar wel een zekere *de facto*-invloed vanuit gaat ten aanzien van stemrechten zonder dat daar juridisch afdwingbare rechten aan ten grondslag liggen. Denk hier, net als bij het verplichte bod, wederom vooral aan belangen op basis van *equity swaps* en *CFD's*. Allereerst is er het element ‘beschikken over’ aandelen of stemmen, meer in het bijzonder via een derde die de aandelen voor rekening van de potentieel meldingsplichtige houdt. Wat houdt deze toerekening van middellijke zeggenschap precies in? Strikt genomen lijkt dit mede economisch eigendom te omvatten. Er wordt immers gesproken van het houden ‘voor rekening van’ een ander. Er hoeft geen sprake te zijn van ‘beschikken’ in strikt juridische zin. Het kan ook betrekking hebben op situaties waarin aandelen of stemmen kunnen worden toegerekend aan een andere persoon dan de persoon die de aandelen of de daaraan verbonden stemmen in juridische zin houdt.<sup>163</sup>

Uit niets blijkt echter dat men een zo verstrekkend gevolg op het oog heeft gehad dat daaronder ook het economische belang op aandelen via bijvoorbeeld *equity swaps* of *CFD's* vallen. Integendeel: uit de parlementaire geschiedenis blijkt dat gedacht moet worden aan ‘echte economische eigendom’ als waarvan sprake is in de verhouding tussen effectenbewaarbedrijf en belegger, of een beleggersgiro.<sup>164</sup> Ook de AFM gaat in haar voorlichtingsbrochure over meldingsplichten van dergelijke gevallen uit.<sup>165</sup> Hier komt

<sup>160</sup> AFM Voorlichtingsbrochure aandeelhouders, Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende instellingen, november 2006, nr. 3.5.9.

<sup>161</sup> Zie echter ook Grundmann-van de Krol 2007, p. 300.

<sup>162</sup> Vgl. artikel 5:33 lid 1 sub b Wft; Grundmann-van de Krol 2007, p. 299 e.v.

<sup>163</sup> *Kamerstukken II* 28 985, nr. 3, p. 30. Zie ook nr. A, p. 5.

<sup>164</sup> *Kamerstukken II* 28 985, nr. 3, p. 31-32. Vgl. ook Perrick 2002, p. 211 e.v.; Roth 2003, p. 74 e.v.

<sup>165</sup> AFM, Voorlichtingsbrochure aandeelhouders; Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende instellingen, november 2006, nr. 3.5.1.

verder nog bij dat ook de Transparantierichtlijn hier niet toe verplicht.<sup>166</sup> Het is bovendien ook de vraag of het onderbrengen van economisch belang via financiële instrumenten wel zo eenvoudig in het huidige systeem kan worden ondergebracht. Gezien de enorme diversiteit daarvan, vergt dit waarschijnlijk de nodige aanpassingen. Ik kom daar hierna nog op terug.

Een afzonderlijke vraag is nog of de desbetreffende financiële instrumenten rechtstreeks onder een meldingsplicht vallen omdat ze geacht moeten worden onder de definitie van ‘aandeel’ te vallen in de zin van deze regeling. Zowel de Transparantierichtlijn, als de Wet op het financieel toezicht vatten hier echter wel instrumenten onder die een recht geven om aandelen te verwerven – potentieel belang of stemrecht – zoals *call*-opties en *convertibles*, maar verbreden dit niet tot andere financiële instrumenten.<sup>167</sup> Volgens artikel 13 van de Transparantierichtlijn vallen financiële instrumenten onder de regeling voor zover ze het recht verlenen om, uitsluitend op eigener beweging, uit hoofde van een formele overeenkomst, reeds uitgegeven aandelen te verkrijgen waaraan stemrechten zijn verbonden, maar dan slechts voor zover die aandelen daarmee kunnen worden verkregen van een uitgevende instelling.<sup>168</sup> Nog los van de vraag of bij de meeste hiervoor genoemde financiële instrumenten wel kan worden gesproken van een daadwerkelijk formeel recht tot verkrijging van aandelen in deze zin, gaat het in de regel niet om verkrijging van aandelen rechtstreeks door de uitgevende instelling.

De conclusie is kortom dat potentiële en middellijke invloed op basis van een ‘formele overeenkomst’ wel onder de strekking van de meldingsplichten valt, maar dat dit niet geldt voor economische belangen waar ‘slechts’ *de facto* invloed vanuit gaat, zeker niet in het geval van zogeheten *cash-settled* financiële instrumenten.<sup>169</sup>

### 3.4.3 ONTWIKKELINGEN IN ENGELAND

In Engeland heeft de FSA het probleem onderkend dat dit mogelijk onvoldoende ver gaat omdat die *de facto*-invloed in de praktijk zo ver kan gaan dat die de doelstellingen van deze regelgeving zou kunnen ondergraven. Met verwijzing naar de in de vorige paragraaf genoemde regels van het *Takeover Panel* heeft de FSA zich de vraag gesteld of vergelijkbare regels niet ook voor de meldingsverplichtingen zouden moeten gelden, waarbij zij zich in eerste instantie richt op *CFD*'s.

<sup>166</sup> In die zin ook FSA, Implementation of the Transparency Directive, CP 06/04, maart 2006, nr. 3.22 en 6.1. e.v.

<sup>167</sup> Zie ook *Kamerstukken II* 28 985, nr. 3, p. 22, en nr. 7, p. 15.

<sup>168</sup> Zie ook artikel 11 van de ontwerp uitvoeringsrichtlijn van de Europese Commissie van 14 november 2006.

<sup>169</sup> Vgl. Perrick/De Wijkerslooth 2006, p. 499; De Vlaam 2006, p. 604-605.

‘The benefits of disclosing economic interests relate to investor transparency and market integrity. CFDs have thus been a feature of a number of high-profile corporate situations, where it has been suggested that a party has been able to materially influence events by exercising control over the voting rights attached to the underlying stock identified in the CFD. The potential influence of CFD holders arises from the way CFD transactions are entered into and hedged. To the extent that CFD brokers have no ‘real’ use for the stock held to hedge a CFD position, it is likely that they will be mindful of the wishes of their underlying clients (the CFD holders). And even if there is no formal arrangement between the broker and holder, the latter would seem to be the obvious person to sell the underlying stock to (should he be willing) when the CFD and hedge transactions are unwound.’<sup>170</sup>

In haar consultatiedocument van maart 2006 over de implementatie van de Transparantierichtlijn beschrijft de *FSA* hoe er vanwege de onduidelijke en beperkte *disclosure*-verplichtingen behoefte uit de markt is geuit naar heldere en meeromvattende regels. Tegelijkertijd echter, geeft zij aan twijfels te hebben over de effectiviteit van dergelijke regels. Een goed en sluitend systeem met transparantieregels voor economische belangen wordt al snel complex.

In het berekenen van dat economische belang moet ervoor worden gewaakt dat geen appels met peren worden vergeleken; er zijn veel verschillende soorten ‘long and short derivate interests’ en wanneer een marktpartij zowel *long*- als *short*-posities ten aanzien van een onderneming heeft, kunnen die bijvoorbeeld niet zonder meer tegen elkaar worden weggestreep. Onvermijdelijk zal dit resulteren in een zeer gecompliceerd *disclosure*-systeem dat tot een aanzienlijke toename van kosten zal leiden, terwijl betwijfeld zou kunnen worden of de markt aan dergelijke *disclosures* daadwerkelijk iets zou hebben, aldus de *FSA* in maart 2006. Enkele maanden later echter, in oktober 2006, publiceerde de *FSA* de reacties uit de markt.<sup>171</sup> Het bleek dat meer dan de helft van de respondenten van mening was dat transparantie van economische belangen ondanks de inherente complexiteit zou leiden tot een verbetering van het functioneren van de markt.

In dat verband heeft de *FSA* de materie nader geanalyseerd en drie mogelijke ‘market failures’ geïdentificeerd die het gevolg kunnen zijn van niet-openbaarmaking van economische belangen:

1. inefficiënte prijsvorming als gevolg van informatie-assymetrie, aangezien sommige beleggers meer informatie hebben dan de markt over eigendomsstructuren;

---

<sup>170</sup> FSA, Implementation of the Transparency Directive, CP 06/04, maart 2006, nr. 6.1. e.v.

<sup>171</sup> FSA, Implementation of the Transparency Directive, CP 06/11, oktober 2006, nr. 6.1. e.v.

2. het risico van ‘stealth takeovers by predatory investors using CFDs to bypass the Major Shareholder Notification Rules’; en
3. aantasting van het vertrouwen van de markt als er gebrek aan transparantie is over economische posities van beleggers in een onderneming.

De *FSA* vindt het echter nog te vroeg om conclusies te trekken, aangezien er vooral anekdotisch materiaal beschikbaar is over mogelijke misstanden en weinig helder empirisch bewijs. De *FSA* heeft daarom besloten door te gaan met onderzoek en daarbij aandacht te besteden aan het effect van transparantie van *CFD*'s, de aard en omvang van eventueel marktfalen, een kosten-baten-analyse van de verschillende denkbare transparantiesystemen, en de effectiviteit van de eerder geïntroduceerde regels van het *Takeover Panel*. De resultaten van dit onderzoek verwacht de *FSA* in de zomer van 2007 te kunnen presenteren.

### 3.5 *Vennootschappelijke insiders, blockholders en loyaliteitsaandeelhouders*

Voor vennootschappelijke *insiders* gelden bijzondere meldingsverplichtingen. Hun nauwe betrokkenheid bij de vennootschap rechtvaardigt een grotere transparantie. Beleggers hebben recht om te weten wanneer een bestuurder of een commissaris een belang neemt ‘zijn vennootschap’ of wanneer hij dat juist vervreemdt. Deze informatie wordt als zo wezenlijk beschouwd dat zelfs iedere wijziging in het belang moet worden gemeld.<sup>172</sup> Om publicitaire redenen alleen al, zal een bestuurder of een commissaris de nodige terughoudendheid voelen om grote pakketten aandelen in de eigen onderneming te verkopen. Dat geeft immers al snel ‘een verkeerd signaal naar de markt’. Heeft hij dan geen vertrouwen meer in de onderneming? Weet hij meer? Dat neemt echter niet weg dat de behoefte om aandelen te vervreemden, net als bij iedere belegger, natuurlijk wel regelmatig opkomt. Ook hiervoor geldt hetzelfde als voor de ‘reguliere meldingen’ van artikel 5:33 e.v. Wft als beschreven in de vorige paragraaf. *Investment banks* hebben zelfs *structured products* ontworpen speciaal voor bestuurders om hun belang te kunnen *hedgen* zonder dat dit tot meldingsplichten leidt.<sup>173</sup>

Dat er een *lock-up* geldt op de aandelen, bijvoorbeeld uit hoofde van paragraaf II.2.3 van de Code Corporate Governance<sup>174</sup>, hoeft hieraan niet in

<sup>172</sup> Artikel 5:48 lid 6 Wft.

<sup>173</sup> Vgl. Carr Bettis/Bizjak/Lemmon 1999; Hu/Black 2006, p. 2026-2027; Das 2006, p. 412 e.v. Zie ook Das 2006, p. 439 waar hij ook beschrijft hoe met financiële instrumenten het economische neerwaartse risico van opties kan worden afgedekt.

<sup>174</sup> Aandelen die zonder financiële tegenprestaties worden toegekend aan bestuurders, moeten voor ten minste 5 jaar worden aangehouden.

de weg te staan. Het zal van de regeling of afspraak afhangen of dit anders is. Veelal is echter niet aan *hedgen* van economische *exposure* gedacht en is dat dan ook niet expliciet verboden. Om een verbod desalniettemin aan te nemen wanneer slechts bepaald is dat de aandelen moeten worden vastgehouden of niet mogen worden verkocht, getuigt al snel van een te ruime interpretatie van dergelijke bepalingen. Dit geldt dan niet alleen voor bestuurders en commissarissen voor wie een *lock-up* geldt voor hun aandelen, maar ook voor grootaandeelhouders die aan een dergelijke *lock-up* onderworpen zijn.<sup>175</sup>

Dat brengt ons tevens bij het fenomeen van de zogeheten loyaliteitsaandelen<sup>176</sup>, waarbij aandelen moeten worden geblokkeerd met als tegenprestatie een hoger dividend. De gedachte is dat de desbetreffende aandeelhouders daardoor meer gecommitteerd zullen zijn aan de onderneming, daardoor meer in het langetermijnbelang van de onderneming zullen handelen, en zodoende een zeker tegenwicht vormen tegen de meer korte-termijnkrachten die binnen de aandeelhoudersvergadering actief zijn. De vraag is echter of kan worden gewaarborgd dat de ‘loyale aandeelhouders’ niet simpelweg hun extra dividend opstrijken terwijl ze tegelijkertijd hun economische belang *hedgen*. Als dat namelijk kan, dan is de vraag wat er nog overblijft van de doelstelling van deze aandelensoort. Geconstateerd moet worden dat bij de (op het moment van het ter perse gaan van dit preadvies nog voorgestelde) DSM-regeling voor het invoeren van loyaliteitsaandelen aan dit probleem is gedacht. In die regeling heeft een dergelijke aandeelhouder immers slechts recht op dividend als hij de desbetreffende aandelen voor drie onafgebroken jaren geheel voor eigen rekening en risico heeft gehouden.<sup>177</sup> Dat roept echter uiteraard de vraag op naar de handhaafbaarheid. Hoe is voor de onderneming controleerbaar dat de aandeelhouder zijn belang niet toch heeft *gehedged* met een van de methoden als beschreven in paragraaf 2 of een combinatie daarvan? Aangezien daarover geen transparantie bestaat, zal dat in de praktijk uitermate lastig zijn.

### 3.6 Toepassingen in de praktijk

Van de toepassingen van al dit soort methoden in de praktijk is nog niet veel bekend. Tot nu is het vooral – zoals Hu en Black ook terecht constateren – anekdotisch ‘bewijs’, sterke aanwijzingen of meer geruchten die wijzen op een praktijk in het ontwijken van vennootschaps- en effectenrechtelijke

<sup>175</sup> Zie voor andere mogelijkheden die *blockholders* in de praktijk gebruiken Hu/Black 2006, p. 1034 e.v.

<sup>176</sup> Vgl. verder R. Pieterse, Fd 21 februari 2006; R. Munsters, R. Maatman en G. Raaijmakers, Fd 1 maart 2006; Van Olffen 2006, p. 779 e.v.

<sup>177</sup> Zie artikel 32A van de voorgestelde statuten van Koninklijke DSM N.V.

regels of het beïnvloeden van besluitvorming via synthetische belangen. Probleem is natuurlijk ook dat juist omdat er nauwelijks verplichtingen tot transparantie zijn, er ook maar weinig informatie over dit soort praktijken in het publieke domein beschikbaar is. Toch, als men dit soort berichten op een rij zet, ontstaat het beeld van een groeiende trend en kan ook de gedachte opkomen dat wat erover bekend is nog slechts ‘het topje van de ijsberg’ is, ook al kan dat met de huidige informatie niet worden bewezen. Het is in ieder geval nuttig voor de beeldvorming om een aantal belangrijke ‘cases’ op deze plaats te noemen. De meeste daarvan zijn eerder beschreven door Hu en Black, die melden dat ze ondanks gebrekkige transparantie meer dan 20 gevallen hebben gevonden van bevestigde en vermeende toepassingen.<sup>178</sup> Om te beginnen valt te wijzen op de poging van Mylan Laboratories om het Amerikaanse King Pharmaceuticals over te nemen in 2004.<sup>179</sup> Perry Corporation, een *hedge fund*, was met 7 miljoen aandelen grootaandeelhouder in King. Mylan wilde een bod doen op de aandelen in King. Dat was een bod dat werd gezien als gunstig voor de aandeelhouders van King, maar kwam op kritiek te staan van aandeelhouders in Mylan zelf. Probleem was dat Mylan voor het bod goedkeuring nodig had van haar eigen ava. Carl Icahn, ook een *hedge fund* manager, dreigde met 10% van de aandelen in Mylan tegen te stemmen. Perry bedacht de volgende oplossing. Het kocht 9,9% van de aandelen in Mylan, maar heeft haar positie tegelijkertijd *gedhedged* door middel van *equity swaps* met een tweetal banken als tegenpartij. Deze transactie stelde Perry in staat om het bod in de ava van Mylan goed te laten keuren zodat ze als aandeelhouder van King de overnamepremie op kon strijken die in het bod besloten lag. Misschien was de overname waardevol nietigend voor Mylan en haar aandeelhouders, maar dat raakte Perry niet; zij had immers weliswaar een aandelenbelang van 9,9%, maar geen enkel economisch belang.

In een omgekeerd geval dat speelde in 2001 heeft hetzelfde *hedge fund*, Perry Corporation, gebruik gemaakt van de mogelijkheden om een economisch belang op te bouwen dat de facto invloed geeft en bovendien de mogelijkheid om dit belang in een dag om te zetten in formele zeggenschap.<sup>180</sup> Het betrof een belang van 16% in Rubicon Ltd., een vennootschap op Nieuw Zeeland. Dit belang was niet gemeld, ondanks de Nieuw Zeelandse regel dat ieder juridisch belang van meer dan 5% openbaar moet worden gemaakt. Vlak voordat er op de ava moest worden gestemd, openbaarde Perry tot ieders verrassing de omvang van haar inmiddels geconverteerde belang. Hoe

<sup>178</sup> Hu/Black 2006, p. 1017. Zie voor meer gevallen dan hieronder genoemd o.m. Hu/Black 2006, p. 1025 e.v.; Hu/Black 2006b, p. 816 e.v., 828 e.v. en 836 e.v.

<sup>179</sup> Vgl. Hu/Black 2006, p. 1015 e.v. en 1024 e.v.; Kahan/Rock 2006, p. 41 e.v.

<sup>180</sup> Zie Hu/Black 2006, p. 1029 e.v.

deed Perry dit? Om te beginnen heeft Perry het desbetreffende pakket aandelen verkocht aan twee banken en is tegelijkertijd met die banken een *equity swap* aangegaan om het economische belang op de aandelen terug te verwerven. Het lag voor de hand dat de banken de aandelen in portefeuille zouden houden om hun eigen positie te *hedgen*. Toen Perry dus de juridische eigendom terug wilde verwerven, kon zij de *swaps* beëindigen met de opbrengst de aandelen van de banken terugkopen. In een juridische procedure over deze kwestie heeft de rechter in Nieuw Zeeland uitgemaakt dat volgens het geldende recht disclosure van het economische belang niet was vereist.

Maar ook in Europa zijn er voorbeelden van het gebruik van synthetische belangen. Zo is er het voorbeeld van *record date capture* dat speelde op de aandeelhoudersvergadering van de Engelse onroerend goed-vennootschap British Land in 2002.<sup>181</sup> Het *hedge fund* Laxey Partners had ongeveer 1% van de aandelen en was er op uit om de onderneming te splitsen. Aangezien die daaraan niet wilde meewerken, wilde Laxey op de ava stemmen tegen de herbenoeming van de voorzitter van de Board. Om die stem kracht bij te zetten, heeft Laxey vlak voor de *record date* nog eens een extra 8% aan aandelen geleend, zonder dus een economisch belang te hebben dat daarmee in overeenstemming was.

Een ander voorbeeld is de overname door het Franse AXA van MONY in 2004, waar obligatiehouders naar verluid door middel van *empty voting*-technieken vóór deze voor hen wenselijke fusie hebben gestemd.<sup>182</sup> Weer een ander voorbeeld biedt het Italiaanse Fiat, dat wordt gecontroleerd door de Agnelli-familie.<sup>183</sup> In 2005 wilde de familie verwatering voorkomen die zou optreden door een *debt-equity-swap*. Als ze aandelen zou hebben bijgekocht, bestond het risico dat ze over de grens van 30% zou heengaan, wat tot gevolg zou hebben gehad dat ze een bod had moeten uitbrengen op alle aandelen van de vennootschap. Bovendien zou *disclosure* van aankopen door de familie de koers hebben kunnen beïnvloeden. In plaats daarvan ging de familie daarom een aantal *equity swaps* aan met een bank om zodoende *de facto* controle te kunnen blijven behouden. Nadat de *debt-equity-swap* was afgerond, converteerde de Agnelli-familie haar belang in juridische eigendom. De Italiaanse toezichthouder was van oordeel dat de desbetreffende verplicht-bod-regel niet was geschonden.<sup>184</sup>

---

<sup>181</sup> Daarover Hu/Black 2006, p. 1028 e.v.

<sup>182</sup> Hu/Black 2006, p. 1025.

<sup>183</sup> Zie daarover Hu/Black 2006, p. 1031-1032. Zie ook Caurran/Turitto 2006, p. 297 e.v.

<sup>184</sup> Wel loopt er op het moment van het ter perse gaan van dit preadvies nog een procedure over de vraag of sprake was van marktmanipulatie. De Consob heeft de Agnelli-familie hiervoor een boete opgelegd waartegen beroep is aangetekend. Zie daarover de *Financial Times* 14 februari 2007, p. 16.



Opmerkelijk was verder een bericht in 2006 dat de Duitse overheid van plan was haar belang van 7,5% in de Franse luchtvaartmaatschappij EADS te verkopen, maar dat zij haar stemrecht wilde behouden om zodoende pariteit te kunnen blijven waarborgen met de Franse overheid in de politiek gevoelige eigendomsstructuur. Plannen zouden besproken zijn om dit te bereiken door het economische risico van de aandelen over te dragen ‘aan de markt’.<sup>185</sup> Tot slot noem ik de Nederlandse Stork-zaak. Daar hadden *hedge funds* Centaurus en Paulson zoals bekend een belang van ruim 30% in de vennootschap opgebouwd om vervolgens de onderneming onder druk te zetten een strategiewijziging door te voeren. In de rechtszaak bij de Ondernemingskamer speelde dit een eventueel gebruik van synthetische belangen door deze *hedge funds* niet en dit is dan ook niet bewezen, maar opmerkelijk is wel dat de uitspraak vermeldt dat zij op enig moment – naast een aanzienlijk juridisch belang – een additioneel economisch belang in de vennootschap aanhielden van 4,1% in *CFD's*.<sup>186</sup> Zoals hiervoor beschreven in paragraaf 3.3 en 3.4 zijn het juist die financiële instrumenten die in Engeland aanleiding zijn geweest voor aanpassingen in regelgeving en discussie over verdere maatregelen.

#### 4. Oplossingsrichtingen

##### 4.1 *Hindernissen bij het zoeken naar oplossingen*

###### 4.1.1 IS ER EIGENLIJK WEL EEN PROBLEEM?

Hiervoor is beschreven hoe zich op de financiële markten ontwikkelingen hebben voltrokken die marktpartijen inmiddels is staat stellen om heel eenvoudig economisch belang te splitsen van juridische eigendom van aandelen door gebruik te maken van synthetische posities. Vervolgens is beschreven hoe dit in het vennootschaps- en effectenrecht knelpunten op kan leveren. Het is echter één ding om de vinger op de plek te leggen en aan te wijzen waar mogelijke knelpunten zitten. Maar om oplossingen te formuleren, is niet eenvoudig. Er zijn daarbij verschillende hindernissen te onderkennen.

Zo is een eerste principiële vraag: is er eigenlijk wel een probleem? Wij kennen immers geen regel die zegt dat economisch belang en juridische eigendom in één hand moeten zijn. Sterker nog: zoals in paragraaf 2.2.3 en 2.2.4 is weergegeven, is er – binnen zekere grenzen – juist brede erkenning voor de nuttige functie van de mogelijkheden die de financiële markten bie-

<sup>185</sup> German banks set to buy EADS holding, Financial Times 23 november 2006.

<sup>186</sup> OK 17 januari 2007, *LJN* AZ6440, r.o. 2.21 (Stork).

den. Die zorgen kort gezegd voor betere liquiditeit en prijsvorming. Disproportionaliteit van economisch belang en juridische eigendom is daarbij een gegeven. Het debat over *hedge funds* en aandeelhoudersactivisme is verder nog niet afgerond, maar ook op dat vlak gaan er stemmen op om niet allerlei specifieke wettelijke belemmeringen op te werpen om de mogelijkheden van aandeelhoudersactivisme te limiteren. Zoals in paragraaf 2.3.2 is beschreven, is de gedachte daarbij dat dit een onderdeel vormt van gezonde marktwerking die een nuttig disciplinerend effect tot gevolg heeft waardoor de markt als zodanig beter functioneert en waardoor financiële middelen in die markt efficiënter en effectiever worden gealloceerd. Zelfs kan de vraag worden gesteld of het gebruik maken van de beschreven financiële innovaties om zodoende bijvoorbeeld de besluitvorming van ondernemingen te beïnvloeden negatief of juist positief moet worden gewaardeerd. Sommigen zijn van mening dat dit niet noodzakelijkerwijs negatief is.<sup>187</sup> Volgens hen kan het een middel zijn waarmee stemmen die anders niet zouden zijn uitgebracht, terecht komen bij gespecialiseerde beleggers die de desbetreffende onderneming aan een gedegen analyse hebben onderworpen. Het zou bovendien de positie van aandeelhouders kunnen versterken op een manier die bijdraagt aan de gewenste disciplinerende werking die daarvan uit zou moeten gaan.<sup>188</sup>

Hier staat echter tegenover dat we nu eenmaal hebben gekozen voor een marktmodel, zeker met de vernieuwingen in het ondernemingsrecht van de laatste jaren. Open structuren waarin krachten en tegenkrachten moeten leiden tot een evenwichtige weging van belangen, is de norm geworden. Daarin past dat aandeelhouders een belangrijker en meer invloedrijke positie hebben gekregen. In dit model is in het verleden een belangrijke nadruk gelegd op transparantieplichtingen van de onderneming.<sup>189</sup> Waar echter een verschuiving van invloed plaatsvindt van de ondernemingsleiding naar aandeelhouders, en tegelijkertijd de benadering is dat ‘de markt’ zijn werk moet doen, is de behoefte aan meer transparantie van die aandeelhouders zelf begrijpelijk.

Hoezeer ook op de ‘helende werking’ van transparantie als zodanig afbreuk valt te doen<sup>190</sup>, past dit wel in de nu ingeslagen weg en is transparantie van aandeelhouders – na openheid voor de onderneming – in het algemeen een logische volgende stap. Als men de markt zijn werk wil laten doen, dan moet de markt ook worden gevoed met de informatie die nodig is om de situatie adequaat te beoordelen, analyseren en in te schatten. Stel bijvoor-

---

<sup>187</sup> In die zin bv. Christoffersen e.a. 2005, p. 4.

<sup>188</sup> Vgl. ook Hu/Black 2006, p. 1019 e.v.

<sup>189</sup> Vgl. Van der Korst 2007, p. 145 e.v.

<sup>190</sup> Vgl. G.T.M.J. Raaijmakers 2006, p. 11 e.v.

beeld dat inderdaad, zoals aan het slot van paragraaf 3.2 veronderstellenderwijs werd aangenomen, bij het conflict tussen Deutsche Börse en de twee *hedge funds* die in hoedanigheid van aandeelhouder het bod op LSE blokkeerden, deze *hedge funds* een *short*-positie hadden in LSE en hun belang in Deutsche Börse hadden *gehedged*. Zij zouden dan dus alleen een belang hebben gehad bij het naar beneden drijven van de koers van LSE, ongeacht of de deal goed of slecht voor Deutsche Börse zou zijn.<sup>191</sup> Als zij over een dergelijke strategie van te voren volledig transparant zouden zijn geweest, is het vermoedelijk maar de vraag of het allemaal zo gelopen zou zijn. Denkbaar is dat andere aandeelhouders van Deutsche Börse minder snel hun steun gegeven zouden hebben, en dat de maatschappelijke druk groter geweest zou zijn om tegenwerking te bieden. In ieder geval was er dan meer een ‘level playing field’ geweest en zou de situatie door de betrokkenen beter op waarde geschat kunnen worden waardoor zij zelf ook een meer afgewogen beslissing zouden kunnen nemen ten aanzien van hun eigen positie en opstelling.

Bij dit alles komt nog dat de geldigheid van meer volwaardige ‘economische eigendom’, waarbij niet slechts contractueel het economische belang wordt ‘overgedragen’ maar ook de rechten van aandelen aan de economische eigenaar toekomen, niet geheel onomstreden is. Zo meent Huijgen dat door een goed geconstrueerde economische eigendom ‘sprookjesachtige mogelijkheden’ ontstaan tot het ontgaan van dwingendrechtelijke regels van vennootschapsrecht.<sup>192</sup> Daar staat de opvatting van Maeijer tegenover dat economische eigendom nooit zover kan worden opgerekt dat daardoor fundamentele beginselen en algemeen aanvaarde grondvesten van het vennootschapsrecht (de vennootschappelijke openbare orde) zouden worden aangeast. Zo is een privatieve last bij volmachtverlening om te stemmen op aandelen op basis van artikel 7:423 lid 1 BW volgens Maeijer dan ook niet mogelijk. De lasthebber kan het stemrecht niet op eigen naam voor rekening van de lasthebber uitoefenen, aangezien het stemrecht onverbrekkelijk aan de kwaliteit van het aandeelhouderschap is verbonden en het niet los van het aandeelhouderschap kan overgaan of worden overgedragen, zo stelt hij.<sup>193</sup> Bij het ‘splitsen’ van economisch belang en juridische eigendom met financiële instrumenten speelt dit probleem niet aangezien de aan de aandelen verbonden rechten daarbij formeel intact blijven en de economisch belanghebbende in de regel geen afdwingbaar recht heeft op het uitoefenen van bijvoorbeeld het stemrecht. De discussie is echter wel een illustratie van het belang dat in het recht wordt gehecht aan de positie van de economisch

<sup>191</sup> Zie over dergelijke *incentives* van aandeelhouders Martin/Partnoy 2005, p. 114 e.v.

<sup>192</sup> Huijgen 1995b.

<sup>193</sup> Asser-Maeijer 2000, nr. 180 en 280.

belanghebbende. Zoals in paragraaf 3.3 al werd geconstateerd bestaat er in literatuur en jurisprudentie in het algemeen de neiging om bij economische eigendom, in de woorden van de Hoge Raad, aan te knopen bij de economische werkelijkheid.<sup>194</sup>

Maar de belangrijkste reden waarom het splitsen van economisch belang en juridische eigendom van aandelen door middel van synthetische posities een probleem oplevert in het recht, is omdat ons vennootschaps- en effectenrecht dit weliswaar niet verbiedt, maar tegelijkertijd wel uitgaat van de ongeschreven premisse dat economisch belang en juridische eigendom in één hand zijn.<sup>195</sup> Het mag dan zo zijn dat in de financiële constructies die zijn beschreven in paragraaf 2 de vennootschappelijke openbare orde formeel niet wordt aangetast en de door Maeijer genoemde fundamentele grondvesten in stand blijven, maar het is de vraag hoeveel die zekerheid in dit verband oplevert. De werkelijkheid is immers, zo bleek in paragraaf 3, dat ondanks een gebrek aan formele rechten de informele invloed van een marktpartij zodanig kan zijn, en dat hij die juridische eigendom bovendien feitelijk zo dicht binnen handbereik heeft, dat de ratio van veel regels in het vennootschaps- en effectenrecht mogelijk wordt ondergraven. Hetzelfde geldt in geval van de marktpartij die juist slechts bloot juridisch eigenaar is zonder enig economisch belang te hebben – of misschien zelfs een negatief belang – en desalniettemin volledig gebruik maakt van zijn rechten als aandeelhouder mogelijk in strijd zelfs met de belangen van de onderneming en de overige aandeelhouders. Dit pleit voor in ieder geval kenbaarheid, controleerbaarheid en verantwoording via transparantie en mogelijk voor zelfs nog verdergaande maatregelen.

Hoe moet in dit licht worden aangekeken tegen de zogenaamde *one-share-one-vote*-discussie?<sup>196</sup> Deze discussie vertoont enige verwantschap met de materie van dit preadvies. Ook daarbij gaat het immers om de vraag of degene die economisch de belanghebbende is bij een aandeel en daarvan ook het volledige risico draagt, niet ook hoe dan ook het daarbij behorende stemrecht zou moeten toekomen. Toch is dit uiteindelijk een discussie van een andere orde. Bij het *one-share-one-vote*-principe gaat het immers om de

<sup>194</sup> HR 4 februari 2005, *JOR* 2005 (Landis), 58, r.o. 3.3.4, m.nt. Josephus Jitta. Vgl. verder Brenninkmeijer 1973, p. 64; Huijgen 1995a, o.a. op p. 23 e.v en p. 65 e.v.; Hayton e.a. 1999, o.a. op p. 17; Bos 2005, p. 165 e.v.; Asser-Mijnssen 2006, nr. 468 e.v. en meer i.h.b. nr. 483; en specifiek over certificering waarbij het AK in het belang van de certificaathouders te stemmen op de aandelen Asser-Maeijer 2000, nr. 407.

<sup>195</sup> Die veronderstelling spreekt bv. ook uit paragraaf IV.1.2 van de Corporate Governance Code. Zie verder in deze zin ook Zo ook bv. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Consultatiedocument december 2006, pt. 30.

<sup>196</sup> Zie daarover bv. Martin/Partnoy 2005. De Europese Commissie is in dit verband in 2006 een studie begonnen naar de 'Proportionality between Ownership and Control in EU listed companies'.

vraag in hoeverre het ondernemingen geoorloofd is om zichzelf te beschermen door bijvoorbeeld verschillende klassen aandelen te vormen, waarbij bijvoorbeeld een bevriende houder van een bepaalde klasse meer stemrecht op een aandeel zou toekomen dat zijn mede-aandeelhouders. Bij het onderwerp van dit preadvies gaat het juist om een splitsing tussen economisch belang en juridische eigendom die door aandeelhouders zelf is aangebracht. Wel kan men zich natuurlijk afvragen hoeveel nut het heeft om te spreken over bijvoorbeeld het invoeren van een *one-share-one-vote*-regel in de EU als het tegelijkertijd mogelijk blijft om via financiële instrumenten en methoden economisch belang bij aandelen los te koppelen van juridische eigendom.<sup>197</sup>

#### 4.1.2 AURORA REVISTED?

Een andere vraag is of het opleggen van extra verplichtingen aan aandeelhouders van welke aard ook, wel in ons systeem past. Exemplarisch is artikel 2:81 BW:

‘Aan een aandeelhouder kan niet, zelfs niet door wijziging van de statuten, tegen zijn wil enige verplichting boven de storting tot het nominale bedrag van het aandeel worden opgelegd.’<sup>198</sup>

In een bekende trilogie van standaardarresten heeft de Hoge Raad benadrukt dat aandeelhouders als regel hun eigen belang mogen nastreven: Wennex, Melchers en Aurora.<sup>199</sup> In dat laatste arrest overwoog de Hoge Raad

‘dat den aandeelhouder ener naamloze vennootschap in het hem verleende stemrecht niet een recht in het belang van anderen is toevertrouwd, doch een eigen recht is gegeven om zijn belang in de vennootschap te dienen, en het hem in beginsel vrijstaat dat recht op zodanige wijze uit te oefenen als hij daartoe dienstig oordeelt (...).’

De vraag is echter of deze benadering vandaag de dag nog in die mate kan worden volgehouden dat zij in de weg zou staan aan het opleggen van bijvoorbeeld bepaalde verdergaande transparantie- of misschien zelfs verantwoordingsverplichtingen aan aandeelhouders. Opvallend is dat er in zowel jurisprudentie, wetgeving als publieke opinie een tendens is waarin aandeelhouders onder bepaalde omstandigheden een zwaardere verantwoordings-

<sup>197</sup> Vgl. ook A. Khachaturyan 2006, p. 15.

<sup>198</sup> Vgl. Rensen 2005, p. 187 e.v.

<sup>199</sup> HR 30 juni 1944, *NJ* 1944, 405 (Wennex), HR 13 november 1959, *NJ* 1960, 472 (Melchers) resp. HR 19 februari 1960, *NJ* 1960, 473 (Aurora).

plicht en zorgvuldigheidsplicht wordt toegedicht en zij zich juist niet meer in alle gevallen zonder meer kunnen richten naar hun eigen belang. Soms richt zich dit tegen specifieke groepen aandeelhouders zoals institutionele beleggers en vormt het een invulling van een fiduciaire verantwoordelijkheid naar de eigen achterban. Andere keren echter is het meer neutraal ten aanzien van de soort aandeelhouder en betreft het eerder de verantwoordings- en zorgplicht jegens de onderneming en de daarbij betrokkenen, niet in de laatste plaats de mede-aandeelhouders.

Een voorbeeld van beide invalshoeken is te vinden in de Code Corporate Governance. Paragraaf IV.4 daarvan richt zich specifiek tot institutionele beleggers in hun hoedanigheid van aandeelhouders van beursgenoteerde ondernemingen. Kernprincipe is:

‘Institutionele beleggers handelen primair in het belang van hun achterliggende begunstigen of beleggers en hebben een verantwoordelijkheid jegens hun achterliggende begunstigen of beleggers *en de vennootschappen waarin zij beleggen* om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen.’ [cursivering GR]

Inmiddels is deze paragraaf uit de Code voor institutionele beleggers wettelijk verankerd in artikel 5:86 en 87 Wft. Deze ontwikkeling staat zoals gezegd niet op zichzelf. Zij past in een nationale en internationale verandering van het denken over de rol van aandeelhouders. Internationaal valt te wijzen op de ICGN Statement on Shareholder Responsibility van 2003 en de UN Principles for Responsible Investment van 2006. Ook nationaal zijn er meer aanwijzingen van veranderende opvattingen. Zo geeft Verdam in zijn oratie aan van mening te zijn dat institutionele beleggers door het aantal stemmen dat zij vertegenwoordigen of door de voortrekkersrol die zij vervullen in de meningsvorming binnen de ava, openheid van zaken dienen te geven over de overwegingen op grond waarvan zij tot stemuitoefening zijn gekomen. Hij acht het zelfs verdedigbaar dat het gedrag van institutionele beleggers een onrechtmatige daad jegens de mede-aandeelhouders kan opleveren.<sup>200</sup>

Vooraf ook in het enquêterecht valt een toenemende verantwoordings- en zorgvuldigheidsplicht van aandeelhouders te onderkennen. In de Gucci-uitspraak overwoog de OK naar aanleiding van de agressieve benadering van LVMH als ‘overvaller’:

---

<sup>200</sup> Verdam 2003, p. 32. Vgl. verder Dortmund 2000; Van den Ingh 2000, p. 203 e.v.; Winter 2006, nr. 67.

‘Anderzijds heeft, mede gezien het bepaalde in artikel 2:8 van het Burgerlijk Wetboek, te gelden dat de verwerver van een pakket aandelen als hier in het geding [34,4%; GR] als behoorlijk aandeelhouder in verband met en bij gelegenheid van de verkrijging van die aandelen opening van zaken geeft, met de vennootschap wier aandelen hij verkrijgt redelijk overleg pleegt en 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 betreft.’<sup>201</sup>

Ook in de uitspraak van de Ondernemingskamer inzake Stork is het gedrag van de aandeelhouders kritisch beoordeeld.<sup>202</sup> Zo is de grootaandeelhouders in die zaak onder meer verweten zich niet te hebben gemengd in een cruciale discussie op de ava. Bovendien heeft de OK nadrukkelijk overwogen dat het handelen van die grootaandeelhouders ook onderwerp van onderzoek kan zijn in de te verrichten enquête.<sup>203</sup>

Tegen deze achtergrond kan ook de recent steeds sterker gehoorde roep om meer loyaliteit van aandeelhouders worden begrepen.<sup>204</sup> Er is behoefte aan meer tegenwicht tegen korte termijn-gerichtheid binnen de aandeelhoudersvergadering. Dat verklaart waarom nationaal en internationaal initiatieven worden ontplooid om juist die lange-termijngerichtheid te bevorderen en korte-termijnhandelen te ontmoedigen. In Nederland kan in dit verband worden gewezen op de discussie over loyaliteitsaandelen.<sup>205</sup> ‘De achterliggende idee is dat het primaat van het aandeelhoudersbelang niet kan dienen als rechtvaardiging voor kortetermijndenken’, zo drukte de Monitoring Commissie dit onlangs uit.<sup>206</sup>

Tot slot valt nog te wijzen op de verschillende aandeelhoudersverplichtingen die al naar huidig recht bestaan, binnenkort zullen worden ingevoerd, of worden overwogen. Dat betreft in eerste instantie bijvoorbeeld de bestaande meldingsverplichtingen van artikel 5:38 e.v. Wft, waarover hiervoor paragraaf 3.4. Ook moet hiervoor worden gedacht aan het verplichte bod dat binnenkort zal worden ingevoerd, waarover hiervoor paragraaf 3.3. En tot slot kan ook worden gedacht aan de discussie over het invoeren van een verplichting om bij het overschrijden van een drempel van 3% of 5% niet alleen een melding van het belang te doen, maar om – in navolging van bijvoor-

<sup>201</sup> OK 3 maart 1999, *JOR* 1999, 87 (Gucci).

<sup>202</sup> OK 17 januari 2007, *LJN* AZ6440 (Stork).

<sup>203</sup> Vgl. Kroeze/Verburgh 2007, p. 440; M.J.G.C. Raaijmakers 2007, p. 346 e.v.

<sup>204</sup> Zie daarover bv. *Kamerstukken II* 30 419, B, p. 1.; R. Pieterse, Fd 21 februari 2006; R. Munsters, R. Maatman en G. Raaijmakers, Fd 1 maart 2006; Van Olffen 2006, p. 779 e.v.

<sup>205</sup> Zie daarover paragraaf 3.5.

<sup>206</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Consultatiedocument december 2006, pt. 45.

beeld de Amerikaanse zogeheten 13d-notification – ook de intenties als aandeelhouder kenbaar te maken. Naar Amerikaans recht dient een aandeelhouder die de grens van 5% overschrijdt onder meer te melden

‘if the purpose of the purchase or prospective purchases is to acquire control of the business of the issuer of the securities, any plans or proposals which such persons may have to liquidate such issuer, to sell its assets to or merge it with any other persons, or to make any other major change in its business or corporate structure.’<sup>207</sup>

Als er zich later materiële wijzigingen voordoen in deze melding, dan moet daarover een nieuwe melding worden gedaan.<sup>208</sup> De gedachte om een dergelijke regeling ook in Nederland in te voeren, wint steeds meer terrein.<sup>209</sup> Op zijn minst kan in dit licht worden geconstateerd dat extra transparantieplichten voor aandeelhouders en economisch belanghebbenden bij aandelen op deze bestaande regelgeving en mogelijk komende regelgeving zouden aansluiten.

#### 4.1.3 PRAKTISCHE PROBLEMEN

Naast principiële discussiepunten, zijn er ook praktische. Die betreffen allereerst de complexiteit van mogelijke regelgeving. Hiervoor kwam dat ook al ter sprake. De diversiteit aan *structured products* om economisch belang te splitsen van juridische eigendom is enorm. De creativiteit van de financiële markten lijkt onuitputtelijk. Er zijn *long*-instrumenten en *short*-instrumenten van verschillende aard. Het ene economische belang is het andere niet. De verschillende *long*- en *short*-instrumenten zullen dan ook niet zonder meer met elkaar kunnen worden verrekend. De vraag is bovendien of alleen gekeken moet worden naar zogeheten *single-stock*-instrumenten, of dat ook posities in *baskets* moeten worden meegenomen. Dat laatste verhoogt uiteraard de complexiteit en ingrijpendheid van maatregelen. Maar wanneer alleen *single-stock*-instrumenten zouden worden geraakt, is ontwijking via collectieve beleggingen van bijvoorbeeld speciaal gestructureerde *baskets* weer betrekkelijk eenvoudig. Om een regeling te treffen die de huidige mogelijk-

---

<sup>207</sup> Section 13(d)(1)(C) van de Securities Exchange Act of 1934. Vgl. daarover Loss 2001, p. 572 e.v.; Nederveen 2006, p. 116-117.

<sup>208</sup> Section 13(d)(2) van de Securities Exchange Act of 1934.

<sup>209</sup> *Kamerstukken II* 30 419, nr. 20, p. 15; Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Consultatiedocument december 2006, pt. 21 e.v. Zie ook de uitspraken van de AFM-bestuurder P. Koster die ervoor pleit een transparantieverplichting in te voeren voor eenieder die een onderneming met een open brief ‘in play’ brengt: ‘Activistische belegger moet alles opengooien’, *NRC* 2 maart 2007, p. 9.



heden van *financial engineering* ondervangt, is kortom een tantalus-arbeid, ook omdat niet alleen de desbetreffende financiële instrumenten sterk van elkaar verschillen, maar ook de wettelijke regelingen waar knelpunten liggen een verschillende achtergrond hebben.<sup>210</sup> Bovendien zal er voor gewaakt moeten worden oplossingen te kiezen die al snel weer door nieuwe financiële innovaties zullen zijn ingehaald. Als dat alles tot een zeer ingewikkelde regeling zal leiden, is het de vraag of dit het soort transparantie is waar behoefte aan bestaat, en of de kosten die met de uitvoering daarvan gemoeid zijn nog wel in verhouding staan tot de baten.

Een hiermee samenhangende vraag is of eventuele regelgeving op nationaal kan worden geïntroduceerd, dan wel of dit op Europees niveau dient te gebeuren. In een nog altijd verder internationaliserende financiële markt, lijkt een Europese regeling het meest voor de hand te liggen. Aangezien het onderwerp al zo complex is, zou het de overzichtelijkheid niet ten goede komen als iedere lidstaat ook weer zijn eigen systeem ontwerpt. Daarbij wordt dan ook voorkomen dat extra verplichtingen voor aandeelhouders in één lidstaat diens concurrentiepositie ten opzichte van andere lidstaten onevenredig zou kunnen schaden. Ook moet uiteraard worden voorkomen dat Nederlandse regels eenvoudig vermeden kunnen worden door buitenlandse constructies. Bovendien ligt het onderwerp in de lijn van de Transparantierichtlijn.

Daar staat echter tegenover dat de Europese Commissie juist sterk heeft ingezet op simplificatie van regelgeving, en er bovendien recentelijk meer nadruk is komen te liggen op het subsidiariteitsbeginsel. Het is dan ook de vraag of Europese initiatieven niet snel hetzelfde lot beschoren zal zijn als het al even gecompliceerde thema van de ‘ultimate investor’.<sup>211</sup> Op dat vlak heeft – na adviezen van de Commissie Winter om dat concept te adresseren – jarenlange discussie over het onderwerp uiteindelijk niets opgeleverd. In de Richtlijn Aandeelhoudersrechten zal het onderwerp niet terugkomen. Het is een verantwoordelijkheid van de Nederlandse wetgever om zorg te dragen dat het Nederlandse systeem gewaarborgd is tegen misbruik. Dat het onderwerp ook op Europees niveau gereguleerd kan worden, of misschien zelfs beter, doet daaraan geen afbreuk.

Maar het grootste probleem is misschien nog wel het gebrek aan adequate informatie. De beschikbare informatie is vooral anekdotisch van aard, en niet empirisch.<sup>212</sup> Verschillende van die anekdotische *cases* zijn genoemd in dit preadvies. De beschikbare informatie wekt de suggestie dat zij nog

<sup>210</sup> Vgl. FSA, Implementation of the Transparency Directive, CP 06/04, maart 2006, nr. 6.4.

<sup>211</sup> Vgl. Winter 2000, p. 25 e.v. Zie ook par. 3.1.

<sup>212</sup> Zo ook FSA, Implementation of the Transparency Directive, CP 06/11, oktober 2006, nr. 6.6; Minister van Justitie: *Kamerstukken II* 30 419, nr. 20, p. 14; Hu/Black 2006, p. 1026.

slechts ‘het topje van de ijsberg’ vormen. Het is momenteel echter oncontroleerbaar of dat ook echt zo is. Het lijkt bovendien onwaarschijnlijk dat Nederland ‘gespaard’ blijft van *empty-voting*-praktijken. Zoals in paragraaf 3 bleek, zijn dergelijke praktijken in Nederland net zo goed mogelijk als in andere Westerse jurisdicties. Bovendien is het een bekend gegeven dat veel activistische *hedge funds* nu juist bijzondere interesse hebben voor investeringen en beleggingen in Nederland. De aanwezigheid en omvang van mogelijke *empty-voting*-praktijken in Nederland ontrekt zich echter aan de waarneming van het publiek. Het gebrek aan meer direct toepasbare en betrouwbare informatie, maakt een adequate inschatting van de feitelijke situatie uiteraard lastig. Zonder dat heeft een wetgever wellicht een legitimatieprobleem bij het doorvoeren van ingrijpende en kostbare wijzigingen. Het spreekt daarom voor zich dat nader onderzoek nodig is.

## 4.2 Wat te doen?

### 4.2.1 DE MARKT LOST HET ZELF OP?

Hiervoor is beschreven hoe de splitsing van economisch belang en juridische eigendom van aandelen in beursvennootschappen tot knelpunten in het vennootschaps- en effectenrecht kan leiden, en welke redenen er zijn om deze knelpunten te adresseren. De vraag is vervolgens hoe dit zou kunnen. In deze paragraaf worden de belangrijkste mogelijkheden geïnterpreteerd.

Allereerst is zojuist in de vorige paragraaf al geconstateerd dat nader onderzoek nodig is. Dit is van niet te onderschatten belang, aangezien het een beter beeld zal geven van de omvang van de mogelijke problematiek en bovendien ook een beter inzicht zal geven in de aard van de problematiek. In hoeverre is er daadwerkelijk sprake van een marktfalen? Hierbij kunnen uiteraard lessen worden getrokken uit ervaringen die reeds in andere jurisdicties zijn opgedaan met verbeterde *disclosure*-systemen. Bovendien worden momenteel verschillende buitenlandse onderzoeken verricht die mogelijk ook tot betere inzichten in Nederland zullen leiden. Te wijzen valt op het onderzoek waarmee de *FSA* momenteel bezig is, waarover paragraaf 3.4.

De vraag is echter of nader onderzoek moet worden afgewacht, nu duidelijk is dat er flinke ‘loopholes’ in de huidige regelgeving zijn en er nog altijd toenemende mogelijkheden zijn op de financiële markten om daarop in te springen. Waarom wachten tot het een keer flink misgaat? Uiteraard moeten geen overhaaste maatregelen worden genomen die later ontoereikend, onnodig kostbaar of inadequaat blijken te zijn. Mij dunkt echter dat ervoor gewaakt moet worden al te lang te wachten met maatregelen. Er zijn immers al voldoende aanknopingspunten voor een debat over welke eerste maatregelen genomen kunnen worden. Het gevaar bestaat dat het te lang duurt voordat nader onderzoek daadwerkelijk diepere inzichten oplevert, en

dat dit bovendien tot conclusies leidt die wellicht ook nu reeds kunnen worden getrokken.

Bij eventueel te nemen maatregelen kan worden gedacht aan zelfregulering, handhaving via rechtspraak en de toezichthouder, en wetgeving. Om met zelfregulering te beginnen, op dat vlak zijn al verschillende initiatieven genomen. Zo zijn er initiatieven om institutionele beleggers te wijzen op hun eigen verantwoordelijkheid om te voorkomen dat van de facilititeit van *securities lending* misbruik kan worden gemaakt om de besluitvorming tijdens de ava te beïnvloeden. In 2005 publiceerde de beleggersorganisatie ICGN bijvoorbeeld haar *Stock Lending Code of Best Practice* met ruwweg die strekking.<sup>213</sup> Als uitleners van aandelen hebben institutionele beleggers immers de macht om dit misbruik te voorkomen. Er ligt hier voor een institutionele belegger echter een lastig dilemma. Aan de ene kant raakt hij zijn eigen stem kwijt als hij zijn aandelen uitleent en is het waarschijnlijk dat ofwel zijn stem verloren gaat, ofwel zijn stem zelfs wordt gebruikt op een manier die voor hemzelf schadelijk kan zijn. Aan de andere kant levert het uitlenen een extra rendement op van aandelen die hij – gelet op zijn eigen beleggingsbeleid – voorlopig toch niet zou verkopen.

Een bijkomend probleem is bovendien dat beleggers soms niet eens op de hoogte zijn dát respectievelijk wanneer hun aandelen worden uitgeleend. De bank die fungeert als bewaarinstelling van de effecten handelt vaak op basis van een algemeen mandaat en informeert de belegger pas achteraf. Fondsmanagers bij institutionele beleggers en vermogensbeheerders zien bovendien vaak slechts de economische *exposure* ten aanzien van een bepaald aandeel. Zij zien niet hoeveel aandelen er daadwerkelijk beschikbaar zijn om mee stemmen, noch zien zij hoeveel aandelen ‘teruggehaald’ moeten worden (*ge-recalled*) indien er gestemd moet worden op het totale belang en met wat voor vertraging dat gepaard gaat.<sup>214</sup>

Vanuit hun fiduciaire plicht moet dan ook steeds een kosten-baten-analyse worden gemaakt om te bepalen wat in het beste belang van hun begunstigden is.<sup>215</sup> Het extra rendement dat kan worden behaald met *securities*

<sup>213</sup> Te downloaden van [icgn.org](http://icgn.org). Zie hierover ook de ICGN Study of share lending vis-à-vis voting, Lintstock 28 mei 2004.

<sup>214</sup> Zie punt 1.3 van het Rapport van 9 juli 2004 van de ICGN Securities Lending Commissie; Review of the impediments to voting UK shares, Report by Paul Myners to the Shareholder Voting Working Group, Progress – one year on, maart 2005, p. 11 (te downloaden van [www.hm-treasury.gov.uk](http://www.hm-treasury.gov.uk)). Zie ook het Rapport van augustus 2002 van de Expert Group on Cross-Border Voting in Europe (een sub-commissie van de Commissie Winter die overigens eveneens werd voorgezeten door J. Winter); Par. 5.2 van het eerste EC-Consultatiestuk over Shareholders' Rights.

<sup>215</sup> Zie ook Kabinetsreactie Tabaksblat (*Kamerstukken II* 29 449, nr. 1), p. 14. Zie ook Lamb, *FT* 5 juni 2006: Don't blame stock lenders for voting abuse.

*lending* kan dan zwaarder wegen dan het stemmen op een *ava*. Het is ‘hard rendement’ dat op de korte termijn kan worden verdiend als extra resultaat op de regulier behaalde beleggingsresultaten dat een institutionele belegger niet zomaar links mag laten liggen. Een afweging met het ‘zachtere rendement’ dat het stemmen op aandelen op de langere termijn moet opleveren, is niet eenvoudig te maken. Dit is minder concreet te becijferen en hangt af van verschillende andere onzekerheden. Daar komt bij dat er nog veel weerstand heerst onder institutionele beleggers om een serieus corporate governance-beleid te voeren, bijvoorbeeld vanuit de *free rider*-gedachte; waarom zou een belegger veel kosten maken terwijl andere beleggers dat ook al doen en hij daar kosteloos van kan profiteren. Voor die beleggers zal het opgeven van het ‘harde rendement’ uit *securities lending* niet snel een optie zijn. Denkbaar is dat voor belangrijke besluiten op een *ava*, de bewuste aandelen worden ‘teruggehaald’ om met het totale belang te kunnen stemmen. Onderzoek wijst echter uit dat dit maar op beperkte schaal gebeurt.<sup>216</sup> Mede op basis daarvan is het onwaarschijnlijk dat veel institutionele beleggers een beleid en procedures hebben om vast te stellen wanneer ze aandelen moeten terughalen om te kunnen stemmen.<sup>217</sup>

Het hebben van een dergelijk beleid kan verder worden gestimuleerd. Voor zover institutionele beleggers het stemmen op aandelen feitelijk hebben uitbesteed, zullen zij zich er bijvoorbeeld van moeten verzekeren dat de hiervoor bedoelde afwegingen op zorgvuldige wijze worden gemaakt in het belang van de desbetreffende belegger. Institutionele beleggers zullen zich ook bewust moeten zijn dat banken als bewaarinstellingen van effecten een potentieel tegenstrijdig belang hebben: zij moeten het stemmen op aandelen accommoderen, maar zij zijn vaak ook degenen aan wie de uitvoering van *securities lending* is toevertrouwd en waarvoor zij dan ook een vergoeding ontvangen.<sup>218</sup>

Verder accommodeert het invoeren van een *record date* zoals die nu is geïntroduceerd in het nieuwe artikel 2:117b BW het ontwikkelen van afgewogen beleid door institutionele beleggers. Dit zit als volgt. Bij verschillende *short selling*-strategieën die met name door *hedge funds* worden gevoerd, lijkt vooral de *ex-dividend*-datum van belang te zijn.<sup>219</sup> Dit is vermoedelijk een belangrijke reden waarom juist rondom die datum een grote vraag bestaat naar in te lenen aandelen. Met een *record date*-systeem wordt het

---

<sup>216</sup> Vgl. G.T.M.J. Raaijmakers 2005, p. 250 e.v.

<sup>217</sup> Punt 1.3 resp. 1.10 van het Rapport van de ICGN Securities Lending Commissie.

<sup>218</sup> Vgl. Review of the impediments to voting UK shares, Report by Paul Myners to the Shareholder Voting Working Group, Progress – one year on, maart 2005, p. 13.

<sup>219</sup> Vgl. Review of the impediments to voting UK shares, Report by Paul Myners to the Shareholder Voting Working Group, Progress – one year on, maart 2005, p. 11-12.

bepalende moment voor het uitbrengen van een stem op de ava – in tijd – weggehaald van die ex-datum. In Nederland wordt dat dus nu een periode van maximaal 30 dagen vóór de ava om vast te stellen wie op de ava zijn stem kan uitbrengen.<sup>220</sup> Het is waarschijnlijk dat veel institutionele beleggers op dat eerdere peilmoment nog over een veel groter deel van hun aandelen beschikken dan vlak vóór de datum van de ava (en daarmee in het huidige bestel de ex-datum) zelf. Bovendien wordt het makkelijker het kaf van het koren te scheiden. Wanneer er vlak voor de *record date* immers een vraag komt om een groot pakket aandelen in te lenen, dan is de schijn sneller gewekt dat de reden hiervoor is om daarmee het stemrecht te kunnen verwerven.

Er is echter een aantal redenen waarom dit niet voldoende zal zijn om de problemen met splitsing van economisch belang en juridische eigendom op te lossen, en waarom in het algemeen het ook maar zeer de vraag is of ‘de markt’ het in de huidige situatie zal kunnen oplossen. Ten eerste is het nog maar de vraag of voldoende institutionele beleggers bereid zullen zijn beleid op dit onderwerp te ontwikkelen.<sup>221</sup> Voorlopig blijft nog een groot aantal institutionele beleggers achter bij zelfs maar het voldoen aan de betrekkelijk minimale principes uit de Code Corporate Governance die tot hen zijn gericht.<sup>222</sup> Dit betekent eveneens dat er een altijd een markt zal zijn voor het inlenen van aandelen waarvan ook partijen die uit zijn op stemrecht gebruik kunnen maken. Het is sowieso de vraag of door middel van ‘zelfregulering’ een dergelijke markt volledig kan worden teruggedrongen. Hooguit zal de prijs voor het lenen van aandelen stijgen omdat het aanbod kleiner zou worden.<sup>223</sup>

Bovendien is *securities lending* zoal bleek in paragraaf 2 en 3 maar een klein deel van het probleem. Het is denkbaar dat ook op andere vlakken de bewustwording van de problematiek groter wordt en dat er een zeker ‘zelfreinigend’ effect optreedt waarbij bijvoorbeeld meer *best practice codes* als die van de *ICGN* zullen ontstaan ten aanzien van misbruik van synthetische posities op alle denkbare vlakken. Ik betwijfel echter of zelfs dat de knelpunten zal oplossen. Dat is niet in de laatste plaats vanwege het grootste probleem dat ik zie bij zelfregulering op dit vlak: het al geconstateerde gebrek

---

<sup>220</sup> Zie ook C.AE. Uniken Venema, *Effectengiro-recht in beweging*, Den Haag 2003, p. 265-266, die hier eveneens voor pleit, niet vanwege de *seclending*-problematiek, maar omdat dit kan leiden tot een beter verloop van het *proxy voting*-proces.

<sup>221</sup> Vgl. punt 1.3, 1.5 en 1.10 van het Rapport van de ICGN Securities Lending Commissie; Paragraaf 3.3 hiervoor.

<sup>222</sup> Vgl. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, tweede rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code, december 2006, par. 2.6.

<sup>223</sup> Vgl. Hu/Black 2006, p. 1065 e.v.

aan transparantie. Dat gebrek bestaat niet alleen voor ‘het grote publiek’, maar ook in bilaterale verhoudingen. Wanneer een institutionele belegger bijvoorbeeld zijn aandelen uitleent, dan is het goed mogelijk dat die aandelen pas na overdracht in een keten van tussenpersonen de plaats van de uiteindelijke gebruiker bereiken. Het is in de praktijk erg lastig controleerbaar en beheersbaar wie die uiteindelijke gebruiker is en wat het doel van zijn gebruik is.<sup>224</sup> Niettegenstaande het belang van het vergroten van ‘marktbe-wustzijn en –verantwoordelijkheid’ zullen aanvullende maatregelen waar-schijnlijk nodig zijn. Het betreft hier een probleem dat ‘de markt’ niet ade-quaat lijkt te kunnen of te willen oplossen. En het is inmiddels een te groot probleem om het daarbij te laten. De betrouwbaarheid en integriteit van de besluitvorming van die beursondernemingen staat op het spel.

#### 4.2.2. RECHTSPRAAK EN TOEZICHTHOUDERS

Een volgende vraag is of oplossingen kunnen worden bereikt met recht-spraak en handhaving door toezichthouders. Ook dat ligt niet voor de hand. Voor rechtspraak zijn die problemen te complex en voor toezichthouders biedt de huidige regelgeving daarvoor te weinig ruimte. De materie is zoals gezegd uit zijn aard al ingewikkeld en divers. Waar de praktijk behoefte aan heeft, is zo duidelijk en voorspelbaar mogelijke normen die zo min mogelijk interpretatieruimte laten. Zoals in paragraaf 3 bleek, is de huidige regelge-ving nauwelijks toegerust op de problematiek van synthetische belangen. Nog afgezien dat het gebruiken van de huidige regels voor meer transparan-tie zou getuigen van een wel heel ruime interpretatie daarvan, draagt deze benadering gezien de beperkte middelen van rechtspraak en toezichthouders niet erg bij aan de gewenste rechtszekerheid.

In bepaalde gevallen van apert misbruik kan dat wellicht anders zijn. Denkbaar is bijvoorbeeld wellicht dat in het enquêterecht onder omstandig-heden een zekere transparantieplicht wordt opgelegd aan aandeelhouders die door hun positie en gedragingen in een bepaalde verhouding tot de vennoot-schap komen te staan. Gezien het feit dat aandeelhouders naar huidig recht niet verplicht zijn om synthetische belangen te openbaren, zijn de mogelijk-heden daarvan waarschijnlijk ook in het enquêterecht beperkt. Bovendien zal er eerst sprake moeten zijn van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen<sup>225</sup>, waarbij de procedure zich sowieso slechts in beperkte mate

---

<sup>224</sup> Anders *Cross-Border Voting in Europe*, Final report of the Expert Group on Cross-Border Voting in Europe, August 2002, p. 56-57; Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights, tweede EC-consultatiedocument over aandeelhoudersrechten, mei 2005, par. 3.1.

<sup>225</sup> In de zin van artikel 2:350 lid 1 BW.

leent voor onderzoek naar het gedrag en de positie van aandeelhouders.<sup>226</sup> Ook zullen mogelijk bepaalde gevallen wellicht te bestrijden zijn via het verbod van marktmisbruik.<sup>227</sup> Maar een oplossing voor de gesignaleerde problematiek over de hele breedte zal dit niet geven.

#### 4.2.3 OPLOSSINGEN VIA NIEUWE REGELGEVING

Een aanpassing van bestaande regelgeving dient in het licht van het voorgaande mijns inziens dan ook serieus te worden overwogen. Er moet hier wellicht een onderscheid worden gemaakt tussen regels om de transparantie van synthetische posities te vergroten, en eventuele aanvullende wettelijke maatregelen. Wat die transparantie betreft, kan het volgende worden geconstateerd. Een wettelijke regeling die synthetische posities in alle gevallen voor alle relevante regelingen transparant maakt, ongeacht of het om *single-stock*-posities gaat, of om ‘mandjes van aandelen’ en ongeacht of de desbetreffende aandeelhouders ook daadwerkelijk van hun posities gebruik willen maken om meer invloed uit te oefenen dan hun economische belang zou rechtvaardigen of ‘onder de radar’ van bepaalde meldingsplichten door te vliegen, wordt op zijn zachtst gezegd bewerkelijk.<sup>228</sup> Zoals ook de *FSA* in ander verband eerder constateerde is het zeer de vraag of bij een dergelijke benadering de kosten nog wel verantwoord zijn in relatie tot de te verwachten baten. De administratieve lasten zouden naar verwachting exponentieel stijgen terwijl twijfelachtig zal zijn of op de eveneens te verwachten *overkill* aan informatie de term ‘transparant’ nog wel van toepassing zal zijn. Het risico is met andere woorden groot dat een dergelijke benadering zijn doel voorbij schiet. Waar het om gaat, is dat misbruik van synthetische belangen wordt ondervangen. Dat daarvoor alle denkbare synthetische belangen in al hun verschijningsvormen transparant worden gemaakt, is daarvoor waarschijnlijk niet nodig.<sup>229</sup>

Er is mijns inziens behoefte aan een meer creatieve en praktische oplossing in dit verband; een oplossing waarmee misbruik kan worden bestreden zonder dat dit leidt tot extreme administratieve lasten. In plaats van een allesomvattende permanente transparantieplicht, is dan te overwegen een incidentele openbaarmakingsverplichting te introduceren voor bepaalde, als relevant bestempelde situaties. Dat moeten dan situaties zijn waarin het gebrek aan transparantie over de werkelijke economische positie van een

<sup>226</sup> OK 17 januari 2007, *LJN* AZ6440, r.o. 3.9 (Stork). Zie verder paragraaf 3.3.

<sup>227</sup> Zie paragraaf 3.2.

<sup>228</sup> Vgl. *Hu/Black* 2006b, p. 823 e.v.

<sup>229</sup> Anders voor het Amerikaanse recht *Hu/Black* 2006, p. 1047 e.v. Zie echter ook p. 1057.

aandeelhouder ten opzichte van zijn juridische belang als zodanig bezwaarlijk wordt ervaren dat het een specifieke openbaarmakingsverplichting ten aanzien van die economische positie rechtvaardigt. In dit verband valt te constateren dat alle knelpunten zoals die zijn omschreven in paragraaf 3 in wezen in twee categorieën zijn in te delen: 1) situaties waarin de desbetreffende aandeelhouder alleen of samen met anderen een groter juridische belang heeft dan een economische belang en dit probeert te benutten door van bepaalde juridische rechten gebruik te maken die verbonden zijn aan dat juridische belang, en 2) de omgekeerde situatie waarbij het economische belang juist groter is dan het juridische belang en waarbij de aandeelhouder wil voorkomen dat bepaalde verplichtingen op hem van toepassing worden waar hij aan bloot zou staan als hij zijn economische belang evenredig zou zijn met zijn juridische eigendom, terwijl hij tegelijkertijd wel op basis van zijn economische belang feitelijke invloed kan uitoefenen of in de positie is om op korte termijn zijn belang alsnog te converteren in een juridisch belang (veel sneller dan dat zou kunnen via aankopen op de beurs) en daarmee een bliksemoverval kan uitvoeren (in wezen ook het soort van sluipoverval dat de meldingsverplichtingen van artikel 5:33 e.v. Wft transparant probeert te maken).

Voor de eerste situatie – groter juridisch belang dan economisch – zou kunnen worden aangeknoopt bij de idee om een verplichting in te voeren om bij het overschrijden van de grens van een bepaald percentage van het aandelenkapitaal of stemrecht in beursvennootschap tevens de verplichting op te leggen om de intenties kenbaar te maken. Dat zou bijvoorbeeld 5% kunnen zijn of een lagere drempel. De gedachte is om aandeelhouders bij het – alleen of samen met anderen – overschrijden van die grens bekend te laten maken wat hun intenties zijn met een aandelenbelang van die omvang.<sup>230</sup> Het zou in de lijn van een dergelijke verplichting liggen om daaraan toe te voegen dat die aandeelhouders ook openbaar moeten maken a) of hun economische positie direct of indirect substantieel afwijkt van hun juridische eigendom, dan wel of zij de intentie daartoe hebben, en b) als dat zo is: hoe het dan precies afwijkt en wat daarvoor de reden is.

Verder zal een verplichting opgenomen moeten worden om een nieuwe melding te doen, zodra die intenties of die situatie wijzigen. Weliswaar biedt deze benadering – afhankelijk van ondermeer het gehanteerde percentage –

---

<sup>230</sup> Zo ook bv. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Consultatiedocument december 2006, pt. 15-16. Zie verder paragraaf 4.1.2. In dit verband is ook de door AFM-bestuurder P. Koster interessant, die voorstelt aan te knopen bij het sturen van een open brief waarmee de onderneming ‘in play’ wordt gebracht, zij het dat het niet eenvoudig lijkt hiermee alle denkbare gevallen te ondervangen; ‘Activistische belegger moet alles opengooien’, *NRC* 2 maart 2007, p. 9.



niet voor alle situaties uitkomst, maar het sluit wel aan bij bestaand recht en steeds sterker wordende gedachten over hoe komend recht moet worden gevormd. Bovendien wringt het gebruik van synthetische posities in deze categorie het meest wanneer met gebruikmaking van substantiële pakketten aandelen getracht wordt de besluitvorming te beïnvloeden. Het ligt voor de hand een regeling hiervoor op te nemen in Hoofdstuk 5.3 van de Wft waarin de regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen zijn opgenomen. Eveneens ligt het voor de hand om dezelfde sancties te verbinden aan het niet naleven van deze additionele meldingsplicht als voor de overige, reeds bestaande meldingsplichten van Hoofdstuk 5.3. Dat houdt in dat de rechtbank op vordering van met name de vennootschap zelf en andere aandeelhouders die meer dan 5% bezitten, bepaalde maatregelen kan treffen, waaronder schorsing van het stemrecht en vernietiging van een besluit van de afdeling indien aannemelijk is dat dit besluit niet zou zijn genomen indien de stemmen waarover de meldingsplichtige beschikt niet zouden zijn uitgebracht.<sup>231</sup> De AFM oefent op de naleving verder toezicht uit.<sup>232</sup>

Het ontwerpen van een praktische wettelijke regeling voor de tweede situatie – groter economisch belang dan juridisch – is lastiger. Anders bij de eerste situatie is er geen concreet aangrijpingspunt, zoals het overschrijden van een grens van 5% in juridisch aandelenbelang of stemrecht. Het probleem van het gebruik van synthetische belangen zit hier vooral bij het onder de grenzen blijven van bijvoorbeeld het verplichte bod en de meldingsplichten van artikel 5:33 e.v. Wft, zoals bleek in paragraaf 3.3 en 3.4. Door het gebruik van de methoden zoals beschreven in paragraaf 2, kan een economisch belanghebbende een zekere informele, feitelijke invloed uitoefenen die vergelijkbaar is met formele invloed, en kan hij de markt en de vennootschap bovendien ‘overvallen’ door zijn economische belang in zeer korte tijd om te ‘converteren’ in een juridisch belang.

Een samenhangend probleem is dat van de vennootschappelijke *insiders* die hun belang in de vennootschap *hedgen* zonder hun juridische eigendom te vervreemden, zoals besproken in paragraaf 3.5. Om nu ook op dit vlak onevenredig bezwarende transparantiesystemen te vermijden, zou als alternatief overwogen kunnen worden om de AFM de bevoegdheid te geven informatie op te vragen van diegene van wie een redelijk vermoeden bestaat dat die een economisch belang heeft dat substantieel afwijkt van zijn juridische eigendom in de desbetreffende aandelen. De op te vragen informatie dient dan betrekking te hebben op alle posities waardoor het economische belang direct of indirect substantieel kan afwijken van de juridische eigen-

---

<sup>231</sup> Artikel 5:52 Wft.

<sup>232</sup> Artikel 5:50 en 51 Wft.

dom, op het moment van het verzoek en het verloop daarvan voor een periode daaraan voorafgaan, bijvoorbeeld maximaal een jaar.

Eventueel zou ook in deze situatie om intenties kunnen worden gevraagd. De AFM kan vervolgens beslissen die informatie te publiceren als zij dat in het belang acht van het adequaat functioneren van de markt. Dit zal vooral het geval zijn wanneer naar haar inschatting de economische *exposure* zodanig is dat bij een evenredig juridisch belang de kans aanzienlijk zou zijn dat bepaalde kritische grenzen van vennootschaps- of effectenrecht zouden zijn overschreden. Het is uiteraard duidelijk dat de AFM met deze bevoegdheid prudent zal dienen om te gaan en ook een zeker beleid zal dienen te ontwikkelen om zekerheid te bieden in welke gevallen zij tot publicatie overgaat. Er zouden concrete aanwijzingen moeten zijn voordat de AFM een informatieverzoek doet, en ook zou er een concrete indicatie dienen te zijn dat de economisch belanghebbende invloed uitoefent op basis van zijn belang dan wel de intentie heeft dat te gaan doen in de voorzienbare toekomst voordat tot publicatie kan worden overgegaan. Wat dit voor aanwijzingen zouden moeten zijn, bijvoorbeeld het feit dat er gesprekken met het bestuur hebben plaatsgevonden, is een punt dan nadere uitwerking behoeft. Denkbaar is dat hiervoor input vanuit de praktijk wordt gevraagd via een consultatiedocument zoals ook de FSA dat heeft gedaan.<sup>233</sup> Het ligt verder ook bij deze verplichtingen voor de hand om die op te nemen in Hoofdstuk 5.3 Wft, aangezien ze daarbij het meest aansluiten.

Natuurlijk valt er op deze voorstellen het nodige af te dingen. Zo kan worden betwijfeld of ze niet teveel onzekerheid opleveren voor beleggers en daarmee een rem zetten op de nuttige functie die de markt in financiële instrumenten heeft voor de liquiditeit en de efficiëntie van de financiële markten.<sup>234</sup> In het verlengde daarvan ligt de vraag of dit soort maatregelen op nationaal niveau de internationale concurrentiepositie van Nederland daarmee niet te zeer zou kunnen schaden, niet alleen overigens vanwege de mogelijke aanslag op het investeringsklimaat, maar ook vanwege de verzwaring van administratieve lasten. Verder is de regeling zoals gezegd niet allesomvattend en daarmee niet waterdicht. Hij werkt niet voor alle situaties even goed en in sommige gevallen kan de informatie aan de markt te laat zijn, bijvoorbeeld wanneer de AFM pas nadat bepaalde belangrijke besluiten in de ava door toedoen van economisch belanghebbenden op basis van synthetische posities zijn beïnvloed, deze gang van zaken op het spoor komt. Ook blijft nog betrekkelijk vaag wat nu precies onder economisch belang moet worden verstaan, hoe het moet worden berekend en beoordeeld, en wat de beste manier is om er de markt inzicht mee te verschaffen. Verder zal

---

<sup>233</sup> Zie daarover paragraaf 3.4.

<sup>234</sup> Zie paragraaf 2.2.3, 2.2.4, maar ook 2.3.2.

waarschijnlijk niet helemaal voorkomen kunnen worden dat constructies opgezet kunnen worden die via het buitenland lopen welke afbreuk doen aan de strekking van deze regeling. En tot slot kan men wellicht vraagtekens plaatsen bij de handhaafbaarheid, zij het dat die ook gelden voor bijvoorbeeld *acting-in-concert*-regels die momenteel zijn opgenomen in Hoofdstuk 5.3 Wft en straks opgenomen zullen worden in de verplicht-bod-regeling.

Hier staat echter tegenover dat er gegeven ons huidige kennisniveau en gegeven de huidige stand van ons recht niet veel realistische alternatieven zijn voor wie de knelpunten die in paragraaf 3 zijn beschreven wil adresseren. Dit zou een eerste, mijns inziens haalbare stap kunnen zijn om aan de genoemde knelpunten tegemoet te komen. Het is denkbaar dat dit in de toekomst nog ontoereikend zal blijken te zijn en dat aanvullende maatregelen nodig zijn, hetzij om de transparantie nog verder te vergroten, hetzij maatregelen van andere orde.<sup>235</sup> In ieder geval wordt hiermee de markt beter in staat gesteld zelf een inschatting te maken van de situatie en de implicaties daarvan. Dat zal het vertrouwen van de markt ten goede komen, en zal in dat verband naar verwachting ook juist een positieve internationale uitstraling kunnen hebben. Bovendien zal van een dergelijke regeling mogelijk ook een zekere preventieve werking uitgaan in die zin dat aandeelhouders en economisch belanghebbenden die het aangaat vanzelf transparanter zullen worden om ingrijpen door de AFM te voorkomen, ofwel afzien van het oneigenlijk gebruik van synthetische belangen, zij het dat misbruik vanzelfsprekend niet volledig te voorkomen is. Meer transparantie accommodeert verder ook de maatschappelijke discussie en stelt toezichthouders, de wetgever en de wetenschap in staat verder te denken. In dat kader zou na een aantal jaren ervaring met een dergelijke regeling een evaluatiemoment kunnen worden ingebouwd. Dan zal de werking kunnen worden geëvalueerd, bekeken kunnen worden of er punten zijn waarop de regeling kan worden verbeterd, en bovendien kan worden beoordeeld over verdergaande maatregelen genomen zouden moeten worden.<sup>236</sup>

## 5. Slot

Ons vennootschaps- en effectenrecht is in belangrijke mate gebaseerd op de vooronderstelling dat economisch belang en juridische eigendom van aandelen in beursvennootschappen in één hand zijn. Ook hedendaagse discussies over bijvoorbeeld het al dan niet als aandeelhouder kenbaar moeten

<sup>235</sup> Vgl. in dat verband Hu/Black 2006, p. 1057 e.v. Zie ook G.T.M.J. Raaijmakers 2005, p. 251 e.v.; Martin/Partnoy 2005, p. 113 e.v. die voorstellen dergelijke maatregelen meteen door te voeren.

<sup>236</sup> In vergelijkbare zin Hu/Black 2006, p. 1055 e.v.

## DEEL I

maken van intenties bij het verwerven van een bepaald aandelenbelang, maar ook de discussie over *one share one vote*, gaan daarvan uit. Door ontwikkelingen op de financiële markten is het echter zo eenvoudig geworden om economisch belang van juridische eigendom te splitsen, en gebeurt dat ook daadwerkelijk op zo grote schaal, dat in wezen een alternatieve werkelijkheid is ontstaan, als het ware een andere dimensie. Doordat ons vennootschaps- en effectenrecht hierin niet is meegegaan, levert dit op veel plaatsen knelpunten op. Die verschillen van het sneller dan normaal gebruik kunnen maken van aandeelhoudersrechten als het agenderingsrecht en het recht om een *ava* bijeen te roepen, het beïnvloeden van de uitslag van een stemming op de *ava*, tot het kunnen ontwijken van het verplichte bod. Wellicht moet worden overwogen om in het vennootschaps- en effectenrecht maatregelen te treffen om deze knelpunten te ondervangen. Grootste bezwaar op dit moment is echter de transparantielacune. Na een toename van transparantieplichten voor ondernemingen in de afgelopen jaren, is een logische volgende stap in ons gekozen marktmodel – zeker na de versterking van aandeelhoudersrechten in diezelfde periode – om ook van aandeelhouders een grotere transparantie te verlangen. Het is het sluitstuk op een systeem dat anders niet compleet is en daardoor onvoldoende zal kunnen functioneren.

## **Deel II - HET STEMPROCES VAN INSTITUTIONELE BELEGGERS**

Drs. R. Abma\*

---

\* Directeur Eumedion.



## 1. Inleiding

Institutionele beleggers<sup>1</sup> staan de laatste jaren onder toenemende druk om gebruik te maken van de zeggenschapsrechten verbonden aan de aandelen. Deze druk vindt zijn oorsprong in de versterking van de positie van de algemene vergadering van aandeelhouders door de toekenning van een aantal nieuwe rechten in 2004.<sup>2</sup> De uitbreiding van de bevoegdheden van de aandeelhouders werd goeddeels ingegeven door het streven van zowel de wetgever als de Commissie Tabaksblat om het vertrouwen van beleggers in het bestuur van en toezicht op de beursgenoteerde vennootschappen te herstellen. Dit vertrouwen was kort na de millenniumwisseling onder druk gekomen door een aantal geruchtmakende boekhoudaffaires en déconfitures. De versterking van de positie van de algemene vergadering van aandeelhouders was volgens de Commissie Tabaksblat en het kabinet een noodzakelijke voorwaarde om de *checks and balances* binnen de beursgenoteerde vennootschappen te verbeteren, teneinde het risico op nieuwe schandalen te verminderen.<sup>3</sup>

Maar ook hier geldt het oude gezegde dat men een paard wel in 't water kan trekken, maar niet kan dwingen dat het drinkt. Aandeelhouders dienen wel gemotiveerd te zijn om zich binnen (en buiten) de algemene vergadering actiever te tonen, teneinde het speelveld voor *slacking, stealing en lying* door bestuurders kleiner te maken.<sup>4</sup> Vanuit de gedachte dat zij het merendeel van de aandelen van beursgenoteerde vennootschappen houden en andermans geld beheren, wordt vooral van institutionele beleggers een actievere rol verwacht. De Commissie Tabaksblat achtte hiervoor een 'mentaliteitsverandering bij veel institutionele beleggers noodzakelijk. Zij zouden veel meer gebruik moeten maken van de hun ter beschikking staande aandeelhoudersrechten om corrigerend op te treden'.<sup>5</sup> Om de institutionele beleggers een duwtje in die richting te geven, is in de Code Tabaksblat een speciale para-

---

<sup>1</sup> In dit preadvies worden institutionele beleggers, in lijn met de definitie van de commissie corporate governance (hierna: Commissie Tabaksblat) in best practice bepaling IV.4.1 van de Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: Code Tabaksblat), gedefinieerd als pensioenfondsen, verzekeraars, beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders. Derhalve vallen zogenoemde hedge funds en private equity funds niet onder deze definitie.

<sup>2</sup> Wet aanpassing structuurregeling (*Stb.* 2004, 370) en de Code Tabaksblat (*Stcrt.* 27 december 2004, 250).

<sup>3</sup> Commissie Tabaksblat, Verantwoording van het werk van de Commissie (aanhangsel bij de Code Tabaksblat), paragraaf 1, de Tweede Nota van Wijziging bij het wetsvoorstel ter aanpassing van de structuurregeling (*Kamerstukken II* 2002/03, 28 179, nr. 31) en de kabinetsreactie op de Code Tabaksblat (*Kamerstukken II* 2003/04, 29 449, nr. 1).

<sup>4</sup> Zinsnede ontleend aan Winter (2005), p. 47.

<sup>5</sup> Commissie Tabaksblat, 'Verantwoording van het werk van de Commissie', paragraaf 3. In dezelfde zin Frentrop (2002), p. 409.

graaf over institutionele beleggers opgenomen.<sup>6</sup> Institutionele beleggers dienen volgens de code een beleid te hebben aangaande het uitoefenen van stemrecht in vennootschappen waarin zij beleggen. Voorts dienen zij verslag te doen van de uitvoering van dat beleid en van het concrete stemgedrag op de algemene vergaderingen van aandeelhouders. De wetgever heeft deze plichten onderstreept door in de Wet op het financieel toezicht (Wft) de zogenoemde ‘pas toe of leg uit’-regel voor institutionele beleggers te verankeren. Iedere institutionele belegger met zetel in Nederland is vanaf boekjaar 2007 wettelijk verplicht mededeling te doen over de naleving van de principes en best practice bepalingen die op hem van toepassing zijn.<sup>7</sup>

De wetgever en de Commissie Tabaksblat stellen centraal dat institutionele beleggers een beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht op aandelen hebben. Dit preadvies gaat in op de vragen hoe een dergelijk stembeleid wordt ontwikkeld en hoe het concrete stemgedrag van een institutionele belegger tot stand komt. Welke factoren spelen een rol in het besluitvormingsproces van een institutionele belegger om het stemrecht verbonden aan de aandelen uit te oefenen? Vanuit zijn fiduciaire verantwoordelijkheid zal de institutionele belegger de baten van het stemmen moeten afwegen tegen de kosten. Aangezien de baten van het stemmen niet direct zichtbaar zijn, zal vooral worden gestreefd om de kosten van het stemmen te minimaliseren. Maar als de kosten van het uitbrengen van een stem worden geminimaliseerd, wordt dan wel op basis van kwalitatief goede informatie het stemrecht uitgeoefend? En is uitsluitend de uitoefening van het stemrecht door een institutionele belegger wel voldoende om de *checks and balances* binnen een beursgenoteerde vennootschap te versterken? Is in aanvulling op het stemmen ook niet een dialoog met de betreffende beursgenoteerde vennootschap noodzakelijk? Om deze vragen te beantwoorden wordt het ‘stemproces’ van de institutionele belegger in zijn gehele context beschreven en beoordeeld, dat wil zeggen vanaf de afweging om wel of niet actief van de zeggenschapsrechten gebruik te maken tot het daadwerkelijk uitoefenen van het stemrecht in de algemene vergadering van aandeelhouders.

Het eerste deel van dit preadvies bevat een beschrijving van de omgeving waarin de institutionele belegger zich bevindt. Daartoe wordt een schets gegeven van de betekenis van institutionele beleggers voor de aandelenmarkt en voor de individuele beursgenoteerde vennootschap. Vervolgens

---

<sup>6</sup> Paragraaf IV.4 van de Code Tabaksblat.

<sup>7</sup> Artikel 5:86 Wft. De wetgever heeft de institutionele beleggers enger gedefinieerd dan de Commissie Tabaksblat, namelijk alleen pensioenfondsen, levensverzekeraars en beleggingsinstellingen (artikel 1:1 Wft).



wordt de vraag gesteld of een actieve rol de institutionele belegger eigenlijk wel past. Uit deze paragraaf zal blijken dat vooral de maatschappelijke druk op de institutionele belegger om het stemrecht uit te oefenen een belangrijke rol speelt. De institutionele belegger kan heden ten dage nauwelijks nog om de uitoefening van het stemrecht heen.

In het tweede deel staat het besluitvormingsproces van de institutionele belegger ten aanzien van de vormgeving van zijn stembeleid centraal. Daarin worden vragen behandeld als: wordt in principe op alle aandelen gestemd of op slechts een selectie? Kan een institutionele belegger met een sterk gediversifieerde aandelenportefeuille wel goed geïnformeerd op alle aandelen stemmen? Wordt met het oog daarop een gemixt stembeleid gehanteerd, zoals ‘mechanisch’ stemmen op een groot aantal aandelen, terwijl op een beperkt aantal aandelen meer researchinspanningen worden gepleegd, er contacten met de vennootschap zijn en de institutionele belegger ook algemene vergaderingen van aandeelhouders bezoekt? Een andere mogelijkheid is om het beheer over de stemrechten in navolging van het beheer van het vermogen uit te besteden aan een professionele vermogensbeheerder. Wordt in dat geval gekozen voor een vermogensbeheerder die zich weinig roert op het terrein van corporate governance of juist voor vermogensbeheerders en beleggingsinstellingen wier strategie het is om extra rendementen te maken op aandelen van vennootschappen met een gebrekkige corporate governance structuur? En kan de ‘uiteindelijke’ institutionele belegger zich wel adequaat verantwoorden voor de uitoefening van het stemrecht die *hij* houdt? Aan al deze geschetste varianten zitten voor- en nadelen. Bij elk van de varianten worden voorbeelden gegeven van institutionele beleggers die een bepaalde variant toepassen en hoe zij omgaan met specifieke knelpunten. Deze voorbeelden zijn ontleend aan de openbare verklaringen van verschillende institutionele beleggers over de vormgeving en inhoud van hun stembeleid op hun website en/of in hun jaarverslagen. In de bijlage staan de institutionele beleggers genoemd wier website en jaarverslagen zijn geraadpleegd (peildatum: 15 februari 2007). In het tweede deel wordt tevens besproken of en hoe de knelpunten verder kunnen worden weggewerkt. Het preadvies sluit af met een samenvatting van bevindingen en van mogelijkheden om de in het tweede deel gesignaleerde knelpunten verder te mitigeren.

## **2. De betekenis van institutionele beleggers voor de aandelenmarkt**

Institutionele beleggers spelen een belangrijke rol op de aandelenmarkt. Nederlandse institutionele beleggers hielden in 2005 gemiddeld 43,6 procent van hun beleggingsportefeuille in aandelen aan, overeenkomend met

een totaalbedrag van 481,5 miljard euro.<sup>8</sup> Dit bedrag is bijna net zo hoog als het totale bruto binnenlandse product van Nederland (in 2005: 506,7 miljard euro). De waarde van de gemiddelde portefeuille beursgenoteerde aandelen van een Nederlandse institutionele belegger bedroeg in 2006 ongeveer 8,4 miljard euro (mediaan: 289 miljoen euro), bestaande uit gemiddeld 1162 verschillende aandelen van beursgenoteerde vennootschappen (mediaan: 276).<sup>9</sup>

Van de aandelen van de 25 grootste Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen (de zogenoemde AEX-vennootschappen) wordt ongeveer tachtig procent aangehouden door (Nederlandse en buitenlandse) institutionele beleggers.<sup>10</sup> In het buitenland is het beeld min of meer hetzelfde. In het Verenigd Koninkrijk wordt meer dan 70 procent van de aandelen van de beursgenoteerde vennootschappen gehouden door institutionele beleggers.<sup>11</sup> Amerikaanse institutionele beleggers hadden in 2005 bijna 68 procent van de aandelen van de duizend grootste Amerikaanse ondernemingen in handen (in 2000: 61 procent).<sup>12</sup> De ‘activistische’ pensioenfondsen, zoals het Californische pensioenfonds CalPERS, houden rond de tien procent van de Amerikaanse aandelen aan; in 1980 was dit nog geen drie procent. Op grond van de omvang van hun aandelenportefeuilles hebben institutionele beleggers als collectief derhalve wezenlijke invloed in de algemene vergadering van aandeelhouders. Die invloed is in Nederland verder toegenomen sinds de algemene vergadering van aandeelhouders in 2004 een aantal nieuwe rechten toegekend heeft gekregen.<sup>13</sup> Wanneer de institutionele beleggers ook

---

<sup>8</sup> Gebraad (2006). Uit dit onderzoek blijkt overigens wel dat in 2005 institutionele beleggers per saldo voor 4 miljard euro aan aandelen hebben verkocht.

<sup>9</sup> De Jong c.s. (2007).

<sup>10</sup> Abma (2006), p. 170.

<sup>11</sup> Office of National Statistics (2005).

<sup>12</sup> Conference Board (2007).

<sup>13</sup> De bevoegdheid van de algemene vergadering om belangrijke bestuursbesluiten goed te keuren (artikel 2:107a BW), het recht om het bezoldigingsbeleid van het bestuur vast te stellen (artikel 2:135 BW), en het recht om aandelen- en optieregelingen goed te keuren (artikel 2:135 BW) en het recht om de raad van commissarissen van een structuurvennootschap te ontslaan (artikel 2:161a BW). Daarnaast hebben kapitaalverschaffers die een bepaald kapitaalbelang vertegenwoordigen het recht om onderwerpen voor de algemene vergadering aan te dragen (artikel 2:114a BW). Certificaathouders hebben het recht om ‘in normale omstandigheden’ zelf te stemmen in de algemene vergadering (artikel 2:118a BW). Naast deze wettelijke bevoegdheden bepaalt de Code Tabaksblat dat het de algemene vergadering van aandeelhouders gemakkelijker moet worden gemaakt om bestuurders en commissarissen van niet-structuurvennootschappen te ontslaan en om benoemingsvoordrachten te doorbreken (best practice bepaling IV.1.1), dat de algemene vergadering van aandeelhouders het recht heeft om te discussiëren over het dividend- en reserveringsbeleid (IV.1.4) en dat de algemene vergadering separaat decharge behoort te verlenen aan het bestuur en aan de raad van commissarissen (best practice bepaling IV.1.6).

daadwerkelijk van de zeggenschapsrechten gebruik gaan maken, worden de *checks and balances* binnen beursgenoteerde vennootschappen versterkt en kan de algemene vergadering als correctiemechanisme voor falend bestuur en toezicht functioneren, zo is de gangbare opvatting.<sup>14</sup>

Deze doelstelling is in Nederland (nog) niet gerealiseerd. Dit kan worden afgemeten aan een tweetal criteria: de toepassing door institutionele beleggers van de bepalingen uit de Code Tabaksblad die op hen betrekking hebben en het aantal uitgebrachte stemmen op de algemene vergaderingen van aandeelhouders. Volgens de Monitoring Commissie Corporate Governance Code passen institutionele beleggers 'hun' codebepalingen minder goed toe dan de beursgenoteerde vennootschappen. Slechts 45 procent van de onderzochte (66) institutionele beleggers heeft algemene informatie over corporate governance op de website staan. Het stembeleid wordt door 32 procent van deze beleggers op de website gepubliceerd. De bepalingen over de jaarlijkse publicatie van de uitvoering van het stembeleid en over de rapportage over het feitelijk stemgedrag op de algemene vergaderingen worden door minder dan 30 procent van de institutionele beleggers opgevolgd.<sup>15</sup>

Ook het aantal ter algemene vergadering uitgebrachte stemmen is laag. Het 'opkomstpercentage' bij de vijftig grootste beursgenoteerde vennootschappen (de zogenoemde AEX- en AMX-vennootschappen) die hun aandelen niet hebben gecertificeerd is tussen 2004 en 2006 marginaal gestegen van 37,2% naar 37,5% in 2006.<sup>16</sup> De spreiding van de 'opkomstpercentages' is daarbij groot (bij AEX-vennootschappen in 2006 tussen 10 en 74 procent en bij de AMX-vennootschappen tussen 9 en 54 procent). Dit percentage steekt schril af tegen de 'opkomstpercentages' in de ons omringende landen (tabel 1).

---

<sup>14</sup> Zie onder meer de Commissie Tabaksblad, 'Verantwoording van het werk van de commissie', paragrafen 1 en 3, en de kabinetsreactie op de Code Tabaksblad (*Kamerstukken II* 2003/04, 29 449, nr. 1).

<sup>15</sup> Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2006a), p. 54-55. Hierbij zij opgemerkt dat vooral niet-Nederlandse institutionele beleggers laag 'scoren' (toepassingspercentages: ongeveer 15 procent).

<sup>16</sup> De Jong c.s. (2005) en Klaassen c.s. (2006).

DEEL II

*Tabel 1: Gemiddeld aantal uitgebrachte stemmen op de algemene vergadering van aandeelhouders 2006 (vennootschappen opgenomen in de belangrijkste beursindex van het betreffende land)<sup>17</sup>*

Land	Percentage
Nederland	36
Duitsland	50
Italië	52
Frankrijk	57
Australië	58
Verenigd Koninkrijk	64
Spanje	65
Verenigde Staten	85 (*)

(\*): gemiddeld opkomstpercentage in 2005.

De hierboven weergegeven cijfers doen in ieder geval de volgende vragen rijzen:

- i) zijn institutionele beleggers überhaupt in het onderwerp corporate governance en in het uitoefenen van stemrechten geïnteresseerd?
- ii) waarom worden juist op de Nederlandse algemene vergaderingen van aandeelhouders zo weinig stemmen uitgebracht? In landen waar een ongeveer vergelijkbare hoeveelheid aandelen van de beursgenoteerde vennootschappen door institutionele beleggers wordt gehouden (Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten) ligt het aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen immers significant hoger. Zijn de kosten voor institutionele beleggers om te stemmen op Nederlandse algemene vergaderingen hoger dan de verwachte baten van het stemmen? Waarom zijn in Nederland die kosten dan zo hoog en/of de baten zo laag?

Op deze vragen wordt in de volgende paragrafen dieper ingegaan.

---

<sup>17</sup> Bronnen: Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2006a), p. 47, *Global Proxy Watch*, verschillende edities, DSW, *Newsletter*, november 2006, p. 6 en *The Adviser*, 19 januari 2007.

### 3. Kosten-batenanalyse van het uitoefenen van het stemrecht door institutionele beleggers

Institutionele beleggers hebben een fiduciaire verantwoordelijkheid; zij beleggen voor rekening en risico van hun achterliggende begunstigden of beleggers. Zij dienen derhalve prudent om te gaan met de hun toevertrouwde financiële middelen en daarover verantwoording af te leggen. *Pensioenfondsen* hebben de wettelijke verplichting hun pensioenvermogen solide te beleggen om in staat te zijn de toegezegde pensioenen uit te keren. Een *vermogensbeheerder* dient als een ‘rentmeester’ het beheer over een effectenportefeuille te voeren; hij heeft een loyaliteitsverplichting jegens zijn cliënt.<sup>18</sup> Een beheerder van een *beleggingsinstelling* dient bij het beheer uitsluitend het belang van de deelnemer te dienen. *Verzekeraars* hebben deze plicht vooral in het geval van winstdelende polissen en beleggingsverzekeringen. In de woorden van de Commissie Tabaksblad dienen institutionele beleggers derhalve primair te handelen in het belang van hun achterliggende begunstigden en hebben zij een ‘verantwoordelijkheid jegens hun achterliggende begunstigden of beleggers en de vennootschappen waarin zij beleggen om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen’.<sup>19</sup>

Er rust met andere woorden op de institutionele belegger de fiduciaire plicht om een kosten-batenanalyse te maken van het wel of niet gebruik maken van de zeggenschapsrechten verbonden aan de aandelen. Hij moet als het ware beoordelen in hoeverre de uitoefening van de zeggenschapsrechten relevant is voor de bescherming van de waarde van de beleggingsportefeuille.<sup>20</sup> Daarbij zal hij onder andere de volgende overwegingen in acht nemen.

Het verrichten van corporate governance activiteiten, zoals het bestuderen van (de analyses) van de voorstellen waarover moet worden gestemd, de stemuitoefening zelf, het bezoeken van algemene vergaderingen van aandeelhouders en het spreken met het bestuur en de raad van commissarissen over corporate governance zaken, kost de institutionele belegger veel tijd en dus geld. De opbrengsten van de corporate governance activiteiten worden pas over een langere termijn of in het geheel niet zichtbaar, aangezien niet overtuigend kan worden aangetoond dat de corporate governance inspanningen door de institutionele belegger ervoor hebben gezorgd dat het rendement

---

<sup>18</sup> Verdam (2003), p. 35.

<sup>19</sup> Principe IV.4 van de Code Tabaksblad.

<sup>20</sup> Winter (2005), p. 45.

is gestegen of de risicopremie op het aandeel van de betreffende vennootschap is verminderd.<sup>21</sup> Beheerders van aandelenportefeuilles zien derhalve wel de kosten van corporate governance activiteiten op korte termijn, maar niet de baten. Aangezien portefeuillemanagers in de regel jaarlijks of op kwartaalbasis worden afgerekend op de outperformance (en dus niet de absolute performance) ten aanzien van een bepaalde aandelenindex, zullen deze managers onder dergelijke omstandigheden niet snel worden geprikkeld om corporate governance activiteiten te ondernemen of corporate governance indicatoren sterk mee te laten wegen in hun beleggingsbeslissingen.<sup>22</sup> Mede hierdoor integreert slechts een klein deel van de institutionele beleggers corporate governance expliciet in hun beleggingsproces. ‘Corporate governance is in de praktijk een taak van de juridische afdeling en wordt door portefeuillemanagers veelal opgevat als een beleggingsrestrictie’, zo wordt in de regel beluisterd.<sup>23</sup>

Daarbij komt nog het zogenoemde *free rider* probleem. Indien de institutionele belegger inspanningen (in termen van tijd en geld) pleegt om de prestaties van het bestuur en de raad van commissarissen te monitoren, komen de uiteindelijke resultaten niet alleen de betreffende institutionele belegger ten goede, maar alle beleggers. Dit leidt tot het bekende ‘gevangenendilemma’ (*Prisoners’ dilemma*) met een voor alle betrokkenen suboptimale oplossing, namelijk geen actieve – monitorende – rol door aandeelhouders.<sup>24</sup>

<sup>21</sup> Een beroemde studie die een positief verband laat zien tussen corporate governance en performance is Gompers c.s. (2003). Een onderzoek die deze studie weer ontkracht is Core c.s. (2006).

<sup>22</sup> Davis c.s. (2006), p. 72.

<sup>23</sup> Hummels en Bauer (2006), p. 95. Deze auteurs stellen verder dat slechts een ‘zeer beperkt deel van het vermogen door pensioenfondsen wordt belegd met expliciete inachtneming van extra-financiële informatie’. Hierin komt langzamerhand verandering. Op 27 april 2006 heeft een groep institutionele beleggers de ‘Principles for Responsible Investment’ van de Verenigde Naties ondertekend. De ondertekenaars verklaren daarbij dat zij niet-financiële informatie, waaronder de corporate governance structuur, zullen integreren in hun beleggingsanalyses en -beslissingen. Het aantal ondertekenaars groeit gestaag. ABN AMRO Asset Management, ABP, PGGM, Bedrijfstakpensioenfondsen voor de Metalelektro (PME), Robeco en SNS Asset Management zijn de Nederlandse ondertekenaars (zie [www.unpri.org](http://www.unpri.org)).

<sup>24</sup> Ook wel ‘rationele apathie’ genoemd (Winter (2000), p. 7). Deze rationele apathie werd op de volgende wijze treffend verwoord door de voormalige topbelegger van Citigroup, Tom Jones: ‘I want to do what I get paid for. And shareholder activism isn’t what I get paid for [...] If we spend money to do shareholder activism, Citigroup asset management shareholders bear the expense but don’t get a benefit that is distinct from other shareholders’. (Financial Times, ‘Tom Jones to Keep Citigroup Fund Unit on Song’, 16 juni 2003). In dezelfde zin Jaap Westerling, directeur van vermogensbeheerder Optimix in het artikel ‘Kleine beleggers stemmen liever niet’ in *Het Financieele Dagblad* van 27 juni 2006: ‘Actief stembeleid geeft hoge kosten. Ik zou mijn personeel in aantal moeten verdubbelen als ik het goed wil doen. Het is de vraag of de kosten daarvan voor mijn fondsklanten opwegen tegen het eventuele betere rendement dat ik dan weet te behalen’.

Deze negatieve prikkel wordt sterker naarmate het aantal aandelen van een institutionele belegger in een beursgenoteerde vennootschap geringer is. Hij moet de eventuele opbrengsten van zijn actieve betrokkenheid immers ‘delen’ met een groter aantal andere aandeelhouders. Er bestaat bij vooral institutionele beleggers met een wijdverspreid aandelenbezit dus geen natuurlijke prikkel om corporate governance activiteiten te verrichten. Bij beleggers met relatief grotere pakketten bestaat eerder een prikkel, mede gelet op het feit dat de grotere pakketten minder liquide zijn en – zeker in het geval van kleinere beursgenoteerde vennootschappen – niet eenvoudig zonder koersverlies zijn te verkopen. Het ‘stemmen met de voeten’ is hierdoor minder goed mogelijk; wat resteert is de bescherming van de waarde van het aandelenpakket door onder andere het uitoefenen van zeggenschapsrechten.<sup>25</sup>

Er zijn echter meerdere ‘positieve prikkels’ voor een institutionele belegger om zich wel actief te bemoeien met het bestuur en het beleid van de vennootschap. De *mindset* om actiever te worden is bij veel institutionele beleggers na de boekhoudschandalen duidelijk versterkt. Bij hen leeft sindsdien sterker het gevoel dat het uitoefenen van de zeggenschapsrechten verbonden aan de aandelen een niet te veronachtzamen bijdrage levert aan de borging van de waarde van de beleggingsportefeuille.<sup>26</sup>

---

<sup>25</sup> Daarnaast wordt wel gesteld dat in het geval van beleggingen in indexfondsen een institutionele belegger niet de mogelijkheid heeft om de ‘onderliggende’ aandelen van de vennootschappen te verkopen. Dit zou de prikkel vergroten om ‘corporate governance activiteiten’ te ondernemen om op die manier de rendementen te vergroten. Echter, juist in het geval van indexfondsen speelt de negatieve prikkel van de *free rider* problematiek, vanwege de geringe omvang van het aandelenpakket van de vennootschap in de betreffende aandelenindex.

<sup>26</sup> Zo stelt PGGM in haar Code Corporate Governance: ‘Volgens PGGM levert actief gebruik van aandeelhoudersrechten door beleggers hogere beleggingsresultaten op. Ondernemingen die weten dat zij door beleggers aandachtig worden gevolgd, zullen zich namelijk meer inspannen om goed te presteren dan ondernemingen waar dit minder het geval is’. ABP heeft als visie dat goede corporate governance bijdraagt aan de duurzame winstgevendheid van een onderneming. ‘Een goede corporate governance draagt tevens bij aan het verminderen danwel transparant maken van de risico’s van de onderneming’, aldus ABP in haar Code Corporate Governance. Unilever Pensioenfonds Progress is ook van mening dat corporate governance een positieve invloed kan hebben op de aandelenkoersen ‘en daarmee op beleggingsrendementen van beleggers’. Pensioenfonds Metaal en Techniek (PMT) is van mening dat er een positieve relatie bestaat tussen goed ondernemingsbestuur en de waarde van het aandeel van een onderneming. Pensioenfonds Horeca & Catering stelt dat corporate governance een ‘mogelijk positieve uitwerking op de performance heeft’. Volgens ABN AMRO Asset Management is één van de belangrijkste redenen dat aandeelhouders, en met name institutionele beleggers, steeds actiever optreden, ‘een reeks bedrijfsschandalen die hebben geleid tot verlies van aandeelhouderswaarde en vertrouwen’. In dezelfde zin Fortis OBAM

Voorts speelt mee dat bij het groter wordende belang van institutionele beleggers op de aandelenmarkt, de ‘maatschappelijke’ rol van institutionele beleggers ook steeds zwaarder gaat wegen en de vraag om verantwoording vanuit de maatschappij ook toeneemt. Zeker toen het brede publiek zich in Nederland begon te interesseren in corporate governance (met name vanaf de boekhoudaffaire bij Ahold en de publicatie van de (concept) Code Tabaksblat in 2003) voelden institutionele beleggers meer verantwoordelijkheid om op dit terrein actiever te worden. ‘Publieke’ pensioenfondsen, die besturen kennen waarin het ‘maatschappelijke middenveld’ is vertegenwoordigd, voelden van oudsher al de neiging om te investeren in corporate governance activiteiten.<sup>27</sup> Vanaf het tijdperk van de boekhoudschandalen werd het onderwerp corporate governance ook belangrijker voor vermogensbeheerders en beleggingsinstellingen. Deze groep institutionele beleggers dient om commerciële redenen in te spelen op veranderende sentimenten bij belangrijke actoren in de maatschappij (professionele én particuliere beleggers).<sup>28</sup> De maatschappelijke (perceptie van) reputatie doet zich direct voelen in de mate van winstgevendheid. Het onderwerp corporate governance, daarbij stemrechtuitoefening inbegrepen, is op die manier een *marketing tool* geworden.

---

en Stichting Pensioenfonds AKZO Nobel. Aegon is wat terughoudender: ‘In het algemeen gebruikt AEGON haar stemrecht om de langetermijnbelangen van de achterliggende begunstigen en aandeelhouders te bevorderen. Daarnaast zal AEGON haar stemrecht gebruiken wanneer dit gunstig is voor het risico- en rendementsprofiel van de beleggingsportefeuille’. Zie ook De Jong c.s. (2007).

<sup>27</sup> PMT stelt bijvoorbeeld dat ze bewust is van ‘haar verantwoordelijkheid als aandeelhouder en de invloed die zij kan uitoefenen op ondernemingen waarin zij belegt. De huidige omgeving vraagt immers om een betrokken aandeelhouder’. De Stichting Bedrijfstakpensioenfonds Zorgverzekeraars stelt in haar stembeleid dat zij in 2004 een nieuw beleid heeft geformuleerd, waardoor zij gehoor geeft aan ‘de maatschappelijke en politieke oproep om actiever om te gaan met de uitoefening van de aandeelhoudersrechten’. PGGM verklaart dat ‘naast financiële verantwoordelijkheid is PGGM zich terdege bewust van zijn maatschappelijke verantwoordelijkheid als institutionele belegger’. In dezelfde zin het Spoorwegpensioenfonds en de Stichting Pensioenfonds Openbaar Vervoer.

<sup>28</sup> In ISS (2006), p. 57, geven bijvoorbeeld 38 procent van de vermogensbeheerders en 39 procent van de beleggingstellingen aan dat ‘Client Demands’ een motief is om in de periode 2006-2009 aandacht te schenken aan corporate governance. Voor beleggingsinstellingen is dit de belangrijkste reden en voor vermogensbeheerders de op één na belangrijkste reden (na ‘Focus on Compliance’). Illustratief is de passage van Robeco in de rubriek ‘Actief stemmen’ op zijn website: ‘Particuliere beleggers geven in onderzoeken aan dat ze de drempel hoog vinden om zelf aandeelhoudersvergaderingen bij te wonen en daar te stemmen. Het onderzoek wees ook uit dat een actieve opstelling van de fondsmanager over Corporate Governance onderwerpen gewaardeerd wordt door onze klanten. Beleggers in Robeco fondsen profiteren dan ook van Robeco’s expertise op corporate governance gebied en door de bundeling van stemkracht’.



In het verlengde hiervan verwacht de maatschappij dat institutionele beleggers zich verantwoorden over het beleid ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht in die vennootschappen waarin zij beleggen. Dit is bijvoorbeeld tot uiting gekomen in een specifieke paragraaf in de Code Tabaksblad over institutionele beleggers en de wettelijke verankering van de ‘pas toe of leg uit’-regel ten aanzien van de betreffende codebepalingen voor institutionele beleggers in de Wft.<sup>29</sup> Deze verantwoordingsplicht kan worden opgevat als een drukmiddel richting institutionele beleggers om actief van de zeggenschapsrechten verbonden aan de aandelen gebruik te maken en controleerbaar te maken of en hoe dat is gebeurd.<sup>30</sup> Het is voorts niet ondenkbaar dat, in navolging van de praktijk in de Verenigde Staten, deelnemers van pensioenfondsen en maatschappelijke organisaties kritischer zullen beoordelen of en op welke wijze een institutionele belegger van zijn stemrecht gebruik heeft gemaakt. Zo publiceert de Amerikaanse vakbeweging AFL-CIO bijvoorbeeld een overzicht – de AFL-CIO Key Votes Survey – op welke wijze vermogensbeheerders en beleggingsinstellingen hebben gestemd op onderwerpen die van belang zijn voor de werknemers. ‘This worker-owner view emphasizes management accountability and good corporate governance’, aldus AFL-CIO op haar website.<sup>31</sup> In Canada worden soortgelijke initiatieven ontplooid.<sup>32</sup> De voorzitter van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Jean Frijns, ziet ook in Nederland een dergelijke ontwikkeling ontstaan: ‘Verplichte transparantie dwingt beleggers om actiever met de door hen beheerde aandelen om te gaan. Als blijkt dat ze niet veel met de stemrechten doen, zullen pensioendeelnemers boze brieven schrijven. Beleggende klanten bij banken en verzekeraars kunnen bij onvrede of het beheer gemotiveerd uitkijken naar de concurrentie’.<sup>33</sup> Ook uit de rechtspraak kan worden gedestilleerd dat met name een aantal toonaangevende grote institutionele beleggers een bepaalde verantwoordelijkheid tegenover de beursgenoteerde vennootschap en de medeaandeelhouders hebben, die soms groter is dan – en niet in verhouding staat tot – het aandelenbelang dat zij op

<sup>29</sup> Artikel 5:86 Wft. Zie al eerder de speech van de Minister van Financiën tijdens een congres van de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen op 9 januari 2002: ‘Van institutionele beleggers mag worden verwacht dat zij hun rechten daadwerkelijk zullen gaan benutten om de corporate governance in Nederland te verbeteren’.

<sup>30</sup> Pitlo/Raaijmakers (2006), p. 326.

<sup>31</sup> Zie [www.aflcio.org](http://www.aflcio.org).

<sup>32</sup> Zie bijvoorbeeld [www.fundsvoting.com](http://www.fundsvoting.com) van de Groupe Investissement Responsable. Zie hierover ook Global Proxy Watch van 23 februari 2007 (volume XI, nr. 8).

<sup>33</sup> *Het Financieele Dagblad*, ‘Zalm eist inzicht stemgedrag; Beleggers worden verplicht tot formuleren standpunt’, 27 juni 2006.

een algemene vergadering van aandeelhouders representeren.<sup>34</sup> De invloed van sommige, gerenommeerde, institutionele beleggers is derhalve groter dan de mate van zeggenschap gebaseerd op het aandelenbezit.<sup>35</sup>

Institutionele beleggers kunnen door met name deze maatschappelijke factoren moeilijk meer om het onderwerp corporate governance heen. Zij voelen steeds meer de druk om gebruik te maken van de zeggenschapsrechten verbonden aan de aandelen en om een stembeleid te ontwerpen. In de volgende paragraaf komen de factoren die van invloed zijn op de vormgeving van een stembeleid aan bod.

#### 4. Factoren ‘achter’ het stembeleid

Bij de vormgeving van het stembeleid spelen in de praktijk een aantal factoren een rol, die ruwweg kunnen worden onderscheiden in i) de grootte en de aard van de institutionele belegger; ii) de gemiddelde omvang van het aandelenpakket, iii) de ‘thuismarkt’, iv) de uitbesteding van het vermogensbeheer aan externe managers; v) ‘interne obstakels’, zoals het optreden van tegenstrijdige belangen en het uitlenen van aandelen en vi) ‘externe obstakels’, zoals wet- en regelgeving. Hieronder worden de factoren kort uitgelegd, waarna zij in de daaropvolgende paragrafen verder worden uitgewerkt.

##### 4.1. De grootte en aard van een institutionele belegger

Een grote institutionele belegger (in termen van beheerd vermogen) zal, vanwege de schaalgrootte, eerder de relevante expertise en capaciteit over corporate governance bezitten dan een kleine institutionele belegger.<sup>36</sup> Bovendien voelt een grotere institutionele belegger een grotere druk vanuit de maatschappij om actief te zijn op corporate governance terrein dan een kleinere partij. Het ligt daarom in de rede dat er een positieve correlatie

---

<sup>34</sup> Zie de passage in de ‘Stork-uitspraak’ van de Ondernemingskamer van 17 januari 2007 (LJN: AZ6440): ‘Stork heeft er voorts – onweersproken – op gewezen dat andere houders van aandelen in haar kapitaal dan Centaurus c.s., zoals *gerespecteerde institutionele beleggers* als DeltaLloyd, Robeco en Arlington Investors, het beleid van het bestuur van Stork breed dragen’ (cursivering toegevoegd). Uit het meldingsregister van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) inzake substantiële deelnemingen blijkt dat geen van deze institutionele beleggers meer dan 5 procent in Stork heeft. Zie ook de opmerkingen van ABP over de situatie bij Stork in het artikel ‘Robeco en ABP kiezen kant van bestuur Stork’ in *Het Financieele Dagblad* van 17 januari 2007, terwijl dit pensioenfonds geen aandelen Stork bezat.

<sup>35</sup> Verdam (2003), p. 21-22.

<sup>36</sup> De Jong c.s. (2007).

bestaat tussen de ‘grootte’ van de institutionele belegger en de uitgebreidheid van het corporate governance beleid (in termen van de hoeveelheid aandelen waarop een stem wordt uitgebracht en aanvullende activiteiten worden verricht, zoals het in gesprek gaan met vennootschappen waarin wordt belegd en met medeaandeelhouders en het bezoeken van algemene vergaderingen van aandeelhouders). Voorts is de samenstelling van de cliëntèle van de institutionele belegger van belang voor de mate van activiteiten. Een institutionele belegger met vooral cliënten met een ‘sociale’ achtergrond, zal eerder de behoefte voelen om op corporate governance terrein actief te worden dan een institutionele belegger die zijn cliëntèle vooral in andere sectoren heeft.

#### 4.2. *De omvang van de aandelenbelangen*

Hoe omvangrijker de aandelenpakketten van vennootschappen, hoe ‘lonender’ het is om aan actieve monitoring te doen (zie ook paragraaf 3). Van een institutionele belegger die met name belangen van vijf procent of meer in beursgenoteerde vennootschappen opbouwt, mag worden verwacht dat deze op die aandelen stemt, veelal aangevuld met aanvullende activiteiten bij dergelijke vennootschappen. Een institutionele belegger die een zeer gediversifieerde portefeuille heeft, waardoor hij slechts minieme belangen houdt in individuele beursgenoteerde vennootschappen, zal minder geprikkeld zijn om corporate governance activiteiten te ondernemen.

#### 4.3. *De ‘thuismarkt’*

Een institutionele belegger zal vooral maatschappelijke druk voelen om in de ‘eigen’ markt actief te zijn. Daar woont in de regel het grootste deel van zijn ‘achterban’. Institutionele beleggers bezitten ‘van nature’ ook meer kennis van de vennootschappen in de ‘thuismarkt’ dan die in het buitenland. Bovendien zitten zij fysiek ook dicht bij de vennootschappen om eventueel een dialoog mee aan te gaan. De verwachting is derhalve gerechtvaardigd dat een institutionele belegger in de eerste plaats een verantwoordelijkheid voelt om corporate governance activiteiten te verrichten in de ‘thuismarkt’, ook al heeft hij het grootste deel van zijn vermogen in het buitenland belegd.

#### 4.4. *Uitbesteding van vermogensbeheer*

Een institutionele belegger, zoals een pensioenfonds, die, vanwege het ontbreken van voldoende capaciteit en expertise in eigen huis, het beheer over zijn vermogen heeft uitbesteed aan een professionele vermogensbeheerder, zal dit naar verwachting ook doen met het ‘beheer’ over de zeggenschapsrechten verbonden aan de aandelen. Dit kan zowel positieve als negatieve

effecten hebben op het aantal stemmen dat op een algemene vergadering wordt uitgebracht. Positief kan werken dat door de omvang van het beheerde vermogen de potentiële invloed van de betreffende vermogensbeheerder toeneemt. Negatief kan werken dat de vermogensbeheerder de aanwijzingen van zijn cliënten zal moeten opvolgen, waardoor hij in theorie ‘gesplitst’ zal moeten stemmen op een algemene vergadering, hetgeen zijn invloed aantast. Ook kan het zijn dat een cliënt het niet wenselijk vindt dat op zijn aandelen wordt gestemd.

#### 4.5. *Interne obstakels*

Obstakels binnen een institutionele belegger zullen een rem zetten op de mate van activiteiten met de beursgenoteerde vennootschappen waarin wordt belegd en mogelijk ook op de ‘omvang’ van het stembeleid. Voorbeelden van interne obstakels zijn potentiële tegenstrijdige belangen, bijvoorbeeld commerciële relaties tussen de institutionele belegger en de beursgenoteerde vennootschap en (persoonlijke) relaties tussen de ondernemingspensioenfondsen en de ‘sponsors’. Ook de inkomsten die kunnen worden behaald met het uitlenen van aandelen kunnen een negatieve prikkel hebben op het aantal stemmen die kunnen worden uitgebracht in een algemene vergadering.

#### 4.6. *Externe obstakels*

Tot slot kunnen externe obstakels, zoals bepaalde wetten en regels en onduidelijkheden daarover (of praktijken van beursgenoteerde vennootschappen), een rem zetten op de corporate governance activiteiten van een institutionele belegger. Indien de wetgeving het bijvoorbeeld toestaat dat vennootschappen de eis kunnen stellen dat de aandelen voor een bepaalde periode moeten worden geblokkeerd voordat op de algemene vergadering kan worden gestemd, zal dit negatief uitwerken voor het aantal stemmen dat wordt uitgebracht. Ook onduidelijkheden in de keten tussen vennootschap en uiteindelijk stemgerechtigde kunnen een drukkend effect hebben op het aantal stemmen dat ter vergadering wordt uitgebracht.

De hierboven aangegeven indeling is een hele ruwe. De factoren lopen vaak in elkaar over en veel varianten zijn mogelijk. Zo kan het zijn dat een grote institutionele belegger die als principe huldigt om op alle aandelen een stem uit te brengen op een deel van zijn portefeuille de stemuitvoering uitbesteedt of slechts marginaal toetst hoe de stemadviezen van een stemadviesbureau luiden, omdat hij niet de kennis en expertise zal hebben om gefundeerd het stemgedrag te bepalen op *alle* aandelen in portefeuille. Hij kan juist op de ‘thuismarkt’ met een aantal vennootschappen een dialoog starten, ook met het oog op de zichtbaarheid richting de achterban. In de volgende paragra-

fen wordt dieper op de verschillende mogelijkheden ingegaan. Daarbij dient onderscheid te worden gemaakt tussen ‘stembeleid’ en ‘corporate governance beleid’. Corporate governance beleid is meeromvattend dan stembeleid (in enge zin). Onder corporate governance beleid wordt hier ook verstaan het bezoeken van algemene vergaderingen van aandeelhouders en het aangaan van de dialoog met beursgenoteerde vennootschappen over de strategie, het beleid en andere zaken buiten de algemene vergadering om (hierna ook *engagement* genoemd). Onder stembeleid wordt verstaan het beleid van de institutionele belegger om al dan niet ‘op afstand’ de stem uit te brengen op (een aantal) aandelen.

## 5. Vormgeving stembeleid van institutionele beleggers

### 5.1 *Institutionele beleggers die in principe op alle aandelen (willen) stemmen*

Zoals hierboven aangegeven zullen met name de grote institutionele beleggers de prikkel voelen om zoveel mogelijk van hun stemrecht gebruik te maken. Zij staan maatschappelijk gezien het meest in de schijnwerpers en hebben ook de *standing* om zich actief met het corporate governance debat te bemoeien. In de praktijk zien we dan ook dat grote institutionele beleggers als ABP, AKZO Nobel Pensioenfond, Fortis Investments, PGGM, PME, PMT, Robeco, de Stichting Pensioenfond Openbaar Vervoer en het Spoorwegpensioenfond als uitgangspunt hebben om op alle aandelen te stemmen.<sup>37</sup>

De vraag is op welke wijze de institutionele belegger goed geïnformeerd zijn stemgedrag op de aandelen kan bepalen. Het ‘probleem’ hierbij is dat grote institutionele beleggers een zeer gediversifieerde en gespreide aandelenportefeuille kennen. Nederlandse institutionele beleggers beleggen in gemiddeld 1162 beursgenoteerde vennootschappen (mediaan: 276), waarvan gemiddeld 20 (mediaan: 15) de statutaire zetel in Nederland hebben en de

---

<sup>37</sup> ABP stelt daarbij dat zij het haar verantwoordelijkheid vindt om bij te dragen aan een hoge opkomst op de algemene vergaderingen van aandeelhouders. Voorts stelt dit pensioenfond: ‘Een hoge opkomst komt ten goede aan de stabiliteit van de besluitvorming in de avo en biedt (goede) bestuurders daarmee de mogelijkheid om de legitimiteit en draagvlak van hun handelen te vergroten’. Het Spoorwegpensioenfond en de Stichting Pensioenfond Openbaar Vervoer stellen verder dat ‘moet worden aangenomen dat elke uitgebrachte stem – los van het aantal – bijdraagt aan een sterkere focus op de belangen van aandeelhouders door het management’. Institutionele beleggers maken vaak nog wel het voorbehoud dat niet op aandelen wordt gestemd wanneer de aandelen moeten worden geblokkeerd om te stemmen op de algemene vergadering, wanneer de kosten van het stemmen exorbitant hoog zijn en aandelen zijn uitgeleend (zie hierover nader paragrafen 6 en 7).

rest dus in het buitenland.<sup>38</sup> Door het grote aantal vennootschappen in de aandelenportefeuille, heeft een ‘grote’ institutionele belegger slechts een relatief klein belang in een individuele beursgenoteerde vennootschap. Een institutionele belegger die als stembeleid heeft om in principe op alle aandelen in zijn portefeuille te stemmen, heeft in de praktijk vaak niet de capaciteit (mankracht, kennis en tijd) om alle agendapunten van de algemene vergaderingen van deze vennootschappen tot in detail te bestuderen, laat staan om de algemene vergaderingen fysiek te bezoeken.<sup>39</sup> Om toch aan zijn stembeleid te voldoen te voldoen en aan de (maatschappelijke) druk om gebruik te maken van de zeggenschapsrechten verbonden aan de aandelen, zoeken deze institutionele beleggers naar mogelijkheden om geïnformeerd ‘op afstand’ te kunnen stemmen. Ten eerste kan gebruik worden gemaakt van gespecialiseerde bureaus die stemadviezen geven en ook de stemuitoefening kunnen verzorgen. Ten tweede kan aan professionele vermogensbeheerders aan wie (een deel van) het vermogensbeheer is uitbesteed ook de uitvoering van het stembeleid worden opgedragen. Ten derde kan worden gedacht aan de volmachtverlening aan medeaandeelhouders. Deze drie vormen van *outsourcing* van het stemmen komen hieronder aan bod. Daarbij worden ook de voor- en nadelen van deze drie mogelijkheden behandeld.

#### 5.1.1. HET GEBRUIK MAKEN VAN STEMADVIESBUREAUS

Institutionele beleggers maken bij de uitoefening van hun stemrechten meer en meer gebruik van stemadviezen die worden voorbereid door – veelal internationaal opererende – gespecialiseerde stemadviesbureaus (*proxy advisors*). Inmiddels neemt ongeveer de helft van de Nederlandse institutionele beleggers diensten af van één of meerdere stemadviesbureaus.<sup>40</sup> *Proxy advisors* analyseren de agendaonderwerpen van een algemene vergadering van aandeelhouders en verschaffen institutionele beleggers – in de regel – ook stemadviezen over deze agendaonderwerpen, die vergezeld gaan met een – veelal korte – motivering.<sup>41</sup>

<sup>38</sup> De Jong c.s. (2007). ABP stelt aandelen van meer dan 5000 beursgenoteerde vennootschappen in portefeuille te hebben. PMT stelt dat zij ongeveer 1800 vennootschappen in ‘portefeuille’ heeft, Pensioenfonds AKZO Nobel ‘meer dan 1000 verschillende ondernemingen’ en Stichting Pensioenfonds IBM Nederland heeft in 2006 op ruim 1400 algemene vergaderingen van aandeelhouders gestemd.

<sup>39</sup> Daarbij komt dat in de overgrote meerderheid van de algemene vergaderingen er geen controversiële voorstellen op de agenda staan en de vergaderingen in een geconcentreerde periode plaatsvinden.

<sup>40</sup> De Jong c.s. (2007).

<sup>41</sup> Uitzondering is Shareholder Support die analyses verricht van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen, maar geen stemadviezen geeft. Shareholder Support verleent deze diensten o.a. aan ABP, PGGM en Eumedion (zie [www.shareholdersupport.nl](http://www.shareholdersupport.nl)).

De grootste en meest invloedrijke stemadviseur is het Amerikaanse bureau Institutional Shareholder Services (ISS).<sup>42</sup> Het in 1985 opgerichte ISS heeft meer dan 1700 cliënten over de hele wereld. ISS analyseert ongeveer 35.000 beursgenoteerde vennootschappen in 115 landen. In 2006 heeft ISS bijna 8 miljoen steminstructies verwerkt die tezamen 1,1 biljoen aandelen vertegenwoordigen met een waarde van meer dan 20 biljoen euro.<sup>43</sup> Deze *proxy advisor* is de laatste jaren sterk gegroeid door overnames van andere stemadviesbureaus. Achtereenvolgens werden in 2001 de Canadese Fairvest Corporation en de destijds belangrijkste Amerikaanse concurrent van ISS, Proxy Monitor, aan de bedrijfsvoering toegevoegd. In 2005 volgden nog het Amerikaanse bureau Investor Responsibility Research Centre (IRRC), het pan-Europese adviesbureau Deminor Rating en de Australische proxy advisor Proxy Australia. Veel kleiner is zijn belangrijkste concurrent: het Amerikaanse Glass, Lewis & Co (Glass Lewis).<sup>44</sup> Glass Lewis is in 2003 opgericht, heeft inmiddels ‘enkele honderden’ institutionele beleggers als cliënt die in totaal 13 biljoen dollar belegd vermogen representeren en analyseert meer dan 13.000 beursgenoteerde vennootschappen in 65 landen.<sup>45</sup>

De institutionele belegger die gebruik maakt van de diensten van een *proxy advisor* hoeft zelf geen uitgebreide analyse van de agendapunten meer te maken. De analyses, voorzien van een stemadvies, worden ingekocht. De institutionele belegger hoeft de adviezen alleen nog te ‘monitoren’, bijvoorbeeld om te beoordelen of ze passen binnen de eigen stemrichtlijnen. Daarna kunnen de stemmen worden uitgebracht. Een verdergaande *outsourcing* van het stemproces is echter ook mogelijk. De stemadviesbureaus ISS en Glass Lewis bieden hun cliënten de mogelijkheid om het proces van achtereenvolgens de ontvangst van de oproeping van de algemene vergaderingen en van de stemformulieren, het bepalen van het aantal stemmen dat kan worden uitgebracht, het uitbrengen van de stemmen zelf en het bijhouden van hoe is gestemd over te dragen aan de *proxy advisor*. ISS en Glass Lewis stemmen dan overeenkomstig hun stemgedragrichtlijnen dan wel aan de hand van de

---

<sup>42</sup> Ook veel Nederlandse institutionele beleggers zijn cliënt van ISS zoals Fortis Investments, ING Investment Management, Robeco, ABN AMRO Asset Management, AEGON, Pensioenfondsen AKZO Nobel, Stichting Pensioenfondsen IBM Nederland, Fortis OBAM, Mn Services, Stichting Bedrijfstakpensioenfondsen Zorgverzekeraars, Spoorwegpensioenfondsen, Stichting Pensioenfondsen Openbaar Vervoer en PMT.

<sup>43</sup> Zie [www.issproxy.com](http://www.issproxy.com).

<sup>44</sup> Hoewel de laatste tijd wel een aantal belangrijke institutionele beleggers van ISS naar Glass Lewis zijn overgestapt, zoals het grootste Amerikaanse pensioenfonds CalPERS en Bank of America (Global Proxy Watch, Volume XI No.2, 12 januari 2007). In Nederland heeft ABP deze overstap gemaakt.

<sup>45</sup> Zie [www.glasslewis.com](http://www.glasslewis.com).

specifieke instructies of van het specifieke stembeleid van de cliënt<sup>46</sup>, *implied consent* genoemd. Voor naar schatting 15 tot 20 procent van de cliënten van ISS geldt dit ‘volg, tenzij-principe’, zodat de stemuitoefening automatisch – dus zonder dat van de kant van een institutionele belegger actie nodig is – conform de ISS-stemadviezen plaatsvindt.<sup>47</sup> Een variant hierop is *implied consent* met een *alertservice*: alleen voor een door de institutionele belegger geselecteerd aantal aandelen wordt de institutionele belegger alert gemaakt op de omstandigheid dat specifieke aandacht voor de agenda van de algemene vergadering van aandeelhouders nodig is: meestal zijn dit de aandelen van de vennootschappen in het land waar de institutionele belegger ook gevestigd is of van vennootschappen waar controversiële zaken spelen.

Door de inschakeling van een *proxy advisor* wordt het stembeleid van een institutionele belegger op een zeer kostenefficiënte wijze uitgevoerd. Tegenover relatief geringe kosten wordt toch bewerkstelligd dat institutionele beleggers hun monitorende rol vervullen.<sup>48</sup> Daarnaast wordt bewerkstelligd dat de stemadvisering en -uitoefening worden overgedragen aan ‘vanwege hun deskundigheid bekend staande derden’.<sup>49</sup> Deze handelswijze kan voorts een bijdrage leveren aan de oplossing van mogelijke belangenconflicten bij de institutionele belegger bij het uitoefenen van zijn stemrecht (zie paragraaf 6.1). Aan deze praktijk zitten echter ook belangrijke nadelen.

---

<sup>46</sup> Volgens Verdam neemt ongeveer 2/3 van de cliënten van ISS de stemgedragrichtlijnen van ISS over; 1/3 van de cliënten hanteert een ‘customized policy (Verdam (2006), p. 12). Naar verluidt heeft ongeveer 25 tot 30 procent van de Glass Lewis-clieñten een ‘customized policy’; de rest volgt de stemgedragrichtlijnen van Glass Lewis. Pensioenfonds AKZO Nobel verklaart in haar stembeleid bijvoorbeeld: ‘In eerste instantie zal op basis van de standaard richtlijnen van ISS worden gestemd op de aandeelhoudersvergaderingen. ISS heeft heldere richtlijnen geformuleerd ten aanzien van de onderwerpen die ter sprake (kunnen) komen tijdens deze vergaderingen [...] Stichting Pensioenfonds AKZO Nobel zal uiteraard zelf toezicht blijven houden op de belangenbehartiging door ISS aan de hand van de verstrekte rapportages en indien Pensioenfonds AKZO Nobel dit noodzakelijk acht, zelf gebruik maken van haar stemrecht’. Ook Stichting Pensioenfonds IBM Nederland ‘controleert nauwgezet de werkzaamheden van ISS’. De Stichting Bedrijfstakpensioenfonds Zorgverzekeraars stelt daarentegen dat zij heeft ‘besloten zich aan dit advies [van ISS] te conformeren’. ABN AMRO Asset Management en Fortis Investments zijn voorbeelden van institutionele beleggers die het eigen beleid hebben ‘meegegeven’ aan ISS.

<sup>47</sup> Verdam, (2006), p. 4.

<sup>48</sup> Zo stelt ABP: ‘[H]et routinematig stemmen [geniet] de voorkeur boven niet stemmen, alleen al omdat het de druk op bestuurders verhoogt om hun voorstellen goed uit te leggen’.

<sup>49</sup> Aldus karakteriseerde de Ondernemingskamer de stemadviesbureaus ISS en Glass Lewis in zijn uitspraak van 17 januari 2007 inzake Stork NV (r.o. 3.16).



De stemadviesbureaus worden namelijk erg invloedrijk op het terrein van corporate governance, zonder dat men de verantwoordelijkheid draagt voor de uitgebrachte stemmen. Ook al maakt de institutionele belegger alleen gebruik van het stemadvies van een *proxy advisor*, hij zal in de praktijk waarschijnlijk niet snel afwijken van dit advies. De institutionele belegger vraagt immers niet voor niets advies: hij bezit zelf niet de middelen om een grondige beoordeling van de agendapunten te maken. Bovendien zal de institutionele belegger tegenover zijn begunstigen moeten verklaren waarom hij is afgeweken van een stemadvies van een door hem ingeschakelde expert. Het ligt in de rede dat hij zich deze rompslomp wil besparen. Uit onderzoek blijkt dat 40 procent van de door institutionele beleggers op aandelen in Amerikaanse beursgenoteerde vennootschappen uitgebrachte stemmen het stemadvies van ISS volgt; bij sommige vennootschappen loopt dat percentage op tot rond de 50.<sup>50</sup> Gelet op de concentratie van aandelenbezit bij (buitenlandse) institutionele beleggers drukken de adviezen van de *proxy advisors* ook bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen een stempel op de besluitvorming in de algemene vergaderingen van aandeelhouders. Zowel vennootschappen als (rebellende) aandeelhouders gebruiken de stemadviezen dan ook vaker in hun publiciteitscampagnes voor het doorvoeren of tegenhouden van een voorstel.<sup>51</sup>

Critici wijzen er voorts op dat de *proxy advisors* hun stemadviezen baseren op algemeen geformuleerde stemgedragrichtlijnen, die vervolgens als standaarden gelden voor de beoordeling van de voorstellen van individuele beursgenoteerde vennootschappen. Deze praktijk bergt het ‘gevaar’ in zich dat bij de analyse van de agendapunten niet (voldoende) wordt gekeken naar de individuele situatie van een beursgenoteerde vennootschap.<sup>52</sup> De door de Commissie Tabaksblad verworpen ‘afvinkmentaliteit’ in de beoordeling van de corporate governance structuur van de vennootschap wordt op deze manier via een omweg toch bewaarheid.

---

<sup>50</sup> Verdam (2006), p. 5.

<sup>51</sup> Zie bijvoorbeeld het persbericht van ASM International van 13 november 2006 ‘Glass Lewis, proxy voting advisory firm, supports ASM International N.V. current corporate structure’ en dat van ASMI-aandeelhouder Mellon van 9 november 2006 ‘ISS recommends that ASM International shareholders vote to break up the company and amend its articles of association’ in de aanloop naar de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders van 27 november 2006 betreffende het voorstel om de vennootschap op te splitsen. Vergelijk ook het persbericht van Euronext van 6 december 2006 ‘ISS recommends shareholders to vote in favour of NYSE Euronext Merger Proposal and all other proposals at Euronext’s Extraordinary General Meeting on December 19, 2006’ en de passage in de pleitnota d.d. 12 januari 2007 van mr. R.M. Hermans inzake het enquêteverzoek tegen Stork, waarin hij in punt 13 stelt dat ‘ook gerenommeerde Angelsaksische proxy adviesbureaus als ISS en Glass Lewis’ niet overtuigd zijn van de strategie die de Stork-grootaandeelhouders Centaurus en Paulson voorstaan (zie [www.stork.nl](http://www.stork.nl)).

<sup>52</sup> Verdam (2006), p. 7.

Een hieraan gerelateerd zorgpunt is dat de hiervoor genoemde Amerikaanse stemadviesbureaus de voorstellen die op de algemene vergadering worden behandeld mogelijk vanuit een Amerikaans normenkader beoordelen. Dit laat zich met name voelen in de stemadviezen over de Nederlandse praktijk van de mogelijkheid voor het bestuur van een vennootschap om ten tijde van een vijandige overname beschermingspreferente aandelen bij een bevriende stichting te kunnen plaatsen. Deze praktijk wordt door de stemadviesbureaus afgewezen of niet goed begrepen.<sup>53</sup> Aan de andere kant worden voorstellen voor een bezoldigingsbeleid in de regel van een positief stemadvies voorzien, ook al kunnen naar Nederlandse maatstaven vraagtekens worden geplaatst bij de structuur en omvang van het bezoldigingspakket.<sup>54</sup>

Andere kritiekpunten op in ieder geval de werkzaamheden van ISS zijn de zware focus in zijn analyses op corporate governance zaken en veel minder op economische factoren. Daarnaast bestaat bij de *proxy advisors* het potentiële risico van belangenconflicten die niet volledig openbaar worden gemaakt voor het belegend publiek. Deze belangenconflicten zouden kunnen ontstaan door in de eerste plaats de aandeelhoudersstructuur van *proxy advisors*. Tot eind 2006 waren bijvoorbeeld de *private equity* partijen Warburg Pincus Private Equity en Hermes USA Investors Venture de belangrijkste aandeelhouders van ISS.<sup>55</sup> Het risico bestaat dat in de standpuntbepaling van ISS ten aanzien van met name overnames waarbij de genoemde grootaandeelhouders een belang hebben of zijn betrokken, kan zijn beïnvloed door commerciële belangen van de grootaandeelhouders.<sup>56</sup> In de tweede plaats kunnen zich belangenconflicten voordoen door de aard van de werkzaamheden van een *proxy advisor*. ISS behaalt bijvoorbeeld een groot deel van zijn opbrengsten uit de verkoop van stemadviezen en de stemuitoe-

---

<sup>53</sup> Tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders van KPN op 11 april 2006 werd een dergelijk voorstel met 46 procent voor en 54 procent tegen verworpen. Zie hierover Bartjens, 'Call KPN', *Het Financieele Dagblad*, 13 april 2006. Zie voorts Abma (2006), p. 172 die signaleert dat ook bij Stork en OPG de algemene vergadering in 2006 het bestuur weigerde te machtigen om beschermingspreferente aandelen te kunnen uitgeven.

<sup>54</sup> De invloed van de lokale maatstaven zal naar verwachting wel in belang toenemen door de overnames van lokale vestigingen (ISS) of door de opening van lokale kantoren (Glass Lewis). Ook kritiek van cliënten kan ertoe leiden dat de wereldwijd opererende proxy advisors meer rekening moeten houden met de lokale omstandigheden. Zie bijvoorbeeld de aanpassing van het ISS-beleid in november 2006 t.a.v. de mogelijkheid om beschermingspreferente aandelen uit te geven ([www.issproxy.com](http://www.issproxy.com)).

<sup>55</sup> ISS is op 1 november 2006 voor een bedrag van rond 553 miljoen dollar overgenomen door RiskMetrics. Warburg Pincus en Hermes hebben hun belangen verkocht aan deze partij. Ook Glass Lewis werd eind 2006 overgenomen, tegen een bedrag van ongeveer 45 miljoen dollar door de Chinese informatie- en mediaonderneming Xinhua Finance.

<sup>56</sup> Choi en Fisch (2002), p. 26.

fening voor institutionele beleggers. ISS adviseert echter ook beursgenoteerde vennootschappen in het ontwerpen van corporate governance voorstellen, beschermingsconstructies, de kapitaalstructuur en het bezoldigingsbeleid. De verkoop van deze diensten zou onder druk kunnen komen te staan wanneer *de proxy advisor* te kritisch is over het bestuur van een vennootschap.<sup>57</sup>

De maatschappelijke oproep aan institutionele beleggers om meer gebruik te maken van het stemrecht verbonden aan aandelen heeft wellicht als onbedoeld bijeffect gehad dat in de praktijk niet zozeer de invloed van de (gemiddelde individuele) institutionele belegger bij de beursgenoteerde vennootschap is toegenomen, maar vooral die van de internationale stemadviesbureaus.<sup>58</sup> De samenballing van stemmen bij deze partijen heeft geresulteerd in de hiervoor behandelde problemen. Deze conclusie wordt treffend verwoord door Commissioner Cynthia A. Glassman van de Amerikaanse beurstoezichthouder, de Securities and Exchange Commission (SEC):

‘Anecdotal reports suggests that, in implementing recent Commission rules on the public disclosure of proxy voting by mutual funds, many advisers are relying on outside entities to determine their votes. Reliance on an outside entity to make proxy voting decisions may separate a fund’s proxy voting from potential conflicts of interest, but what we are seeing as a possible unintended consequence is the consolidation of the voting of a large number of shares in the hands of a few third parties. If this is true, I believe that we need

---

<sup>57</sup> Choi en Fisch (2002), p. 27 en Verdam (2006), p. 14. Zie de website van ISS Corporate Services, Inc., een volledige dochtermaatschappij van ISS, hierover ([www.isscorporateservices.com](http://www.isscorporateservices.com)). Glass Lewis verricht geen advieswerk richting de beursgenoteerde vennootschappen en ziet dit als een concurrentievoordeel: ‘Glass Lewis will not enter into business relationships that possibly conflict with our mission: serving institutional participants in the capital markets with completely objective advice and services. Accordingly, Glass Lewis does not offer consulting or bank services to public corporations or directors. We are not in the business of advising public companies on their structures or conduct, and we refuse to use our position as trusted advisor to institutional investors to win consulting mandates with issuers’ ([www.glasslewis.com](http://www.glasslewis.com)). Zie ook de kritische vragen van de Franse Europarlementariër mevrouw Pervenche Berès van 1 februari 2007 aan de Europese Commissie inzake de toekenning van de Europese studie over het ‘one share, one vote’-beginsel aan (onder meer) ISS. Zij is met name bezorgd over de kwaliteit van de uitkomsten van deze studie als gevolg van mogelijke belangenconflicten bij ISS (zie [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu)).

<sup>58</sup> De overnameprijzen die in 2006 voor de belangrijkste bureaus zijn betaald (zie voetnoot 55) weerspiegelen deze stelling.

to consider whether this development furthers the objectives of the rule, which, among others, was to encourage mutual funds to focus on corporate governance'.<sup>59</sup>

Een parallel valt te trekken met de remuneratieconsultants die de remuneratiecommissies dan wel de raden van commissarissen adviseren over een voorstel voor een bezoldigingsbeleid voor het bestuur van de beursgenoteerde vennootschap. Net als bij de raden van commissarissen zal ook bij de bestuurders van de institutionele beleggers het besef dienen te groeien dat alleen zij verantwoordelijk zijn voor – in hun geval – het stembeleid en de gevolgen daarvan. Institutionele beleggers en niet de *proxy advisors* dragen de verantwoordelijkheid over het beheer van de zeggenschapsrechten verbonden aan de aandelen. Zij dienen derhalve prudent om te gaan met het gebruik van de stemadviezen. Invoering van wet- en regelgeving voor stemadviesbureaus lijkt mij echter niet de aangewezen weg om de gesignaleerde problemen op te lossen. De stemadviesbureaus hebben immers geen wettelijke taak, dragen geen verantwoordelijkheid voor de uiteindelijke stemuitoefening en adviseren uitsluitend professionele partijen. Wel zou een gedragscode door de branche kunnen worden opgesteld waarin in ieder geval is opgenomen dat transparant dient te worden gemaakt welke belangen een stemadviesbureau en/of zijn aandeelhouders hebben met een vennootschap wier agenda van de algemene vergadering van aandeelhouders ten behoeve van de institutionele beleggers van stemadvies wordt voorzien. Deze belangen zouden moeten worden vermeld in het rapport van het stemadviesbureau over de desbetreffende vennootschappen. Daarnaast verdient het aanbeveling om de stemgedragrichtlijnen (voor elk land) van de stemadviesbureau voor het algemene publiek openbaar te maken door publicatie op het openbare deel van de website.

Het lijkt mij verder aanbevelenswaardig om de bewustwording bij de bestuurders van de institutionele beleggers over de risico's van het in één hand leggen van stemadvies en –uitoefening te verhogen. In het introductie-, opleidings- en vormingsprogramma van bestuurders van institutionele beleggers zou het proces rond het uitoefenen van het stemrecht verbonden aan aandelen dienen te worden opgenomen, alsmede de voor- en nadelen van het uitbesteden van het stembeleid aan een stemadviesbureau. Een dergelijk intro-

---

<sup>59</sup> SEC Commissioner Cynthia A. Glassman tijdens een speech op 6 december 2005 voor de rondetafelconferentie 'Beyond the Myth of Anglo-American Corporate Governance' (te downloaden via [www.sec.gov](http://www.sec.gov)). In juni 2007 verschijnt naar verwachting een rapport van de Government Accountability Office (de Amerikaanse variant van de Algemene Rekenkamer) over het profiel en invloed van de *proxy advisors* en de mate van concurrentie binnen de branche (zie *Global Proxy Watch*, Volume XI No. 5 van 2 februari 2007).

ductieprogramma zou kunnen worden gefaciliteerd door de representatieve organisaties van de institutionele beleggers. Daarnaast zouden institutionele beleggers of hun belangenorganisaties meer invloed kunnen uitoefenen op de stemgedragrichtlijnen van *proxy advisors* dan wel dat zij een eigen stembeleid ontwikkelen en deze meegeven aan de stemadviesbureaus. Zij zouden tevens kunnen stimuleren dat meerdere stemadviesbureaus de markt betreden. Dat een dergelijke houding bij een commerciële organisatie effectief kan zijn, zien we bijvoorbeeld bij de recente aanpassing van de ISS-stemgedragrichtlijnen voor Nederland op het punt van beschermingsconstructies.<sup>60</sup>

### 5.1.2. DE INSCHAKELING VAN VERMOGENSBEHEERDERS

Steeds meer institutionele beleggers besteden hun beleggingsportefeuille of een deel daarvan uit aan een professionele vermogensbeheerder. Zo was eind 2006 ongeveer 80 procent van het pensioenvermogen (ongeveer 650 miljard euro) extern belegd; in 2001 lag dit percentage nog onder de 50.<sup>61</sup> Institutionele beleggers besteden om uiteenlopende redenen het beheer van hun vermogen uit.

Het verstrekken van een mandaat aan een vermogensbeheerder die op een bepaald terrein of continent specifieke deskundigheid heeft, kan voor extra rendement en spreiding zorgen. Dit kan bijdragen aan een hoger totaalrendement op de beleggingsportefeuille. Het onderbrengen van een deel van de beleggingsportefeuille bij deze externe vermogensbeheerder kan goedkoper zijn dan het zelf ‘inkopen’ van deze deskundigheid. Deze kosten-batenanalyse valt vooral bij kleinere institutionele beleggers steeds vaker uit in het voordeel van een externe vermogensbeheerder. De strengere eisen die de publieke toezichthouders De Nederlandsche Bank en de Autoriteit Financiële Markten (AFM) aan de (deskundigheid en professionaliteit van de) interne organisatie van een institutionele belegger stellen en de steeds complexer wordende financiële producten, doen veel van de kleinere institutionele beleggers besluiten (een deel van) hun beleggingsportefeuille

<sup>60</sup> ISS, ‘ISS International Corporate Governance Policy 2007 Updates’, 17 november 2006 ([www.issproxy.com](http://www.issproxy.com)).

<sup>61</sup> Cijfers van Bureau Bosch, gebruikt in het artikel ‘Pensioengeld versneld bij externe beheerders’ in *Het Financieele Dagblad* van 18 december 2006 en in het artikel ‘Extern beheren is zekerheid inkopen’ in *Het Financieele Dagblad* van 15 februari 2007. De Jong c.s. (2007) komen tot een percentage van 74 in 2006.

onder te brengen bij professionele vermogensbeheerders.<sup>62</sup> Bovendien dient een institutionele belegger steeds sterker zijn beleggingsresultaten te verantwoorden. De perceptie bestaat dat wanneer het vermogen is uitbesteed aan professionele partijen de institutionele belegger zijn resultaten gemakkelijker kan verantwoorden.<sup>63</sup>

De institutionele belegger die zijn beheer overdraagt, blijft voor zijn begunstigen verantwoordelijk voor het rendement op de portefeuille. Hij moet bij de externe vermogensbeheerder zelf de randvoorwaarden bepalen waarbinnen het beheer plaatsvindt. Hij blijft ook eindverantwoordelijk voor het uitoefenen van het stemrecht verbonden aan zijn aandelen. De institutionele belegger heeft een aantal mogelijkheden voor wat betreft het uitoefenen van het stemrecht op het door externen beheerd vermogen. Hij kan er ten eerste voor kiezen om ook op de extern beheerde aandelen het stemrecht uit te oefenen. Ten tweede kan de institutionele belegger er doelbewust voor kiezen om ook de stemuitoefening over te dragen aan de externe vermogensbeheerder, bijvoorbeeld omdat hij niet de vereiste deskundigheid en middelen bezit om goed geïnformeerd op (al) de aandelen een stem te uit te brengen en hij weerstand voelt om een stemadviesbureau in te schakelen. De uitoefening van het stemrecht gaat op deze manier over van een veelal minder geïnformeerde belegger naar een beter geïnformeerde, professionele en deskundige belegger, zodat de monitoring functie van aandeelhouders wordt versterkt. Daarnaast kan het zijn dat juist de ‘corporate governance aanpak’ van de betreffende vermogensbeheerder een belangrijke reden is om (een deel van) de beleggingsportefeuille of om de uitvoering van het stembeleid daar onder te brengen. De vormen worden hieronder nader geanalyseerd.

---

<sup>62</sup> Zie bijvoorbeeld het artikel ‘Verzekeraar zet vermogen buiten de deur; Goldman neemt beheer van CZ over’ in *Het Financieele Dagblad* van 5 januari 2007. Daarin komen de redenen voor de uitbesteding aan bod: ‘Bestuursvoorzitter Mike Leers van CZ ziet uitbesteding van het vermogen als een onvermijdelijke stap. Hij wijst er op dat de financiële wereld zich snel ontwikkelt en de risico-eisen van de toezichthouder steeds strenger worden. “Dan moet je je afvragen of de eigen organisatie het vermogen wel beter kan beheren dan grote professionele vermogensbeheerders”’.

<sup>63</sup> Dat is ook een van de redenen om ook de selectie van professionele vermogensbeheerders weer uit te besteden. Zie het artikel ‘Extern beheren is zekerheid inkopen’ in *Het Financieele Dagblad* van 15 februari 2007, waarin wordt gesteld dat ‘Managers of managers als Russell, SEI, MN Services en Goldman Sachs beschikken over een enorm netwerk van internationale vermogensbeheerders die ze bovendien kritisch op de huid zitten. Een dergelijk selectieproces is voor een paar pensioenbeheerders uit Driebergen nauwelijks te volbrengen’, wijzend op de uitbesteding van het vermogen door het pensioenfonds SBZ.

### 5.1.2.1. Vermogensbeheer uitbesteed, maar niet het stembeleid

Een institutionele belegger kan er voor kiezen om ook in het geval van de uitbesteding van (een deel van) het vermogensbeheer de uitoefening van het stemrecht verbonden aan de extern beheerde aandelen toch ‘binnenshuis’ te regelen. De eenheid in het eigen geformuleerde stembeleid wordt op die manier het best gegarandeerd.<sup>64</sup> Een variant hierop is dat de ‘eigen’ stemrichtlijnen aan de vermogensbeheerder worden meegegeven.<sup>65</sup> De vermogensbeheerder dient deze richtlijnen te volgen, aangezien de vermogensbeheerder wettelijk is verplicht in beginsel de zeggenschapsrechten in het belang van zijn cliënt uit te oefenen en zich daarbij niet mag laten beïnvloeden door zijn eigen belang.<sup>66</sup> In de praktijk wordt dit dan zodanig vormgegeven dat de professionele vermogensbeheerder zijn voorgenomen stemgedrag op een algemene vergadering kenbaar maakt aan zijn cliënt, zodat de cliënt de vermogensbeheerder nog kan *overrulen*. Een nadeel van deze aanpak is dat de professionele vermogensbeheerder met het totaalbedrag aan beheerd vermogen ‘slagkracht’ zou kunnen hebben richting de beursgenoteerde vennootschap, maar hij dit in werkelijkheid niet heeft. Het is immers mogelijk dat hij voor verschillende cliënten de stemrechten op een verschillende wijze dient uit te oefenen.<sup>67</sup> De monitorrol van aandeelhouders zou hierdoor weer aan kracht verliezen.

### 5.1.2.2 Stembeleid van de vermogensbeheerder wordt gevolgd

Een institutionele belegger kan er ook voor kiezen om het stembeleid te volgen van de professionele vermogensbeheerder aan wie het vermogensbeheer is overgedragen. Een kleinere institutionele belegger die zijn vermogensbe-

---

<sup>64</sup> Zo stelt ABP: ‘Als ABP haar stem uitbrengt doet zij dit in de regel voor alle aandelen, dus zowel de intern als extern beheerde aandelen. Het elektronische stelsysteem maakt dit eenvoudig mogelijk, en bovendien wordt op dergelijke wijze de consistentie in het stembeleid van ABP het beste gewaarborgd’. Volgens onderzoek van De Jong c.s. (2007), stemt ongeveer eenderde van de pensioenfondsen die het vermogen hebben uitbesteed zelf op de aandelen die zij houden.

<sup>65</sup> PGGM instrueert bijvoorbeeld zijn externe managers om de stemrichtlijnen van PGGM te volgen. Volgens onderzoek van De Jong c.s. (2007), geeft 25-30 procent van de pensioenfondsen die het vermogen hebben uitbesteed steminstructies mee aan de professionele vermogensbeheerders.

<sup>66</sup> Grundmann-van de Krol (2004).

<sup>67</sup> Zo stelt Mn Services: ‘Het is mogelijk dat Mn Services voor een of meerdere opdrachtgevers een afwijkende positie dient in te nemen, op uitdrukkelijk verzoek van de opdrachtgever en wanneer de gemaakte vermogensbeheerafspraak hiervoor ruimte biedt’. Pensioenfonds VolkerWessels meldt in zijn stembeleid dat de externe vermogensbeheerders worden gevraagd het corporate governance beleid van het pensioenfonds te onderschrijven.

heer in zijn geheel heeft uitbesteed, staat meestal voor geen andere keus dan ofwel ook de stemuitoefening over te dragen aan de vermogensbeheerder of aan een stemadviesbureau. De institutionele belegger heeft meestal juist voor de externe vermogensbeheerder gekozen vanwege, zoals hiervoor gesteld, het ontbreken van de voldoende interne deskundigheid en capaciteit om aan de moderne toezichteisen inzake het beheer van de aandelenportefeuille te voldoen. Dat zal dan in de regel ook gelden voor het uitoefenen van de zeggenschapsrechten verbonden aan aandelen.<sup>68</sup> Indien de institutionele belegger niet in staat is (geweest) een eigen stembeleid te ontwikkelen en hij – mede door de maatschappelijke druk – wél wil dat de stemrechten worden uitgeoefend, dan zal dit gebeuren aan de hand van het stembeleid van de professionele vermogensbeheerder.<sup>69</sup> In het geval het vermogensbeheer wordt overgedragen aan Amerikaanse of Britse vermogensbeheerders, hetgeen door Nederlandse pensioenfondsen steeds vaker gebeurt<sup>70</sup>, en de kleine institutionele belegger ook als beleid heeft om op zoveel mogelijk aandelen te stemmen, zal dit min of meer ook ‘automatisch’ leiden tot stemuitoefening die meer op Angelsaksische leest is geschoeid. Ook hier begint het bij bewustwording van de bestuurders van institutionele beleggers om – in elk geval – op de hoogte te zijn van het stembeleid van de betreffende professionele vermogensbeheerder en om een ‘eigen’ stembeleid mee te geven.

Voorts zal een institutionele belegger in de regel een deel van zijn vermogen hebben belegd in institutionele beleggingsfondsen. Als deelnemer van een beleggingsfonds heeft de institutionele belegger geen invloed op de uitoefe-

---

<sup>68</sup> Onder meer ABN AMRO Pensioenfonds. Pensioenfonds Horeca & Catering geeft in zijn stembeleid aan dat voor zijn buitenlandse beleggingen geldt dat de vermogensbeheerders gevolmachtigd zijn binnen kaders naar eigen inzicht namens Pensioenfonds Horeca & Catering het stemrecht uit te oefenen. Het stemrecht op de Nederlandse aandelen wordt uitgeoefend door de institutionele belegger die via het beleggersplatform Eumedion de betreffende algemene vergadering van aandeelhouders bezoekt. Spoorwegpensioenfonds en de Stichting Pensioenfonds Openbaar Vervoer verklaren: ‘Zorgvuldig zal kennis worden genomen van het door de externe vermogensbeheerder geformuleerde stembeleid. Uitgangspunt is dat het beleid van de externe vermogensbeheerder met de geest van deze corporate governance code [van deze pensioenfondsen] verenigbaar dient te zijn’.

<sup>69</sup> De institutionele belegger kan er ook voor kiezen het stembeleid van een *proxy advisor* te volgen (paragraaf 5.1.1).

<sup>70</sup> Volgens cijfers van onderzoeks- en adviesorganisatie Bureau Bosch was in 2006 56,1 procent van het extern beheerde pensioenvermogen bij buitenlandse beleggers ondergebracht. In 2005 bedroeg dit percentage nog 50 en in 2004 35. Angelsaksische beleggers, zoals State Street Global Advisors, BlackRock Merrill Lynch Investment Managers en Barclays, profiteren het meest. Cijfers aangehaald in *Het Financieele Dagblad*, ‘Pensioenpot lokt uitheemse partijen’, 4 oktober 2006.



ning van het stemrecht door het beleggingsfonds. Het beleggingsfonds wordt alleen gebonden aan haar loyaliteitsverplichting jegens haar deelnemers om hun gelden optimaal te beleggen.<sup>71</sup> Onderdeel daarvan kan zijn de uitoefening van stemrecht verbonden aan de aandelen. Het stemgedrag wordt daarbij bepaald door de portefeuillemanagers van de beleggingsinstelling en niet door de deelnemers. De beleggingsinstelling dient daarover zelf verantwoording af te leggen.

Een institutionele belegger kan er doelbewust voor kiezen het stemrecht te laten uitoefenen door een professionele vermogensbeheerder. Dit kan bijvoorbeeld zijn gelegen in het voorkomen van tegenstrijdige belangen (zie paragraaf 6.1). Een andere reden kan zijn dat vanwege de specifieke corporate governance activiteiten van een professionele vermogensbeheerder of beleggingsinstelling een deel van het vermogen en het stembeleid bij dergelijke instellingen in beheer wordt gegeven. De laatste tijd zijn er meer en meer van dergelijke gespecialiseerde beleggingsinstellingen en professionele vermogensbeheerders op de markt gekomen. Zij pogen voor hun cliënten extra rendement te genereren door middel van actieve bemoeienis met het bestuur en het beleid en de strategie van de vennootschap. Deze actieve bemoeienis gaat overigens verder dan alleen het uitoefenen van het stemrecht (zie hierover paragraaf 5.2). De specialistische beleggers kopen aandelen van vennootschappen die in hun ogen zijn ondergewaardeerd (mede) door een gebrekkige corporate governance structuur en/of door het ontbreken van de – in hun ogen – juiste strategie. Door gebruik te maken van de zeggenschapsrechten verbonden aan de aandelen zetten zij vennootschappen onder druk om efficiëntieverhogende maatregelen te nemen, zoals splitsing van het bedrijf omdat de som der delen meer bedraagt dan het geheel, uitkering van een superdividend of de inkoop van eigen aandelen als de vennootschap geen duidelijke strategie en bestemming heeft voor ruime kasmiddelen.

Grofweg kunnen hierbij twee typen beleggers worden onderscheiden. Aan de ene kant de vermogensbeheerders die door middel van constructief *engagement* op bepaalde termijn een wijziging van het beleid of strategie dan wel van de corporate governance structuur voorstaan. Voorbeelden hiervan zijn de Focus Funds van de Britse vermogensbeheerders Hermes Investment

---

<sup>71</sup> Verdam (2003), a.w., p. 37.

Management<sup>72</sup> en Governance for Owners<sup>73</sup> en het Nederlandse Recalcico.<sup>74</sup> Aan de andere kant zijn er de beleggingsinstellingen en de vermogensbeheerders die op relatief korte termijn veranderingen in het beleid en/of corporate governance structuur bewerkstelligd willen zien, zoals bepaalde activistische hedge funds.<sup>75</sup> Zij zijn gespecialiseerd in ‘gebeurtenisgedreven beleggingsstrategieën’.<sup>76</sup> Zij zien kansen in complexe, speciale situaties, zoals een overname of fusie, potentiële bedrijfsontvlechting of een dreigend faillissement. De grenzen tussen de ‘activistische’ vermogensbeheerders en de ‘activistische’ hedge funds vervagen overigens steeds meer. Net als de vermogensbeheerders, zoeken ook de activistische hedge funds de dialoog met het bestuur van de vennootschap. Activistische vermogensbeheerders en hedge funds hebben voorts gemeenschappelijk dat zij de publiciteit vaak niet schuwen wanneer de dialoog op niets uitdraait, teneinde hun handelswijze meer – verbale – kracht bij te zetten. Daarnaast kunnen ook activistische hedge funds een behoorlijk lange periode in een specifieke beursgenoteerde vennootschap beleggen om de voorgestelde wijzigingen gerealiseerd te zien.<sup>77</sup> En voorts is te zien dat soms gespecialiseerde vermogensbeheerders

---

<sup>72</sup> Hermes Focus Asset Management Europe heeft (via BriTel Fund Trustees Ltd.) bijvoorbeeld een 10 procentbelang in ASM International en een 5 procentbelang in Hagemeyer en in CSM (meldingen bij de AFM van 1 november 2006). Wellicht mede onder druk van deze vermogensbeheerder werd bij ASM International in november 2006 het dividendbeleid aangepast en kondigde CSM in december 2006 aan de certificering van haar aandelen op te heffen. Zie over de beleggingsstrategie van Hermes: Becht c.s. (2006).

<sup>73</sup> Governance for Owners heeft in 2006 een 6 procentbelang in Wegener genomen (meldingen bij de AFM van 1 november 2006).

<sup>74</sup> Recalcico heeft begin 2007 forse belangen genomen in Alanheri, De Porceleyne Fles en Koninklijke Begemann Groep.

<sup>75</sup> Naar schatting waren er eind 2005 ongeveer negentig ‘activistische’ hedge funds actief (Davis c.s. (2006), p. 91). De activistische hedge funds beheren in totaal een vermogen van 35 tot 45 miljard dollar (C. Wood, ‘Hedge Funds: The Lasting Impact’, presentatie voor het tiende ICGN-congres van 5 tot 7 juli 2006 in Washington DC; zie [www.icgn.org](http://www.icgn.org)). Door de toevloed aan kapitaal kunnen deze hedge funds in relatief korte tijd relatief grote belangen opbouwen in beursgenoteerde vennootschappen.

<sup>76</sup> Zo karakteriseerde Mellon HBV Alternative Strategies (nu Fursa Alternative Strategies geheten) zich in de rechtszaak tegen Unilever betreffende de intrekking van preferente aandelen (OK 4 mei 2005, *JOR* 2005, 238, r.o. 2.9 en HR 30 juni 2006, *NJ* 2006, 363, r.o. 3.1). ‘Activistische’ hedge funds behaalden in 2006 een gemiddeld rendement van ongeveer 12 procent (Bartjens, ‘Volg het geld’, *Het Financieele Dagblad*, 15 januari 2007). De waarde van de beleggingen van de hedge funds bedroeg ultimo 2006 ongeveer 1.400 miljard dollar, een stijging van 126,5 miljard dollar vergeleken met ultimo 2005 (cijfers afkomstig van FEMBusiness Online, 19 januari 2007).

<sup>77</sup> Zie bijvoorbeeld het artikel ‘Hedge fund: ‘Beursexit is Storcks eigen keuze’ in *Het Financieele Dagblad* van 10 maart 2006, waarin Chairman Oppetit van hedge fund Centaurus het verwijt dat Centaurus zich in de ‘Stork-zaak’ als kortetermijnaandeelhouder opstelt niet begrijpt: ‘Twee jaar is geen korte termijn’. Zie ook Brov c.s. (2007).

en beleggingsinstellingen de oppositie aanvoeren, mede namens meer gerenommeerde institutionele beleggers.<sup>78</sup>

De gespecialiseerde vermogensbeheerders en beleggingsinstellingen worden voor een groot deel gefinancierd door institutionele beleggers die in het kader van hun fiduciaire verantwoordelijkheid zoeken naar extra rendementen. Op deze manier wordt de actieve houding van sommige lange termijn institutionele beleggers ‘uitbesteed’ aan gespecialiseerde vermogensbeheerders en beleggingsinstellingen. Het eerder gesignaleerde *free rider probleem* wordt verminderd door de cliënten van de gespecialiseerde vermogensbeheerders en beleggingsinstellingen te laten betalen voor de corporate governance activiteiten van deze instellingen. Voordeel voor de institutionele beleggers is dat de gespecialiseerde ‘activistische’ hedge funds en de vermogensbeheerders op zoek gaan naar absolute rendementen in plaats van rendementen in verhouding tot de benchmark.<sup>79</sup> Bovendien worden *performance fees* in rekening gebracht op basis van de bereikte rendementen. Deze kan oplopen tot 20 procent van de *outperformance* van de beleggingsportefeuille die in beheer is gegeven.<sup>80</sup> Ze staan derhalve niet onder druk om te concurreren op relatieve performance en kunnen dus strategieën bewandelen die haaks staan op hetgeen andere partijen doen. In feite worden ze opgedragen om juist tegen de ‘gemene deler’ van de markt in te gaan. Naast deze voordelen zitten er ook haken en ogen aan de benadering. De financiering van bepaalde activistische vermogensbeheerders en beleggingsinstellingen kan tot een spanning leiden tussen het streven naar een zo optimaal mogelijk rendement op de beleggingen van een institutionele belegger aan de ene kant en zijn maatschappelijke positie en de daarbij horende verantwoordelijkheid aan de andere kant. Zeker als de gespecialiseerde belegger een bepaalde strategie bij een vennootschap doorgevoerd wil zien die op korte termijn een (vermeende) vermindering van het personeelsbestand tot gevolg heeft, kan de institutionele belegger onder druk komen te staan om zijn beleggingsstrategie gericht op het realiseren van een optimaal rendement aan te passen

<sup>78</sup> Zoals bijvoorbeeld hedge fund The Children’s Investment Fund (TCI) bij de tegenstand van het openbaar bod van Deutsche Börse op de aandelen London Stock Exchange in 2005. TCI had de steun van vermogensbeheerders Fidelity en Capital International (Davis c.s. (2006), p. 91) en bijvoorbeeld de vermogensbeheerder Knight Vinke Asset Management (KVAM) in de tegenstand van het bod van VNU op IMS Health in 2005. KVAM had de steun van vermogensbeheerders Fidelity en Templeton.

<sup>79</sup> Zie ook het artikel ‘Hedge fund: ‘Beursexit is Storks eigen keuze’ in *Het Financieele Dagblad* van 10 maart 2006.

<sup>80</sup> Davis c.s. (2006), p. 89.

aan de wens om zich ‘maatschappelijk’ en ‘sociaal’ op te stellen.<sup>81</sup> Een institutionele belegger die een deel van het belegd vermogen bij ‘activistische’ beleggers in beheer geeft, zou voorafgaand aan deze beslissing goed moeten nagaan of de stijl van deze beleggers wel past bij het profiel van de betreffende institutionele belegger. Het is voor een bestuur van een institutionele belegger raadzaam om criteria op te stellen in welke beleggingsinstellingen en vermogensbeheerder wel en in welke niet mag of zal worden belegd.

### 5.1.3 HET STEMMEN IN DE ALGEMENE VERGADERING: ZELF DAN WEL VIA VOLMACHT AAN EEN MEDEAANDEELHOUDER

De maatschappelijke positie van een institutionele belegger kan met zich meebrengen dat er speciale aandacht wordt gegeven aan het ‘thuisland’, zoals ook in paragraaf 4 naar voren is gekomen. Vanuit dat opzicht komt het voor dat binnen het ‘globale’ stembeleid van een institutionele belegger speciale aandacht wordt gegeven aan de aandelen van vennootschappen wier zetel in het land staat waar ook de institutionele belegger is gezeteld. Wordt op de ‘buitenlandse’ aandelen, zoals hiervoor aangegeven, min of meer ‘mechanisch’ gestemd, op de ‘Nederlandse’ aandelen wordt in de regel meer research gepleegd en gaan institutionele beleggers ook fysiek naar de algemene vergadering. Volgens ABP gebeurt dit ‘met name vanwege de nabijheid en het extra belang dat voor de Nederlandse markt wordt gevoeld’.<sup>82</sup> De

<sup>81</sup> In de ‘Stork-casus’ kwam dit pregnant naar voren. Naar verluidt belegde PMT in hedge fund Paulson. De vakbeweging eiste terugtrekking van de belegging in dit hedge fund, aangezien dit hedge fund een strategiewijziging bij Stork wilde doorvoeren, dat mogelijkterwijs ten koste zou gaan van de werkgelegenheid. De werkgeversdelegatie binnen dit pensioenfondsbestuur hield tegen dat de belegging werd teruggetrokken. De voorzitter van de werkgeversdelegatie merkte in Het Financieele Dagblad van 8 december 2006 daarover op: ‘Werkgelegenheid wordt niet gegeneerd of geschaad door pensioenfondsen. Ons pensioenfonds heeft één belang en dat is het betalen van goede pensioenen met een gezonde inflatiecompensatie. Het behoud van werkgelegenheid is geen criterium van pensioenfondsen om beleggingen uit te sluiten’. Verder merkte hij op: ‘Als wij ons geld uit Paulson zouden terughalen, is dat zeer schadelijk voor onze reputatie in de beleggingswereld. Het pensioenfonds PMT belegt voor euro 1,2 mrd in hedge funds die allerlei strategieën hanteren. In de meeste goede hedge funds kun je niet zomaar instappen, dat is een markt van vragers. Als wij Paulson laten vallen zal iedereen denken: met PMT doen we geen zaken meer en dat is een schade die niet te overzien is’. Zie meer in algemene zin Maatman (2004), hoofdstuk 4.

<sup>82</sup> ABP, Code Corporate Governance. Zo verklaart BPF Bouw bijvoorbeeld: ‘Wij bezoeken de algemene aandeelhoudersvergaderingen van de Nederlandse bedrijven waarvan wij aandelen in portefeuille hebben [...] Wij zijn niet aanwezig op de algemene aandeelhoudersvergaderingen van Europese bedrijven buiten Nederland. Bij die gelegenheden brengen wij onze stem elektronisch uit’. PGGM stelt op zijn website dat het ongeveer tien algemene vergaderingen per jaar bezoekt en dat voor de overige Nederlandse algemene vergaderingen een stemvolmacht wordt gegeven aan een medeaandeelhouder.

aanwezigheid van institutionele beleggers op de algemene vergadering van aandeelhouders is verder afhankelijk van de ‘aard’ van de algemene vergadering van aandeelhouders. Indien op de algemene vergadering controversiële agendapunten worden behandeld, zal de fysieke opkomst van institutionele beleggers in de regel hoger liggen.<sup>83</sup> In het geval een institutionele belegger een groot aandelenbelang heeft in een beursgenoteerde vennootschap (met name vanaf vijf procent), wordt in de regel de algemene vergadering van aandeelhouders bezocht.<sup>84</sup>

Daarnaast komt het voor dat het bezoeken van een algemene vergadering wordt uitbesteed aan een collega-institutionele belegger. Dat komt bijvoorbeeld voor binnen het corporate governance forum Eumedion. Binnen dit forum worden de kosten van het analyseren van de agenda’s en van het bezoeken van de algemene vergaderingen van aandeelhouders door meerdere partijen gedragen. Deelnemers van Eumedion ‘verdelen’ een groot aantal algemene vergaderingen van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen, zodat institutionele beleggers desgewenst die institutionele belegger die de algemene vergadering bezoekt, kunnen machtigen om namens hem te spreken en/of te stemmen.<sup>85</sup> Langs deze weg wordt bereikt dat het stemgedrag goed geïnformeerd tot stand komt en wordt voorbereid door een collega-belegger die beter bekend is met de lokale praktijken en opvattingen over de corporate governance van beursgenoteerde vennootschappen dan stemadviesbureaus en buitenlandse vermogensbeheerders die op een grotere (fysieke) afstand staan. Voorts kunnen institutionele beleggers op deze manier toch (indirect) deelnemen aan de discussie ter vergadering met het bestuur en de raad van commissarissen. In 2006 werd mede door de praktijk van volmachtverlening in totaal 51 procent van de algemene vergaderingen van aandeelhouders van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen

---

<sup>83</sup> PMT stelt in haar stembeleid dat fysieke deelname is beperkt tot Nederlandse aandeelhoudersvergaderingen, waarin belangrijke agendapunten aan de orde zijn. AEGON zal ‘al naar gelang de omstandigheden’ aanwezig zijn op de algemene vergadering (en stemmen). Fortis Investments, Fortis OBAM, de Stichting Bedrijfstakpensioenfonds Zorgverzekeraars en Shell Pensioenfonds bezoeken in uitzonderlijke gevallen algemene vergaderingen van Nederlandse vennootschappen.

<sup>84</sup> Bijvoorbeeld Kempen Capital Management, Teslin Capital Management en Delta Lloyd (Aviva).

<sup>85</sup> Het *Financieele Dagblad*, ‘Comfortabel stemmen in de luwte; Platform Eumedion biedt naast uitwisseling kennis vooral anonimiteit’, 27 februari 2006. Institutionele beleggers die via dit platform elkaar stemvolmachten geven zijn onder andere ABP, PGGM, Robeco, Spoorwegpensioenfonds, Stichting Pensioenfonds voor het Openbaar Vervoer en Pensioenfonds Horeca & Catering.

bezoekt door in ieder geval één Nederlandse institutionele belegger<sup>86</sup>, een ‘substantiële vooruitgang’ ten opzichte van 2005, aldus de Monitoring Commissie Corporate Governance Code.

Blijkbaar vinden institutionele beleggers de algemene vergadering nog steeds een belangrijk forum om hun geluid te laten horen, om het bestuur en de raad van commissarissen ter verantwoording te roepen over het gevoerde beleid respectievelijk het uitgeoefende toezicht en om uiteindelijk te stemmen over de voorstellen.<sup>87</sup> Voorts vergt de maatschappelijke status van bepaalde, grote institutionele beleggers dat zij op een aantal algemene vergaderingen present zijn. Hun activiteiten worden op deze manier ook zichtbaarder voor hun begunstigen. Deze factoren wegen derhalve zwaarder dan de gevoelde nadelen van het bezoeken van een algemene vergadering. De algemene vergaderingen duren namelijk erg lang, verlopen niet zelden inefficiënt en worden gedomineerd door vragen van particuliere beleggers die niet altijd de kern van het beleid van de vennootschap raken. ‘De aandeelhoudersvergadering is een belangrijk moment, maar voor velen een fysieke en geestelijke beproeving’, zo verzuchtte Roderick Munsters, directeur Vermogensbeheer ABP tijdens het symposium van beleggersplatform Eumedion, op 18 oktober 2006.<sup>88</sup> Bovendien bestaan er knelpunten bij de volmachtverlening aan medeaandeelhouders, zoals het gevaar om van ‘blok-vorming’<sup>89</sup> en ‘samenspanning’ (*acting in concert*) beschuldigd te worden (zie hierover paragraaf 7.4). Daarnaast is het administratief bewerkelijk om bij de ‘tussenschakels’ tussen stemgerechtigde aandeelhouder en de algemene vergadering de Nederlandse algemene vergaderingen ‘af te scheiden’ van die van de rest van de wereld (zie hierover paragraaf 7.2.3). Indien deze knelpunten niet adequaat worden geadresseerd, is het gevaar reëel dat steeds minder institutionele beleggers aan de algemene vergadering van aandeelhouders in fysieke zin zullen deelnemen. In de zojuist aangehaalde paragrafen zal dieper op de knelpunten worden ingegaan.

---

<sup>86</sup> Klaassen c.s. (2006), p. 11. Door beleggingsfondsen en pensioenfondsen zijn in 2006 respectievelijk 37 procent en 30 procent van de algemene vergaderingen bezocht. In een aantal gevallen was dit door één vertegenwoordiger. Het gezamenlijke percentage is dan 51 procent. In 2005 lag dit percentage nog op 18 procent. ‘Vooral de AEX-bedrijven hebben dit kunnen merken. Wat betreft de beleggingsfondsen gaat dit ook op voor de Smallcaps. De indruk bestaat dat Eumedion, waarbij zich steeds meer institutionele beleggers zich aansluiten, een positieve invloed heeft op het zich manifesteren van deze doelgroep op de AVA’s’, aldus de onderzoekers.

<sup>87</sup> Ook de Minister van Justitie is een dergelijke opvatting toegedaan (*Kamerstukken I 2005/06*, 30 019, C).

<sup>88</sup> Geciteerd in het artikel ‘Omgangsvormen in ontwikkeling’ in *Het Financieele Dagblad* van 21 oktober 2006, naar aanleiding van het Eumedion-congres van 18 oktober 2006.

<sup>89</sup> Zie bijvoorbeeld Kuin (2005).

#### 5.1.4 STEMUITOEFENING OP EEN BEPERKT AANTAL AANDELEN

Mede naar aanleiding van de hiervoor genoemde problemen bij het uitoefenen van het stemrecht op alle aandelen in portefeuille, stemt een aantal institutionele beleggers op een selectie van aandelen. Een dergelijk stembeleid wordt vooral opgesteld door institutionele beleggers die middelgroot tot klein zijn in termen van de omvang van het belegd vermogen. Deze institutionele beleggers staan op grond van hetgeen is beschreven in paragraaf 4 minder in de maatschappelijke schijnwerpers. Een ‘beperkt’ stembeleid kan verschillend zijn ingericht.

Ten eerste kan ervoor worden gekozen om alleen van het stemrecht gebruik te maken in een bepaalde regio. Een aantal institutionele beleggers kiest er expliciet voor om alleen in Nederland of in de Europese Unie te stemmen.<sup>90</sup> Institutionele beleggers motiveren dit vanuit de overweging dat zij meer kennis bezitten van de ‘thuismarkt’ en ook fysiek dichterbij de vennootschappen zitten om eventueel een dialoog mee aan te gaan.<sup>91</sup> Daarnaast staan institutionele beleggers vooral in eigen land in de maatschappelijke aandacht en zijn juist daar het meest zichtbaar voor hun ‘achterban’.

Een tweede vorm is om alleen dan te stemmen wanneer het aandelenbelang in een vennootschap een bepaalde marktwaarde en/of procentueel belang vertegenwoordigt.<sup>92</sup> Een mix van de eerste en tweede vorm is ook mogelijk.

<sup>90</sup> De regio wordt soms ook nog ingeperkt wanneer in een land vennootschappen de mogelijkheid hebben om van aandeelhouders te eisen dat zij de aandelen voor een bepaalde periode blokkeren om te stemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders. De praktijk van het blokkeren van aandelen wordt in paragraaf 7.1 uitvoerig behandeld.

<sup>91</sup> Shell Pensioenfonds verklaart in haar beleid voor corporate governance dat het ‘voorlopig de aandacht zal concentreren op Nederland en, in mindere mate, de Europese Unie’. Unilever Pensioenfonds Progress stemt alleen op aandelen van Nederlandse vennootschappen, wanneer de omvang van haar aandelenpakket aan bepaalde criteria voldoet. Stichting Bedrijfstakpensioenfonds Zorgverzekeraars stemt alleen op de aandelen van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen die dit pensioenfonds in ‘eigen beheer’ heeft. Pensioenfonds KPN en Pensioenfonds TNT stemmen ‘in eerste instantie’ alleen op de aandelen van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen.

<sup>92</sup> Shell Pensioenfonds hanteert bijvoorbeeld de volgende criteria: ‘ondernemingen in Nederland, waarin het pensioenfonds aandelen bezit ter waarde van meer dan 0,10 procent van de totale aandelenportefeuille; 0,10 procent komt overeen met circa 10 miljoen euro; ondernemingen in Nederland waarin het pensioenfonds 5 procent of meer van de aandelen bezit; de tien ondernemingen binnen de Europese Unie, exclusief Nederland, waarin het pensioenfonds het meest heeft geïnvesteerd’. Unilever Pensioenfonds Progress hanteert de volgende criteria: ‘Nederlandse ondernemingen waarvan de minimumwaarde in de portefeuille tenminste 0,25% van de totale aandelenportefeuille van Progress bedraagt, zijnde (afgerond) 5 miljoen euro. Daarenboven Nederlandse ondernemingen waarin Progress een belang heeft van 5% van het aandelenkapitaal of meer’. Kempen Capital Management stemt in ieder

Ook komt voor dat de institutionele belegger alleen de stem uitbrengt in de algemene vergaderingen van die vennootschappen waarin de institutionele belegger het meest heeft belegd. Institutionele beleggers motiveren deze ‘beperkte’ keus vanuit pragmatische overwegingen of uit de overweging dat het monitoren van de vennootschappen en het voeren van de dialoog goed moet worden voorbereid en veel tijd vergt.

Een volgende variant is dat de uitoefening van het stemrecht beperkt blijft tot een aantal vennootschappen in een beperkt aantal sectoren.<sup>93</sup>

#### 5.1.5 WELKE STEMRICHTLIJNEN WORDEN GEHANTEERD?

Bij het uitoefenen van het stemrecht zullen institutionele beleggers een kader moeten hebben om het stemgedrag te bepalen. De institutionele belegger kan ervoor kiezen om zelf een handleiding op te stellen voor het uitoefenen van het stemrecht.<sup>94</sup> Vaak worden bestaande handboeken, codes of stemgedragrichtlijnen van nationale en internationale organisaties of een mix daarvan gebruikt. Regelmatig worden genoemd: het ‘Statement on

---

geval op de aandelen wanneer het een 5 procentbelang in een vennootschap bezit, aangezien ‘hierboven een stem pas (enige) zeggingskracht heeft, bij een belang van meer dan 5% een case-by-case benadering de moeite waard kan zijn en omdat het belang van de beleggingsinstelling in dat geval ook daadwerkelijk van institutionele omvang is’. Bij een belang van minder dan 5 procent stemt Kempen Capital Management alleen wanneer de agenda van de algemene vergadering daar aanleiding toe geeft. ING Investment Management let op ‘the total sum invested and the size of the interest invested by the collective funds’ en stemt vanuit deze overwegingen op de aandelen van ongeveer 500 vennootschappen. ABN AMRO Asset Management heeft een vergelijkbaar beleid: ‘We typically vote at shareholders meetings [...] of companies in which our investment funds hold a significant stake or in which they invest large sums of money’. AEGON stemt op alle Nederlandse holdings alsmede de 436 grootste internationale holdings (verslag over 2005). ActivInvestor Management stelt dat het in principe niet stemt op aandelen die een maximale waarde in de totale aandelenportefeuille vertegenwoordigen van twee procent van de fondsomvang. De Delta Lloyd Beleggingsmaatschappijen stemmen bijvoorbeeld ‘zoveel mogelijk’ op de aandelenbelangen in Nederlandse ondernemingen indien ‘Delta Lloyd Groep een belang van vijf procent of meer (in termen van zeggenschap) in een onderneming heeft, dan wel het belang (in kapitaal gemeten) 25 miljoen euro of meer bedraagt’ (Delta Lloyd Asset Management, *Jaarverslag 2005*).

<sup>93</sup> ABN AMRO Pensioenfonds stemt bijvoorbeeld wat betreft de buitenlandse vennootschappen uitsluitend op de drie meest omvangrijke investeringen per sector: energie, basisindustrie, industriële ondernemingen, duurzame consumptiegoederen, niet-duurzame consumptiegoederen, gezondheidszorg, financiële diensten, informatietechnologie, telecommunicatie en nutsbedrijven. Er wordt hiervoor geen specifieke verklaring gegeven.

<sup>94</sup> Bijvoorbeeld Fortis Investments met de ‘Proxy Voting – General Guidelines’. Ook PGGM, Spoorwegpensioenfonds en de Stichting Pensioenfonds Openbaar Vervoer hebben eigen stemrichtlijnen opgesteld, hoewel deze zwaar leunen op bestaande stemrichtlijnen van organisaties als ICGN, de OESO en SCGOP/Eumedion.



Global Corporate Governance Principles' van het International Corporate Governance Network (ICGN)<sup>95</sup>, de 'Principles of Corporate Governance' van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO)<sup>96</sup>, de stemgedragrichtlijnen van de corporate governance adviesbureaus, zoals ISS<sup>97</sup>, het Handboek Corporate Governance van de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen (SCGOP, nu Eumedion)<sup>98</sup>, specifieke aanbevelingen van Eumedion (bijvoorbeeld de zogenoemde speerpuntenbrief en haar aanbevelingen inzake de bezoldiging van bestuurders) en nationale corporate governance codes, zoals in Nederland de Code Tabaksblad.<sup>99</sup> De institutionele beleggers merken daarbij in de regel op dat, zoals de Code Tabaksblad in principe IV.4 ook stelt, corporate governance een kwestie van maatwerk is en dat afwijkingen van de door de institutionele belegger gehanteerde stemrichtlijnen gerechtvaardigd kunnen zijn. Institutionele beleggers vinden dat zij een 'afvinkmentaliteit' in de beoordeling van de corporate governance structuur van de vennootschap dienen te vermijden. Want hoe specifiek sommige codes ook zijn, in sommige specifieke gevallen dient een institutionele belegger een eigen afweging te maken om voor of tegen een bepaald voorstel te zijn of om zich van stemmen te onthouden. In een aantal gevallen zal daarbij ook overleg plaatsvinden met andere institutionele beleggers om de eigen analyse aan te scherpen of aan te vullen.

## 5.2 *Engagementactiviteiten op het terrein van corporate governance*

Een institutionele belegger die gebruik wil maken van zijn stemrecht ter algemene vergadering heeft in voorkomende gevallen niet genoeg aan eigen analyses van de door de vennootschap gepubliceerde voorstellen of adviezen van gespecialiseerde bureaus. Hij zal van de vennootschap nadere duiding willen hebben of een toelichting op de voorstellen, voordat hij zijn stemge-

<sup>95</sup> Bijvoorbeeld ABN AMRO Asset Management, ABN AMRO Pensioenfondsen, Pensioenfondsen KPN, Pensioenfondsen TNT, Spoorwegpensioenfondsen, Stichting Pensioenfondsen Openbaar Vervoer, ABP en PGGM.

<sup>96</sup> Bijvoorbeeld ABN AMRO Asset Management, ABN AMRO Pensioenfondsen, Pensioenfondsen KPN, Pensioenfondsen TNT, Spoorwegpensioenfondsen, Stichting Pensioenfondsen Openbaar Vervoer, ABP, PGGM en ActivInvestor Management B.V., Pensioenfondsen VolkerWessels.

<sup>97</sup> Onder andere Pensioenfondsen AKZO Nobel, PMT, Stichting Pensioenfondsen IBM Nederland.

<sup>98</sup> Onder andere BPF Bouw, ActivInvestor Management B.V., Spoorwegpensioenfondsen, Stichting Pensioenfondsen Openbaar Vervoer en PGGM.

<sup>99</sup> Bijvoorbeeld ABP, ActivInvestor Management B.V., PGGM, Aegon, BPF Bouw, Pensioenfondsen KPN, Pensioenfondsen TNT en Pensioenfondsen VolkerWessels hanteren de Code Tabaksblad als toetssteen voor de beoordeling van Nederlandse vennootschappen op het terrein van corporate governance.

drag bepaalt. De vennootschap zal dit in beginsel willen accommoderen om de kans op een tegenstem te verkleinen.

De behoefte om voorafgaand aan de algemene vergadering te overleggen is de laatste tijd toegenomen als gevolg van onder andere de uitbreiding van het aantal rechten van aandeelhouders.<sup>100</sup> Indien een bestuursbesluit voldoet aan de criteria die worden genoemd in artikel 2:107a BW dient dit besluit ter goedkeuring aan de algemene vergadering van aandeelhouders te worden voorgelegd. Om een dermate belangrijk besluit door de algemene vergadering heen te loodsen, bestaat evident de noodzaak dat het bestuur zich niet vervreemt van de belangrijkste aandeelhouders.<sup>101</sup> Met enkel een jaarlijkse ontmoeting op de algemene vergadering van aandeelhouders zal een dergelijke vertrouwensband niet ontstaan. Het bestuur zal regelmatig met de belangrijkste aandeelhouders om de tafel moeten zitten om zijn beleid en strategie te verduidelijken, zodat het inzicht daarin door de belangrijkste aandeelhouders wordt verbeterd, en om te horen of het volgens deze aandeelhouders nog steeds op de goede weg is.<sup>102</sup> Dit zal bevorderlijk zijn voor de lange termijnbinding van een aandeelhouder met de vennootschap. Niet alleen om deze reden heeft een dergelijk gesprek ook voor de aandeelhouder voordelen. De aandeelhouder kan zijn bevindingen over het bestuursbeleid en de strategie van de vennootschap namelijk in vertrouwen met het bestuur en/of raad van commissarissen kunnen delen.<sup>103</sup> Ook bij andere voorstellen, zoals bijvoorbeeld het beleid ten aanzien van de bezoldiging van het bestuur dat op grond van artikel 2:135 BW ter vaststelling aan de algemene vergadering van aandeelhouders dient te worden voorgelegd, kan bij de raad van

---

<sup>100</sup> Zie voetnoot 13.

<sup>101</sup> Een voorbeeld waar de ondernemingsleiding zich had vervreemd van de aandeelhouders was de voorgenomen overname van IMS Health door VNU in 2005. Zie hierover het artikel in *Het Financieele Dagblad* 'Meer vorm dan inhoud bij VNU' van 19 april 2006, waarin verslag wordt gedaan van de laatste algemene vergadering van aandeelhouders van VNU. Toenmalig president-commissaris Jacobs gaf tijdens deze vergadering toe 'dat er iets mis is gegaan' en dat VNU de aansluiting met zijn aandeelhouders heeft verloren.

<sup>102</sup> Tabaksblat (2006), p. 597. In de Britse corporate governance code (*Combined Code*, principle D.1) is de bestuurstaak treffend geformuleerd: 'The board must maintain contact with shareholders to understand their opinions and concerns'. Zie ook de uitspraken van Hagemeyer-bestuurslid Tiemstra in het artikel 'Omgangsvormen in ontwikkeling' in *Het Financieele Dagblad* van 21 oktober 2006: 'Een voortdurende dialoog in dergelijke 'one-on-ones' biedt verdieping en schept ook begrip voor de langetermijnkoers van de onderneming. Een bestuurder in de ogen kunnen kijken en luisteren naar hoe hij de strategie uitlegt, is wat aandeelhouders zoeken'.

<sup>103</sup> H. Goossens van vermogensbeheerder Schroders in *Het Financieele Dagblad* van 21 oktober 2006: 'Wij maken uitgebreide analyses over onze wereldwijde aandelenbelangen. We hebben er absoluut geen belang bij dat andere aandeelhouders voor niets inzicht kunnen krijgen in onze bevindingen'.

commissarissen de behoefte bestaan om bij de belangrijkste aandeelhouders voorafgaand aan de algemene vergadering draagvlak te zoeken voor de belangrijkste onderdelen van het voorstel. Het aftasten van voorstellen voorafgaand aan de algemene vergadering voorkomt dat standpunten tijdens de vergadering onnodig worden gepolariseerd en het bestuur en de raad van commissarissen gezichtsverlies lijden indien een voorstel door de algemene vergadering wordt verworpen. Het voeren van *one on one* gesprekken past in dat licht steeds beter bij een zorgvuldige voorbereiding van de besluitvorming op de algemene vergadering van aandeelhouders.<sup>104</sup> Daarbij komt dat de algemene vergadering door haar massaliteit en de openbaarheid op zijn zachtst gezegd niet het beste forum is om een goede inhoudelijke gedachtewisseling te hebben over het beleid en de strategie van de vennootschap.<sup>105</sup> Institutionele beleggers zoeken om deze redenen steeds meer de dialoog buiten de algemene vergadering van aandeelhouders, zoals reeds eerder aangegevoeld met de term *engagement*.<sup>106</sup>

#### 5.2.1. REIKWIJDTE ENGAGEMENTACTIVITEITEN

De reikwijdte van het ‘engagementprogramma’ kan uiteenlopen. Zo zijn er institutionele beleggers die in principe op alle aandelen stemmen en op een select aantal aandelen daarbovenop nog engagementactiviteiten verrichten. Anderen stemmen alleen op de aandelen van die vennootschappen waarmee zij in dialoog zijn, waarmee het probleem van het vergroten van de macht van *proxy advisors* wordt omzeild. Daarnaast kunnen de achtergrond en de strekking van de engagementactiviteiten variëren. Ten eerste kunnen engagementactiviteiten zijn gekoppeld aan de bestaande beleggingsportefeuille van de institutionele belegger. In dat geval zal een aantal vennootschappen

<sup>104</sup> In dezelfde zin de heer Koster, bestuurslid van de Autoriteit Financiële Markten, en de heer Munsters, directeur ABP Vermogensbeheer en voorzitter van Eumedion, in de artikelen ‘AFM: onderonsje mag best’ en ‘Gesprek tapen geeft big brother-gevoel’ in *Het Financieele Dagblad* van 15 december 2006.

<sup>105</sup> Zie bijvoorbeeld ook de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2006b), p. 27, waarin zij schrijft dat de algemene vergaderingen van aandeelhouders ‘veelal niet langer kunnen worden gezien als fora waarin besluitvorming tot stand komt als ‘vrucht van onderling overleg’. Illustratief zijn de opmerkingen van Allen & Overy-advocaat en Numico-commissaris Steven Schuit tijdens het Eumedion-congres van 18 oktober 2006: ‘Je zoekt als bestuur naar consensus met je belangrijkste aandeelhouders. Dat krijg je niet voor elkaar in een vergadering met tweehonderd mensen’ (geciteerd in *Het Financieele Dagblad* van 21 oktober 2006).

<sup>106</sup> Zie bijvoorbeeld ABP, Robeco, ABN AMRO Asset Management en AEGON die in hun corporate governance beleid beschrijven dat zij ook buiten de algemene vergadering contacten hebben met bestuurders en commissarissen van beursgenoteerde vennootschappen.

uit de portefeuille worden ‘gelicht’, waarmee een dialoog wordt gestart. De selectie van vennootschappen zal zijn gebaseerd op mogelijke zorgen ten aanzien van een aantal corporate governance onderwerpen, zoals de bestuursstructuur en *succession planning*, de bezoldiging van bestuurders, beschermingsconstructies en de effectiviteit van de interne risicobeheersings- en controlesystemen of over concrete beleidsplannen van het bestuur.<sup>107</sup> Beroemd zijn de jaarlijkse ‘focus lists’ van het Amerikaanse pensioenfonds CalPERS en van de Amerikaanse belangenorganisatie van institutionele beleggers, de Council of Institutional Investors.<sup>108</sup> Elk jaar wordt een aantal Amerikaanse beursgenoteerde vennootschappen waarvan de corporate governance structuur te wensen overlaat op een speciale lijst geplaatst. Met deze vennootschappen wordt een engagementproces gestart om veranderingen te bewerkstelligen.

Een andere vorm van *engagement* vindt plaats wanneer de institutionele belegger juist aandelen van de betreffende vennootschap gaat houden vanwege een – in de ogen van de institutionele belegger althans – gebrekkige corporate governance structuur of onjuist beleid en onjuiste strategie.<sup>109</sup> Gespecialiseerde vermogensbeheerders en beleggingsinstellingen die significante belangen nemen in deze vennootschappen, zullen met het bestuur en de raad van commissarissen gesprekken aangaan om veranderingen te bewerkstelligen. Naar de mening van deze beleggers zal immers waarde worden gecreëerd wanneer verbeteringen in de corporate governance worden doorgevoerd of de strategie wordt gewijzigd. Zij zullen het bestuur en de raad van commissarissen willen overtuigen van hun visie, zodat op de algemene vergadering door het bestuur en de raad van commissarissen voorstellen worden gepresenteerd die in lijn zijn met de inzet van de betreffende aandeelhouders. De algemene vergadering fungeert op deze manier als sluitstuk van een dialoog die al ver voor het formele beslissingsmoment is ingezet. De

---

<sup>107</sup> Voorbeelden ontleend aan de GO Stewardship Service van Governance for Owners ([www.g4owners.com](http://www.g4owners.com)).

<sup>108</sup> Zie over de effecten van deze aanpak Barber (2006) en Opler en Sokobin (2005).

<sup>109</sup> Bijvoorbeeld de handelswijze van Relation Investors in Noord-Amerika en die van het Hermes Focus Asset Management Europe (HFAME) ([www.hermes.co.uk](http://www.hermes.co.uk)) en het Governance for Owners Europe Focus Fund ([www.g4owners.com](http://www.g4owners.com)) in Europa. HFAME stelt bijvoorbeeld dat zij belegt in ‘companies that are fundamentally sound but whose shares are discounted by the market as a result of strategic, governance or financial structuring weaknesses and where shareholder involvement can be the catalyst for change and result in improved performance’. In Nederland hanteert de beleggingsinstelling Recalcico een min of meer identieke strategie. Recalcico ‘belegt in ondergewaardeerde aandelen waarbij deze onderwaardering (deels) te wijten is aan governance-perikelen’. Recalcico denkt dat deze onderwaardering ‘(gedeeltelijk) weg te werken is via een activistisch aandeelhouderschap’. Zie [www.recalcico.nl](http://www.recalcico.nl).

middelen die worden gebruikt om de uiteindelijke doelstellingen te bereiken kunnen nogal eens verschillen. Zo zijn er institutionele beleggers die alleen ‘achter de schermen’ met de ondernemingsleiding de dialoog aangaan en niet het woord voeren op de algemene vergadering. Anderen schuwen het gebruik van de media en het maken van statements op de algemene vergadering van aandeelhouders niet om hun argumentatie in de openbaarheid kracht bij te zetten. Ook kunnen zij gebruik maken van hun formele rechten als aandeelhouder door bijvoorbeeld een onderwerp voor de agenda van de algemene vergadering aan te dragen en zoeken zij steun bij medeaandeelhouders (zie voor de problemen hierbij paragraaf 7.4). De reputatie van de vermogensbeheerders kan ertoe leiden dat de aandelenkoers soms al stijgt op de enkele bekendmaking dat zij met het bestuur en de raad van commissarissen in gesprek zijn of een brief over de mankementen in de corporate governance structuur hebben verstuurd.<sup>110</sup>

#### 5.2.2 ENGAGEMENTACTIVITEITEN: ZELF DOEN OF UITBESTEDEN?

Een institutionele belegger die eenmaal heeft gekozen om engagementactiviteiten te ondernemen staat vervolgens voor de keus om deze activiteiten zelf te verrichten of (net als het vermogensbeheer en het stembeleid) uit te besteden. Belangrijke factoren in de besluitvorming zal zijn de ‘aard’ van de institutionele belegger, zijn reputatie, de omvang van zijn belegd vermogen en de expertise die in ‘eigen’ huis aanwezig is. Het zal voor zich spreken dat de deuren van een beursgenoteerde vennootschap eerder opengaan voor een grote institutionele belegger dan voor een kleine. Daarbij zal het er waarschijnlijk weinig toe doen of de betreffende institutionele belegger in absolute zin groot is (in termen van totaal belegd vermogen) of alleen in relatieve zin (in de zin van het hebben van een omvangrijk pakket aandelen in de betreffende vennootschap). Een institutionele belegger die omvangrijke pakketten aandelen houdt in beursgenoteerde vennootschappen zal overigens zelf ook niet snel geneigd zijn om de engagementactiviteiten uit te besteden. Een institutionele belegger die met veel tegenstrijdige belangen kampt (zie paragraaf 6.1), zal daarentegen eerder besluiten om de engagementactiviteiten uit te besteden. Datzelfde geldt voor institutionele beleggers die een

---

<sup>110</sup> Zie bijvoorbeeld de artikelen ‘CSM tot 9% hoger na uiten zorgen door aandeelhouders’ in *Het Financieele Dagblad* van 17 november 2005, ‘Wegener spuit omhoog op verder tamme beurs’ in *Het Financieele Dagblad* van 9 september 2006, waarin is vermeld: ‘Beleggers zijn blij dat Wegener praat met de activistische aandeelhouder Governance for Owners over beleidswijzigingen die bedrijf en koers omhoog moeten brengen’ en ‘ABN Amro in vizier Londense hedge funds; Brief activistische belegger zorgt voor koerssprong’ in *Het Financieele Dagblad* van 22 februari 2007.

klein intern ‘apparaat’ hebben, zodat zij in een gesprek met een bepaalde vennootschap niet voldoende beslagen ten ijs zullen komen.

In Nederland bestaat hiervoor bijvoorbeeld de stichting Het Corporate Governance Platform. Daaraan doet een aantal grote Nederlandse institutionele beleggers mee. Het Governance Platform verricht in opdracht van de aangesloten institutionele beleggers de engagementactiviteiten op basis van een regelmatige dialoog tussen het Platform en een aantal geselecteerde beursgenoteerde vennootschappen.<sup>111</sup> Indien meerdere institutionele beleggers hieraan deelnemen kunnen enerzijds de kosten worden gereduceerd, terwijl anderzijds de kans op het bewerkstelligen van veranderingen in het beleid of in de strategie of in de corporate governance structuur toeneemt.<sup>112</sup> Andere belangrijke partijen die namens cliënten engagementactiviteiten verrichten zijn de Britse vermogensbeheerders Hermes, Governance for Owners en F&C.<sup>113</sup>

## 6. Interne obstakels

Het in paragraaf 5 geformuleerde corporate governance beleid kan onder druk komen door interne en externe obstakels. Interne obstakels hebben te maken met obstakels binnen de institutionele beleggers. Externe obstakels hebben te maken met wet- en regelgeving en praktische problemen die buiten de invloedssferen van de institutionele belegger zelf liggen. Hieronder komen allereerst de obstakels die binnen de invloedssfeer van de institutionele belegger zelf liggen aan de orde. Achtereenvolgens zijn dat tegenstrijdige belangen en het uitlenen van aandelen.

### 6.1. *Tegenstrijdige belangen*

Tegenstrijdige belangen kunnen zich in verschillende gradaties voordoen. De eerste is de tegenstrijdigheid van belangen tussen institutionele belegger en vennootschap waarvan de institutionele belegger aandelen houdt, hierna aangeduid als de externe tegenstrijdige belangen. De tweede is de tegenstrijdigheid van belangen binnen een institutionele belegger, hierna aange-

---

<sup>111</sup> Zie [www.governanceplatform.nl](http://www.governanceplatform.nl). Deelnemers zijn o.a. de KLM Pensioenfondsen, Grafische Bedrijfsfondsen, Mn Services, Robeco, SNS Asset Management, Nachenius Tjeenk & Co en Cordares.

<sup>112</sup> Een mogelijke bottleneck hierbij is het risico op ‘acting in concert’ door de deelnemende institutionele beleggers (zie hierover meer in paragraaf 7.4).

<sup>113</sup> F&C verricht bijvoorbeeld engagementactiviteiten voor het Bedrijfstakpensioenfonds Metalelektro en voor PGGM (op het terrein van duurzaam ondernemen).

duid als de interne tegenstrijdige belangen. Beide soorten tegenstrijdige belangen kunnen het eerder door de institutionele belegger geformuleerde corporate governance beleid beperken of op ad hoc basis doen wijzigen.

#### 6.1.1 EXTERNE TEGENSTRIJDIGE BELANGEN

Externe tegenstrijdige belangen van een institutionele belegger kunnen zich op zowel het zakelijke als op het persoonlijke vlak voordoen. Een zakelijk extern tegenstrijdig belang doet zich bijvoorbeeld voor als een institutionele belegger uit andere hoofde dan zijn aandeelhouderschap gebaat is bij een goede relatie met de vennootschap waarin de institutionele belegger de aandelen houdt. Het kan daarbij bijvoorbeeld gaan om het aanbieden van financiële producten, zoals verzekeringen. De baten van een transactie met de betreffende vennootschap zijn direct zichtbaar. Het aangaan van een commerciële relatie kan het dan ‘winnen’ van de verantwoordelijkheid van de institutionele belegger om überhaupt te stemmen op de algemene vergadering dan wel om kritisch te analyseren of de institutionele belegger wel moet instemmen met het voorstel van het bestuur dat aan de algemene vergadering van aandeelhouders ter vaststelling of ter goedkeuring wordt voorgelegd. Voorts kan bij de aanbieder van commerciële diensten de neiging bestaan om in de markt niet de reputatie te hebben van een instelling die het de besturen van vennootschappen publiekelijk lastig maakt.<sup>114</sup> Dit zou haar commerciële positie ook ten opzichte van andere vennootschappen kunnen schaden. Een institutionele belegger die zowel ‘eigen geld’ als geld voor derden beheert, kan wat dit punt betreft in een nog lastiger situatie komen. Het bedrijfsonderdeel dat het eigen geld beheert zal bij het uitbrengen van zijn stem ook de belangen van de moederorganisatie (moeten) meewegen. Het bedrijfsonderdeel dat geld voor derden beheert heeft puur een fiduciaire verantwoordelijkheid richting zijn begunstigden. Het belang van de moederorganisatie zou niet moeten meewegen.<sup>115</sup> Beide onderdelen vallen echter onder dezelfde paraplu, zodat er in de praktijk toch een druk kan ontstaan op

---

<sup>114</sup> Verdam (2003), p. 11.

<sup>115</sup> Fortis Verzekeringen Nederland stelt bijvoorbeeld: ‘Door verschillen in lokale regelgeving, internationale “best practice” bepalingen op het terrein van corporate governance en andere verschillen kan het voorkomen dat Fortis ondernemingen in specifieke gevallen verschillend zullen stemmen. Fortis Verzekeringen Nederland kan derhalve in een concreet geval anders stemmen dan een zustermaatschappij behorend tot Fortis’.

de ‘vermogensbeheerpoot’ om de belangen van de moederorganisatie mee te wegen.<sup>116</sup>

Maar ook bij institutionele beleggers die geen commerciële diensten aanbieden kunnen tegenstrijdige belangen bestaan. Een persoonlijk tegenstrijdig belang kan ontstaan wanneer bijvoorbeeld een ondernemingspensioenfonds (of, indien het vermogen is uitbesteed, de vermogensbeheerder daarvan) aandelen houdt van de ‘sponsor’ of vennootschap waarvan hij het pensioengeld beheert. Het kan immers zijn dat één of meerdere bestuurders van de ‘sponsor’ deel uitmaakt van het bestuur van het betreffende ondernemingspensioenfonds.<sup>117</sup> De vertegenwoordiging van bestuurders van een beursgenoteerde vennootschap in het bestuur van een ondernemingspensioenfonds kan bij dit soort institutionele beleggers voorts de prikkel verminderen om zich kritisch op te stellen in een algemene vergadering van aandeelhouders van een andere vennootschap uit ‘angst’ voor kritische vragen terug (van ofwel een ander ondernemingspensioenfonds ofwel van andere bestuurders).<sup>118</sup> Ondernemingspensioenfondsen zouden zich mede vanwege deze persoonlijke constellaties ‘van nature’ terughoudend opstellen in het corporate governance debat.<sup>119</sup> Een persoonlijk tegenstrijdig belang kan zich verder voordoen als een vertegenwoordiger van de institutionele belegger zitting heeft in het bestuur of in de raad van commissarissen van de vennootschap waarvan de institutionele belegger aandelen houdt. Zowel de commissaris als de institutionele belegger kan dan in een lastige positie worden gebracht.

---

<sup>116</sup> Illustratief waren de gebeurtenissen rond de fusie van Hewlett-Packard met Compaq in 2002. De vermogensbeheerpoot van Deutsche Bank was, vanuit de belangen van zijn cliënten, voornemens tegen deze fusie te stemmen. De financieel bestuurder van Hewlett-Packard belde daarop met het bestuur van Deutsche Bank dat de *investment banking* relatie tussen Hewlett-Packard en Deutsche Bank op het spel stond wanneer Deutsche Bank zou tegenstemmen. Uiteindelijk stemde Deutsche Bank toch voor de fusie (voorbeeld ontleend aan Davis c.s. (2006), p. 68).

<sup>117</sup> Vergelijk de affaire Nedlloyd-Hagen in het begin van de jaren '90 van de vorige eeuw. Het pensioenfonds van Nedlloyd kocht destijds het aandelenpakket van Hagen om zo de ‘sponsor’ te bevrijden van een lastige aandeelhouder (voorbeeld ontleend aan Maatman (2004), p. 127).

<sup>118</sup> Een dergelijke situatie kan zich ook voordoen bij vermogensbeheerders die zijn ‘gelieerd’ aan een beursgenoteerde vennootschap, zoals een verzekeraar of bank.

<sup>119</sup> Maatman (2000), p. 174. Ter illustratie de uitlatingen van de heer Thoman, toenmalig algemeen directeur van Blue Sky Group (de uitvoeringsorganisatie van onder meer de KLM-pensioenfondsen) in het artikel ‘BSG wil pensioenen derden uitvoeren’ in *Het Financieele Dagblad* van 4 maart 2003: ‘Een bijkomend gevolg is dat we ons als pensioenfonds niet meer hoeven te roeren op aandeelhoudersvergaderingen. Als we dat deden, liepen we het risico dat KLM een paar dagen later aan de lijn hing. Die vond het niet leuk als hun pensioenfonds zich uitliet over de gang van zaken bij andere bedrijven waar KLM mee werkt’.



Een aantal institutionele beleggers heeft de hiervoor problematiek ‘opgelost’ door te regelen dat in geval van tegenstrijdig belangsituaties ‘blindelings’ het advies van een *proxy advisor* wordt gevolgd.<sup>120</sup> Nadeel van deze oplossing is dat dan de ‘machtspositie’ van de *proxy advisors* verder wordt versterkt.<sup>121</sup> Een variant op deze oplossing is om het vermogensbeheer en ook het beheer van de zeggenschapsrechten uit te besteden aan een professionele vermogensbeheerder.<sup>122</sup> In al deze situaties is en blijft de institutionele belegger echter verantwoordelijk voor het uiteindelijke stemgedrag, ook in externe tegenstrijdig belangsituaties. Het komt mede daarom voor dat institutionele beleggers hun stem niet uitbrengen op die aandelen van vennootschappen waarmee zij een tegenstrijdig belang hebben.<sup>123</sup> Daarnaast verklaren sommige institutionele beleggers dat zij niet vertegenwoordigd willen zijn in de raad van commissarissen van een beursgenoteerde vennootschap, teneinde de ‘onafhankelijke’ aandeelhouderspositie te waarborgen.<sup>124</sup> Ook komt het voor dat in zijn algemeenheid wordt opgevoerd dat er speciale procedures van toepassing zijn om belangenverstremgeling te voorkomen, zonder dat wordt ingegaan op de aard en inhoud van deze procedures.<sup>125</sup>

---

<sup>120</sup> Mn Services verklaart in zijn stembeleid: ‘In het geval dat sprake is van een mogelijk tegenstrijdig belang (bijvoorbeeld als Mn Services aandeelhouder is van een onderneming, waarvoor zij het vermogen van het bedrijfspensioenfonds beheert) is het stemadvies van ISS bindend’. ABN AMRO Asset Management verklaart: ‘Wanneer wij namens de beleggingsfondsen van ABN AMRO Asset Management onze stem uitbrengen op aandeelhoudersvergaderingen van ABN AMRO Holding N.V., dan volgen wij daarbij het stemadvies van onze vertegenwoordiger [proxy voting agent]’. Fortis Investments heeft een soortgelijk beleid: ‘In general, if the Proxy Voting Committee [of Fortis Investments] comes to the opinion that there is an appearance of a potential conflict between the company’s view and the shareholders interest, the Proxy Voting Committee will always accept the voting recommendation on the proxy ballot as an independent fiduciary’ (Fortis Investments, ‘Proxy Voting Policy’).

<sup>121</sup> Zie ook de uitspraken van SEC Commissioner Glassman, aangehaald in paragraaf 5.1.1.

<sup>122</sup> Zie voetnoot 119.

<sup>123</sup> Shell Pensioenfonds heeft in zijn stembeleid de passage opgenomen dat niet wordt gestemd op de aandelen Shell. Fortis OBAM en Fortis Investments stemmen niet op de aandelen Fortis. Pensioenfonds KPN stemt niet op de aandelen KPN en Pensioenfonds TNT niet op die van TNT, ook al hebben deze pensioenfondsen het vermogensbeheer uitbesteed aan TKP Investments.

<sup>124</sup> ABP verklaart in haar corporate governance code bijvoorbeeld: ‘Een plaats in de raad van commissarissen die deze onafhankelijkheid zou kunnen aantasten wordt niet nagestreefd. Bij het uitoefenen van haar stemrecht als aandeelhouder laat ABP zich leiden door eigen financiële belangen op lange termijn. Dit kan botsen met de doelstelling van andere belanghebbenden’.

<sup>125</sup> Bijvoorbeeld Robeco. Aegon stelt dat ‘wanneer sprake is van een belangenverstremgeling AEGON zich zo veel mogelijk zal inspannen hier op een eerlijke manier mee om te gaan’. In dezelfde zin Fortis.

### 6.1.2. INTERNE TEGENSTRIJDIGE BELANGEN

Tegenstrijdige belangen kunnen zich ook voordoen *binnen* institutionele beleggers. Een voorbeeld hiervan is de situatie dat een institutionele belegger zowel obligaties als aandelen van dezelfde vennootschap houdt. De belangen van obligatiehouders hoeven niet hetzelfde te zijn als de belangen van aandeelhouders, zeker niet in het geval van een openbaar bod op de aandelen of bij druk van de kant van aandeelhouders om de vennootschap op te splitsen teneinde meer focus in de strategie aan te brengen. In dergelijke gevallen komt het regelmatig voor dat de prijs van de aandelen van de vennootschap omhoog schiet, terwijl de koers van de obligaties sterk daalt in verband met (het vooruitzicht van) een verslechterende kredietwaardigheid.

Hieraan gerelateerd is het voorbeeld dat een institutionele belegger in het geval van een openbaar bod op aandelen zowel aandelen in de doelvennootschap als in de bieder houdt.<sup>126</sup> De beheerder van een portefeuille die de aandelen van de doelvennootschap houdt kan tot een ander advies over het openbaar bod komen dan de beheerder die de aandelen van de bieder in portefeuille heeft. Ook komt de situatie voor dat een institutionele belegger aandelen houdt in een vennootschap waarop een openbaar bod is uitgebracht door een *private equity* partij die voor een (groot) deel is ‘gefund’ door dezelfde institutionele belegger. De *private equity* partij zal tegen een zo laag mogelijke prijs een openbaar bod op de aandelen willen doen, teneinde een zo hoog mogelijk (toekomstig) rendement op zijn beleggingen voor zijn klanten, waaronder de betreffende institutionele belegger, te behalen. De betreffende institutionele belegger heeft in zijn rol als aandeelhouder van de betreffende doelvennootschap – normaal gesproken – juist belang bij een zo hoog mogelijke biedprijs.

Los van de directe tegenstrijdige belangen tussen bepaalde afdelingen, komt het ook binnen institutionele beleggers voor dat verschillende personen een bepaalde situatie verschillend analyseren en tot verschillende conclusies komen. Een portefeuillemanager kan vanuit bedrijfseconomisch perspectief bijvoorbeeld een andere analyse over ‘de kwaliteit’ van een openbaar bod op de aandelen van een vennootschap hebben dan de persoon die de ‘corporate

---

<sup>126</sup> Zie bijvoorbeeld *NRC Handelsblad*, ‘ABP verkoper én koper bij strijd om vastgoedbelegger’, 22 januari 2007.

governance aspecten' beoordeelt.<sup>127</sup> Ook kan de situatie voordoen dat degene die (mede) beslist over het stemgedrag ten aanzien van een bepaald aandeel zelf een positie heeft in dit aandeel.<sup>128</sup>

Institutionele beleggers die zich met bovengenoemde voorbeelden van interne belangenconflicten geconfronteerd zien, zullen interne procedures moeten inrichten om tot een gemeenschappelijk standpunt te komen. Consequentie hiervan kan zijn dat een institutionele belegger in het geval hij de betreffende 'controversiële' algemene vergadering zelf bezoekt, in de vergadering nauwelijks tot geen bewegingsruimte meer heeft. Hij zal moeilijk kunnen inspelen op een bepaalde handreiking van het bestuur tijdens de algemene vergadering, dan wel dat hij zijn afgegeven stemvolmacht aan een partij nog kan herroepen naar aanleiding van nieuwe informatie.

## 6.2 *Uitlenen van aandelen*

Een institutionele belegger die het principe hanteert op alle aandelen in portefeuille te stemmen, stuit vaak nog op een ander intern knelpunt: aandelen die (tijdelijk) zijn uitgeleend, kortweg *securities lending*. Het komt namelijk veelvuldig voor dat institutionele beleggers (een deel van hun) aandelen juridisch overdragen aan een partij die om verschillende redenen deze aandelen op korte termijn moet leveren. De 'inlener' verplicht zich tegelijkertijd om op een later tijdstip een gelijk aantal van dezelfde aandelen terug te leveren, onder betaling van een 'leenvergoeding'.<sup>129</sup> De totale omvang van *securities lending* wordt geschat op ongeveer 3 triljoen dollar per dag.<sup>130</sup>

---

<sup>127</sup> Illustratief zijn de opmerkingen van de Eric Knight, directeur van Knight Vinke Asset Management, die het 'verzet' leidde tegen het openbaar bod van Valcon Acquisition op VNU in 2006: 'Zelfs binnen één instituut zijn er verschillende fondsmanagers met verschillende visies en een eigen onafhankelijke koers' (uitspraken opgetekend door *Het Financieele Dagblad* in het artikel 'Omgangsvormen in ontwikkeling' van 21 oktober 2006).

<sup>128</sup> Zo stelt Fortis Investments: 'In cases where a Proxy Voting Committee (PVC) member may be perceived to have a less than objective opinion or conflict of interest, that member will be obliged to report the situation to the PVC and will not participate in any decision making on the particular company involved. For purposes of PVC decisions, a conflict of interest will be said to exist if that member owns more than a de minimis number (500) of shares of the subject company in personal investment accounts controlled or directed by such member'.

<sup>129</sup> Zie hierover Maatman en Raaijmakers (2006).

<sup>130</sup> ISLA (2005).

Het zijn vooral banken en hedge funds die als inlener actief zijn. De geleende aandelen worden voornamelijk gebruikt voor het uitvoeren van een tweetal typen strategieën.<sup>131</sup> Ten eerste dividendarbitrage. Deze strategie is mogelijk wanneer de uitlener, de institutionele belegger, buitenlandse aandelen houdt en in het betreffende land niet alle dividendbelasting kan terugvorderen. De aandelen worden dan kort voor de dividenddatum uitgeleend aan een inlenende partij die deze belasting wel (of deels) kan terugvorderen. Vervolgens wordt een deel van de terugontvangen dividendbelasting door de inlener aan de uitlener vergoed. De aantrekkelijkheid van deze strategie is mede afhankelijk van het land waarin het aandeel is uitgegeven en de termijn waarop de dividendbelasting kan worden teruggevorderd. De tweede strategie ziet op het *short* gaan in bepaalde aandelen. Het zijn vooral hedge funds die hierin actief zijn. Door in een aandeel *short* te gaan, wordt geanticipeerd op een verwachte koersdaling. Het aandeel wordt verkocht in de verwachting deze later tegen een lagere waarde terug te kopen. Een hedge fund kan echter alleen een aandeel verkopen als hij deze ook daadwerkelijk houdt. Door dit aandeel te lenen wordt dit mogelijk gemaakt. Deze strategieën dragen aldus bij aan de liquiditeit en efficiëntie van de financiële markten.<sup>132</sup>

*Securities lending* is voor institutionele beleggers een relatief gemakkelijke manier om extra rendement te genereren.<sup>133</sup> De institutionele beleggers blijven economisch eigenaar van de aandelen; bovenop het beleggingsrendement (koerswinst en dividendbetaling) komt via securities lending namelijk de 'leenvergoeding'. De hoogte van de leenvergoeding is afhankelijk van de vraag naar en het aanbod van de betreffende aandelen. Pensioenfondsen hebben gemiddeld 15 procent van de aandelenportefeuilles uitgeleend.<sup>134</sup> Rond de datum van de algemene vergadering van aandeelhouders doen zich echter pieken voor van 25 tot 50 procent.<sup>135</sup> Dit komt waarschijnlijk door de eerder genoemde strategie van dividendarbitrage. Deze strategie concentreert

<sup>131</sup> PGGM, 'Securities lending: uitlenen loont', [www.pggm.nl](http://www.pggm.nl).

<sup>132</sup> Maatman en Raaijmakers (2006), p. 261. De Minister van Financiën is dezelfde mening toegedaan, vgl. *Kamerstukken II 2002/03*, 28 122, nr. 19, p. 7, voetnoot 2. In dezelfde zin de verklaring van de G7-landen tijdens hun bijeenkomst in Essen op 9 en 10 februari 2007 in Essen.

<sup>133</sup> ABP heeft naar verluidt tussen 2002 en 2005 ruim 160 miljoen euro aan uitleenvergoeding ontvangen (zie *Het Financieele Dagblad*, 'ABP zet rem op het uitlenen van aandelen; Pensioenfonds wil misbruik van stemrecht voorkomen', 15 december 2005).

<sup>134</sup> De Jong c.s. (2007). Andere institutionele beleggers, niet zijnde pensioenfondsen, hebben volgens dit onderzoek gemiddeld 31 procent van de aandelen uitgeleend. Dit percentage is echter gebaseerd op vier niet-pensioenfondsen, zodat dit percentage waarschijnlijk niet representatief is voor het gemiddelde van de hele groep institutionele beleggers niet zijnde pensioenfondsen.

<sup>135</sup> Raaijmakers (2005). Zie ook zijn preadvies in deze publicatie.

zich rondom de zogeheten ‘ex-datum’: de datum dat het vastgestelde dividend van de waarde van de aandelen afgaat. Die datum valt in de meeste gevallen twee tot vier dagen na de datum van de algemene vergadering van aandeelhouders. Dit leidt tot een grote vraag naar aandelen rond de ‘ex-datum’, aan welke vraag door veelal het uitlenen van aandelen door institutionele beleggers wordt voldaan. Dit heeft als bijkomend gevolg dat institutionele beleggers kort voor de algemene vergadering relatief weinig aandelen kunnen (laten) registreren. Institutionele beleggers kunnen de uitgeleende aandelen weliswaar op ieder moment ‘terughalen’ (*recallen*), maar gebruikmaking van deze bevoegdheid zal de leenvergoeding verminderen en gaat met kosten gepaard. Bovendien zijn institutionele beleggers vaak niet op de hoogte dat respectievelijk wanneer hun aandelen worden uitgeleend.<sup>136</sup> Het resultaat is dat stemmen verloren gaan, of dat de inlenende partij juist gebruik maakt van de zeggenschapsrechten verbonden aan de aandelen om de uitkomst van de stemming op de algemene vergadering van aandeelhouders te beïnvloeden.<sup>137</sup> Een hedge fund dat aandelen inleent om *short* te gaan, kan immers de strategie hebben om juist de stemuitslag op de algemene vergadering te beïnvloeden teneinde de gewenste een koersdaling te genereren.<sup>138</sup>

De praktijk van *securities lending* leidt bij de institutionele belegger tot een dilemma. De institutionele belegger zal de hoogte van de uitleenvergoeding, die op korte termijn ten gunste van zijn begunstigden kan worden verdiend, dienen af te wegen tegen de baten van het stemmen op de algemene vergadering, welke eerst over een wat langere tijd worden gerealiseerd. *Securities lending* zou afbreuk kunnen doen aan de doelstelling van het stembeleid van de institutionele belegger om de participatie van aandeelhouders in de algemene vergadering te verhogen en om – diensgevolge – op zoveel mogelijk aandelen te stemmen. Voorts kan het zeer wel zijn dat de partijen die de aandelen hebben geleend het stemrecht kunnen uitoefenen op een wijze die haaks staat op het stembeleid van de institutionele belegger die economisch eigenaar is van de aandelen.<sup>139</sup> Dit past niet goed bij de fiduciaire verant-

<sup>136</sup> Raaijmakers (2005), p. 247.

<sup>137</sup> Maatman en Raaijmakers (2006), p.261 en Hu en Black (2006).

<sup>138</sup> Hu en Black (2006), pp. 6-7. Zie ook het preadvies van Raaijmakers in dit nummer.

<sup>139</sup> De heer Munsters, directeur Vermogensbeheer van ABP stelt in het artikel ‘ABP zet rem op het uitlenen van aandelen; Pensioenfondsen wil misbruik van stemrecht voorkomen’ in Het Financieel Dagblad van 15 december 2005 bijvoorbeeld: ‘Bij Telecom Italia en meer recentelijk rond News Corporation is dit mogelijk gebeurd. In beide gevallen leken institutionele beleggers, inclusief ABP, af te steunen op een meerderheid bij een belangrijk besluit. Achteraf verloren zij toch de stemming. Reconstructie wees uit dat partijen die aandelen van deze institutionele beleggers hadden geleend, juist voor de tegenpartij hadden gekozen’.

woordelijkheid van de institutionele belegger om (ook) de zeggenschapsrechten verbonden aan aandelen op een juiste manier te beheren.

Institutionele beleggers gaan momenteel op verschillende manieren om met het ‘corporate governance beleid’ t.a.v. het uitlenen van aandelen. Een groep institutionele beleggers besteedt in zijn gepubliceerde stembeleid niet expliciet aandacht aan dit onderwerp<sup>140</sup> of stelt in algemene termen dat ‘niet wordt gestemd op de aandelen die zijn uitgeleend’.<sup>141</sup> De rendementen die op het uitlenen van aandelen worden behaald, zijn waarschijnlijk groter dan de ‘corporate governance’ baten van het stemmen op een algemene vergadering op de langere termijn. Daarnaast zijn er institutionele beleggers die het beleid hanteren dat altijd een bepaald percentage aandelen beschikbaar is voor het stemmen op de algemene vergaderingen en/of dat uitgeleende aandelen worden teruggehaald als er belangrijke zaken op de agenda van de algemene vergadering van aandeelhouders staan.<sup>142</sup> Ook komt het voor dat een institutionele belegger een *full voting list* hanteert. Op een dergelijke lijst staan specifieke vennootschappen waarbij de institutionele belegger met het volledige aandelenbezit stemt. Uitgeleende aandelen zullen dan worden teruggehaald om erop te stemmen.<sup>143</sup> Voorts komt het voor dat in de over-

---

<sup>140</sup> Dit kan erop duiden dat er ofwel geen beleid over *securities lending* is geformuleerd, ofwel dat de institutionele belegger geen aandelen uitleent.

<sup>141</sup> ABN AMRO Pensioenfonds. Hier zal waarschijnlijk zijn bedoeld dat de uitgeleende aandelen niet worden teruggehaald, aangezien in juridische zin op uitgeleende aandelen niet kan worden gestemd. Stichting Bedrijfstakpensioenfonds Zorgverzekeraars stelt bijvoorbeeld dat zij actief is in het uitlenen van aandelen. ‘Daardoor is het niet mogelijk geweest daadwerkelijk met betrekking tot alle Nederlandse ondernemingen (met alle bij SBZ in bezit zijnde aandelen) te stemmen’. Pensioenfonds KPN en Pensioenfonds TNT verklaren: ‘Vanwege het extra rendement zullen uitgeleende aandelen ten behoeve van het uitoefenen van het stemrecht in beginsel niet worden teruggehaald uit het leencircuit. Wel is het mogelijk dat er symbolisch een uitgeleend aandeel wordt teruggehaald zodat het pensioenfonds toch vertegenwoordigd kan zijn op de aandeelhoudersvergadering om haar stem te laten gelden. Per onderneming zal worden beoordeeld of de voordelen verbonden aan het uitlenen van aandelen opwegen tegen het niet gebruik maken van het stemrecht’.

<sup>142</sup> Zoals ABP, Mn Services, Spoorwegpensioenfonds, Stichting Pensioenfonds Openbaar Vervoer, PMT, AEGON en PGGM. ABP hanteert een minimum aanhoudpercentage van 10 en Mn Services van 5. PGGM hanteert als beleid dat in een aantal gevallen de uitgeleende aandelen worden teruggehaald, ‘zoals in het geval van vijandige overnames, waarbij PGGM de noodzaak voelt zijn volledig stemrecht in te zetten’.

<sup>143</sup> ABP hanteert bijvoorbeeld een dergelijke lijst. Op deze lijst staan: alle Nederlandse vennootschappen, vennootschappen waar ABP een groot (absoluut of relatief) belang in heeft en vennootschappen waar belangrijke corporate governance issues spelen. Op de aandelen van deze vennootschappen wordt ‘extra goed geïnformeerd’ gestemd en wordt op alle aandelen een stem uitgebracht. Op de rest van de aandelen in portefeuille wordt ‘routinematig’ gestemd aan de hand van advies van een proxy advisor en kan het zijn dat door het uitlenen van aandelen niet op alle aandelen wordt gestemd.

eenkomsten tussen uitlenende en inlenende partij de bepaling wordt opgenomen dat niet is toegestaan dat de aandelen uitsluitend worden ‘gebruikt’ om het stemrecht op deze aandelen uit te oefenen. Critici wijzen er echter op dat dit moeilijk te controleren valt.<sup>144</sup>

Het dilemma voor institutionele beleggers vergt meer structurele oplossingen. Eén van de oplossingen zou het vervroegen van de registratiedatum voor het uitoefenen van het stemrecht op de algemene vergadering van aandeelhouders kunnen zijn. Sinds 1 januari 2007 is het mogelijk om de uiterste registratiedatum te bepalen op de dertigste dag voor die der algemene vergadering (artikel 2:119 BW). Aangezien de ‘piek’ in het uitlenen van aandelen vlak voor de algemene vergadering van aandeelhouders ligt, is het de verwachting dat institutionele beleggers op de dertigste dag voor de dag van de algemene vergadering nog van een groter deel van de aandelenportefeuille juridisch eigenaar en derhalve stemgerechtigd zijn. Hiermee worden twee vliegen in één klap geslagen. Institutionele beleggers kunnen op een groter deel van hun aandelenportefeuille hun stem uitbrengen, terwijl zij geen inkomsten verliezen uit het uitlenen van aandelen. Daarnaast wordt het de inlenende partijen moeilijker gemaakt om het stemrecht op aandelen op een dusdanige wijze uit te oefenen dat niet in het belang van de uitlenende partij is. Critici kunnen beweren dat ‘kwaadwillende’ partijen aandelen gaan inlenen vlak voor de registratiedatum. Echter, de kans is groter dat een inlenende partij de aandelen in dat geval specifiek leent voor het uitoefenen van het stemrecht. De mogelijkheid op ‘misbruik’ van stemrecht is in een dergelijk geval eerder zichtbaar, bijvoorbeeld in de hoogte van de vraag naar het inlenen van aandelen en de hoogte van de uitleenvergoeding, zodat de institutionele belegger kan besluiten in een dergelijk geval zijn aandelen niet uit te lenen. Meestal zullen in een dergelijk geval controversiële voorstellen tijdens de algemene vergadering worden behandeld, zodat een institutionele belegger die als beleid heeft om in dergelijke situaties geen aandelen uit te lenen dit beleid beter kan handhaven. Hetzelfde kan worden bereikt wanneer de periode tussen registratiedatum en de ex-dividend datum wordt verruimd.

## 7. Externe obstakels

Niet alleen ‘interne obstakels’, maar ook obstakels die buiten de invloedssfeer van institutionele beleggers liggen, kunnen een belemmering vormen om het stembeleid uit te voeren. Deze kunnen hun oorsprong vinden in belemmerende en knellende regels opgenomen in statuten en wetten, maar ook in praktische problemen. Hieronder komen achtereenvolgens aan de

---

<sup>144</sup> Raaijmakers (2005), p. 248.

orde het blokkeren van aandelen, de ketenproblematiek tussen beursgenoteerde vennootschap en de uiteindelijk stemgerechtigde, onduidelijkheid over het begrip ‘acting in concert’ en de angst voor het ontvangen van koersgevoelige informatie in gesprekken met het bestuur en de raad van commissarissen.

### 7.1 *Blokkering van aandelen*

Een belangrijke belemmering in het uitoefenen van het stemrecht door een institutionele belegger is de eis tot het in bewaring geven van de aandelen bij een depot voordat het stemrecht op de algemene vergadering van aandeelhouders kan worden uitgeoefend. Die eis tot de blokkering van de aandelen kan zijn gesteld door ofwel de vennootschap ofwel door de intermediair (bank). De eis tot blokkering werd in het verleden vaak gesteld om de vennootschap de zekerheid te geven dat degene die zijn stem op de algemene vergadering wil uitbrengen tussen het tijdstip van aanmelding om van het stemrecht gebruik te maken en het tijdstip van de algemene vergadering aandeelhouder is en blijft. Dat de aandelen een bepaald aantal dagen dienen te worden geblokkeerd heeft te maken met het feit dat de intermediair tijd wil inbouwen om te verifiëren of degene die zich voor de algemene vergadering aanmeldt ook daadwerkelijk de aandelen houdt en op hoeveel aandelen hij kan en wil stemmen.

De eis tot blokkering van aandelen weerhoudt vooral veel institutionele beleggers van het stemmen op de algemene vergadering van aandeelhouders. Institutionele beleggers verliezen immers voor in de periode dat de aandelen zijn geblokkeerd hun handelsvrijheid. Dit kan het beleggingsresultaat in negatieve zin aantasten, aangezien bepaalde handelsstrategieën in de blokkeringperiode niet kunnen worden uitgevoerd en/of dat niet adequaat kan worden gereageerd op marktontwikkelingen. Dit kan institutionele beleggers enkele basispunten rendement kosten. Het belang van handelsvrijheid zal in de meeste gevallen zwaarder wegen dan het belang om als *trustee* te stemmen op de algemene vergadering van aandeelhouders.<sup>145</sup> Een aantal buitenlandse, met name Amerikaanse, beleggers mag zelfs niet stemmen in markten waar vennootschappen overgaan tot het blokkeren van aandelen. Een aantal Nederlandse institutionele beleggers hanteert de richtlijn dat bij een blokkeringperiode van langer dan een bepaald aantal dagen het stemrecht op

---

<sup>145</sup> 58,9 Procent van de kosten die door stembureaus aan de institutionele beleggers wordt doorberekend hangt samen met het blokkeren van aandelen. Dit is voor institutionele beleggers veruit de belangrijkste kostenpost (Europese Commissie (2006), tabel 3, p. 43).



de aandelen niet zal worden benut.<sup>146</sup> Anderen hanteren het beginsel dat alleen in uitzonderlijke situaties op aandelen in *blocking markets* wordt gestemd of dat een bepaald percentage van de aandelen wordt aangehouden om te stemmen, terwijl de rest vrij blijft om te verhandelen.<sup>147</sup>

Om aan de bezwaren van de institutionele beleggers tegemoet te komen, zijn de meeste grote en middelgrote Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen overgegaan op een zogenoemde registratiedatum.<sup>148</sup> Diegene die op een bepaalde datum voorafgaande aan de algemene vergadering (registratiedatum) aandeelhouder is, kan dan het stemrecht behouden, ongeacht of hij op de datum van de algemene vergadering nog aandeelhouder is. Op grond van wetgeving tussen 1999 en 2007 mocht de uiterste dag van registratie niet vroeger worden gesteld dan op de zevende dag voor de dag waarop de algemene vergadering van aandeelhouders plaatsvindt. Op 1 januari 2007 is deze termijn verruimd naar dertig dagen.<sup>149</sup>

De meeste vennootschappen hanteerden in ieder geval tot 1 januari 2007 een registratiedatum van tussen de 5 en 7 dagen voorafgaand aan de datum van de algemene vergadering.<sup>150</sup> Echter, de invoering van een registratiedatum door de vennootschap is wel een *noodzakelijke*, maar niet een *voldoende* voorwaarde om ook in de praktijk af te zijn van de blokkeringstermijn voor institutionele beleggers. De ‘schakels’ tussen de beursgenoteerde vennootschap en de stemgerechtigde aandeelhouder houden er namelijk hun eigen

<sup>146</sup> Mn Services hanteert bijvoorbeeld een periode van zeven dagen en ABN AMRO Pensioenfonds een termijn van elf dagen.

<sup>147</sup> De Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfonds (SCGOP; voorloper van Eumedion) stelt dat in de praktijk in *blocking markets* soms op 50 procent van de totale aandelenportefeuille wordt gestemd en dat de rest vrij blijft voor handelsdoeleinden (Reactie van SCGOP d.d. 12 juli 2005 op het consultatiedocument ‘Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights’ van de Europese Commissie). ISS stelt dat zij van haar cliënten vaak de instructie van ‘no action’ (niet stemmen) krijgt voor landen die nog blokkering van aandelen kennen (aangehaald in Europese Commissie (2006), p. 11). Dexia Asset Management heeft gesteld dat zij op 100 procent in plaats van 35 procent van de aandelenposities zal stemmen in het geval het blokkeren van aandelen wordt beëindigd (Europese Commissie (2006), p. 18). Fortis OBAM stelt dat in het geval van blokkering van aandelen op 50 tot 80 procent van de aandelen in de specifieke vennootschap wordt gestemd; in het geval van een registratiedatum op 100 procent.

<sup>148</sup> Zie best practice bepaling IV.1.7 van de Code Tabaksblad. In boekjaar 2005 werd deze bepaling door bijna 80 procent van de beursgenoteerde vennootschappen toegepast (Rijksuniversiteit Groningen (2006)).

<sup>149</sup> Artikel 2:119 BW, *Stb.* 2006, 525.

<sup>150</sup> Peildatum is januari 2007. Verschillende vennootschappen zullen voor de algemene vergaderingen van aandeelhouders kiezen voor een langere periode tussen de registratiedatum en de datum van de algemene vergadering, zoals Stork (14 dagen), Philips (22 dagen) en ASML (22 dagen). Anders: DSM die vasthoudt aan 7 dagen.

praktijken op na. Zo dienen intermediairs bijvoorbeeld te valideren dat degene die ‘op afstand’ stemt ook daadwerkelijk aandeelhouder is op de relevante dag, de registratiedatum. De aandeelhouder die aangeeft van zijn stemrecht gebruik te willen maken, zal in sommige gevallen een aantal dagen voorafgaand aan de registratiedatum aan de depotbank kenbaar moeten maken dat de hoeveelheid aandelen waarop wordt gestemd tot en met de registratiedatum geregistreerd is en blijft. Vervolgens heeft de bank nog een aantal dagen tijd nodig om dit te verifiëren. Effectief kan er dan nog steeds een blokkeringperiode van een bepaald aantal dagen gelden.<sup>151</sup> Het is daarom van groot belang om de registratiedatum niet te laten samenvallen met de zogenoemde *instruction date* of *market deadline* (de deadline gehanteerd door de depotbank). De registratiedatum dient in ieder geval (ruim) voor deze datum te liggen.

Daarnaast kent een aantal internationale *custodians* en corporate governance dienstverleners het gebruik om bepaalde landen te categoriseren als wel of geen *blocking market*. Er wordt dan niet gekeken naar de specifieke omstandigheid of een specifieke vennootschap een registratiedatum hanteert en de depotbank alleen voor particuliere beleggers een blokkeringstermijn hanteert, maar naar ‘het slechtste geval’ in de betreffende markt. Deze praktijk kan ertoe leiden dat als zelfs een kleine minderheid aan beursgenoteerde vennootschappen nog steeds de eis tot blokkering van aandelen stelt om te stemmen op de algemene vergadering, de gehele markt wordt ‘geïnfec-teerd’. Dit is precies wat is gebeurd in de Nederlandse markt. Een klein aantal Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen hanteert nog steeds geen registratiedatum.<sup>152</sup> Vanuit deze overwegingen en wellicht uit angst voor mogelijke aansprakelijkheden kiezen internationale corporate governance dienstverleners als ADP Investor Communication Services (ACP ICS) en ISS er voor om hun cliënten er veiligheidshalve op te wijzen dat hun aandelen (kunnen) worden geblokkeerd wanneer zij het stemrecht willen uitoefenen.<sup>153</sup> Volgens Citibank, een grote custodian van institutionele beleggers, zijn er wereldwijd nog zo’n twintig landen waar blokkering van aandelen veelvuldig voorkomt, waaronder Nederland.

<sup>151</sup> Daarnaast kan er onduidelijkheid bestaan of in de periode tussen het zich aanmelden voor het uitoefenen van het stemrecht op de algemene vergadering en de registratiedatum aandelen verkocht mogen worden. Zie Europese Commissie (2006), voetnoot 13: ‘Uncertainty over whether a market practices a “hard” block (liquidity is frozen) or “soft” block (shares may still trade) is common, as is uncertainty over whether or not shares may be unblocked once they have been blocked prior to a meeting (France, yes; Greece, no)’.

<sup>152</sup> Van de AEX-vennootschappen is dat Fortis (peildatum: 18 februari 2007). Fortis heeft tijdens de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders op 4 oktober 2006 de blokkeringperiode zelfs verlengd van vier naar vijf dagen.

<sup>153</sup> Zie Europese Commissie (2006), p. 12.

De praktijk dan wel de perceptie van blokkering van aandelen is de belangrijkste verklarende factor waarom het aantal uitgebrachte stemmen in de algemene vergaderingen van aandeelhouders van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen nog steeds relatief laag is.<sup>154</sup> Als een bepaald land wordt aangeduid als *blocking market* of wanneer de zinsnede *share blocking may apply* in de notificatie door de corporate governance dienstverleners is opgenomen, zullen veel institutionele beleggers min of meer automatisch afzien van het uitbrengen van een stem.<sup>155</sup> Indien Nederland het predicaat *blocking market* zou verliezen, zou het aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen door institutionele beleggers met 20 tot 49 procent kunnen stijgen.<sup>156</sup> Een belangrijke voorwaarde hiervoor is dat *alle* Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen een registratiedatum invoeren en de periode tussen registratiedatum en de datum van de algemene vergadering van aandeelhouders zo lang mogelijk maken, teneinde de ‘schakels’ tussen beursgenoteerde vennootschap en de stemgerechtigde aandeelhouder ruim de gelegenheid te geven te verifiëren wie op registratiedatum gerechtigd was om te stemmen en op hoeveel aandelen.

De Nederlandse wetgever heeft het recentelijk mogelijk gemaakt dat de registratiedatum op de dertigste dag voor die der algemene vergadering kan worden bepaald. Het is echter twijfelachtig of dit de grote ‘doorbraak’ betekent in het aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen. Beursgenoteerde vennootschappen zijn onder de nieuwe wetgeving immers nog steeds niet verplicht om een registratiedatum in te voeren en om deze op de dertigste dag voor de datum van de algemene vergadering te bepalen. Het resultaat van dit laatste zou kunnen zijn dat beursgenoteerde vennootschappen verschillende registratiedata vaststellen. Institutionele beleggers en hun dienstverleners zijn gebaat bij zoveel mogelijk kenbaarheid; een uniformering van de registratiedatum ware derhalve te prefereren geweest. Daarbij komt dat de wettelijke minimumoproepingstermijn voor een algemene vergadering (artikel 2:115 BW) niet is gewijzigd. Niet is uitgesloten dat een beursgenoteerde vennootschap de registratiedatum op dertig dagen voor de datum van de algemene vergadering bepaalt, maar de officiële oproeping op een later tijdstip publiceert.<sup>157</sup> Een depotbank moet in dat geval achteraf nagaan of een

---

<sup>154</sup> Zie tabel 1. Van de landen die in deze tabel zijn genoemd kennen de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Spanje en Australië geen blokkering van aandelen meer. Deze landen hebben ook de hoogste ‘participatiegraad’ van aandeelhouders op de algemene vergadering (zie ook Europese Commissie (2006), p. 49, tabel 8).

<sup>155</sup> Europese Commissie (2006), p. 11.

<sup>156</sup> Schatting van de Britse vermogensbeheerder Hermes (Europese Commissie (2006), p. 18).

<sup>157</sup> Zie hierover Nowak (2006), p. 266.

institutionele belegger stemgerechtigd was en voor hoeveel aandelen. Dit kan tot nieuwe administratieve problemen leiden.

Nederland zal waarschijnlijk moeten wachten tot de implementatie van het richtlijnvoorstel betreffende de uitoefening van het stemrechten door aandeelhouders van ondernemingen die hun statutaire zetel in een lidstaat hebben en waarvan aandelen tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2004/109/EC (hierna: richtlijnvoorstel aandeelhoudersrechten)<sup>158</sup> om de vruchten te plukken – in termen van een verhoogd aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen – van de registratiedatum. Dit richtlijnvoorstel stelt de lidstaten van de Europese Unie namelijk verplicht om (per lidstaat) een uniforme registratiedatum te bepalen voor alle beursgenoteerde vennootschappen. Het stellen van de eis om de aandelen te blokkeren zal worden verboden. Daarnaast zal de notificatie van de algemene vergadering een achttal dagen voor de registratiedatum dienen te worden gepubliceerd. De ‘kenbaarheid’ van de Nederlandse markt voor institutionele beleggers zal door deze maatregelen sterk toenemen. Dan is een volgende obstakel geslecht om aan het stembeleid van een institutionele belegger volledig uitvoering te kunnen geven.

## 7.2 *Ketenproblematiek tussen beursgenoteerde vennootschap en uiteindelijk stemgerechtigde*

Een andere inbreuk op het stembeleid van een institutionele belegger ontstaat door problemen in de keten tussen beursgenoteerde vennootschap en de uiteindelijk stemgerechtigde institutionele belegger. Deze problemen worden groter naarmate de keten langer wordt, zoals bij het stemmen op een algemene vergadering van een buitenlandse vennootschap.

Tussen het moment dat de beursgenoteerde vennootschap de oproeping voor de algemene vergadering plaatst en het moment dat de stemming op de algemene vergadering plaatsvindt, dient een groot aantal handelingen te worden gepleegd. Daarbij geldt dat de ‘stemketen’ zo sterk is als de zwakste schakel. Gesteld kan worden dat deze keten in de praktijk niet optimaal functioneert.

---

<sup>158</sup> Door de Europese Commissie op 5 januari 2006 gepubliceerd, door het Europees Parlement op 15 februari 2007 aangenomen en door de Europese Raad van Ministers op 19 februari 2007 aangenomen.

De keten begint bij de beursgenoteerde vennootschap die de oproeping voor de algemene vergadering van aandeelhouders naar de lokale banken stuurt en in de prijscourant van de effectenbeurs en/of in een landelijk verspreid dagblad plaatst. De lokale banken sturen de notificatie door naar corporate governance dienstverleners, zoals ADP ICS<sup>159</sup> en ISS<sup>160</sup> en naar de *global custodians*. Veel grote institutionele beleggers, vooral diegenen die als beleid hebben in principe op alle aandelen te stemmen, hebben een elektronische steminfrastructuur met behulp van deze partijen ingericht. De corporate governance dienstverlener verstuurt een melding naar zijn cliënt op het moment dat deze een agenda met de te behandelen voorstellen van de beursgenoteerde vennootschap of de lokale *custodians* ontvangt. Tussen de dag van de notificatie van de algemene vergadering door de beursgenoteerde vennootschap en de notificatie aan de cliënt van de corporate governance dienstverlener zit, naar verluidt, maximaal twee dagen. De corporate governance dienstverlener vermeldt in de notificatie de uiterste dag dat de institutionele belegger een steminstructie dient te geven. Aangezien de grote corporate governance dienstverleners vaak een samenwerkingsverband hebben met de lokale en *global custodians*<sup>161</sup>, krijgt de institutionele belegger tevens te zien op hoeveel aandelen hij kan stemmen en bestaat de mogelijkheid dat hij voor verschillende *accounts* een verschillende steminstructie kan geven. Daarnaast kan de institutionele belegger ook kennis nemen van de stemadviezen van *proxy advisors* als ISS en Glass Lewis, wanneer daar samenwerkingsverbanden mee zijn afgesloten. Via een internettoepassing kan de institutionele belegger vervolgens (op afstand) een steminstructie geven. De corporate governance dienstverlener dient er vervolgens voor te zorgen dat de steminstructie ook wordt uitgevoerd en de stemmen ter vergadering worden uitgebracht. De corporate governance dienstverlener houdt voor de institutionele belegger ook bij welke steminstructie aan hem is gegeven. De institutionele belegger kan dit op zijn website weergeven, zodat de achterliggende begunstigden kennis kunnen nemen van het stemgedrag. Het elektronisch stemraamwerk ziet er op het eerste gezicht goed en modern uit, maar een goede werking ervan is van de effectieve functionering van de tussenschakels afhankelijk.

<sup>159</sup> Bijvoorbeeld via het programma ProxyEdge van ADP ICS. Zie [www.adp.com](http://www.adp.com).

<sup>160</sup> O.a. Robeco, AKZO Nobel Pensioenfondsen, Pensioenfondsen IBM Nederland, de Stichting Bedrijfspensioenfondsen Zorgverzekeraars en ING Investment Management schrijven in hun stembeleid dat zij gebruik maken van de technische diensten van ISS (Votex) om te stemmen op de algemene vergaderingen van aandeelhouders.

<sup>161</sup> ADP ICS werkt bijvoorbeeld samen met meer dan 1000 custodians in Noord-Amerika (97 procent van alle Amerikaanse banken en brokers) en met 18 global custodians (zie [www.adp.com](http://www.adp.com)). ISS werkt samen met 34 global custodians en met 430 sub-custodians ([www.issproxy.com](http://www.issproxy.com)).

## 7.2.1 KORTE PERIODE OM STEMGEDRAG TE BEPALEN

In de praktijk zijn er tal van (grote en kleine) problemen. Het eerste probleem betreft de soms korte periode waarin de institutionele belegger zijn stemgedrag kan bepalen. Dit zal zeker het geval zijn wanneer de beursgenoteerde vennootschap de wettelijk toegestane minimumperiode van 15 dagen (artikel 2:115 BW) hanteert om haar aandeelhouders op te roepen voor de algemene vergadering. Op die datum wordt dan veelal ook de toelichting op de voorstellen die ter vergadering worden behandeld, gepubliceerd. Het tijdsbestek tussen het moment dat de vennootschap de notificatie uitstuurt en het moment dat de institutionele belegger deze – via een corporate governance dienstverlener – ontvangt bedraagt in de regel één tot twee dagen (zie tabel 2). De corporate governance dienstverlener dient meestal zeven tot acht dagen voor de algemene vergadering de depotbank in kennis te stellen dat gestemd wordt en om hoeveel aandelen het gaat. De corporate governance dienstverlener verlangt van de achterliggende institutionele belegger dat deze drie tot vier dagen voor deze deadline de steminstructies ontvangt, zodat de corporate governance dienstverlener nog enige tijd heeft om de steminstructies te verzamelen. Een stemadviesbureau heeft in de regel ook nog een aantal dagen nodig om zijn advies te op te stellen en deze aan te leveren bij de institutionele belegger. Uit deze keten van deadlines volgt dat een institutionele belegger, in het geval hij besluit om ‘op afstand’ te stemmen, heel weinig tijd overhoudt om het advies van zijn stemadviesbureau goed tot zich te nemen, om nog ander researchmateriaal tot zich te nemen, met medeaandeelhouders te overleggen en om binnen de organisatie het stemgedrag te bepalen. In sommige gevallen dient op dezelfde dag dat de institutionele belegger wordt genotificeerd van de agenda van de algemene vergadering besloten te worden op welke wijze wordt gestemd. Een bijkomend probleem hierbij is dat de algemene vergaderingen van aandeelhouders in Nederland over het algemeen geconcentreerd zijn in een bepaalde periode (eind maart tot half mei). De consequentie van een korte oproepingstermijn en een late publicatie van de agendavoorstellen kan zijn dat institutionele beleggers afzien van het uitoefenen van het stemrecht. Dit kan een beslag leggen op de uitvoering van het eigen geformuleerde stembeleid. Een ander effect kan zijn dat door de tijdsdruk de stemadviezen van de *proxy advisor* min of meer ‘blindelings’ worden gevolgd. Dat laatste heeft weer tot gevolg dat de ‘macht’ van *de proxy advisor* verder toeneemt.



Deze problematiek kan relatief eenvoudig worden opgelost door de agenda en de bijbehorende vergaderstukken veel vroeger dan 15 dagen voor de dag van de algemene vergadering te publiceren. De organisatie van institutionele beleggers, Eumedion, beveelt een minimumperiode van 28 dagen aan.<sup>162</sup> Ongeveer tweederde van de AEX-vennootschappen gaf in 2006 gehoor aan deze aanbeveling.<sup>163</sup> Kleinere beursgenoteerde vennootschappen hanteren veelal een kortere oproepingstermijn. Het verschil in 'gehoorzaamheid' is gerelateerd aan de aandeelhoudersstructuur van de vennootschappen. Het overgrote deel van de aandelen van AEX-vennootschappen is in handen van buitenlandse partijen. Als deze partijen al stemmen, is het in de regel elektronisch en op afstand. Vanwege de hierboven beschreven problematiek zijn AEX-vennootschappen genoodzaakt om relatief vroeg met de agenda en de voorstellen voor de algemene vergadering te komen. De problematiek van een korte oproepingsperiode speelt bij de kleinere vennootschappen minder. Het aandelenbezit is veelal geconcentreerd bij een beperkter aantal gespecialiseerde – vaak nog binnenlandse – partijen. Het ligt in de lijn der verwachting dat zij door de nabijheid van de fysieke algemene vergadering en de kortere keten van intermediairs, met een kortere oproepingstermijn dan vier weken uit de voeten kunnen.

Binnen afzienbare termijn zal de minimale oproepingstermijn in Nederland aanzienlijk moeten worden verruimd. Het richtlijnvoorstel aandeelhoudersrechten bevat een minimumtermijn van dertig dagen.<sup>164</sup> Volgens de door het Europees Parlement en de door de Europese Raad van Ministers aangenomen amendementen wordt deze termijn teruggebracht tot 21 dagen, maar wordt tegelijkertijd bepaald dat de oproeping minimaal acht dagen voor de registratiedatum moet geschieden.<sup>165</sup> Indien Nederland er in de implementatiewetgeving ervoor zou kiezen de registratiedatum te bepalen op dertig dagen voorafgaand aan de datum van de algemene vergadering, zou dit betekenen dat de oproeping minimaal 38 dagen voorafgaand aan de dag van de algemene vergadering moet gebeuren. Ook de overige vergaderstukken zouden op deze datum moeten worden gepubliceerd. Een dergelijke periode zal voor institutionele beleggers in de praktijk lang genoeg zijn om gemotiveerd

---

<sup>162</sup> Eumedion speerpuntenbrief 2006 en 2007 (zie [www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl)).

<sup>163</sup> Abma (2006), p. 170. Van de middelgrote vennootschappen ('opgenomen' in de zogenoemde AMX-index) leeft 42 procent de betreffende aanbeveling na; bij de overige, vooral lokale fondsen, ligt dit percentage onder de 10. Daarbij zij overigens aangetekend dat de oproeping voor een buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders (BAVA) ook bij de grotere beursgenoteerde vennootschappen relatief laat wordt verstuurd; in een groter aantal gevallen wordt bij de BAVA vastgehouden aan de minimum oproepingstermijn van 15 dagen.

<sup>164</sup> Artikel 5.

<sup>165</sup> De aangenomen amendementen zijn te vinden op [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int).



60 dagen	38	36	30	10	07 tot 04	AVA
Agenderingsrecht	oproeping	notificatie bij IB'ers	registratiedatum	instructiedatum corporate governance dienstverleners	instructiedatum depotbank	
		Beoordeling of uitgeleende aandelen moeten worden teruggehaald				
		tijd om agenda te onderzoeken, overleg te hebben met andere IB'ers en met de vennootschap				

Tabel 3: Nieuwe situatie

het stemrecht uit te oefenen, de stemadviezen van de *proxy advisors* te bestuderen, om intern het stemgedrag te bepalen, om uitgeleende aandelen eventueel terug te halen en om eventueel te overleggen met medeaandeelhouders en de beursgenoteerde vennootschap (zie tabel 3). Een dergelijke maatregel draagt bij aan een soepel werkend stemproces binnen institutionele beleggers.

### 7.2.2 JURIDISCHE PROBLEMEN BIJ BEPALEN WIE STEMGERECHTIGD IS

Een tweede probleem is juridisch van aard. Door de veelheid aan schakels tussen de beursgenoteerde vennootschap en de uiteindelijk stemgerechtigde is het ingewikkeld om vast te stellen wie in juridische zin gerechtigd is tot het uitbrengen van een stem. In veel gevallen blijkt de uiteindelijk belegger niet juridisch aandeelhouder van de vennootschap te zijn.<sup>166</sup> Veelal zal een lokale intermediair, die ten behoeve van andere partijen waaronder de uiteindelijke partij die het economisch risico op de aandelen loopt, in juridische zin aandeelhouder zijn. Daardoor is er een keten van volmachten van juridische aandeelhouder naar de eindbelegger of een keten van steminstructies in tegenovergestelde richting nodig om de belegger die het economisch risico over zijn belang loopt geldig te laten deelnemen aan de stemming in de algemene vergadering van aandeelhouders. Deze keten kan op zich functioneren, wanneer is verzekerd dat lokale intermediairs en *global custodians* en *sub-custodians* meewerken aan de doorgifte van volmachten en steminstructies. In dit verband is het positief dat veel *custodians* reeds samenwerken met corporate governance dienstverleners om het stemproces voor de uiteindelijk stemgerechtigden soepel te laten verlopen (zie de inleidende opmerkingen van paragraaf 7.2). Wil de keten vlekkeloos verlopen dan is echter de medewerking van *alle* intermediairs en *custodians* nodig. En dat is momenteel niet gegarandeerd, waardoor institutionele beleggers die willen stemmen, worden belemmerd in het uitbrengen van hun stem.

Deze problematiek vergt een internationale aanpak. In opdracht van de Nederlandse minister van Justitie heeft een deskundigengroep in 2002 suggesties gedaan om binnen de Europese Unie een richtlijn te ontwerpen.<sup>167</sup> Hierin zou primair moeten worden bepaald dat de laatste rekeninghouder in de girale effectensystemen binnen de Europese Unie gerechtigd is te bepalen hoe het stemrecht op de aandelen wordt uitgebracht. Indien de laatste rekeninghouder in de Europese Unie bijvoorbeeld een Amerikaanse effec-

---

<sup>166</sup> Winter (2000), p. 20.

<sup>167</sup> Expert Group on Cross-Border Voting in Europe (2002).

tenintermediair is, moet deze de mogelijkheid hebben zijn cliënten aan te wijzen als gerechtigde om te bepalen hoe het stemrecht wordt uitgeoefend.

De Europese Commissie heeft deze suggesties bij het ontwerpen van het richtlijnvoorstel aandeelhoudersrechten, na twee consultatierondes, uiteindelijk niet overgenomen. De Europese Commissie ondervond problemen met het definiëren van *ultimate investor*. Zij was verder van mening dat de meeste problemen bij het grensoverschrijdend uitoefenen van het stemrecht zich voordoen op andere terreinen, zoals het blokkeren van aandelen en de te late verzending van de agenda en de voorstellen die op de algemene vergadering worden behandeld. De Europese Commissie gaf er de voorkeur aan om deze obstakels eerst op te ruimen. Het Nederlandse kabinet heeft zich tijdens de onderhandelingen ingezet om, in navolging van het advies van het Europees Corporate Governance Forum<sup>168</sup>, in het richtlijnvoorstel de bepaling op te nemen dat een effectenintermediair de plicht heeft zijn cliënt in de gelegenheid te stellen rechtstreeks (op afstand) te stemmen in de algemene vergadering dan wel dat de cliënt zijn effectenintermediair een bindende steminstructie kan geven voor de aandelen die deze intermediair voor hem houdt.<sup>169</sup> Het kabinet vond hiervoor blijkbaar weinig weerklank bij de andere lidstaten en bij de Europese Commissie, aangezien in de compromistekst een dergelijke verplichting voor de intermediairs niet is opgenomen. Wel wordt de Europese Commissie in een overweging opgedragen om een aanbeveling over dit onderwerp op te stellen.<sup>170</sup> Het ziet er dus niet naar uit dat dit probleem op korte termijn wordt opgelost, zodat een belangrijke juridische belemmering voor met name het grensoverschrijdend stemmen blijft bestaan. Juist Nederlandse vennootschappen wier aandelen voor ongeveer 75 procent in handen zijn van buitenlandse partijen zullen hier hinder van blijven ondervinden. Ditzelfde geldt voor de Nederlandse institutionele beleggers met hun sterk gediversifieerde aandelenportefeuilles.

### 7.2.3 ADMINISTRATIEVE PROBLEMEN

Tot slot spelen nog problemen van meer administratieve aard. Zo krijgt een institutionele belegger die ‘op afstand’ via een corporate governance dienstverlener heeft gestemd in de meeste gevallen geen bevestiging dat zijn stem-

<sup>168</sup> European Corporate Governance Forum, ‘Recommendation from the European Corporate Governance Forum on the Commission proposal for a directive on the exercise of shareholders’ voting rights’, 24 juli 2007, te vinden op [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int).

<sup>169</sup> *Kamerstukken II* 2005/06, 22 112, nr. 446.

<sup>170</sup> Overweging bij het richtlijnvoorstel aandeelhoudersrechten.

instructie op de juiste manier is uitgeoefend.<sup>171</sup> Volgens best practice bepaling IV.4.3 van de Code Tabaksblat dient een institutionele belegger ten minste éénmaal per kwartaal op de website verslag uit te brengen of en hoe hij als aandeelhouder heeft gestemd op de algemene vergadering van aandeelhouders. De toepassing van deze best practice bepaling stuit op het praktische probleem dat via een webapplicatie wel kan worden aangegeven welke steminstructies zijn gegeven aan de corporate governance dienstverlener, maar dat de institutionele belegger of zijn begunstigde geen absolute zekerheid heeft dat de stem ook daadwerkelijk is uitgebracht.

Een ander probleem hangt samen met het feit dat in het geval de institutionele belegger die gebruik maakt van een in de inleiding van paragraaf 7.2 genoemd elektronisch stemplatform op het laatste moment besluit om 'fysiek' naar de algemene vergadering van aandeelhouders te gaan, een medeaandeelhouder die de algemene vergadering fysiek bezoekt een volmacht wil geven of zijn stemgedrag wil wijzigen daarvoor in de regel veel telefoon- en faxverkeer nodig heeft. De stemmen zullen soms immers al bij de depotbank zijn aangemeld, waarna de betreffende aandelen weer uit de registratie moeten worden genomen. De corporate governance dienstverleners staan derhalve op zijn zachtst gezegd niet erg welwillend tegenover wijzigingsvoorstellen van de kant van de institutionele belegger. In de meeste gevallen hangt het in de praktijk van de onderhandelingsmacht van een institutionele belegger af of een wijziging op het laatste moment nog kan worden doorgevoerd. Deze praktijk zal veel institutionele beleggers afschrikken om zelf naar de algemene vergadering te gaan, een medeaandeelhouder te machtigen of zijn stemgedrag te wijzigen naar aanleiding van nieuwe, aanvullende informatie.

### 7.3 *Problemen bij rechtstreekse contacten tussen institutionele belegger en beursgenoteerde vennootschap*

Zoals in paragraaf 5.3 beschreven, zijn steeds meer institutionele beleggers geneigd om ook buiten de algemene vergadering om de dialoog met de beursgenoteerde vennootschap aan te gaan. Deze *engagementactiviteiten* kunnen een integraal onderdeel zijn van het corporate governance beleid van de institutionele belegger. De beursgenoteerde vennootschap zal met de toegenomen invloed van de algemene vergadering van aandeelhouders ook genegen zijn om het gesprek aan te gaan met beleggers. Het belang van de

---

<sup>171</sup> Kahan en Rock (2007).

dialogo neemt toe naarmate de institutionele belegger een groter pakket aandelen houdt en hij structurele wijzigingen in het beleid en de strategie van de vennootschap voorstaat.

Uit de jurisprudentie van de afgelopen jaren van de Ondernemingskamer volgt dat beide partijen met open vizier de betreffende dialoog dienen te voeren.<sup>172</sup> Daarbij dienen beide ‘kampen’ de belangen van alle bij de vennootschap betrokken partijen te betrekken. De uitspraak van de Ondernemingskamer in de ‘Stork-zaak’ onderstreept nog eens de plicht voor zowel belangrijke aandeelhouders als het bestuur en de raad van commissarissen om inhoudelijk met elkaar de dialoog te voeren.<sup>173</sup> De partijen zijn tot elkaar ‘veroordeeld’. De vennootschap mag belangrijke aandeelhouders niet mond-dood maken door een beschermingsconstructie op te werpen en de belangrijke aandeelhouders dienen hun plannen voldoende en toetsbaar te onderbouwen en moeten ook andere bij de vennootschap betrokken partijen overtuigen van hun visie. Bij geschillen zoals die zich tussen de aandeelhouders en het bestuur van Stork voordeden, is volgens de Ondernemingskamer voor commissarissen een bijzondere en met name bemiddelende rol toebedacht.<sup>174</sup> Van commissarissen mag worden verwacht dat zij de dialoog met aandeelhouders moeten voeren, ook al zijn zij het volstrekt met hen oneens.

Terwijl de Ondernemingskamer min of meer de dialoog tussen belangrijke aandeelhouders en het bestuur en de raad van commissarissen ook buiten de algemene vergadering verplicht stelt, kunnen de regels betreffende marktmisbruik en voorwetenschap een ‘rem’ zetten op deze dialoog.<sup>175</sup> Het zijn niet zozeer de regels zelf als wel de (verwarring over de) interpretatie van de toezichthouder AFM die hier tot de nodige onduidelijkheid heeft geleid. Artikel 5:59 Wft bepaalt, kort gezegd, dat een beursgenoteerde vennootschap verplicht is tot onverwijld openbaarmaking van iedere bijzonderheid die voorwetenschap oplevert.<sup>176</sup> Alle beleggers dienen derhalve gelijkelijk en gelijktijdig van de koersgevoelige informatie te worden voorzien. Indien een vennootschap of een bestuur tijdens de dialoog met (een groep van) aandeelhouders toch (onbewust) koersgevoelige informatie meedeelt, zal deze

---

<sup>172</sup> Kemperink (2002). De Britse corporate governance code (*Combined Code*) kent zowel voor de beursgenoteerde vennootschap als voor de institutionele belegger de bepaling dat men met elkaar in dialoog moet treden ‘based on mutual understanding of objectives’ (Principles D.1 en E.1).

<sup>173</sup> OK 17 januari 2007, *LJN*: AZ6440.

<sup>174</sup> Uitspraak van de Ondernemingskamer van 17 januari 2007 inzake Stork NV, r.o. 3.4.

<sup>175</sup> Wet Marktmisbruik, *Stb.* 2005, 346.

<sup>176</sup> Indien aan een drietal cumulatieve voorwaarden wordt voldaan kan de openbaarmaking van voorwetenschap worden uitgesteld. Zie daarover Doorenbos (2005).

informatie zo snel als mogelijk middels een persbericht openbaar moeten worden gemaakt<sup>177</sup>, tenzij de vertrouwelijkheid van deze informatie is gewaarborgd, bijvoorbeeld doordat de ontvanger van de informatie is gebonden aan een geheimhoudingsplicht.<sup>178</sup> Een institutionele belegger zal een dergelijke overeenkomst tot geheimhouding overigens niet lichtvaardig ondertekenen, aangezien de institutionele belegger dan niet meer mag handelen in de aandelen (en overige effecten) in de vennootschap waarop de voorwetenschap betrekking heeft. Een dergelijke handelsrestrictie kan (zeer) kostbaar zijn en strijdigheid opleveren met de door de institutionele belegger gehanteerde beleggingsstrategie.

Publieke uitspraken van de kant van de AFM hebben kort na de inwerking-treding van de Wet Marktmisbruik in ieder geval de perceptie bij betrokkenen doen ontstaan dat de AFM beursgenoteerde vennootschappen terughoudendheid aanbeveelt bij het aangaan van *one on one*-gesprekken.<sup>179</sup> Een enkele beursgenoteerde vennootschap zag hierin aanleiding om de dialoog met kritische aandeelhouders niet aan te gaan.<sup>180</sup> Na kritiek van zowel institutionele beleggers als beursgenoteerde vennootschappen op de onduidelijke houding van de AFM<sup>181</sup>, heeft AFM haar positie verduidelijkt. Volgens de AFM bestaat er geen wettelijk beletsel voor contact tussen het bestuur en de aandeelhouders. De AFM vindt het wel 'onverminderd wenselijk dat er door alle partijen zorgvuldig wordt omgegaan met de berichtgeving naar buiten, het verspreiden van koersgevoelige informatie en eventuele beurstransacties

---

<sup>177</sup> Artikel 5:59, vijfde lid, Wft. Zie daarover ook het persbericht 'Standpunt over KGI tijdens persbijeenkomsten' van 16 januari 2007 van de AFM hierover ([www.afm.nl](http://www.afm.nl)).

<sup>178</sup> Zie hierover De Rijk (2005), p. 611.

<sup>179</sup> Zie bijvoorbeeld de uitspraken van AFM-bestuurder Koster in het artikel 'Niet te snel praten met hedge funds' in *Het Financieele Dagblad* van 28 augustus 2006: 'In het licht van de nieuwe regels over marktmisbruik ben ik regelmatig verbaasd hoe snel bestuurders besluiten om in gesprek te gaan met activistische aandeelhouders. Soms met een houding van 'we zullen wel eventjes praten met die belegger'. Ik zou dat als management nooit doen'. Hij stelt in het artikel verder dat een toezichthouder 'als een bok op een haverkist zit'. Zie ook de uitspraken van Koster in het artikel 'Slimmeriken tasten grenzen af' in *Elsevier* van 26 augustus 2006: 'Ik raad elke onderneming aan zeer, en met de nadruk op zeer, terughoudend te zijn in de dialoog met individuele beleggers. Je bent veel sneller in overtreding dan je denkt'.

<sup>180</sup> Zie het artikel 'Hedge funds sinds juni uit op contact met bestuur Ahold' van 29 augustus 2006. Daarin wordt gesteld dat Centaurus en Paulson, die naar verluidt gezamenlijk een belang van 6,4 procent in Ahold hebben, een dialoog met het bestuur van Ahold wilden over de beoogde herstructurering van Ahold. Ahold wilde niet ingaan op dit verzoek. Ahold-bestuurder Wakkie zei in dit artikel hierover: 'De AFM bevestigt dat Ahold zich in deze kwestie verantwoord heeft opgesteld'.

<sup>181</sup> Zie *Tabaksblat* (2006), p 597 en het artikel 'Kritiek: AFM frustreert dialoog met belegger' in *Het Financieele Dagblad* van 19 oktober 2006.

daarom heen'.<sup>182</sup> De positie van de toezichhouder kan aldus worden gekwalificeerd dat zij een dialoog tussen beursgenoteerde vennootschap en individuele aandeelhouders toejuicht, maar dat de dialoog goed dient te worden voorbereid en er een uitgebreid verslag van moet worden gemaakt.<sup>183</sup> De AFM heeft in de verduidelijking verder gesteld dat zij ook naar de uitlatingen van marktpartijen kijkt. 'Hiertoe verifieert de AFM informatie die haar ter beschikking staat op tijdigheid, correctheid en volledigheid'. Deze ietwat cryptische omschrijving heeft waarschijnlijk betrekking op de handelingen en gedragingen van een aandeelhouder nadat hij in gesprek is getreden met de vennootschap. Zoals reeds in paragraaf 5.2.1 is aangegeven leidt de enkele bekendmaking van het feit dat een (groep van) aandeelhouders in gesprek is met het bestuur en/of de raad van commissarissen van een vennootschap soms al tot een scherpe koersstijging. Uit de opmerkingen van de AFM kan worden opgemaakt dat zij vooral let:

- of door de uitlatingen van de aandeelhouders omtrent het gesprek niet gehandeld is met koersgevoelige informatie;
- er door de uitlatingen geen informatie wordt verspreid waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van effecten, terwijl de verspreider van die informatie weet of redelijkerwijs moet weten dat die informatie onjuist of misleidend is' (artikel 5:58, eerste lid, onderdeel d Wft), waarbij in aanmerking wordt genomen:
  - of de aandelenpositie van de belegger die bij dergelijke uitlatingen soms wordt vermeld in overeenstemming is met de melding die is doorgegeven aan de AFM in het kader van de melding van zeggenschapsbelangen (artikel 5:38 Wft)<sup>184</sup>,
  - of in het geval een grootaandeelhouder/belegger uitspraken doet over de posities en het standpunt van collega-beleggers ten aanzien van een vennootschap, een overname of een door een vennootschap gehanteerde strategie de desbetreffende partijen het gepretendeerde belang bij de AFM hebben gemeld<sup>185</sup>;

<sup>182</sup> AFM, 'Aandeelhoudersactivisme en one-on-ones', standpunt gepubliceerd op 20 oktober 2006 (zie [www.afm.nl](http://www.afm.nl)).

<sup>183</sup> Zie de uitspraken van AFM-bestuurslid Koster in het artikel 'AFM: onderonsje mag best' in *Het Financieele Dagblad* van 15 december 2006: 'Beide partijen moeten schriftelijk de belangrijkste punten vastleggen. Daarmee wordt voorkomen dat je de schijn tegen je krijgt'. Hij geeft in dit artikel verder aan dat alle gesprekken op band worden gezet, 'maar dat is geen eis'.

<sup>184</sup> AFM (2006), p. 22.

<sup>185</sup> AFM (2006), p. 22. Het kan daarbij gaan om de individuele belangen van beleggers of om het totale belang van de groep aandeelhouders, wanneer de betreffende aandeelhouders een overeenkomst hebben gesloten die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake het uitbrengen van stemmen (artikel 5:45, vijfde lid, Wft).

- of er gedragingen zijn die er op wijzen dat een aandeelhouder, al dan niet met inschakeling van financiële partijen, een openbaar of partieel bod aan het voorbereiden is, zodat een persbericht gepubliceerd had moeten worden (artikel 9b Besluit toezicht effectenverkeer 1995).

In het huidige compliancegedreven tijdperk kan worden verwacht dat een institutionele belegger hoge prioriteit geeft aan de naleving van de bovengenoemde bepalingen. Institutionele beleggers hebben daarom zelf maatregelen genomen om de kans op ‘ongelukken’ te verminderen. Bij bilaterale gesprekken tussen vennootschap en (een groep van) aandeelhouders is het gebruikelijk om van tevoren vast te leggen dat er geen koersgevoelige informatie over tafel gaat, waarbij de institutionele belegger zich uitdrukkelijk het recht voorbehoudt om eventuele toch verkregen koersgevoelige informatie zelf openbaar te maken indien de vennootschap dit niet zelf doet.<sup>186</sup> Een institutionele belegger voert een dergelijk gesprek vaak met minimaal twee personen. Ook komt het voor dat een andere institutionele belegger bij het gesprek wordt uitgenodigd om de risico’s van eenzijdige verspreiding van koersgevoelige informatie te verkleinen. Dit alles neemt niet weg dat de markt gebaat is bij heldere regels én interpretaties over wat wel en niet mag. Onduidelijkheid over de grenzen waarbinnen partijen mogen opereren kan ertoe leiden dat institutionele beleggers terughoudender zijn om de dialoog met beursgenoteerde vennootschappen aan te gaan en om met andere institutionele beleggers samen te werken om de corporate governance structuur van de beursgenoteerde vennootschappen te verbeteren. Dit zou de uitvoering van het door de institutionele belegger geformuleerde corporate governance beleid kunnen belemmeren. Het valt vanuit dit oogpunt toe te juichen dat de AFM na het ontstaan van misverstanden over de ruimte om een dialoog te voeren snel met een nadere standpuntbepaling is gekomen. Dit verdient navolging in de toekomst.

#### 7.4 *Problemen om contacten te hebben met andere institutionele beleggers*

Een institutionele belegger die, als onderdeel van zijn corporate governance beleid, *engagementactiviteiten* verricht zal in de regel niet alleen contacten willen hebben met het bestuur en de raad van commissarissen van een ven-

---

<sup>186</sup> Eumedion-reactie op vragenlijst Monitoring Commissie Corporate Governance Code inzake rol van aandeelhouders, 6 juni 2006, zie [www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl). Zie bijvoorbeeld het persbericht van 17 november 2005 van een aantal aandeelhouders van CSM, gezamenlijk 33 procent van de certificaten CSM houdend, waarin zij hun zorgen over het beleid van CSM kenbaar maken.



nootschap; hij zal vaak ook in contact willen treden met collega-beleggers. Een institutionele belegger zal, voordat hij zijn stemrecht op de algemene vergadering uitoefent, wellicht nog de behoefte voelen om zijn voorgenomen stemgedrag te toetsen aan die van een collega-belegger, teneinde scherp te krijgen of hij alle relevante informatie tot zich heeft genomen. Hij kan daarbij zijn visie spiegelen aan die van (een) andere belegger(s). Zijn voorgenomen stemgedrag kan aan wijziging onderhevig zijn als gevolg van mogelijk andere gezichtspunten. Contacten kunnen er ook zijn om in bepaalde gevallen een gezamenlijk standpunt te bepalen, zodat de institutionele beleggers sterker staan in de dialoog met de vennootschap of in de algemene vergadering van aandeelhouders.

Het kan ook voorkomen dat een bepaalde belegger voorafgaand aan de algemene vergadering een ‘campagne’ voert om bij andere aandeelhouders steun te verwerven voor zijn voor de agenda aangedragen onderwerp of om een bepaald voorstel verworpen te zien worden. Een institutionele belegger zal een beslissing moeten nemen of hij wil ingaan op een dergelijk verzoek. Daarbij zal in de regel eerst getoetst worden wat de aard en het profiel zijn van de belegger die om het gesprek verzocht heeft. Zeker in het geval van controversiële agendapunten en in het geval dat er zowel van de kant van de ‘opstandige’ aandeelhouder als van de kant van de vennootschap harde campagnes worden gevoerd om bepaalde institutionele beleggers in hun kamp te krijgen, loopt de betreffende institutionele belegger het risico voor media- en propagandadoeleinden ‘gebruikt’ te worden.<sup>187</sup> Een institutionele belegger dient derhalve de mogelijke negatieve reputatie-effecten van een dergelijk gesprek af te wegen tegen zijn verantwoordelijkheid om de achtergronden van een serieus voorstel van een medeaandeelhouder te onderzoeken.

Een ander probleem in de contacten tussen institutionele beleggers onderling is het risico dat medeaandeelhouders of de vennootschap deze contacten zien als *acting in concert*. Het samen optrekken met andere institutionele beleggers kan onder omstandigheden namelijk aanleiding geven tot de verplichting op de samenwerkende partijen om een zeggenschapsmelding te doen in het geval een meldingsdrempel wordt overschreden (artikel 5:45, vijfde lid, Wft). 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. Na de invoering van het verplicht bodregime in de Nederlandse wet- en regelgeving kan het

---

<sup>187</sup> Zie bijvoorbeeld de uitspraak van Eric Knight (Knight Vinke Asset Management) in het artikel ‘VNU klaagt aandeelhouders aan bij de AFM’ van 19 april 2006 dat 70 procent van de aandeelhouders inclusief Aegon en ING tegen het bod van Valcon Acquisition op VNU is.

samen optrekken van aandeelhouders zelfs aanleiding zijn tot de verplichting om een openbaar bod op alle aandelen van de vennootschap uit te brengen. Criteria daarbij 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 wetslagen van een aangekondigd openbaar bod op die vennootschap te dwarsbomen.

De criteria voor het voldoen aan de definitie van *acting in concert* leiden tot onduidelijkheden. 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*, waardoor de hiervoor genoemde wettelijke regels gaan gelden.<sup>188</sup> De angst om publiekelijk in opspraak te komen als door de tegenpartij wordt beweerd dat een wettelijke regel niet is nageleefd, met alle reputatie-effecten voor de institutionele belegger van dien, kan ertoe leiden dat institutionele beleggers terughoudender kunnen worden om met elkaar te overleggen in de aanloop naar dan wel samen op te trekken in een algemene vergadering van aandeelhouders of om elkaar een stemvolmacht te geven.<sup>189</sup> Dit kan de uitvoering van het door de institutionele belegger geformuleerde corporate governance beleid belemmeren en kan een effectieve voorbereiding van de algemene vergadering van aandeelhouders in de weg staan.

De onduidelijkheid over de definitie van *acting in concert* in het kader van de regels inzake de melding van zeggenschapsbelangen kan een rem zetten op het geven van een ‘open’ volmacht van institutionele beleggers aan een andere institutionele belegger die de algemene vergadering bezoekt. Iemand wordt namelijk meldingsplichtig als hij een volmacht krijgt om (i) naar eigen goeddunken en (ii) zonder instructies van de volmachtgever diens stemrechten in een beursgenoteerde vennootschap kan uitoefenen (artikel 5:45, negende lid, Wft) en zijn totale belang een zeggenschapsdrempel overschrijft.<sup>190</sup> Het gevolg hiervan is dat de kans toeneemt dat een institutionele belegger alleen nog een ‘gesloten volmacht’ wil verstrekken aan een colle-

---

<sup>188</sup> De Vlaam (2006). Zie ook Eumedion (2006) en Van Veen (2006).

<sup>189</sup> Volgens de Britse vermogensbeheerder Hermes wordt 3 tot 27 procent van de totale kosten die ‘actieve beleggers’ moeten maken voor engagementactiviteiten veroorzaakt door het gebrek aan duidelijkheid over ‘acting in concert’ (zie Europese Commissie (2006), voetnoot 18 op p. 14 en tabel 4 op p. 44).

<sup>190</sup> AFM (2006), p. 21.

ga-belegger die de algemene vergadering fysiek bezoekt.<sup>191</sup> 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. 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 collega-beleggers niet meer kan ‘aanpassen’ aan het verloop van de besprekingen en eventuele toezeggingen op de algemene vergadering. Het is voorts de vraag of niet ook de *proxy advisors* ISS en Glass Lewis voorafgaand aan de algemene vergadering meldingen van hun stembelangen moeten doen, aangezien zij soms zonder nadere instructie stemvolmachten van hun cliënten ontvangen (zie paragraaf 5.1.1). Daarbij wordt in ogenschouw genomen dat een incidentele stemovereenkomst met betrekking tot het eenmaal ter vergadering uit te oefenen stemrecht niet onder de definitie van *acting in concert* valt.<sup>192</sup> Opeenvolgende overeenkomsten per vergadering waardoor materieel een duurzaam gemeenschappelijk beleid wordt gevoerd zouden echter wel onder de term ‘duurzaam’ in het kader van de zeggenschapsmeldingen kunnen vallen.

Met de voortgaande trend van actiever wordende aandeelhouders zullen institutionele beleggers er serieus rekening mee moeten houden dat de onder vuur liggende vennootschappen de vaagheid van de *acting in concert*-regels zullen aangrijpen om bepaalde institutionele beleggers in diskrediet te brengen. In sommige gevallen van aandeelhoudersactivisme gaat het immers ‘hard tegen hard’. Partijen zullen dan geen enkel middel schuwen om de tegenpartij zwart te maken.<sup>193</sup>

<sup>191</sup> Tenzij de AFM de duidelijkheid verschaft dat een instructie van een institutionele belegger om afhankelijk van de discussie in de algemene vergadering een ‘tegenstem’ om te buigen in een ‘onthouding’ of een ‘voorstem’ aanduidt als een ‘gesloten’ instructie. Zie bijvoorbeeld de constatering van Klaassen c.s. (2006), p. 24, dat in sommige algemene vergaderingen van aandeelhouders in 2006 de discussie tussen de vennootschap en de aandeelhouders heeft geleid tot een herziening van het standpunt van een aantal grote institutionele beleggers.

<sup>192</sup> AFM (2006), p. 22.

<sup>193</sup> Zie onder meer het artikel ‘VNU klaagt aandeelhouders aan bij de AFM’ in *Het Financieele Dagblad* van 19 april 2006, waarin wordt gemeld dat VNU een aantal aandeelhouders, waaronder Knight Vinke Asset Management, beschuldigt van ‘acting in concert’, zonder dat een gezamenlijke zeggenschapsmelding is gedaan. Zie hierover ook de uitspraken van voormalig VNU-bestuursvoorzitter Van den Bergh daarover in het artikel ‘Wij hebben het spel te netjes gespeeld’ in *Het Financieele Dagblad* van 14 juni 2006: ‘Ik weet wel dat Knight, nadat we een officiële klacht hadden ingediend bij de AFM, niets meer van zich heeft laten horen. Ik weet niet wat er met die klacht is gebeurd en of dat de oorzaak is geweest van het zeer opportunistische staken van het verzet, maar het is wel opmerkelijk’. Zie ook de brief d.d. 23 november 2006 (te vinden op [www.stork.nl](http://www.stork.nl)) van de hedge funds Centaurus en Paulson inzake de beslissing van Stork om deze hedge funds voor overtreding van de meldingsregels

Met een steeds belangrijker wordende rol voor de dialoog tussen vennootschap en aandeelhouder en aandeelhouders onderling is het voor de uitvoering van het door de institutionele belegger geformuleerde corporate governance beleid van het allergrootste belang is dat zo veel mogelijk helderheid wordt verschaft over de regels van *acting in concert*, zowel in het kader van de regels rond de melding van zeggenschapsbelangen als in het kader van het verplichte bod. Van diverse kanten zijn suggesties gedaan om meer helderheid te creëren ten aanzien van de definitie van ‘acting in concert’ in het kader van het verplichte bod. Zo suggereert De Vlaam (2006) dat aandeelhouders en de beursgenoteerde vennootschap eenvoudig met de AFM moeten kunnen overleggen of sprake is van *acting in concert* in het kader van de biedplicht en de wettelijke verplichting om zeggenschapsmeldingen te doen. Voorts is hij van mening dat zolang de belangen van minderheidsaandeelhouders niet in het gedrang zijn, er in het geval van gezamenlijk handelende aandeelhouders geen sprake van een biedplicht hoeft te zijn.<sup>194</sup> Van Veen (2006) doet de wetgever en de beurstoezichthouder de suggestie om een lijst van personen die worden geacht in onderling overleg te handelen te publiceren. Daarnaast zou de overheid volgens haar richtlijnen kunnen opstellen die gebaseerd zijn op *quid pro quo*. ‘Wanneer het dwarsbomen van een openbaar bod de aandeelhouder niets oplevert dan het behouden van de status quo, kan worden aangenomen dat er geen overeenkomst is tussen de aandeelhouders en de doelvennootschap. Wanneer het dwarsbomen ertoe leidt dat de aandeelhouder meer invloed krijgt, kan een overeenkomst worden vermoed’.<sup>195</sup> Het platform van institutionele beleggers Eumedion (2006) suggereert dat de wetgever 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*.<sup>196</sup>

---

inzake zeggenschap voor de rechter te dagen. In deze brief betichten Centaurus en Paulson Stork ervan hen in diskrediet te brengen door hen te betrekken in een ‘speculatieve en uitsluitend op ‘vermoedens’ gebaseerde procedure in verband met vermeende inbreuken op de Wet melding zeggenschap. In het artikel ‘Stork schuwt trucjes niet’ in *Het Financieele Dagblad* van 5 oktober 2006 laten de genoemde hedge funds weten dat Stork met een ‘kwadlijke lastercampagne’ is gekomen. Zie ook de passage in de uitspraak van de Ondernemingskamer d.d. 17 januari 2007 inzake Stork NV: ‘Van de zijde van Stork is onduidelijk gebleven waarom omtrent de vermeende overtreding door Centaurus c.s. van de bepalingen van de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996 niet voortafgaand overleg met Centaurus c.s. is gevoerd althans van het voornemen van Stork melding is gemaakt’ (r.o. 3.4).

<sup>194</sup> De Vlaam (2006), p. 606.

<sup>195</sup> Van Veen (2006), p. 209.

<sup>196</sup> Eumedion (2006).

### 7.5 *Geen onbegrensde vrijheid om stemgedrag naar eigen inzicht uit te oefenen*

Een laatste obstakel in het stemproces van een institutionele belegger is dat hij niet in alle gevallen volledige vrijheid heeft om zijn stemgedrag te bepalen. De uitoefening van rechten en bevoegdheden kan namelijk worden getoetst aan de gedragsnorm van de redelijkheid en billijkheid (artikel 2:8 BW). Deze grens zal eerder worden bereikt wanneer sprake is van zogenoemde vennootschapsexterne belangen en naarmate de invloed van de institutionele belegger groter is. Met vennootschapsexterne belangen wordt bedoeld op belangen die buiten de vennootschappelijke constellatie zijn gelegen.<sup>197</sup> Het kan dan gaan om het geval dat de aandeelhouder het aandeelbelang in de betreffende vennootschap niet alleen voor financiële doeleinden houdt, maar dat er ook andere belangen spelen. Zo kan de aandeelhouder bijvoorbeeld een concurrent van de vennootschap zijn of kan de aandeelhouder direct belang hebben bij een transactie met de vennootschap.

Daarnaast speelt een rol of een aandeelhouder slechts een beperkt aantal aandelen van de vennootschap houdt of dat een aandeelhouder<sup>198</sup> een zodanig aantal aandelen houdt dat hij de stemming in de algemene vergadering van aandeelhouders naar zijn hand kan zetten.<sup>199</sup> In deze gevallen kan de aandeelhouder niet uitsluitend zijn eigen belang dienen. Uit de jurisprudentie van de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam volgt dat een verwerver van een substantieel pakket aandelen in een Nederlandse beursgenoteerde vennootschap opening van zaken moet geven.<sup>200</sup> Daarbij zal hij het bestuur, de raad van commissarissen en de medeaandeelhouders zijn intenties ten aanzien van de vennootschap moeten geven, zodat daarover een zinvolle gedachtewisseling in de algemene vergadering van aandeelhouders kan plaatsvinden.<sup>201</sup> Hij zal daarbij moeten aangeven of het verworven

<sup>197</sup> Verdam (2003), p. 16.

<sup>198</sup> Het kan daarbij ook gaan om twee of meer aandeelhouders die gezamenlijk optrekken en op deze wijze de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders kunnen domineren.

<sup>199</sup> Verdam (2003), p. 21, stelt echter dat het dient te gaan om *wezenlijke* invloed. De *wezenlijke* invloed kan volgens hem gegeven zijn door de mate van zeggenschap, maar kan ook een andere oorzaak hebben. Daarbij kan volgens Verdam (2003) worden gedacht aan de aandeelhouder die blokvorming organiseert, bijvoorbeeld door het meezenden van aandeelhoudersinformatie via het Communicatiekanaal Aandeelhouders. Ook zou gedacht kunnen worden aan de voorbeeldfunctie die een aandeelhouder voor andere aandeelhouders kan hebben, bijvoorbeeld als *shareholder activist* of als organisatie die zich publiekelijk beijvert voor de verbetering van de corporate governance van vennootschappen.

<sup>200</sup> Kemperink (2002), p. 238.

<sup>201</sup> Zie ook de beschikking van de Ondernemingskamer d.d. 17 januari 2007 inzake Stork NV (rekestnummer 15/2007 OK; *LJN*: AZ6440).

pakket uitsluitend voor beleggingsdoeleinden dient of dat hij met het verworven pakket invloed op het beleid van de vennootschap wil gaan uitoefenen (en daartoe bijvoorbeeld een zetel in het bestuur of in de raad van commissarissen wenst) of dat het verworven belang de basis vormt voor de verwerving van een meerderheidsbelang welke op haar beurt moet leiden tot verwerving van de absolute zeggenschap over de vennootschap.<sup>202</sup> Van de betreffende aandeelhouder wordt verder verwacht dat hij met de betreffende vennootschap redelijk overleg pleegt en dat hij 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 betreft, zoals die van de minderheidsaandeelhouders en van de werknemers.

Er zijn in de verschillende uitspraken van de Ondernemingskamer geen eenduidige richtsnoeren te vinden bij welke omvang van het aandelenbelang de aandeelhouder niet uitsluitend meer zijn eigen belang voorop mag stellen bij de uitoefening van zijn stemrecht. Dat hangt erg af van de omstandigheden van het geval. Bij de invoering van het verplichte openbare bod op aandelen in de Nederlandse wet- en regelgeving zal in ieder geval een wettelijke grens dienaangaande worden aangebracht.<sup>203</sup> Eenieder die alleen of samen met andere partijen ten minste 30 procent van de stemrechten verwerft, wordt verplicht gesteld een openbaar bod op alle aandelen uit te brengen. Hiermee is niet direct gezegd dat bij een aandelenbelang dat geringer is dan de 30 procent een aandeelhouder in principe zijn eigen belang mag nastreven.<sup>204</sup> Mijns inziens zal de biedgrens wel een belangrijke leidraad hiervoor zijn. De algemene vergadering bestaat in theorie dan immers uit nog 70 procent 'onafhankelijke' aandeelhouders. Op het bestuur van de vennootschap ligt dan de verantwoordelijkheid om zoveel mogelijk van deze aandeelhouders te overtuigen van zijn standpunt.

Het voorgaande maakt duidelijk dat een institutionele belegger die een grote invloed heeft op de besluitvorming in de algemene vergadering niet geheel vrij is om naar eigen inzicht en uitsluitend in zijn eigen belang het stemrecht uit te oefenen. Bij de uitoefening van de rechten en de bevoegdheden zal de institutionele belegger (of een groep institutionele beleggers) zich redelijk

---

<sup>202</sup> Kemperink (2002), p. 243.

<sup>203</sup> *Kamerstukken* 30 419.

<sup>204</sup> Zie bijvoorbeeld de statuten van Numico en Wessanen. Deze vennootschappen hebben in hun statuten reeds een verplicht bodverplichting opgenomen (bij 30 procent). Daarenboven moeten aandeelhouders die 25 respectievelijk 20 procent van de aandelen houden, elke wijziging in het aandelenbezit boven dit percentage bij het bestuur melden, alsmede de voornemens inzake het aanhouden van een dergelijk belang.

en billijk behoren te gedragen. Hieruit volgt dat hij altijd de eventuele consequenties van zijn stemgedrag op de continuïteit van de bedrijfsvoering moet meewegen in de besluitvorming om voor of tegen een voorstel te stemmen. Dit zal in de praktijk een rem zetten op een stem *tegen* een bestuursvoorstel of een stem *voor* een aandeelhoudersvoorstel dat niet de steun heeft van het bestuur. In deze gevallen wordt het bestuur en de raad van commissarissen immers ‘gepasseerd’ en bestaat de reële mogelijkheid van aftreden van deze bestuursorganen. In ieder geval bestaat er dan voor de institutionele beleggers een extra motivatieplicht.

## 8. Synthese en conclusie

Sinds de boekhoudaffaires aan het begin van dit millennium is de maatschappelijke druk op en het besef bij institutionele beleggers toegenomen om de zeggenschapsrechten verbonden aan aandelen uit te oefenen. Aangezien institutionele beleggers de overgrote meerderheid van aandelen van de beursgenoteerde vennootschappen houden, kan de uitoefening van de zeggenschapsrechten op de aandelen eraan bijdragen dat de *checks and balances* binnen beursgenoteerde vennootschappen verbeteren. De verbetering van de *checks and balances* binnen beursgenoteerde vennootschappen was één van de doelstellingen van de Code Tabaksblat. De afweging om gebruik te maken van het stemrecht verbonden aan de aandelen is mede daarom in de afgelopen jaren meer op de voorgrond gekomen in de (fiduciële) taakuitoefening door institutionele beleggers. Maar het besluit om het stemrecht uit te oefenen is in de praktijk eerder genomen dan uitgevoerd. De uitoefening van het stemrecht zal moeten zijn gebaseerd op een stembeleid of, veelomvattender, op een corporate governance beleid dat door de betreffende institutionele belegger zelf is ontworpen.

In dit preadvies is beschreven dat de vormgeving van een stem- of corporate governance beleid in theorie is gestoeld op een aantal factoren. Ten eerste de grootte en aard van de institutionele belegger. De corporate governance activiteiten zullen positief zijn gecorreleerd met de grootte van de institutionele belegger. Een grote institutionele belegger zal over meer capaciteit en expertise beschikken dan een kleine institutionele belegger. Hij staat ook onder een grotere maatschappelijke druk om zich actief met het onderwerp corporate governance te bemoeien. Ten tweede de omvang van het aandelenpakket dat een institutionele belegger in één specifieke vennootschap houdt. De institutionele belegger die een relatief groot belang houdt in een vennootschap zal eerder zijn geprikkeld om zich met het beleid en de strategie van de vennootschap te bemoeien dan een institutionele belegger die een sterk gediversifieerde portefeuille heeft. De baten van zijn actieve bemoeienis zullen voor een groter deel naar hemzelf toevloeien; het zogenoemde

*free rider* probleem wordt minder. Daarnaast speelt mee dat een institutionele belegger met een relatief groot belang in één specifieke vennootschap minder snel kan stemmen met de ‘voeten’ zonder koersverliezen op te lopen. De derde factor bij de vormgeving van het stem- of corporate governance beleid is de ‘thuismarkt’. Een institutionele belegger zal vooral maatschappelijke druk om actief te worden in de ‘eigen’ markt voelen. Daar woont in de regel immers het grootste deel van zijn ‘achterban’. Institutionele beleggers bezitten van ‘nature’ ook meer kennis van de vennootschappen in de ‘thuismarkt’ dan die in het buitenland. Het ligt daarom in de rede dat een institutionele belegger ten minste op de ‘binnenlandse’ aandelen stemt. De vierde factor is de voortgaande trend naar uitbesteding van het vermogensbeheer naar professionele partijen. Een institutionele belegger zal dan moeten besluiten om zich bij het stem- of corporate governance beleid van de betreffende vermogensbeheerder aan te sluiten of om een eigen beleid ‘mee te geven’. De uitwerking op de ‘omvang’ van het corporate governance of stembeleid is onbepaald. Positief kan werken dat wanneer een institutionele belegger zich ‘aansluit’ bij het beleid van een professionele vermogensbeheerder, de ‘slagkracht’ van de betreffende vermogensbeheerder in de algemene vergadering van aandeelhouders en bij het bestuur van de vennootschap toeneemt. Deze ‘slagkracht’ wordt minder wanneer de vermogensbeheerder namens verschillende cliënten verschillend dient te stemmen. Tot slot zijn er allerlei interne en externe obstakels die van invloed zijn op de vormgeving van het corporate governance of stembeleid van institutionele beleggers. De interne obstakels betreffen de tegenstrijdige belangen die zich binnen een institutionele belegger kunnen voordoen en de opbrengsten die met het uitlenen van aandelen kunnen worden verkregen. Hoe groter de tegenstrijdige belangen en hoe hoger de uitleenvergoeding is, des te beperkter zal – in ieder geval vanuit de theorie – het corporate governance beleid of stembeleid van de institutionele belegger zijn. De externe obstakels hebben betrekking op de administratieve rompslomp van het uitoefenen van het stemrecht en het bestaan van een aantal juridische barrières. Ook hier geldt dat hoger de externe obstakels zijn, hoe beperkter het corporate governance of stembeleid zal zijn.

Op basis van onderzoek van 32 institutionele beleggers is in dit preadvies bekeken of de vormgeving van hun corporate governance of stembeleid aansluit bij het hiervoor geschetste theoretische kader. Daaruit blijkt dat alle hiervoor genoemde factoren een rol spelen. Wat vooral opvalt is dat vrijwel alle onderzochte institutionele beleggers in ieder geval een deel van de stemuitoefening en ‘aanpalende’ activiteiten, zoals *engagement*, uitbesteden aan gespecialiseerde partijen. Veel kleine institutionele beleggers doen dit vanwege het ontbreken van voldoende capaciteit en expertise om zelf goed geïnformeerd de stem te kunnen uitbrengen. De beweegreden bij de grotere insti-



tutionele beleggers is om op zoveel mogelijk aandelen in portefeuille het stemrecht uit te oefenen. Aangezien de aandelenportefeuille zeer omvangrijk is, doemt hetzelfde probleem op als bij kleinere beleggers: het ontbreken van voldoende middelen om alle vennootschappen ‘in portefeuille’ goed te monitoren, ook al liggen de capaciteit en expertise op een hoger niveau bij de grotere institutionele beleggers.

Een drietal vormen van uitbesteding is momenteel populair bij institutionele beleggers. Ten eerste komt het (veelvuldig) voor dat min of meer mechanisch worden gestemd door de inschakeling van een bureau dat stemadviezen voor agendapunten van algemene vergaderingen van aandeelhouders geeft en ook de mogelijkheid biedt om de stemuitoefening te verzorgen. Ten tweede wordt de stemuitoefening soms ‘overgedragen’ aan een professionele vermogensbeheerder aan welke instelling soms ook het vermogensbeheer is uitbesteed. Ten derde worden gespecialiseerde vermogensbeheerders en beleggingsinstellingen op het terrein van corporate governance ingeschakeld. Aan deze vormen van uitbesteding zijn voordelen verbonden, maar uitdrukkelijk ook nadelen.

De uitbesteding van de stemuitoefening zorgt ervoor dat het stemrecht *de facto* overgaat van een veelal minder geïnformeerde belegger naar een beter geïnformeerde, professionele en deskundige partij, zodat de monitoring functie van aandeelhouders wordt versterkt. Voorts is het positief dat het *free rider* probleem en het *prisoner* dilemma – tegen betaling aan professionele partijen door de institutionele beleggers – verminderen. Ook dit versterkt de monitorende functie van de algemene vergadering van aandeelhouders, zoals de Commissie Tabaksblat en het kabinet voor ogen hadden. Aan de trend naar uitbesteding van de uitvoering van het stembeleid zit echter ook een aantal belangrijke bezwaren, zeker als institutionele beleggers willen gaan stemmen puur vanuit de overweging van: ‘dat verwacht de maatschappij nu eenmaal, maar laten we het tegen zo weinig mogelijk kosten doen’. De partijen aan wie de stemuitoefening is overgedragen, kunnen zich als ‘autonome cellen’ gaan gedragen. De Amerikaanse stemadviesbureaus ISS en Glass Lewis worden bijvoorbeeld erg invloedrijk op het terrein van corporate governance, zonder dat zij de verantwoordelijkheid dragen voor de uitgebrachte stemmen. Daarnaast bestaat de reële mogelijkheid dat een aantal Angelsaksische vermogensbeheerders, die koploper zijn in het beheren van het vermogen van ‘traditionele’ Nederlandse institutionele beleggers, machtiger worden, ook zonder dat zij de eindverantwoordelijkheid dragen voor de uitgebrachte stemmen. De derde mogelijkheid is dat een deel van het beheerde vermogen dan wel de uitvoering van het stembeleid wordt overgedragen aan gespecialiseerde, veelal Angelsaksische partijen (waaronder hedge funds) die een mogelijk andere visie hebben op de beursgenoteerde ven-

nootschappen dan de besturen van de achterliggende, ‘traditionele’ institutionele beleggers. Bij ongewijzigd ‘beleid’ duiden alledrie de trends erop dat het Nederlandse vennootschappelijke systeem, van ‘onderop’, verder zal opschuiven naar een vennootschappelijk systeem dat meer op Angelsaksische leest is geschoeid. Dat is niet erg wanneer de ‘traditionele’ institutionele beleggers, die *wel* verantwoordelijk zijn voor het uitoefenen van het stemrecht, hier welbewust voor kiezen. Dit preadvies laat zien dat hieraan kan worden getwijfeld.

Bijstelling van deze trends vergt in ieder geval dat in de opleidings- en vormingsprogramma’s voor bestuurders van ‘traditionele’ institutionele beleggers uitdrukkelijker aandacht moet worden besteed aan i) de zeggenschapsrechten verbonden aan aandelen, ii) de consequenties van het uitoefenen van deze zeggenschapsrechten, iii) de risico’s die zijn verbonden aan het uitbesteden van het beheer over de zeggenschapsrechten aan andere partijen en iv) de monitoring van de uitvoering van dat beheer. De indruk bestaat dat dit nog onvoldoende gebeurt. Daarnaast zouden institutionele beleggers meer gebruik kunnen maken van de mogelijkheid om hun eigen stemgedragrichtlijnen mee te geven aan stemadviesbureaus en professionele vermogensbeheerders. Op dit punt is ook een belangrijke rol weggelegd voor de representatieve organisaties om institutionele beleggers bewust te maken van het belang van het meegeven van stemgedragrichtlijnen en hen te ondersteunen in het opstellen daarvan. Ook zouden deze representatieve organisaties namens hun aangesloten deelnemers meer invloed kunnen uitoefenen op de stemgedragrichtlijnen die stemadviesbureaus en professionele vermogensbeheerders hanteren.<sup>205</sup>

Dit alles laat onverlet dat de administratieve en juridische obstakels om überhaupt van het stemrecht gebruik te kunnen maken moeten worden opgeruimd. Het grootste obstakel vormt hiervoor nog steeds het blokkeren van aandelen door zowel de beursgenoteerde vennootschap als door de bewaarden deponerbanken als eis om de stem ter vergadering uit te kunnen brengen. Beursgenoteerde vennootschappen dienen het blokkeren van aandelen af te schaffen en te vervangen door een registratiedatum die bepaalt dat degene die op dat moment aandelen heeft ook stemgerechtigd is op de alge-

---

<sup>205</sup> Deze aanbevelingen lijken effectiever dan de invoering van allerlei financiële prikkels voor institutionele beleggers om goed geïnformeerd het stemrecht uit te oefenen, zoals de attendance fee en het ‘stemdividend’. De invoering van dergelijke maatregelen zal bij institutionele beleggers waarschijnlijk niet de prikkel wegnemen om het stemrecht tegen zo weinig mogelijke kosten uit te oefenen en de stemuitoefening derhalve te laten verzorgen door stemadviesbureaus en/of professionele vermogensbeheerders. Zie over dergelijke prikkels Maatman (2007).

mene vergadering, ook al heeft hij na registratiedatum zijn aandelen verkocht. Deze registratiedatum dient tussen de twintig en dertig dagen voor de datum van de algemene vergadering te liggen, zodat de negatieve effecten van het uitlenen van aandelen door de institutionele beleggers zoveel mogelijk worden gemitigeerd. Voor de kenbaarheid van de Nederlandse markt is het aan te bevelen dat alle Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen de lengte van de periode tussen de registratiedatum en de datum van de algemene vergadering harmoniseren. Daarnaast dient door beursgenoteerde vennootschappen en door (representatieve organisaties van) institutionele beleggers druk te worden uitgeoefend op de bewaar- en depotbanken om een goed, gestroomlijnd proces tussen het moment van oproeping voor de algemene vergadering en het uitoefenen van het stemrecht door de eindbelegger mogelijk te maken. Dit vergt van allereerst de beursgenoteerde vennootschappen dat zij ruim voor de algemene vergadering, minimaal een maand, de oproeping voor de algemene vergadering uitsturen en een toelichting op de voorstellen die op deze vergadering worden behandeld, publiceren. Tot slot dienen wetgever en beurstoezichthouder meer *guidance* te geven onder welke omstandigheden institutionele beleggers zodanig samenwerken (*acting in concert*) dat zij hun gezamenlijke zeggenschapsbelang dienen te melden of verplicht zijn om een openbaar bod op de aandelen uit te brengen.

Nu duidelijk wordt dat steeds meer aandeelhouders actief gebruik maken van de zeggenschapsrechten verbonden aan de aandelen, komt het doen en laten van deze aandeelhouders meer in de maatschappelijke schijnwerpers te staan, zeker als bepaalde ‘nationale vlaggenscheppen’ onder vuur van professionele, doch ‘agressieve’ vermogensbeheerders en beleggingsinstellingen komen te liggen. Ook de partijen die deze vermogensbeheerders en beleggingsinstellingen *funden*, veelal de ‘traditionele’ institutionele beleggers, kunnen op maatschappelijke belangstelling rekenen. Op hen zal een grotere maatschappelijke druk ontstaan om zich te verantwoorden over het corporatieve governance of stembeleid dat zij direct dan wel indirect voeren. De besturen van de ‘traditionele’ institutionele beleggers dienen hierop te zijn voorbereid. Dit preadvies heeft een aantal handvatten voor deze voorbereiding aangereikt.



## **BIJLAGEN**



### **Afkortingenlijst**

AFM	Autoriteit Financiële Markten
ava	Algemene vergadering van aandeelhouders
CFD	contract for difference
EC	Europese Commissie
EU	Europese Unie
FSA	Financial Services Authority (VK)
GMRA	PSA/ISMA Global Master Repurchase Agreement
ICMA	International Capital Markets Association
ISDA	International Swaps and Derivatives Association, Inc.
OK	De Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam
OTC	Over The Counter: niet via een gereguleerde markt
Repo	Repurchase Agreement
rvc	raad van commissarissen
SEC	Securities and Exchange Commission (VS)
TvOB	Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur
USD	Amerikaanse dollars
Wft	Wet op het financieel toezicht
Wge	Wet giraal effectenverkeer
Wmz	Wet melding zeggenschap





## Literatuurlijst

- Abendroth R.J. Abendroth, 'Herfinanciering van noodlijdende ondernemingen', in: *De financiering van de onderneming*, Deventer: Kluwer 2006.
- Abma R. Abma, 'Het aandeelhoudersvergaderingseizoen 2006: feiten en trends', *TvOB*, 2006-5, p. 169-177.
- AFM Autoriteit Financiële Markten, *Voorlichtingsbrochure aandeelhouders Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende instellingen*, 1 november 2006 (www.afm.nl).
- Van Ardenne-Stachiw E.M. van Ardenne-Stachiw, 'Effectenleningen', *NIBE-Bankjuridische reeks* nr. 26, Amsterdam 1995.
- Asser-Maeijer Asser-Maeijer 2-III, tweede druk, Deventer 2000.
- Asser-Mijnssen Asser-Mijnssen-De Haan-Van Dam 3-I, vijftiende druk, Deventer 2006.
- Avery H. Avery, 'Why CFOs should stop mistrusting hedge funds', *Euromoney* Vol 36, Nr. 439 (november 2005), p. 59 e.v.
- Ayres/Cramton I. Ayres & P. Cramton, 'Relational Investing and Agency Theory', *Cardozo Law Review* 1994 nr. 15.
- Barber B.M. Barber, 'Monitoring the Monitor: Evaluating CalPERS' Shareholder Activism', *Working Paper*, maart 2006.
- Barr A. Barr, 'Naked Short Selling is Center of Looming Legal Battle', *MarketWatch.com* 14 juni 2006.
- Becht/Franks/Mayer/Rossi M. Becht, J. Franks, C. Mayer en S. Rossi, 'Returns to Shareholder Activism; Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund', *ECGI Finance Working Paper*, No. 138/2006, 4 december 2006.
- Bhagat/Black/Blair S. Bhagat, B. Black en M. Blair: Relational investing and firm performance, working paper 2003.

BIJLAGEN

- Bos E.C. Bos, *Vruchtgebruik op aandelen*, Deventer: Kluwer 2005.
- Van Beek/De Clercq Zubli B.M. van Beek en R.J. de Clercq Zubli, 'Total return swaps; verzekerd risico?', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 262 e.v.
- Blanco Fernández J.M. Blanco Fernández, 'Rechtmatigheidsgrenzen van stemovereenkomsten', *WPNR* 2005, p. 514 e.v.
- Bratton W.W. Bratton, *Hedge Funds and Governance Targets*, ssrn.com, september 2006.
- Brov/Jiang/Partnoy/Thomas A. Brov, W. Jiang, F. Partnoy en R. Thomas. 'Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance', paper gepresenteerd tijdens het symposium. 'Activist Investors, Hedge Funds and Corporate Governance' op 8 en 9 maart 2007 in Amsterdam.
- Brenninkmeijer A.M. Brenninkmeijer, *Stemovereenkomsten van aandeelhouders*, Deventer 1973.
- Bropghy/Ouimet/Sialm D.J. Bropghy, P.P. Ouimet en C. Sialm, *Hedge Funds as Investors of Last Resort*, ssrn.com, 1 maart 2006.
- Broekhuizen/Peeters K.W.H. Broekhuizen en M.G.C.M. Peeters, 'Vervroegde beëindiging van swaps', *TvE* 2000, p. 79 e.v.
- Carr Bettis/Bizjak/Lemmon J. Carr Bettis, J.M. Bizjak en M.L. Lemmon, *Insider Trading in Derivative Securities: An Empirical Examination of the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders*, ssrn.com, mei 1999.
- Choi/ Fisch S. Choi en J. Fisch, 'A Financing Proposal for Securities Market Intermediaries', *Law and Economics Workshop Paper 11*, University of California, Berkeley, 2002.
- Conference Board Conference Board, *The 2007 Institutional Investment Report: Trends in Institutional Investor Assets and Equity Ownership of U.S. Corporations*, New York: The Conference Board, 2007.
- Core/Guay/Rusticus J.E. Core, W.R. Guay en T.O. Rusticus, 'Does Weak Governance Cause Weak

- Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations', *The Journal of Finance*, 2006 (61), p. 655-687.
- Christoffersen e.a. S.E.K. Christoffersen, C.C. Geczy, D.K. Musto en A.V. Reed, *Vote Trading and Information Aggregation*, *ssrn.com*, 20 januari 2005.
- Cullen/Parry I. Cullen en H. Parry (red.), *Hedge Funds: Law and Regulation*, Londen 2001.
- Curran/Turitto L. Curran en F. Turitto, Fiat/IFIL: 'The Securities Law Implications for Equity Derivatives', *Butterworths Journal of International Banking and Finance Law*, juli 2006, p. 297 e.v.
- Das S. Das, 'Structured Product Volume 2: Equity; Commodity'; *Credit & New Markets*, Singapore 2006.
- Davis/Lukomnik/Pitt-Watson S. Davis, J. Lukomnik en D. Pitt-Watson, *The New Capitalists*, Boston: Harvard Business School Press, 2006.
- Deckers/Van Beek L.Ch.J. Deckers en B.M. van Beek, 'Credit Support voor derivaten', *TvE* 2000, p. 4 e.v. en 19 e.v.
- Doorenbos D.R. Doorenbos, 'Openbaarmaking van voorwetenschap', *Ondernemingsrecht*, 2005-2, p. 75-83.
- Dortmond P.J. Dortmond, *Stemovereenkomsten rondom de eeuwwisseling*, Deventer 2000.
- Eenhorst/V.IJzinga Veenstra Q.M.A. Eenhorst en A.R.T. van IJzinga Veenstra, 'Dividend stripping na 27 april 2001', *WFR* 2003/449.
- Eisenhofer/Barry J.W. Eisenhofer en M.J. Barry, *Shareholder Activism Handbook*, New York 2005.
- Van Erp J.H.M. van Erp, 'Reactie Financiële zekerheidsovereenkomsten', *WPNR* 2004, p. 967 e.v.
- Eumedion Eumedion, *Position Paper Acting in Concert*, 28 augustus 2006 ([www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl)).
- Europese Commissie Europese Commissie, 'Commission Staff Working Document; Impact Assessment Proposal for a Directive of the European

BIJLAGEN

- Parliament and of the Council on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC', SEC(2006) 181, 17 februari 2006.
- Expert Group on Cross-Border Voting in Europe  
Expert Group on Cross-Border Voting in Europe, 'Cross-Border Voting in Europe', Amsterdam 2002 (zie [www.wodc.nl](http://www.wodc.nl)).
- Frentrop  
P. Frentrop, *Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC; Corporate Governance 1602-2002*, Amsterdam: Promotheus 2002.
- Frentrop  
P. Frentrop, 'Een brief aan Ahold', in: *Vergezichten* (Frijns-bundel), Driebergen 2005, p. 315 e.v.
- Gaastra  
F.S. Gaastra, *De geschiedenis van de VOC*, Zutphen 2002.
- Garbade  
K.D. Garbade, *The Evolution of Repo Contracting Conventions in the 1980s*, [ssrn.com](http://ssrn.com) mei 2006.
- Gebraad  
J.L. Gebraad, 'Institutionele beleggers beleggen meer dan biljoen euro', *Centraal Bureau voor de Statistiek*, 2 november 2006 (te vinden op [www.cbs.nl](http://www.cbs.nl)).
- Geerts  
P.G.F.A. Geerts, *Enkele formele aspecten van het enquêterecht*, Deventer: Kluwer 2004.
- Gelderblom/Jonker  
O. Gelderblom en J. Jonker, *Amsterdam as the cradle of modern futures and options trading, 1550-1650*, [lowcountries.nl](http://lowcountries.nl) 2003.
- Gompers/Ishii/Metrick  
P.A. Gompers, J.L. Ishii en A. Metrick, 'Corporate governance and equity prices', *Quarterly Journal of Economics*, 2003 (118), p. 107-155.
- Graaf  
F.G.B. Graaf, *Issues of Euromarket securities and syndicated Eurocurrency loans*, Deventer 1991.
- Grinten  
W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de naamloze en besloten vennootschap*, twaalfde druk, Zwolle 1992.

- Grundmann-van de Krol C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door het effectenrecht*, Den Haag: Boom 2004.
- Grundmann-van de Krol C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom 2007.
- Haentjes M. Haentjes, 'Privaatrechtelijke aspecten van giraal effectenverkeer', *WPNR* 2004, p. 472 e.v.
- Hartlief T. Hartlief, *Leven in een claimcultuur: wie is er bang voor Amerikaanse toestanden?* (diesrede Maastricht), 14 januari 2005, zie ook *NJB* 2005, p. 830 e.v.
- Hayton e.a. D.J. Hayton, S.C.J.J. Kortmann en H.L.E. Verhagen, *Principles of European Trust Law*, Deventer 1999.
- Van den Hoek M.P. van den Hoek, 'Wge moet af van "mede-eigendom"', *WPNR* 2003, p. 432 e.v.
- Hu/Black H.T.C. Hu en B. Black, 'Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms', European Corporate Governance Institute - Law Research Paper No. 64/2006, februari 2006.
- Hu/Black H.T.C. Hu en B. Black, 'The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership', *Southern California Law Review* mei 2006, Vo. 79, nr. 4, p. 811 e.v. (2006b).
- Hu/Black H.T.C. Hu en B. Black, 'Hedge Funds, Insiders, and Empty Voting: Decoupling of Economic and Voting Ownership in Public Companies', European Corporate Governance Institute - Law Research Paper No. 56/2006, augustus 2006 (2006c).
- Huijgen W.G. Huijgen, *Economische eigendom*, Zwolle 1995(a).
- Huijgen W.G. Huijgen, 'Economische eigendom van aandelen: het vennootschapsrecht opzij gezet', *WPNR* 1995(b), p. 63 e.v.
- Hijmans v.d. Bergh/V. Solinge L.J. Hijmans van den Bergh en G. van Solinge, *Implementatie van de Dertiende*

BIJLAGEN

- Richtlijn* (preadvies Vereniging Handelsrecht), Deventer: Kluwer 2000.
- Hummels/Bauer H. Hummels en R. Bauer, *Van stille kracht tot stille macht; De interactie tussen pensioenfondsen en ondernemingen inzake corporate governance en maatschappelijk verantwoord handelen*, Assen: Koninklijke Van Gorcum BV 2006.
- Ineichen A.M. Ineichen, 'On Myths, Bubbles and New Paradigms in the Hedge Fund Industry', in: *Hedge Funds; Risks and Regulation*, Berlijn 2004.
- Van den Ingh F.J.P. van den Ingh, 'Het stemgedrag van aandeelhouders', in: *A-T-D* (Van Schilfgaarde-bundel), Deventer: Kluwer 2000, p. 203 e.v.
- Institutional Shareholder Services (ISS) Institutional Shareholder Services (ISS), *Global Investor Study 2006*, 2006.
- International Securities Lending Association (ISLA) International Securities Lending Association (ISLA), *Securities Lending & Corporate Governance*, 4 juli 2005 (te vinden op [www.isla.co.uk](http://www.isla.co.uk)).
- De Jongh J.M. de Jongh, 'Gij zult splitsen! Instructies van aandeelhouders in beursvennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2007, p. 34 e.v.
- Jong/Mertens/Van Oosterhout/Vletter-van Dort A. de Jong, G.M.H. Mertens, J. van Oosterhout en H.M. Vletter-van Dort, *Substance or symbolism Corporate governance practices of institutional investors*, Erasmus Universiteit Rotterdam: Onderzoek in opdracht van Eumedion en de Nederlandse Corporate Governance Stichting, 2007.
- Jong/Mertens/Roosenboom A. de Jong, G.M.H. Mertens en P. Roosenboom, *Activiteiten van Aandeelhouders 2005*, onderzoek in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2005.
- Kaemingk H.L. Kaemingk, 'Private Equity en haar plaats in het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2005,-17 p. 572 e.v.

- Kahan/Rock M. Kahan en E.B. Rock, 'Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, Preliminary Draft', law.upenn.edu, januari 2006.
- Kahan/Rock M. Kahan en E.B. Rock, 'The Hanging Chads of Corporate Voting', paper gepresenteerd tijdens het Symposium Activist Investors, Hedge Funds and Corporate Governance' op 8 en 9 maart 2007 in Amsterdam.
- Kemperink G.N.H. Kemperink, 'Enquêterecht en overnamegeschillen', *Ondernemingsrecht*, 2002-8, p. 236-243.
- Khachaturyan A. Khachaturyan, 'The One-Share-One-Vote Controversy in the EU', *ECMI Paper No. 1/Augustus* 2006.
- Klaassen/Molenbroek/Out A. Klaassen, M. Molenbroek en B. Out, *Algemene Vergadering van Aandeelhouders: van eindstation naar tussenstation*, onderzoek in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2006.
- Kolb/Overdahl R.W. Kolb en J.A. Overdahl, *Financial Derivatives*, derde editie, New Jersey 2003.
- Van der Korst P.J. van der Korst, *Bedrijfsgeheimen en transparantieplichten*, Deventer: Kluwer 2007.
- Kovas A. Kovas, 'Should Hedge Fund Products be Marketed to Retail Investors? A Balancing Act for Regulators', in: *Hedge Funds; Risks and Regulation*, Berlijn 2004.
- Kroeze/Verbrugh M.J. Kroeze en M.A. Verbrugh, 'Rechterlijke bemiddeling bij Stork is OK', *NJB* 2007, p. 434 e.v.
- Kuin D. Kuin, 'Powerplay moet wel transparant', *Het Financieele Dagblad* 13 oktober 2005.
- Leeger C.F. Leeger, *Swaps onder ISDA-documentatie*, Deventer 2002.
- Loss L. Loss en J. Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, New York 2001.
- Maatman R.H. Maatman, 'Institutionele beleggers en corporate governance', *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2000-9, p. 171-182.

BIJLAGEN

Maatman/Palmen	R.H. Maatman en L.F. Palmen, <i>Alternative investments</i> , Deventer 2002.
Maatman	R.H. Maatman, 'Disclosure van beleggingen in Amerika', <i>Ondernemingsrecht</i> 2002-9.
Maatman	R.H. Maatman, <i>Het pensioenfonds als vermogensbeheerder</i> , Serie Onderneming en Recht, deel 27, Deventer: Kluwer 2004.
Maatman/Raaijmakers	R.H. Maatman en G.T.M.J. Raaijmakers, 'Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?', <i>Ondernemingsrecht</i> 2006-7, p. 256-262.
Maatman	R.H. Maatman, 'Integriteit van de Onderneming – Aandeelhouder en integriteit', opgenomen in de bundel <i>Onderneming en integriteit</i> , uitgave vanwege het Onderzoekcentrum Onderneming & Recht, Nijmegen, april 2007.
Maeijer	J.M.M. Maeijer, Reactie naar aanleiding van het artikel van mr. W.G. Huijgen 'Economische eigendom van aandelen: het vennootschapsrecht opzij gezet', <i>WPNR</i> (1995) 6166, <i>WPNR</i> 1995, p. 337 e.v.
MacHarg	M.L. MacHarg, 'Waking Up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Really Taking a New Direction?', in: <i>Hedge Funds; Risks and Regulation</i> , Berlijn 2004.
De Marchi/Harrison	N. De Marchi en P. Harrison, 'Trading 'in the Wind' and with Guile: The Troublesome Matter of the Short Selling of Shares in Seventeenth-Century Holland', in: <i>Higgling, transactors and their markets in the history of economics</i> , Durham 1994, p. 47 e.v.
Martin/Partnoy	S. Martin en F. Partnoy, <i>Encumbered shares</i> , november 2004, <a href="http://ssrn.com">ssrn.com</a> .
Mitchell	L.E. Mitchell, <i>Corporate Irresponsibility</i> , New Haven & London 2001.
Monitoring Commissie Corporate Governance Code	Monitoring Commissie Corporate Governance Code <i>Tweede rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code</i> , december 2006(a).



- Monitoring Commissie Corporate Governance Code  
Monitoring Commissie Corporate Governance Code *Consultatiedocument*, december 2006(b).
- Nederveen  
A. Nederveen, *Inleiding tot het federale effectenrecht van de Verenigde Staten*, Deventer 2006.
- Nieuwe Weme  
M.P. Nieuwe Weme, *Het verplichte bod op effecten*, Deventer 2004.
- Nowak  
R.G.J. Nowak, 'Het EU-richtlijnvoorstel inzake uitoefening van stemrecht door aandeelhouders', *Ondernemingsrecht*, 2006-7, p. 263-268.
- Oesterle  
D.A. Oesterle, *Regulating Hedge Funds*, Center for Interdisciplinary Law and Policy Studies Working Paper Series No. 47, [ssrn.com](http://ssrn.com), juni 2006.
- Office of National Statistics  
Office of National Statistics, *Share Ownership; A report on ownership of shares as at 31<sup>st</sup> December 2004*, 10 juni 2005 (te vinden op [www.statistics.gov.uk](http://www.statistics.gov.uk)).
- Opler/Sokobin  
T.C. Opler en J.S. Sokobin, 'Does Coordinated Institutional Activism Work? An analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors', *Working Papers Series 95-5*, Dice Center for Research In Financial Economics, oktober 2005.
- Olden/Bogart  
P.D. Olden en C.C. Bogart, 'Bespreking HR 6 juni 2003, *RvdW* 2003, 103 (Scheipar)', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 385 e.v.
- Van Olffen  
M. van Olffen, 'Loyaliteits aandelen', *WPNR* 2006, p. 779 e.v.
- Padberg  
J.C. Padberg, 'Derivaten', in: *Ondernemingsrecht in internationaal perspectief* (NGB-bundel), Deventer 1995, p. 121 e.v.
- Partnoy/Thomas  
F.S. Partnoy en R.S. Thomas, *Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation*, [ssrn.com](http://ssrn.com), oktober 2006.
- Peters  
M.J. Peters, 'De dividendstrippingmaatregel getoetst aan het EG-recht', *WFR* 2004/239.
- Perrick  
S. Perrick, 'De wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschap

BIJLAGEN

- pen', in: *Leerboek effectenrecht*, Nijmegen 2002, p. 209 e.v.
- Perrick/De Wijkerslooth S. Perrick en J.M. de Wijkerslooth, 'De nieuwe Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang', *Ondernemingsrecht* 2006, p. 496 e.v.
- Pitlo-Raaijmakers M.J.G.C. Raaijmakers, *Pitlo Deel 2, Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2006.
- Prinsen J.J. Prinsen, *Converteerbare obligaties*, Deventer: Kluwer 2004.
- G.T.M.J. Raaijmakers G.T.M.J. Raaijmakers, 'Internationale swap-overeenkomsten', in: *Contracteren in de internationale praktijk* (deel III), Deventer 1997, p. 187 e.v.
- G.T.M.J. Raaijmakers G.T.M.J. Raaijmakers, 'Securities lending en corporate governance', in: *Tussen Themis en Mercurius* (NGB Lustrumbundel), Deventer: Kluwer 2005, p. 241 e.v.
- G.T.M.J. Raaijmakers G.T.M.J. Raaijmakers, *De effectiviteit van regels in het ondernemings- en effectenrecht*, Den Haag 2006.
- M.J.G.C. Raaijmakers M.J.G.C. Raaijmakers, 'De VOC in de ontwikkeling van het Nederlandse ondernemingsrecht', *WPNR* 2007, p. 116 e.v.
- M.J.G.C. Raaijmakers M.J.G.C. Raaijmakers, 'Stork', *Ars Aequi* 2007, p. 346 e.v.
- Rank W.A.K. Rank, 'Repo's en repowet: van de regen in de drup?', in: *Onderneming en effecten* (Serie OOR, nr. 13), Deventer: Kluwer 1998, p. 371 e.v.
- Rank e.a. W.A.K. Rank, E.M. van Ardenne-Stachiw en Ch.W. le Rütte, *Bewaring en eigendom van effecten* (preadvies Vereniging voor Effectenrecht), Deventer 1997.
- Van Ravenhorst/V. Besouw C. van Ravenhorst en J.B.L.M. van Besouw, 'Juridische aspecten van swaps', *TVVS* 1990.
- Rensen G.J.C. Rensen, *Extra-verplichtingen van leden en aandeelhouders*, Deventer: Kluwer 2005.

- Rijk R. de Rijk, 'Inwerkingtreding Wet markt-misbruik een feit', *Ondernemingsrecht*, 2005-17, p. 610-611.
- Rijksuniversiteit Groningen Rijksuniversiteit Groningen, *Corporate Governance in Nederland; een onderzoek naar de stand van zaken in het boekjaar 2005 en de ontwikkelingen ten opzichte van het boekjaar 2004*, Annex A, p. A29, december 2006, onderzoek in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code.
- Roth G.P. Roth, 'De middellijke meldingsplicht in de Wet melding zeggenschap 96', *WPNR* 2003, p. 73 e.v.
- De Ruiter H. de Ruiter, 'De plaatsbepaling van hedge funds binnen een pensioenfondsportefeuille', *VBA Journaal* 2002, nr. 2.
- Le Rûtte Ch.W. le Rûtte, 'Internationale levering van effecten?', in: *Ondernemingsrecht in internationaal perspectief* (NGB-bundel), Deventer: Kluwer 1995, p. 225 e.v.
- Sanders/Westbroek P. Sanders en W. Westbroek, *BV en NV*, negende druk, bewerkt door F.K. Buijn en P.M. Storm, Deventer 2005.
- Schaink P.R.W. Schaink, 'Surséance als vehikel voor debt-for-equity swaps', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 173 e.v.
- Schim B.F.L.M. Schim, *Giraal effectenverkeer en goederenrecht*, Deventer: Kluwer 2006.
- Slagter W.J. Slagter, *Compendium Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2005.
- Slagter W.J. Slagter, 'Een bedreiging van de continuïteit van de vennootschap', *NJB* 2006, p. 999 e.v.
- Smithson C.W. Smithson, *Managing Financial Risk*, derde editie, New York 1998.
- Skeel D. Skeel, 'Behind the Hedge – In the Untamed World of Hedge Funds, Rigged Deals and Manipulated Markets Help the Wealthy Thrive While Ordinary Investors Wither', *Legal Affairs* november 2005.
- Spanjaard S-J. Spanjaard, 'Sprinkhanen en barbaren', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 571.

BIJLAGEN

- Spindler/Bernarz G. Spindler en S. Bernarz, 'Die Regulierung von Hedge-Fonds im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht', *Düsseldorf Center for Business and Corporate Law Research Paper Series*, 1/2006.
- Steinherr A. Steinherr, *Derivatives; The Wild Beast of Finance, A Path to Effective Globalisation?*, West Sussex 2000.
- Stringham E. Stringham, 'The extralegal development of securities trading in seventeenth-century Amsterdam', *The Quarterly Review of Economics and Finance* 195 (2002) 1-24.
- Tabaksblad M. Tabaksblad, 'De rol van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen na drie jaar Nederlandse corporate governance code; enkele observaties', *Ondernemingsrecht*, 2006-17, p 596-598.
- Tannon/Johnson J.M. Tannon en R. Johnson, 'Transatlantic Private Equity: Beyond a Trillion Dollar Force', *The Journal of Private Equity* 2005, p. 77 e.v.
- Taylor M. Taylor, 'Hedge fund regulation', *Butterworths Journal of International Banking and Finance Law* 1999, p. 182 e.v.
- Thompson/Thomas R.B. Thompson en R.S. Thomas, 'The Public and Private Faces of Derivative Lawsuits', *Vanderbilt Law Review* 2004-57.
- Thompson/Thomas R.B. Thompson en R.S. Thomas, *The New Look Of Shareholder Litigation: Acquisition-Oriented Class Actions* (working paper 2004).
- Uniken Venema C. Æ. Uniken Venema, *Effectengiro-recht in beweging*, Den Haag 2003.
- Uniken Venema/Eisma C. Æ. Uniken Venema en S.E. Eisma, *Eigendom ten titel van beheer naar komend recht* (preadvies Vereniging 'Handelsrecht'), Zwolle 1990.
- Veen L. van Veen, 'Is acting in concert een ongewenste rem op aandeelhoudersactivisme?', *TvOB* 2006-6, p. 203-209.

- Verdam A.F. Verdam, *Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdig belang* (oratie VU), Den Haag: Boom 2003.
- Verdam A.F. Verdam, 'Gebruik van stemrechten door institutionele beleggers: Over stemplicht, vormen van invloeditoefening en verantwoording terzake', in: *Trust en onderneming* (Uniken Venema-bundel), Den Haag 2003.
- Verdam A.F. Verdam, 'Diversiteit in institutionele beleggers: verschil in opstelling als aandeelhouder? Een verkenning', *TvOB* 2005, p. 196-207.
- Verdam A.F. Verdam, *De rol van stemadviseurs bij het stemmen op afstand; een terrein- en probleemverkenning*, voordracht tijdens het congres in Groningen over de veranderende rol van de kapitaalverschaffer, november 2006.
- De Vlaam A.V.V. de Vlaam, 'Acting in concert – samenwerkende aandeelhouders in beursfondsen', *Ondernemingsrecht* 2006-17, p. 599 e.v.
- De Vries Robbé J.J. de Vries Robbé, 'Credit Derivatives Definitions 2003: two steps forward, one step back', *TvE* 2003, p. 35 e.v.
- De Vries Robbé J.J. de Vries Robbé, 'Synthetic securitisation: every bank should have one', *TvE* 2003, p. 117 e.v.
- Wibier R.M. Wibier, 'De financiële zekerheidsovereenkomst: verkeerde implementatie van een Richtlijn en een smet op het Burgerlijk Wetboek!', *WPNR* 2006, p. 393 e.v.
- Winter J.W. Winter, *Grensoverschrijdend stemmen* (oratie Rotterdam), Deventer: Kluwer 2000.
- Winter J.W. Winter, 'Corporate governance-regulering in Nederland vanuit internationaal perspectief', in: D.J. Kraan en A.P. Ros (red.), *The Visible Hand; Ondernemingsbestuur in Nederland*, Den Haag: Wim Drees Stichting voor Openbare Financiën 2005, p. 37-48.

BIJLAGEN

- Winter P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, veertiende druk, bewerkt door J.W. Winter, Deventer: Kluwer 2006.
- Winter/Van Ginneken J.W. Winter en M.J. van Ginneken, 'Stemmen op afstand van dichtbij bekeken', in: *Ongebonden recht bedrijven* (NGB-bundel), Deventer: Kluwer 2000, p. 325 e.v.

### **Lijst onderzochte institutionele beleggers op stembeleid**

ABN AMRO Asset Management ([www.asset.abnamro.com](http://www.asset.abnamro.com))  
ABN AMRO Pensioenfondsen ([www.abnamropensioenfondsen.nl](http://www.abnamropensioenfondsen.nl)).  
ABP ([www.abp.nl](http://www.abp.nl)).  
ActivInvestor Management B.V. ([www.activinvestor.com](http://www.activinvestor.com))  
Aegon ([www.aegon.nl](http://www.aegon.nl))  
AKZO Nobel Pensioenfondsen ([www2.akzonobel.nl/pensioenfondsen/](http://www2.akzonobel.nl/pensioenfondsen/))  
Blue Sky Group ([www.blueskygroup.nl](http://www.blueskygroup.nl)).  
BPF Bouw ([www.bpfbouw.cordares.nl](http://www.bpfbouw.cordares.nl))  
Delta Lloyd ([www.deltalloyd.nl](http://www.deltalloyd.nl))  
Fortis Investments ([www.fortis.nl](http://www.fortis.nl))  
Fortis OBAM ([www.fortisobam.nl](http://www.fortisobam.nl))  
Fortis Verzekeringen ([www.fortis.nl](http://www.fortis.nl))  
Governance for Owners ([www.g4owners.com](http://www.g4owners.com))  
Hermes ([www.hermes.co.uk](http://www.hermes.co.uk))  
Pensioenfondsen Horeca & Catering ([www.phenc.nl](http://www.phenc.nl))  
Stichting Pensioenfondsen IBM Nederland ([www.pensioenfondsen-ibm.nl](http://www.pensioenfondsen-ibm.nl))  
ING Investment Management ([www.ingim.com](http://www.ingim.com))  
Kempen Capital Management ([www.kcm.nl](http://www.kcm.nl))  
Stichting Pensioenfondsen KPN ([www.opfkpn.nl](http://www.opfkpn.nl))  
Pensioenfondsen Metaal en Techniek ([www.bpmt.nl](http://www.bpmt.nl))  
Bedrijfstakpensioenfondsen voor Metalelektro ([www.pme.nl](http://www.pme.nl))  
Mn Services ([www.mn-services.nl](http://www.mn-services.nl))  
Stichting Pensioenfondsen Openbaar Vervoer ([www.s pov.nl](http://www.s pov.nl))  
PGGM ([www.pggm.nl](http://www.pggm.nl))  
Robeco ([www.robeco.nl](http://www.robeco.nl))  
Shell Pensioenfondsen ([www.shell.com](http://www.shell.com))  
Spoorwegpensioenfondsen ([www.spoorwegpensioenfondsen.nl](http://www.spoorwegpensioenfondsen.nl))  
Teslin Capital Management ([www.teslin.nl](http://www.teslin.nl))  
Stichting Pensioenfondsen TNT ([www.tpgpensioen.nl](http://www.tpgpensioen.nl))  
Unilever Pensioenfondsen Progress (<http://progress.bridgevest.com>)  
Pensioenfondsen VolkerWessels ([www.pfkvws.nl](http://www.pfkvws.nl))  
Stichting Bedrijfspensioenfondsen Zorgverzekeraars ([www.sbz.nl](http://www.sbz.nl))

