

ONDERNEMINGSRECHTELIJKE INPASSING VAN AANDELENDERIVATEN

I Inleiding

1. De financiële waarde van een beursvennootschap komt primair tot uiting in de prijs van haar aandelen. Om van die waarde te profiteren is het niet noodzakelijk om het aandeel zelf te bezitten. Eenvoudige en complexe derivaten maken die waarde los van het aandeel. Het economische belang in een beursvennootschap wordt dan gescheiden van het juridische belang. In de markt zijn de laatste jaren steeds meer verschillende producten aangeboden die dat mogelijk maken, zoals *equity swaps*, *contracts for difference*, *short selling*, *opties*, *securities lending* en *managed accounts*.¹
2. In deze bijdrage staat centraal de wijze waarop de Nederlandse wetgever met dergelijke ‘moderne’ aandelelderivaten omgaat.
3. De beschikbare literatuur op dit gebied toont een opvallend eenvormig beeld. De meeste schrijvers lijken van mening te zijn dat dergelijke aandelelderivaten met name onwenselijke effecten creëren en zich lenen voor minder oorbare praktijken als sluipovervallen op beursfondsen en marktmisbruik. De diverse derivaten hebben echter, zoals zal blijken, met name ook een economische realiteit.

II Juridische toetsing van aandelelderivaten

4. Men zou kunnen zeggen dat boek 2 BW wat derivaten betreft eigenlijk niet met zijn tijd is meegegaan. Boek 2 BW kent geen regels die in het bijzonder zijn toegesneden op derivaten. Een ruime interpretatie van artikel 2:8 BW biedt echter mogelijk uitkomst als het gaat om het toetsen en handhaven van wenselijk gedrag door houders van derivaten.
5. De wetgever heeft op andere gebieden dan het vennootschapsrecht wat derivaten betreft bepaald niet stilgezeten: financieelrechtelijke bepalingen omtrent transparantie (melding zeggenschap en intenties) zijn en worden duidelijk steeds meer toegesneden op de moderne tijd met steeds weer nieuwe

* Mr. D.J.F.F.M. Duynstee en mr. F.M. Peters zijn advocaat bij Spighthoff te Amsterdam.

1 In deze bijdrage zullen we ons beperken tot derivatenconstructies die zien op aandelen en laten dus derivaten waarvan de waarde is afgeleid van andere onderliggende waardes zoals obligaties, grondstoffen, valuta, rentewaardes of bepaalde indexen buiten beschouwing.

producten. Wetsvoorstellen liggen bij de Tweede Kamer, waarin de meldingsdrempel van 5% wordt verlaagd naar 3% en de drempel van het agenderingsrecht wordt verhoogd van 1% naar 3%,² waarin aandeelhouders verplicht worden hun intenties te melden³ en *cash settled contracts for difference* ('CFD's') ook gemeld moeten worden.⁴ *Short selling* is een tijdlang in bepaalde gevallen verboden geweest en tevens geldt er op grond van de Tijdelijke Regeling Inzake Melding van Short Posities een (tijdelijke) meldingsplicht voor houders van *short* posities.⁵ Het is echter de vraag of de Nederlandse wetgever in staat is om de financiële productontwikkelingen bij te benen door steeds nieuwe, op de actualiteit toegesneden wetgeving het licht te laten zien.

6. In de Verenigde Staten vindt men het niet nodig om voor elk nieuw derivaat specifieke regels te introduceren. In de Verenigde Staten heeft men een meer materiële kijk op de vennootschapsrechtelijke- en financieel rechtelijke praktijk. In de uitspraak *Reves vs. Ernst & Young*, 494 US 56, 63 n2 (1990) stelde de *Supreme Court* dat de economische benadering:

'permits the SEC and courts sufficient flexibility to ensure that those who market investments are not able to escape the coverage of the Securities Acts by creating new instruments that would not be covered by a more determinate definition.'

7. Deze economische benadering, die enigszins lijkt op het in Nederland met name in het fiscale recht gehanteerde leerstuk van de wetsontduiking, maakt dat bestaande Amerikaanse wetgeving ook kan worden toegepast op nieuwe derivaten en maakt gedetailleerde ad hoc regelgeving overbodig. Verderop in deze bijdrage, in het voorbeeld van de procedure *CSX vs. TCI en 3G*,⁶ zien we deze economische benadering ook toegepast worden.

2 Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007, Kamerstukken II 2008-09, 32 014, nr. 3.

3 Kamerstukken II 2008-09, 32 014, nr. 3.

4 Wetsvoorstel wijziging Wft uitbreiding meldingsplicht substantiële zeggenschap- en kapitaalbelangen met economische long posities, Kamerstukken II 2008-09, nr. 33, 31 083. Het consultatiedocument is op 21 september 2009 door de Minister naar de Tweede Kamer gestuurd.

5 Wet van 9 oktober 2008 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht in verband met het kunnen vaststellen van tijdelijke voorschriften ter bevordering van ordelijke en transparante financiële marktprocessen en de stabiliteit van de financiële sector, zie voor wetsvoorstel Kamerstukken II 2008-2009, 30 724, nr. 2 en de daaropvolgende AFM regeling 'Tijdelijke Regeling Inzake Short Selling' (vervallen op 1 juni 2009 na 1 keer verlengd te zijn). De meldingsplicht zal volgens de AFM vervallen 'zodra de marktomstandigheden dat toelaten' (art. 5 Tijdelijke Regeling Inzake Melding van Short Posities).

6 *CSX Corporation v. The Children's Investment Fund Management (UK) LLP, et al.*, No. 08 Civ 2764 (LAK) (S.D.N.Y. June 11, 2008).

8. Hieronder zal een aantal belangrijke financiële instrumenten en beleggingsmethoden worden besproken. Deze instrumenten roepen een aantal vragen op onder Nederlands recht.⁷ De hoofdvraag die wij aan de orde stellen is wat de norm van artikel 2:8 BW kan betekenen voor houders van dergelijke instrumenten. Ook rijzen vragen over de wettelijke drempels opgenomen in Boek 2 BW, zoals ten aanzien van rechten rond de aandeelhoudersvergadering en het enquêterecht (artikel 2:345 BW). Daarnaast zullen we ingaan op een aantal effectenrechtelijke kwesties.

III Aandelenderivaten

CERTIFICATEN EN ADR'S

9. Over certificaten van aandelen valt veel te zeggen maar daarover is ook al veel gezegd.⁸ Certificaten kunnen worden gezien als 'oer'derivaten. Door middel van het uitgeven van certificaten van aandelen beoogt men immers de aan het aandeel verbonden zeggenschapsrechten te scheiden van het aan het aandeel verbonden financieel economisch belang. Een administratiekantoor, veelal een stichting, verkrijgt de aandelen en wordt 'juridisch eigenaar' terwijl de houders van de door de stichting in omloop gebrachte certificaten tot de economische waarde van de aandelen gerechtigd zijn.⁹ De verhouding tussen de stichting administratiekantoor en de certificaathouder, is geregeld in een contract (de administratievoorwaarden). Het stemrecht op de aandelen berust niet bij de certificaathouder maar bij de stichting die immers daarvan eigenaar is maar de administratievoorwaarden kunnen bepalen dat de stichting administratiekantoor stemt conform de instructie van de certificaathouder, Certificaten van aandelen worden ook op de effectenbeurs verhandeld.
10. Vergelijkbaar met Nederlandse beursgenoteerde certificaten zijn de *American Depository Receipts*, 'ADR's'. Een viertal Amerikaanse banken fungeert als depot bank voor buitenlandse aandelen en geeft ADR's (één op één met het aandeel, of in een andere vaste verhouding) uit, die op de beurzen in Amerika verhandelbaar zijn. De ADR's noteren in US dollar, keren dividend uit in US dollar, zijn inwisselbaar tegen de onderliggende aandelen, maar zijn zelf geen aandelen. Het idee van een ADR is dat buitenlandse aandelen aldus beter verhandelbaar zijn op de Amerikaanse markt.

7 Zie ook het Eumedion position paper, 'Position paper over de gevolgen van synthetische constructies voor het Nederlandse effecten- en vennootschapsrecht'.

8 Zie bijvoorbeeld F.J.P. van den Ingh, *Certificering en certificaat van aandeel bij de besloten vennootschap*, (diss. Katholieke Universiteit Nijmegen), Deventer: Kluwer 1991 en Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 658 e.v.

9 Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 658.

11. ADR's kunnen met of zonder medewerking van de uitgevende instelling worden gecreëerd. Ook bestaat de mogelijkheid voor de uitgevende instelling om via de uitgifte van ADR's kapitaal aan te trekken; van deze mogelijkheid wordt in toenemende mate gebruik gemaakt.¹⁰ Niet alle soorten ADR's zijn verhandelbaar, alleen de zogenoemde levels I, II en III ADR's. Deze 'levels' staan voor respectievelijk *over-the-counter*, *listed* en *public offering* ADR's, en het is aan de uitgevende instelling om een afweging te maken tussen de gewenste mate van meldingsplicht en controle over de instrumenten enerzijds en de mogelijkheid tot het ophalen van kapitaal en de mate van naamsbekendheid anderzijds. Als bedrijven buiten de Verenigde Staten gebruik maken van private plaatsing van de instrumenten (een *non-public offering*) dan is er sprake van niet-verhandelbare ADR's.¹¹ Als de ADR's met medewerking van de uitgevende instelling zijn uitgegeven, wordt het stemrecht op de aandelen door een *depository* bank uitgeoefend, op basis van een volmacht van de houder van de ADR's. Is dat niet het geval dan heeft de ADR houder in beginsel geen zeggenschap.
12. Certificaten en ADR's leveren voor wat betreft inpassing in het Nederlandse vennootschapsrecht en effectenrecht eigenlijk geen problemen van betekenis (meer) op.¹² Voor misbruik lijken zij zich niet te lenen, althans niet meer dan gewone (recht toe recht aan) aandelen.¹³

OPTIES

13. Een optie geeft de koper daarvan het recht om gedurende een vastgestelde termijn een vaste hoeveelheid effecten tegen een bepaalde (of volgens een bepaalde formule te berekenen) prijs te kopen (een *call* optie) of te verkopen (een *put* optie). De verkoper, of schrijver, van een optie heeft de plicht de effecten te verkopen (*call* optie) of te kopen (*put* optie) indien de koper zijn optie wil uitoefenen.¹⁴ Als de afwikkeling niet plaatsvindt door de levering van het onderliggende aandeel maar in contanten spreekt men van *cash settled* opties.

10 Redenen voor een zogeheten *ADR-program* variëren van de wens om de *shareholder base* te diversifiëren (internationaliseren) tot het genoemde ophalen van kapitaal. In het jaar 2000 is er op deze wijze ca. USD 27,7 miljard opgehaald (in 1990 was dit nog slechts USD 2,5 miljard).

11 De zogenoemde (SEC) 'Rule 114(a) ADR's'.

12 Verwonderlijk is dit wat certificaten van B.V.'s en N.V.'s betreft wellicht ook niet, gezien de lange historie die dit instrument kent: reeds in het rapport van de Commissie Ondernemingsrecht uit 1964 werden de rechten van certificaathouders jegens de vennootschap besproken. Zie daarover Van den Ingh (diss. 1991).

13 Hoogstens zou kunnen worden genoemd de rol die certificaten spelen bij het beschermen tegen vijandige overnames. Dit kan opspelen als het administratiekantoor instructies aanneemt van het bestuur van de vennootschap waarin hij aandelen houdt. Zowel de Corporate Governance Code (principe IV.2 e.v.) als de Euronext Rule Book II (bijlage II bij A-2.7) bevatten bepalingen over de onafhankelijkheid en de verantwoordelijkheden van het administratiekantoor en de inhoud van de administratievoorwaarden.

14 C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010, p. 56.

14. Bij opties spelen vragen omtrent de melding van zeggenschap, zij het dat die in de praktijk goeddeels eenvoudig te beantwoorden zijn. Opties ter verkrijging van verhandelbare (certificaten van) aandelen vallen op grond van artikel 5:33 lid 1 sub b onderdeel 4 Wft onder aandelen en komen daarmee voor melding in aanmerking. Hier moet men denken aan de nemer (koper) van de klassieke *call* optie, die onafhankelijk van de wil van de schrijver (verkoper) kan worden uitgeoefend. Het draait (ook) bij opties om het rechtstreekse potentiële bezit;¹⁵ de schrijver van de *call* optie daarentegen neemt slechts een verplichting (om te leveren) op zich en valt derhalve niet onder de reikwijdte van artikel 5:53 Wft. Hetzelfde geldt voor de schrijver en nemer van een *put* optie.¹⁶ Op basis van artikel 5:33 lid 3 jo. 5:33 lid 1 sub b onderdeel 4 Wft kan bij AMvB bepaald worden wat onder een optie wordt verstaan; van deze mogelijkheid is tot op heden geen gebruik gemaakt.
15. Er zijn echter situaties die door de wetgever niet lijken te zijn voorzien en die tussen wal en schip vallen. Elders in deze bijdrage bespreken wij het voorbeeld van de overnamestrijd rond Volkswagen, waar Porsche buiten het zicht van de markt een zeer groot belang in Volkswagen (74,1%) had verworven door posities op te bouwen in derivaten die haar feitelijk in de gelegenheid stelden om dit pakket te verwerven. Opties dus, die geen opties waren. Naar de letter van de Duitse wet had Porsche niets verkeerd gedaan. Een aantal partijen vond echter dat sprake was van wetsontduiking. Ook naar Nederlandse maatstaven zou naar de letter genomen vermoedelijk geen sprake zijn geweest van een meldingsplicht. Ondanks het feit dat de positie wellicht bewust zo was vormgegeven met het oogmerk meldingsplichten te ontduiken.

MANAGED ACCOUNTS

16. *Hedge funds* maken steeds meer¹⁷ gebruik van zogenoemde ‘*managed accounts*’. Een *managed account* is een effectenrekening op naam van een belegger (niet zijnde het *hedge fund* zelf), die wordt beheerd door een portfolio manager of *hedge fund* manager (in deze context veelal aangeduid als ‘*advisor*’). De *managed account* kan volledig worden toegesneden op de wensen van de belegger, kan een afspiegeling zijn van het beleggingsbeleid van het *hedge fund* (die tevens *advisor* is) zelf, of kan zijn gecreëerd voor een speciaal doel, bijvoorbeeld met het oog op het opbouwen van een belang in een vennootschap waarvan het de bedoeling is die activistisch te benaderen.

¹⁵ Kamerstukken II 1989-1990, 21 492, nr. 3.

¹⁶ Grundmann-van de Krol 2010, p. 409/410.

¹⁷ Naar schatting USD 41 miljard (2% van de totale door de *hedge fund* industrie gehouden activa), bevindt zich in *managed accounts*, zie ‘Managed accounts top surge in the near term’ in The Hedge Fund Journal 26 mei 2010, waarin een onderzoek van Moody’s wordt geciteerd. Onderzoek van Prequin onder 50 institutionele beleggers in Europa en de Verenigde Staten duidt erop dat 16% van hen vermogen (onder meer) heeft belegd via *managed accounts*, zie het Prequin Research Report van februari 2010, ‘Managed accounts on the upswing’.

17. Tot 2008 (het faillissement van Lehman Brothers) was deze vorm van beleggen voor grote en institutionele beleggers vaak niet interessant. De operationele kosten van een op één enkele belegger toegesneden platform, worden voornamelijk door de belegger zelf gedragen, hetgeen een te zware last kan zijn.
18. Tegenwoordig bestaat echter een grote behoefte aan transparantie, liquiditeit en controle (vaak aangeduid als 'TLC') waar het belegde middelen betreft. Met name het feit dat de effectenrekening niet van het *hedge fund* zelf is, maar van de belegger die het geld heeft gefourneerd, maakt dat de *managed account* niet blootstaat aan eventuele integriteits- of andere risico's die op het *hedge fund* als geheel gelopen zouden kunnen worden. Ook de liquiditeit wordt in het algemeen als een groot voordeel gezien: die is niet afhankelijk van het (stort- en opeis)gedrag van andere beleggers, of portefeuille onderdelen waarin de belegger zelf niet participeert. Kan men opgesloten raken in een *hedge fund* als er een run op het *hedge fund* ontstaat omdat beleggers massaal 'redeemen', bij een *managed account* is de liquiditeit volledig in eigen hand. Dat gezegd zijnde: een *managed account* die in het leven is geroepen om een activistische campagne mee aan te gaan, kan juist een lagere liquiditeit kennen dan we gemiddeld bij een *hedge fund* zien. Een individuele belegger committeert zich dan (anders dan beleggers in het *hedge fund*) om de investering niet eerder dan tegen een bepaalde datum, of slechts in bepaalde gevallen te liquideren.
19. De *managed account* is dus niet echt een (verhandelbaar) instrument, maar wel worden in deze verbintenisrechtelijke verhoudingen zeggenschap en economisch belang bij onderliggende effecten gesplitst: de effecten zijn van de belegger,¹⁸ maar de *advisor* bepaalt het stembelief (al dan niet met inachtneming van vooraf met de belegger afgesproken parameters). Weerspiegelt de *managed account* de portefeuille van het *hedge fund*, dan zal op de eigen aandelen van het *hedge fund* en op de aandelen die op de *managed account* zijn genoteerd door de *advisor* (*hedge fund* manager) in beginsel op gelijke wijze worden gestemd.
20. Een voorbeeld uit de Nederlandse praktijk waarin een activistisch belang mede via *managed accounts* was opgebouwd, is de Stork zaak.¹⁹ De *hedge funds* Centaurus en Paulson (waaronder 'Greenway Managed Account Series Limited-Portfolio E') schreven destijds:

18 Nou ja, 'zijn van': een belegger is vrijwel nooit zelf juridisch eigenaar van genoteerde effecten die in een giraal systeem zijn opgenomen. Een aandeel in de zin van de Wet giraal effectenverkeer, 'Wge', kan worden gekwalificeerd als een samengesteld recht op naam van eigen aard. Het aandeel omvat het recht van mede eigendom van alle toonder stukken binnen het systeem van de Wge, ongeacht of deze zich onder de aangesloten instelling dan wel het girodepot bevinden. (E.B. Rank-Berenschot, 'Het Wge-aandeel: een recht op naam van eigen aard' in: W.A.K. Rank, E.M. van Ardenne-Stachiw en Ch.W. le Rütte, *Bewaring en eigendom van effecten* (preadvies Vereniging voor Effectenrecht), Deventer: Kluwer 1997, p. 167). Omdat de economische baten en overige rechten (zoals vergaderrechten) echter één op één aan de eindbelegger worden doorgegeven, ziet men een aandeel dat bijgeschreven staat op de effectenrekening van een eindbelegger in de regel niet als derivaat maar als 'volwaardig aandeel' overeenkomstig het oorspronkelijk door de vennootschap uitgegeven aandeel.

19 OK 17 januari 2007, JOR 2007/42 (Stork).

*'As evidence of our commitment to Stork and our belief in the inherent value of Stork, Paulson (...) and Centaurus (...) have independently increased their respective stakes. Various funds and separate accounts managed by Paulson currently own 16.9% and funds managed by Centaurus (...) currently own 10.4% of Stork and 4.1% in Contracts for Differences.'*²⁰

21. Bij een *managed account* spelen voor wat het effectenrecht betreft meerdere vragen. Moet de *advisor* of de belegger de stemrechten meetellen bij zijn belang voor wat betreft de melding van zeggenschap op grond van artikel 5:38 Wft? Zoals gezegd is de belegger eigenaar van de op zijn *managed account* geadmistreerde aandelen, maar bepaalt de *advisor* het stembeleid en zal hij op basis van een overeenkomst of volmacht op de aandelen stemmen (al dan niet binnen vooraf met de belegger afgesproken parameters). Als gevolg daarvan zal de *advisor* in de regel bij het overschrijden van een relevante drempelwaarde de stemrechten op de aandelen op de door hem 'gemanagede' account als de zijne melden. Indien de *advisor* (dwz. het *hedge fund* zelf of de *investment manager* van het *hedge fund*) ook zelf (indirect) buiten de *managed account* aandelen houdt in het betreffende Nederlandse beursfonds, zal hij het stemrecht op de door hemzelf gehouden aandelen moeten optellen bij het stemrechtbelang dat hij moet melden in zijn hoedanigheid van *advisor* van de *managed accounts*. In dit geval strekt de meldingsplicht zich uit over de werkelijke zeggenschap waarover het *hedge fund* beschikt.
22. Overigens zal ook de belegger, als juridisch eigenaar van de op de *managed account* geadmistreerde aandelen, bij overschrijding van een relevante drempel, zijn kapitaalbelang moeten melden. Ook het stembelang zal hij moeten melden nu hij ook daarover, op zijn minst genomen in potentie (en gereguleerd door zijn afspraken met de *advisor*), kan beschikken.
23. Een andere vraag is of in de regel sprake zal zijn van *acting in concert* tussen de belegger en het *hedge fund*, ten aanzien van het door ieder van hen gehouden belang in een bepaalde doelvennootschap. De centrale test is of sprake is van een overeenkomst die voorziet in duurzaam gemeenschappelijk stembeleid (artikel 5:45 lid 5 Wft). Als het gaat om een 'activistisch belang' zal daarvan vrijwel zeker sprake zijn. Het *hedge fund* heeft een strategie bedacht en gepresenteerd aan de belegger, die zich op grond daarvan vaak voor meerdere jaren heeft gecommitteerd zich daaraan te conformeren, door een aandelenpakket via een *managed account* 'in te brengen' in de campagne. Het *hedge fund* zal veelal doorslaggevende zeggenschap hebben over aan- en verkoop van aandelen in dat belang op basis van een doorlopende volmacht, of andere afspraken over de wijze van stemmen op de aandelen in de *managed account*.

²⁰ Citaat uit een brief van Centaurus en Paulson van 18 juli 2006 aan de raad van commissarissen van Stork, zoals kenbaar uit OK 17 januari 2007, JOR 2007/42 (Stork), r.o. 2.21.

Door de zeggenschap op het eigen belang en de *managed account* te *poolen*, vergroot het *hedge fund* immers zijn slagkracht. Bovendien zal de beloning van het *hedge fund* afhankelijk zijn van het resultaat van de activistische campagne en ook daarom zal het *hedge fund* doorslaggevende zeggenschap willen hebben over alle strategische beslissingen. Overigens komt in de praktijk ook wel voor dat de belegger niet monddood wordt gemaakt door het *hedge fund*: de belegger (bijvoorbeeld een pensioenfonds) zal niet in opspraak willen komen en zal in gevallen waar dat risico bestaat, mogelijk aan de noodrem willen kunnen trekken en een eigen koers willen kunnen varen, zo nodig in afwijking van de koers van het *hedge fund*. Of dat voldoende is om te stellen dat dus geen sprake is van een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid, hangt af van de concrete feiten en omstandigheden van het geval.

24. Een ander probleem in dit verband wordt gevormd door het tipverbod en het verbod op handel met voorwetenschap:²¹ we zien immers twee onderscheiden personen (*hedge fund* en belegger) die informatie met elkaar delen en handelen in beursgenoteerde effecten. In de praktijk komt het wel voor dat een *hedge fund* voornemens is om een activistische campagne te starten en daarvoor wenst op te trekken met een belegger, middels een *managed account*. Het *hedge fund* zal zijn plannen dan vooraf *en detail* aan die belegger moeten presenteren om hem te overtuigen mee te doen met de campagne. Een plan, dat het *hedge fund* in zijn eentje niet zal kunnen waarmaken, maar misschien wel samen met de belegger. Het is vergelijkbaar met de problematiek van het polsen van groot-aandeelhouders in de context van een openbaar bod: de bieder mag dat in beginsel doen.²²
25. De belegger die via een *managed account* een investering committeert aan een activistische campagne, lijkt op een commanditair vennoot in een vennootschap met het *hedge fund*, meer nog dan op een rechtstreekse belegger in de doelvennootschap. De meeste *managed account* contracten zullen overigens naar buitenlands recht zijn (veelal Amerikaans (Delaware) of Kaaiman Eilanden) en expliciet bepalen dat de samenwerking niet gekwalificeerd moet worden als een *partnership*. De vergelijking gaat dus niet helemaal op. Maar het is verleidelijk om het samenwerkingsverband wel zo te zien: voor een realistisch beeld van hun activiteiten dienen zij als één (gemeenschap) te worden gezien, nu hun handelingen zo nauw gecoördineerd zijn. Aangenomen moet worden dat bij een toetsing door de Nederlandse rechter een duiding van de buitenlandse samenwerkingsvorm niet naar Nederlands recht, maar naar het

21 Zie voor een overzicht van de problemen bij het toepassen van deze leerstukken in internationaal verband S. Perrick & V.K. Chang, 'Tipverbod en preventieve maatregelen', in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann & M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek Marktmissbruik*, Deventer: Kluwer 2008, p. 100.

22 Art. 3 Besluit marktmissbruik Wft.

recht dat de partijen zelf van toepassing hebben verklaard op hun samenwerking aan de orde zal zijn. Voor de *managed account*, die niet als *partnership* is vormgegeven, betekent dat dat het beleid omtrent toerekening van zeggenschap, zoals door de AFM gepubliceerd in haar Voorlichtingsbrochure Aandeelhouders²³ ter zake aandelen gehouden door een gemeenschap, zoals de commanditaire vennootschap of een buitenlandse *limited partnership*, niet van toepassing zou zijn.

26. De belegger en het *hedge fund* moeten dus ieder afzonderlijk worden beschouwd. Enkele voorbeeldvragen. Is sprake van tippen als het *hedge fund* het plan ontvouwt voorafgaand aan de campagne in het kader van het werven van steun? Of later, als het *hedge fund* de belegger benadert voor aanvullende *capital calls*? Kort gezegd beoogt het tipverbod te voorkomen dat degene die over voorwetenschap beschikt (i) deze voorwetenschap aan derden meedeelt of (ii) een derde aanbeveelt transacties te verrichten of te bewerkstelligen in de financiële instrumenten waarop de voorwetenschap betrekking heeft.²⁴ De centrale vraag is of men de plannen en de wetenschap van het *hedge fund* kan kwalificeren als voorwetenschap.
27. Deelt het *hedge fund* voorwetenschap met de belegger voorafgaand aan de campagne? Het plan wordt niets zonder de medewerking van de belegger. Wij zijn geneigd om aan te nemen dat van voorwetenschap in die fase geen sprake kan zijn. Het *hedge fund* stelt een vraag en deelt niets mee: bent u bereid voor de uitvoering van dit plan kapitaal te committeren? De informatie die in die vraag besloten ligt, hoe uitgebreid die ook moge zijn geformuleerd, levert geen concrete informatie op die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een uitgevende instelling, of de handel.²⁵ Een vraag zonder het antwoord is geen bruikbare informatie. Omgekeerd is het absurd om te veronderstellen dat het geven van het antwoord op die vraag in strijd zou zijn met het tipverbod. Weliswaar ontstaat door de combinatie van vraag en antwoord informatie die mogelijk koersgevoelig is en waar derden hun voordeel mee zouden kunnen doen, maar tussen vraagsteller (*hedge fund*) en beantwoorder (belegger) speelt dat niet: de samenwerking die ontstaat indien het antwoord bevestigend luidt, is een door henzelf gecreëerd feit. Dit zou geduid kunnen worden als voorwetenschap over zichzelf. In de Verenigde Staten is gebruikelijk dat een dergelijke samenwerking wordt geopenbaard, zodat de betrokken partijen zich in ieder geval ontlasten van die voorwetenschap en de vragen die dat opwerpt. Ook in de Nederlandse rechtssfeer kan openbaring van de samenwerking een reeks van lastige vragen omtrent voorwetenschap (over zichzelf) overbodig maken.²⁶

23 Vindbaar op www.afm.nl.

24 S. Perrick & V.K. Chang, 'Tipverbod en preventieve maatregelen', in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann & M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek Marktmissbruik*, Deventer: Kluwer 2008.

25 Constitutieve elementen van het begrip voorwetenschap in de zin van art. 5:53 Wft.

26 F.M. Peters, 'Activistische aandeelhouders en voorwetenschap over zichzelf', *Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk* 2008/3.

28. Om de onzekerheden en risico's verder terug te brengen wordt wel betoogd en in de praktijk geadviseerd om de aandelen van het *hedge fund* zelf en van het *managed account* te houden via een gezamenlijk vehikel, zoals een (al dan niet Nederlandse) vennootschap met beperkte aansprakelijkheid.²⁷ Dan is immers sprake van één enkel belang en de beleggingsbeslissingen worden (in ieder geval formeel) genomen op het niveau van het bestuur van die vennootschap (zij het ingefluisterd door de analisten en beslissers binnen het *hedge fund*). Het gezamenlijke vehikel is dan (in ieder geval) meldingsplichtig. De vraag is of deze werkwijze veel oplost. Als sprake zou zijn van tippen en handel met voorwetenschap zonder een dergelijk gezamenlijk vehikel, dan lijkt het tussenschuiven van een dergelijk vehikel er enkel toe te leiden dat er sprake is van bewerkstelligen dat gehandeld wordt, hetgeen eveneens verboden is op grond van artikel 5:56 Wft. Hoe dan ook lijkt, vanwege de hierboven gesignaleerde gelijkenis met een commanditaire vennootschap van de samenwerking tussen de belegger die een *managed account* aanhoudt en het *hedge fund*, het tussenschuiven van een entiteit met rechtspersoonlijkheid, niets materieels toe te voegen aan de werkelijkheid. Als wij het principe van economische realiteit zouden toepassen zoals in de Verenigde Staten (of het leerstuk van *fraus legis* zoals in het Nederlandse fiscale recht), zou het tussenschuiven van een dergelijk vehikel in ieder geval niet op genade kunnen rekenen.
29. Vennootschapsrechtelijk is de *managed account* overigens vrij eenvoudig in te passen. De belegger in wiens naam aandelen staan geregistreerd op de *managed account*, zal als volwaardig aandeelhouder gebruik kunnen maken van de rechten die Boek 2 BW hem geeft, al zal dat mogelijk wanprestatie opleveren in relatie tot het *hedge fund* met wie hij daarvoor mogelijk andersluidende afspraken heeft gemaakt. Ook het enquêterecht komt toe aan de houder van een *managed account*, mits hij natuurlijk (al dan niet gezamenlijk met andere verzoekers, zoals het *hedge fund* indien dat ook aandelen houdt in hetzelfde fonds) de bekende drempels haalt van artikel 2:346 BW.

SHORT SELLING

30. *Short selling* is kort gezegd het verkopen van aandelen op termijn, die men op het moment van verkoop nog niet bezit. De belegger verkoopt het aandeel tegen een bepaalde prijs hetgeen hem een bepaald bedrag zal opleveren. Om aan zijn toekomstige leveringsverplichting jegens de koper te kunnen voldoen zal de

²⁷ Italianer geeft een voorbeeld dat ziet op een investeerder die samen met een onderneming voornemens is een openbaar bod uit te brengen op een doelvennootschap en voorafgaand daaraan een belang opbouwt. Hij lijkt van mening te zijn dat dit is toegestaan mits de aankopen plaatsvinden via een daarvoor opgericht vehikel dat door de bieder en de andere aandeelhouder gezamenlijk wordt gehouden, zie: J. Italianer, 'Gebruik van voorwetenschap' in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann & M.P. Nieuwe Weme (red.) *Handboek Marktmisbruik*, Deventer: Kluwer 2008, p. 82. Zie kritisch daarover D.J. Doorenbos, 'Handel met voorwetenschap in de context van openbare biedingen', in: M.P. Nieuwe Weme e.a. (red.), *Handboek Openbaar Bod*, Deventer: Kluwer 2008, p. 887, voetnoot 49.

belegger de aandelen ‘lenen’ van bijvoorbeeld een pensioenfonds, de ‘uitlener’. In een conventionele *short sale*²⁸ zal de belegger de aandelen dus ‘lenen’ (een misleidende term, want van echte bruikleen is immers geen sprake: de aandelen worden in eigendom overgedragen)²⁹ van de uitlener onder de verplichting de aandelen weer aan de uitlener (de verkoper) terug te leveren. Daarnaast zal de belegger een premie aan de uitlener moeten betalen. De belegger zal de aandelen later weer in de markt moeten kopen om aan zijn terugleveringsverplichting jegens de uitlener te voldoen (tegen een hopelijk lagere prijs dan de initiële verkoopprijs). Zo wordt de *position geclosed*.

31. In het algemeen verwacht de belegger die gebruik maakt van *short selling* dat de koers van het desbetreffende aandeel zal dalen. Als de koers van het aandeel daalt, zal de belegger een winst maken omdat hij de aandelen tegen een hogere prijs heeft verkocht dan de prijs die hij later voor de aandelen op de markt moest betalen om aan zijn leveringsverplichtingen te voldoen jegens de uitlener.³⁰ Het risico voor de belegger ligt erin dat als de prijs van de aandelen stijgt, hij verlies zal maken omdat hij dan de aandelen op de markt voor een hogere prijs zal moeten kopen dan hij ontvangen heeft bij de eerdere verkoop van zijn aandelen.³¹ In bepaalde gevallen kan er dan een zo geheten ‘*short squeeze*’ ontstaan. Een extreem voorbeeld daarvan speelde bij het gevecht om Volkswagen.

Voorbeeld short selling: Porsche vs. Volkswagen

De Duitse autofabrikant Porsche Automobil Holding SE (‘Porsche’) maakte op 26 oktober 2008 tot verrassing van de markt bekend dat zij haar belang in Volkswagen AG (‘Volkswagen’), onder andere door het gebruik van derivaten, van 35% naar 74,1% had uitgebreid. Dit belang bestond uit 42,6% van de gewone aandelen en een belang van 31,5% via

- 28 Een agressievere en meer risicovolle short strategie is *naked short selling*. In dat geval worden de aandelen niet alleen verkocht door de belegger maar worden ze ook niet ‘geleend’ door de belegger met als gevolg dat de belegger mogelijk niet aan zijn leveringsverplichtingen jegens de koper van de aandelen kan voldoen.
- 29 L.P.W. van Vliet, ‘De kredietcrisis en de financiële zekerheidsovereenkomst. Repurchase agreements, securities lending en margin accounts’, NTBR 2008/53. Raaijmakers kwalificeert deze transacties als verbruikleen ex art. 7A:1791 BW, Raaijmakers 2007, p. 17. Zo ook Van Ardenne-Stachiw, in E.M. van Ardenne-Stawich, ‘Effectenleningen’, NIBE-Bankjuridische reeks, nr. 26, Amsterdam 1995, p. 11 e.v.
- 30 Dit is wat versimpeld weergegeven, het rendement zal natuurlijk ook afhangen van de hoogte van de premie die de belegger verschuldigd is aan de ‘uitlener’.
- 31 S. Gruenewald, A.F. Wagner & R. H. Weber, ‘*Short selling* Regulation after the Financial Crisis, First Principles Revisited’, Swiss Finance Institute, Research Paper Series, No. 09-28, zie ook R.H. Maatman & G.T.M.J. Raaijmakers, ‘Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?’ Ondernemingsrecht 2006-7, p. 256.

cash settled options (ook betreffende gewone aandelen in Volkswagen). Naar Duits recht bestond geen plicht om een belang in *cash settled options* te melden.

Op dit bericht volgde een koerse explosie. Omdat ook de Duitse deelstaat Nedersaksen nog eens 20,1% van de aandelen hield, was de *free float* op de beurs gereduceerd tot slechts 5,8% (er van uitgaande dat de wederpartijen van de *cash settled options* hun posities hadden afgedekt). Echter, veel *hedge funds* hadden op een koersdaling van Volkswagen gespeculeerd en waren *short* gegaan. Doordat de *hedge funds* na dit bericht opeens hun *short* posities moesten afdekken door de onderliggende aandelen te verwerven bij een zeer kleine *free float*, steeg de marktwaarde van Volkswagen in een paar dagen tijd zodanig, dat het volgens Bloomberg (28 oktober 2008) voor korte tijd qua marktwaarde 's werelds grootste onderneming was!

Porsche heeft vervolgens op 29 oktober 2008 aangekondigd 5% van haar belang te vereffenen in cash (met aanzienlijke winst) teneinde de liquiditeit van het aandeel enigszins te vergroten. Reuters signaleerde op 29 oktober 2006 dat de koers in een dag bijna halveerde. Een analist merkte in The Financial Times van 27 oktober 2008 op: '*It is a huge question for regulators and arguably an embarrassment for all European capital markets.*'

Opvallend is dat een aantal *hedge funds* op 25 januari 2010 Porsche hebben gedagvaard (Case 1:10-cv-00532-HB, document 1, The United States District Court For the Southern District of New York) om de schade (USD 2 miljard) te verhalen die zij claimen te hebben geleden door de '*short squeeze*'. De fondsen voeren aan dat Porsche misleidende mededelingen had gedaan over haar intenties om Volkswagen over te nemen en haar belang in *cash settled options* bekend had moeten maken. Op 31 december 2010 besliste de rechtbank overigens dat zij niet bevoegd was van de zaak kennis te nemen (Case 1:10-cv-00532-HB, document 52), onder verwijzing naar Morrison vs. National Australia Bank. In Morrison verklaarde de *Supreme Court* de rechter onbevoegd ter zake van schadeclaims van niet Amerikaanse beleggers in niet Amerikaanse vennootschappen op niet Amerikaanse beurzen (zie ook G.T.J. Hoff, 'US *Supreme Court* beperkt extraterritorialiteit van de federale effectenwetgeving', Ondernemingsrecht 2010/119, p. 569 e.v.). De rechter in deze zaak verklaart zich ook onbevoegd, kort gezegd omdat er (te) weinig aanknopingspunten zijn met de Verenigde Staten. Zowel Volkswagen als Porsche zijn gevestigd in Duitsland. Het feit dat *hedge funds* in New York derivatencontracten zijn aangegaan (die betrekking hadden op de aandelen Volkswagen) doet daar niet aan af.

32. Ondernemingsrechtelijk interessant aan *short selling* en het daarmee samenhangende *securities lending* is, dat de belegger verwacht, hoopt, of zelfs probeert te bewerkstelligen, dat de koers van het aandeel van de vennootschap waarin hij voor langere of kortere tijd aandeelhouder is, zal dalen. Het belang van deze belegger is dus tegenovergesteld aan dat van de beleggers met een *long* positie in dezelfde onderneming. Als de belegger die *short* is gegaan, aandeelhouder was op het moment van de *record date* van de betrokken vennootschap, dan beschikt hij wel over het recht om te stemmen in de aandeelhoudersvergadering.³² Als dat past in zijn beleggingsstrategie, die gericht is op koersdaling, ligt het voor de hand dat de belegger zijn stem zal aanwenden om het voor de betrokken onderneming minst wenselijke resultaat te bewerkstelligen.
33. Net zo min als stemmen voor een agendavoorstel dat in dit opzicht voor de onderneming gunstig is, is het stemmen daartegen aan te merken als koersmanipulatie. Het valt eenvoudig niet binnen de verbodsbepaling van artikel 5:58 Wft.³³
34. Ook vanuit vennootschapsrechtelijk perspectief ligt het niet voor de hand om een individuele belegger in een beursfonds op zijn stemgedrag aan te spreken. In beginsel bepaalt de belegger zelf hoe hij wil stemmen³⁴ en niet valt in te zien waarom dat bij derivaten anders zou moeten zijn. Het moge onwenselijk zijn dat een belegger opzettelijk ten nadele van de vennootschap stemt,³⁵ meestal zal het praktisch niet mogelijk zijn om te bepalen wat objectief 'nadelig' is. Wat 'fout' en wat 'goed' is, wordt binnen de democratie van de aandeelhoudersvergadering nu eenmaal in beginsel bij gewone meerderheid bepaald. Dit is misschien anders als de continuïteit van de vennootschap door dergelijk stemgedrag acuut in het gedrang zou komen,³⁶ maar een dergelijke situatie zal zich in de praktijk niet snel voordoen.

32 Slijper en Jansen lijken te betogen dat *hedge funds* die aandelen hebben ingeleend geen beroep toekomt op het agenderingsrecht in S.C. Slijper & R. Jansen, 'Wanted: Securities!', V&O april 2007, nr. 4, p. 62-64.

33 Daarvoor is (onder meer) nodig dat ofwel een transactie wordt gedaan of onjuiste of misleidende informatie wordt verspreid maar daarvan is bij het enkel uitbrengen van een stem op aandelen geen sprake.

34 HR 30 juni 1944, NJ 1944/1945, 465 inz. Wennex.

35 Slagter (W.J. Slagter 'Loyale aandeelhouders en hedgefunds', in: J.T. Anema e.a., *Bouwen en bezinning* (Lustrumbundel 2007 VvE), Deventer: Kluwer 2007, p. 321 e.v.) lijkt te veronderstellen dat 'goed' en 'kwaad' wel duidelijk van elkaar te onderscheiden zijn en stelt dat als een *hedge fund* door bepaalde besluiten schade toebrengt aan de vennootschap, art. 2:8 BW zich daartegen zou verzetten. Hij lijkt er daarbij aan voorbij te gaan dat (in ieder geval tot op heden, in Nederland) *hedge funds* geen doorslaggevende zeggenschap hebben en de steun van andere aandeelhouders nodig hebben om een meerderheid in de aandeelhoudersvergadering te verwerven.

36 Zie ook D.A.M.H.W. Strik, 'To play or to be in play, over preventie van aandeelhoudersactivisme', *Ondernemingsrecht* 2007/6, p. 232.

SECURITIES LENDING EN EMPTY VOTING

35. Zoals we hierboven hebben omschreven is er bij *securities lending* geen sprake van juridisch lenen maar wel van economisch lenen. Gedurende de periode dat de aandelen uitgeleend zijn door de uitlener aan de inlener blijft de uitlener economisch gerechtigd tot de uitgeleende aandelen. De inlener moet eventueel dividend en andere uitkeringen die op de geleende aandelen worden gedaan aan de uitlener doorbetalen.³⁷ Ook het koersrisico blijft voor rekening van de inlener omdat de uitlener de 'geleende' aandelen weer teruggeleverd krijgt.³⁸
36. Een belangrijke consequentie van *securities lending* is ook dat het stemrecht mee overgaat op de inlener. De uitlener raakt dus het stemrecht kwijt dat aan de aandelen is verbonden. Een gevolg kan zijn dat ofwel op de aandelen in een algemene vergadering in het geheel niet wordt gestemd ofwel dat het stemrecht door een inlener wordt uitgeoefend op een manier die niet noodzakelijk in het belang is van de uitlener of van de vennootschap.³⁹ De uitlener kan echter -in de regel- op elk moment een zogenaamde '*recall*' plegen, met als gevolg dat de overeenkomst wordt beëindigd en de uitlener zijn aandelen teruggeleverd krijgt.⁴⁰
37. *Securities lending* levert een dilemma op voor de uitleners van aandelen. Enerzijds zal de uitlener (denk aan een pensioenfonds) op korte termijn geld verdienen voor zijn deelnemers door het ontvangen van de leenvergoeding, anderzijds zal de uitlener niet kunnen stemmen op de aandelen in een vennootschap waarin hij heeft belegd en kan hij zo geen invloed uitoefenen op het (lange termijn) beleid van de vennootschap.⁴¹
38. De inlener heeft dus wel het stemrecht op de algemene vergadering van aandeelhouders maar niet het economische recht. Dit fenomeen wordt als *empty voting* aangeduid. Aangenomen wordt dat sommige partijen uitsluitend aandelen inlenen om langs die weg de stemming op een aandeelhoudersvergadering te beïnvloeden, '*swinging the vote*'.⁴² De inlener kan ook gebruik maken van de overige aandeelhoudersrechten zoals het agenderingsrecht,⁴³ het bijeenroepen van een buitengewone vergadering van aandeelhouders en soms

37 Grundmann-van de Krol 2010, p. 227/228.

38 G.T.M.J. Raaijmakers & R. Abma, *Achter de schermen van beursaandeelhouders* (Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht' 2007), Deventer: Kluwer 2007, p. 17 en G.T.M.J. Raaijmakers, 'Securities Lending and Corporate Governance', in: *Tussen Themis en Mercurius*, Deventer: Kluwer 2005, p. 241-255.

39 J.W. Eisenhofer & Michael J. Barry, *Shareholder Activism Handbook*, Aspen Publishers 2010, par. 9.04 C en het Eumedion position paper.

40 M.C.J. Bal, 'Wet Melding Zeggenschap en Securities Lending: komt het nog goed?', in: J.T. Anema e.a., *Bouwen en bezinning* (Lustrumbundel 2007 VvE), Deventer: Kluwer 2007, p. 12.

41 Zie uitgebreid over dit dilemma Raaijmakers 2007, p. 121 en Raaijmakers 2005.

42 Zie A. Zaroni, 'Hedge Funds' Empty Voting in Mergers and Acquisitions: A Fiduciary Duties Perspective', 2009, *Global Jurist*: Vol. 9, Iss. 4 (advances), Article 4.

43 Zie anders noot 32.

- mogelijk ook het starten van een enquêteprocedure.⁴⁴ Over het algemeen wordt dit gevolg in de Nederlandse literatuur gezien als een onwenselijk fenomeen.⁴⁵
39. Naast de mogelijke knelpunten in het vennootschapsrecht die *securities lending* meebrengt is er ook de nodige discussie geweest over de meldingsplichten voor *securities lending* overeenkomsten en de zeer vergelijkbare *repurchase agreements* (de ‘repo’s’). Inmiddels lijkt aan deze discussie een eind te zijn gekomen.⁴⁶
40. Op basis van artikel 5:38 jo 5:45 lid 1 Wft zal de inlener zijn belang moeten melden bij overschrijding van de relevante meldingsdrempels. Indien de uitlener een *recall* heeft bedongen en op elk moment de aandelen teruggeleverd kan krijgen, verschuift het belang bij de uitlener ‘slechts’ van reëel naar potentieel. Voor een dergelijke conversie geldt geen meldingsplicht, behalve de meldingsplicht die voor dergelijke gevallen geldt in de eerste vier weken van een kalenderjaar (artikel 5:41 Wft). Kort gezegd geldt voor de uitlener geen nieuwe meldingsplicht maar voor de inlener wel.⁴⁷
41. Een bekend voorbeeld dat beschreven wordt in de literatuur⁴⁸ van een veelal als onwenselijk gezien gebruik van *empty voting*, is de zaak Perry/Mylan/King.

44 In zijn algemeenheid is ook ontvankelijk in zijn enquêteverzoek de aandeelhouder die zich ten tijde van het indienen van het verzoekschrift al tot overdracht van zijn aandelen heeft verbonden, maar bijzondere omstandigheden kunnen dat anders maken (OK 10 november 1994, LJN:AA4548 (Transom Management)). Het aandeelhouderschap van een professionele marktpartij die aandeelhouder is op basis van *securities lending* is echter zodanig in tijd afgebakend en contractueel dichtgetimmerd, dat niet uitgesloten kan worden dat – afhankelijk van de omstandigheden van het geval – de Ondernemingskamer een dergelijke verzoeker niet ontvankelijk zal verklaren (zie ook OK 9 juli 1987, NJ 1989, 269 (Vlasveld)). Zie voorts P.G.F.A. Geerts, *Enkele formele aspecten van het enquêterecht*, Deventer: Kluwer 2004, p. 65, ter zake van de ontvankelijkheid van verzoekers die zich ten tijde van het verzoek al hebben gecommitteerd tot overdracht van de aandelen.

45 Overigens kan men zich afvragen of het gebruikmaken van stemrecht zonder dat men een corresponderend belang in aandelen bezit, nu wel zo uitzonderlijk slecht is. Zoals eerder gezegd in deze bijdrage is niet objectief vast te stellen wat ‘goed’ en wat ‘slecht’ stemmen is. Waarom zou dan in zijn algemeenheid moeten worden aangenomen dat een *empty voter* ‘slecht’ stemt? En is het uitbrengen van een ‘goede’ *empty vote*, niet nog altijd beter dan een ‘slechte’ gewone stem op een aandeel, bijvoorbeeld omdat een (*long*) aandeelhouder ondanks alle goede intenties gewoon geen verstand van zaken heeft en een voor de vennootschap nadelige stem uitbrengt?

46 Bal 2007, p. 11 e.v. De discussie zag vooral op het feit dat in eerdere voorlichtingsbrochures de AFM (2006 en 2007) had aangegeven dat er bij repo’s voor beide partijen (dus ook voor de koper) geen meldingsplicht van toepassing was. In de huidige voorlichtingsbrochure (april 2009) is de AFM daarop teruggekomen. Zie ook Strik 2007, p. 232.

47 Voorlichtingsbrochure Aandeelhouders AFM, april 2009, p. 25.

48 Zie Zanoni 2009, H.T.C. Hu & B. Black, ‘Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership’, *Journal of Corporate Finance*, versie van december 2006 en J.M. de Jongh, ‘Gij zult splitsen! Instructies van aandeelhouders in beursvennootschappen’, *Ondernemingsrecht 2007/2*, p. 39.

Voorbeeld empty voting: Perry/Mylan/King

Perry Corp is een *hedge fund* dat zeven miljoen aandelen hield in het kapitaal van King Pharmaceuticals. Mylan Laboratories zou eind 2004 King overnemen door een aandelenruil. De koers van Mylan daalde dramatisch na de aankondiging van dit bod. Om het bod toch door de aandeelhoudersvergadering van Mylan te loodsen, verwierf Perry een belang van 9,9% in Mylan zonder dat Perry enig economisch belang in Mylan had verworven (door het belang volledig te *hedgen*). Perry wilde de overname doordrukken, ook als dat negatief zou zijn voor Mylan. Kort gezegd, het stemrecht dat Perry had verworven in Mylan (zonder enige financieel belang), werd gebruikt ten dienste van het belang dat Perry had in King. Uiteindelijk is de overname overigens om andere redenen niet doorgegaan.

CFD'S, SWAPS EN TRS

42. Een CFD (*contract for difference*) op een aandeel is het derivaat waarbij de schrijver (meestal een *investment bank*) van een CFD met de houder van de CFD (de belegger) een overeenkomst sluit ertoe strekkend dat de schrijver in ruil voor een vaste vergoeding de volledige opbrengst van de betreffende aandelen (te weten rendement en dividend) aan de houder zal betalen.⁴⁹
43. Een voordeel van een CFD is dat men *exposure* kan creëren naar een bepaalde hoeveelheid aandelen zonder dat het nodig is om middelen te investeren ter waarde van die aandelen (alleen de *fee* wordt immers betaald door de belegger). Het voordeel voor de schrijver van de CFD is de vastgestelde *fee*. Omdat de *investment bank* geen risico zal willen lopen op de ontwikkeling van de koers van het onderliggende aandeel zal de bank in de regel de aandelen kopen om dit risico te *hedgen*. CFD's kunnen zowel worden gebruikt om een long positie in te nemen in een aandeel (een positie belang gericht op waardestijging), als een *short* positie (een belang speculerend op waardedaling).⁵⁰
44. In principe geeft de CFD de belegger niet het recht om te stemmen op de aandelen en ook krijgt de belegger geen recht op levering van de aandelen. Het contract wordt in beginsel contant afgewikkeld (*cash settled*).⁵¹ In de regel heeft (in tegenstelling tot een *future*) een CFD een open einde en de CFD kan derhalve op verzoek van de belegger op elk moment afgewikkeld worden.

49 J. Luyér & M.M. van den Broek, 'Naar een meldingsplicht voor derivaten?', Tijdschrift voor financieel recht, 2009/1, p. 28 en M.C. Schouten, 'Disclosure is coming! Buitenlandse toezicht-houders vergroten transparantie aandelenderivaten', Ondernemingsrecht 2008/17, p. 188.

50 Raaijmakers 2007, p. 12.

51 Luyér & Van den Broek 2009, p. 28.

45. Net als in het buitenland is ook in Nederland veel te doen geweest over de vraag of CFD's meetellen voor de berekening van drempelwaarden voor de meldingsplicht substantiële deelnemingen, mede naar aanleiding van onduidelijke uitlatingen van de minister daarover.⁵² De algemene opvatting was dat er geen meldingsplicht bestaat voor CFD's zolang ze *cash settled* zijn en geen recht op levering van de onderliggende aandelen geven. Met het recente wetsvoorstel 'Uitbreiding meldingsplicht substantiële zeggenschap- en kapitaalbelangen met economische longposities' lijkt daar een einde aan te komen en zullen ook *cash settled* CFD's onder een meldingsplicht vallen.⁵³
46. In de literatuur en in buitenlandse jurisprudentie vragen, voor wat betreft het bestaan van een meldingsplicht, twee situaties om de aandacht:⁵⁴
- (1) De schrijver van de CFD zal het stemrecht van de onderliggende aandelen uitoefenen, ofwel op instructie van de belegger, ofwel 'spontaan' maar om commerciële redenen rekening houdend met de wensen van de belegger. Zo kan de situatie ontstaan dat de CFD houder (de belegger) *de facto* invloed krijgt op het stemgedrag van de CFD schrijver. Zonder dat dit een meldingsverplichting met zich zal brengen,⁵⁵
 - (2) De CFD wordt uiteindelijk niet contant (dwz. door uitbetaling van het koersverschil) maar toch fysiek in aandelen afgewikkeld.⁵⁶ Voor de meldingsplicht betekent dit dat de belegger pas op dat moment zijn belang kenbaar hoeft te maken, terwijl dat misschien al veel langer boven de markt hing.
47. Een CFD kan dus door beleggers gebruikt worden om een economische positie op te bouwen die uitstijgt boven het juridisch belang dat een belegger zou hebben, maar op de hiervoor omschreven wijze kan de belegger *de facto* vergelijkbare invloed verkrijgen als ware hij aandeelhouder.⁵⁷ Nagenoeg gelijk aan een CFD is de zogenoemde '*cash settled equity total return swap*', die de hoofdrol speelt in onderstaand voorbeeld.

52 Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft, Stb. 2008, 578, p. 19-20 en 29.

53 Zie voor een uitgebreide analyse van het wetsvoorstel, M.C. Schouten, 'toenemende transparantie-verplichtingen voor aandeelhouders', Ondernemingsrecht 2010/2, p. 96 e.v.

54 M.C. Schouten, 'The Case for Mandatory Ownership Disclosure', MPRA Paper No. 12800, 8 maart 2009, p. 34.

55 Nota van Toelichting bij Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft, Schouten 2008, p. 2 en Raaijmakers 2007, p. 12.

56 Een *short* CFD wordt altijd *cash gesettled*.

57 Raaijmakers 2007, p. 12.

Voorbeeld CFD's: CSX Corporation vs. TCI en 3G

CSX is een van de grootste spoorwegbeheerders in de Verenigde Staten. De *hedge funds* TCI en 3G wilden vergaande strategische invloed uitoefenen op CSX. In oktober 2006 waren zij begonnen met het opbouwen van een positie in CSX door middel van het aangaan van de Amerikaanse variant van de CFD, de zogeheten *cash-settled equity total return swaps* (hierna 'TRS's'). Blijkens een in april bij de SEC gefilede 10-Q form, hadden de *hedge funds* al in februari 2007 een economisch belang van zo'n 14% opgebouwd in CSX.

In maart 2008 begon CSX een procedure bij de Southern District Court van New York waarin zij onder meer eiste dat de beide *hedge funds* op de aankomende AvA geen gebruik zouden mogen maken van het stemrecht op de aandelen die (door de fondsen of door hun wederpartijen in de TRS's – de *investment banks*) waren verkregen gedurende de periode dat de *hedge funds* in strijd met de meldingsplicht substantiële deelnemingen van Section 13(d) van de Exchange Act gehandeld zouden hebben. Zij voerde (onder meer) aan dat de *hedge funds* *beneficial owner* waren van de onderliggende aandelen en zich de zeggenschap moesten toerekenen en *disclosen*.

De rechter stelde dat de *hedge funds* geacht moeten worden *beneficial owners* van de aandelen te zijn, omdat ze voor de TRS's hadden gekozen en niet voor aandelen enkel om te voorkomen dat ze aan de meldingsverplichtingen zouden moeten voldoen.

De rechter achtte zich echter niet bevoegd om het stemrecht aan de fondsen te ontzeggen, al had hij dat graag gewild (p. 115 van de *opinion*): *'If, however, it were free to grant such relief, it would exercise its discretion to do so.'*

In hoger beroep vroeg CSX (nogmaals) om het stemrecht aan de *hedge funds* te ontnemen. Echter, nog voor het hoger beroep diende werden vier van de vijf door TCI genomineerde directors verkozen tot het 12-koppige board van CSX. Op 15 september 2008 werd de eerdere uitspraak op genoemd punt bevestigd (CSX v. The Children's Investment Fund, 08-02899, U.S. Court of Appeals for the Second Circuit (Manhattan), 15 september 2008). Overigens zou TCI inmiddels haar aandelen in CSX hebben verkocht en haar *board seats* hebben prijsgegeven.

48. Ook in Nederland zien we CFD's opduiken. In de strijd om ABN AMRO werd duidelijk dat de leden van het consortium (RBS, Santander en Fortis) een belang van omstreeks 4% van het uitstaande kapitaal van ABN AMRO had

opgebouwd via derivatenconstructies als *equity swaps*, opties en andere *financial exposure*⁵⁸ naast het 4% belang in aandelen in het kapitaal van ABN AMRO. En ook bij de strijd rond Stork bleek dat het *hedge fund* Centaurus naast een direct aandelenbelang van 16,9% in Stork ook een belang van 4,1% in CFD's had verworven.⁵⁹

49. De vraag die ook bij CFD's kan spelen is of op een houder van CFD's een verplichting kan rusten een openbaar bod uit te brengen. De verplichting om een openbaar bod uit te brengen rust op basis van artikel 5:70 Wft op degene die 'overwegende zeggenschap' verkrijgt in een genoteerde N.V.⁶⁰ Overwegende zeggenschap wordt gedefinieerd in artikel 1:1 Wft als: het kunnen uitoefenen van ten minste 30% van de stemrechten in een algemene vergadering van aandeelhouders van een naamloze vennootschap. Niet relevant is of de stemrechten daadwerkelijk ooit zijn uitgeoefend of zullen worden.⁶¹
50. Met betrekking tot eerder genoemde certificaten, wordt aangenomen dat er alleen een biedplicht rust op de houders van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten indien die via een volmacht van het AK (artikel 2:118a BW) stemrecht kunnen uitoefenen. Potentieel stemrecht, zoals de omschreven *call* opties, wordt in dit kader niet aangemerkt als stemrecht⁶² en speelt ook geen rol bij de vraag of er sprake is van overwegende zeggenschap. Ook bij de CFD's zal de biedplicht in principe geen rol spelen, omdat economische posities niet worden meegerekend.⁶³ De vraag is of de biedplicht geldt voor een houder van CFD's die de facto 30% invloed heeft (al dan niet tezamen met andere houders van CFD's of in combinatie met andere posities die hij in het fonds heeft). Bij *securities lending* zal er voor de inlener indien die 30% van de aandelen heeft verworven in principe een biedplicht gelden. Inleners zullen er in de praktijk niet op uit zijn een bod uit te moeten brengen op de vennootschap; mochten zij over de 30% heen gaan (alleen of '*acting in concert*'), dan is het aannemelijk dat ze hun belang snel zullen verkopen (aan de uitlener) en een beroep zullen doen op de *grace period* van artikel 5:72 Wft.

58 Eumedion position paper p. 7.

59 OK 17 januari 2007, JOR 2007/42 (Stork), r.o. 2.21.

60 De discussie of de biedplicht ook van toepassing is op Nederlandse vennootschappen waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt buiten de EU laten we in deze bijdrage buiten beschouwing. Zie daarover, C.J.C. de Brauw aant. 9.1 bij art. 5:70 in de Groene Serie Privaatrecht, Rechtspersonen, A. Doorman, 'Het verplicht bod', in: M.P. Nieuwe Weme e.a. (red.), *Handboek Openbaar Bod*, Deventer: Kluwer 2008, p. 487-490, Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 625, J. Teerink & G. Koeman, 'De 'gereglementeerde markt' en het toepassingsbereik van de verplicht bodregeling', V&O 2009, p. 225 en M.W. Josephus Jitta, 'De pijn van de 'gereglementeerde markt': gedeelde smart is geen halve smart maar dubbele smart', *Ondernemingsrecht* 2010/25.

61 A. Doorman, 'Het verplicht bod', in: M.P. Nieuwe Weme e.a. (red.), *Handboek Openbaar Bod*, Deventer: Kluwer 2008, p. 487-490.

62 Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 626.

63 M.W. Josephus Jitta 2009, (T&C Ondernemingsrecht Effectenrecht), art. 5:70 Wft, aant. 1.

IV Artikel 2:8 BW en toetsing behoorlijk beleid van vennootschap en belegger

51. Hiervoor bleek al, met name uit de geschetste praktijkvoorbeelden, dat derivaten een materiële doorwerking hebben binnen de onderneming. De regulering van derivaten vindt met name plaats via het financiële recht, meer dan langs de weg van het vennootschapsrecht.
52. Toch lijkt het wenselijk dat behoorlijke verhoudingen tussen houders van derivaten, aandeelhouders en de vennootschap, ook door die private partijen zelf kunnen worden gehandhaafd. Dat is thans slechts zeer beperkt het geval. Van het verbintenissenrecht moet men het in ieder geval niet hebben: in internationale verhoudingen, waar de belegger vanaf bijvoorbeeld de Kaaiman Eilanden opereert of het recht van de staat New York van toepassing is verklaard op de diverse contracten en de uitgevende vennootschap zelf geen partij is bij de diverse contracten, lijkt efficiënt procederen tussen de betrokken partijen onmogelijk.
53. Het is de vraag of de civiele rechter zich zal lenen voor handhaving van artikel 2:8 BW ten aanzien van gedrag van houders van derivaten. Mogelijk is er een rol voor de vennootschapsrechtelijke redelijkheid en billijkheid weggelegd. Artikel 2:8 BW bepaalt de norm waar in ieder geval een deel van de bij een onderneming betrokken personen, zich aan heeft te houden:

‘Een rechtspersoon en degenen die krachtens de wet en de statuten bij zijn organisatie zijn betrokken, moeten zich als zodanig jegens elkander gedragen naar hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd.’

54. De vraag is dus of houders van derivaten wel ‘krachtens de wet en de statuten’ bij een onderneming zijn betrokken. In dit verband wordt onder ‘wet’ in artikel 2:8 lid 1 wel Boek 2 BW verstaan.⁶⁴ Houders van aandelen, maar ook van certificaten (mits met medewerking van de vennootschap uitgegeven), vruchtgebruikers en pandhouders van aandelen vallen in ieder geval wel binnen het bereik, zo blijkt uit de wetsgeschiedenis.⁶⁵ Dat is ook begrijpelijk, nu al deze figuren bij de wet (lees Boek 2 BW) geregeld zijn en ten dele door de statuten mogelijk gemaakt moeten worden. Bovendien heeft elk van hen (onder omstandigheden) stemrecht op de betrokken aandelen en is langs die weg bij de aandeelhoudersvergadering en dus bij de vennootschap betrokken.

⁶⁴ J.B. Huizink aant. 6 bij art. 2:8 BW in de Groene Serie Privaatrecht, Rechtspersonen.

⁶⁵ MvT en MvA, Kamerstukken II 17 725, nr. 1-3, p. 56 resp. nr. 7, p. 15.

55. Volgens Huizink heeft artikel 2:8 BW ook betrekking op personen aan wie een stemvolmacht is verleend.⁶⁶ Maar een CFD houder vang je daar niet mee: de *investment bank* met wie de belegger het CFD contract is aangegaan, werkt op basis van commerciële belangen, niet op basis van volmachten. Tot op zekere hoogte is dat anders voor de *advisor* (*hedge fund* manager), die een *managed account* beheert voor een belegger: die zal veelal wel op basis van een volmacht van de belegger (aandeelhouder) opereren.
56. Of artikel 2:8 BW een rol kan spelen als het gaat om de manier waarop de hier eerder beschreven instrumenten zoals CFD's/TRS's worden gehanteerd, waarbij zoals wij zagen soms sprake is van 'de facto' stemrecht voor de belegger, is de vraag. Raaijmakers meent dat *securities lending* en repo's trekken vertonen van zogeheten 'stemmenkoop',⁶⁷ iets waarvan in Nederland algemeen wordt aangenomen dat dit ongeoorloofd is⁶⁸ en dat transacties met het uitsluitende doel stemmen te verwerven onder omstandigheden in strijd zouden kunnen zijn met artikel 2:8 BW.⁶⁹ Dat is voor wat betreft de positie van een houder van CFD's, TRS's, opties en *swaps* echter nog maar de vraag. Deze instrumenten zijn (wat stemrecht betreft) contractueel of feitelijk van aard, maar niet wettelijk of statutair bepaald. Het bereik van artikel 2:8 BW kon daar dus wel eens tekort schieten. Aan de andere kant: artikel 2:8 BW is de rechtspersonenrechtelijke neerslag van de redelijkheid en billijkheid die in beginsel alle vermogensrechtelijke rechtsverhoudingen beheerst en ook daarbuiten steeds meer een prominente rol speelt, vergelijk Asser/Hartkamp 2005 (4-II), nr. 304.⁷⁰ Dat betekent dat een interpretatie van artikel 2:8 BW die leidt tot een beperkte kring van institutioneel betrokkenen niet zonder meer betekent dat relaties met buiten die kring vallende personen of gremia niet zouden worden beheerst door de objectieve goede trouw.
57. Een ruime toepassing van artikel 2:8 BW in dit soort gevallen zou ook aansluiten bij de ruimhartige opstelling van de Ondernemingskamer voor wat betreft de partijen die als belanghebbenden worden aangemerkt bij de onderneming. Die twee groepen zouden gelijk behoren te zijn: de groep die als belanghebbend bij een onderneming wordt aangemerkt en ontvankelijk is bij de Ondernemingskamer en de groep rond een onderneming wiens gedrag toetsbaar is aan artikel 2:8 BW. De groep van toegelaten verzoekers is weliswaar limitatief opgesomd in artikel 2:346 BW, maar ook die groep wordt in de

⁶⁶ J.B. Huizink aant. 6 bij art. 2:8 BW in de Groene Serie Privaatrecht, Rechtspersonen.

⁶⁷ Raaijmakers 2007, p. 32.

⁶⁸ In de Verenigde Staten denkt men daar heel anders over. Zie de Delaware Court of Chancery, in *Hewlett v. Hewlett Packard Company* (2002 WL 549137 (del. Ch. 8 April 2002)): '*shareholders are free to do whatever they want with their votes, including selling them to the highest bidder*'.

⁶⁹ Raaijmakers 2007, p. 33.

⁷⁰ J.B. Huizink aant. 6 bij art. 2:8 BW in de Groene Serie Privaatrecht, Rechtspersonen.

jurisprudentie uitgebreid, zoals blijkt uit het Scheipar arrest uit 2003⁷¹ maar ook daarna.⁷² Het ligt voor de hand dat onder omstandigheden ook een *hedge fund*, dat een voldoende groot belang heeft in CFD's en dus minst genomen feitelijke invloed heeft, economisch belang heeft bij de onderliggende stukken en daardoor nauw bij de onderneming is betrokken,⁷³ ontvankelijk zal zijn als verzoeker van een enquête, ook zonder dat het aandelen bezit.

58. Voor zover artikel 2:8 BW de verhouding tussen de beleggers onderling, of de verhouding tussen de belegger en de vennootschap niet bestrijkt en zij elkaar dus niet eenvoudig direct in rechte kunnen aanspreken, lijken civiele partijen aangewezen op handhavend optreden door de toezichthouder (AFM). Die toezichthouder heeft echter slechts beperkte mogelijkheden om met name internationaal actief te zijn. De normen die de AFM toetst en handhaaft, zijn bovendien in beginsel niet gericht op individuele belangen die op het spel staan, maar op efficiënte marktwerking in het algemeen belang.
59. Een rechtstreeks belanghebbende of zelfs geschade partij heeft ook maar beperkte mogelijkheden om handhaving door de AFM van dergelijke normen af te dwingen. Bovendien is de AFM gebonden aan een geheimhoudingsplicht.
60. Het lijkt een onnodige omweg voor specifiek identificeerbare professionele partijen, die elkaar waarschijnlijk zelfs kennen, om een concreet geschil tussen hen beiden niet door de civiele rechter te laten oplossen, maar via de toezichthouder. Denk aan een schending van de (nog in te voeren) verplichting voor

71 HR 6 juni 2003, JOR 2003/161 (Scheipar). De Hoge Raad oordeelde dat een economisch rechthebbende op certificaten gelijk gesteld moet worden met een certificaathouder in de zin van art. 2:346 onder b BW. De Hoge Raad overwoog: '(...) 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 worden 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. (...)'

72 Zie bijvoorbeeld HR 10 september 2010, JOR 2010/337 (Butôt), tevens besproken in Ondernemingsrecht 2010/17, p.693: 'In een geval als het onderhavige, waarin [verweerder] c.s. ieder voor hun aandeel in de nalatenschap moeten worden aangemerkt als economische certificaathouder voor wier rekening en risico de certificaten worden gehouden, brengt de strekking van het enquêterecht mee dat zij de daardoor aan hen als verschaffer van risicodragend kapitaal verleende bescherming kunnen inroepen en met de in art. 2:346, aanhef en onder b, BW bedoelde certificaathouders kunnen worden gelijkgesteld, ook indien aan hen geen bevoegdheden met betrekking tot de zeggenschap toekomen (vgl. HR 6 juni 2003, nr. R02/078, LJN AF9440, NJ 2003/486).'

73 Zie ook P.G.F.A. Geerts, *Enkele formele aspecten van het enquêterecht*, Deventer: Kluwer 2004, p. 87, die voorstander van een zekere uitbreiding van de kring van enquête gerechtigden is, zij het niet aan elke belanghebbende en slechts 'aan een beperkte kring van belanghebbenden die nauw bij de vennootschap betrokken is'.

beleggers met een substantiële deelneming, om hun intenties te melden: een aandeelhouder die een belang houdt van meer dan 3% wordt verplicht⁷⁴ kenbaar te maken of hij bezwaar heeft tegen de strategie van de vennootschap (en of hij zich dus vermoedelijk actief met het beleid van de deelneming zal gaan bemoeien) of niet. Weliswaar kan beargumenteerd worden dat de markt als geheel baat heeft bij die melding, maar de informatie is zo specifiek en concreet dat de rechtstreeks betrokken partijen – met name het bestuur van het beursfonds⁷⁵ – maar ook mede aandeelhouders of eenieder deze kennis bij hun strategie en besluitvorming kunnen betrekken. In wezen betreft het hier een *corporate governance* regel die veeleer in de Corporate Governance Code of zelfs in Boek 2 BW thuishoort en die civiele partijen beter zelf zouden kunnen handhaven. Bij de civiele rechter afdwingen dat een ander zich houdt aan de regels (bijvoorbeeld op grond van onrechtmatige daad), zal echter kunnen afstuiten op de relativiteitsseis:⁷⁶ de door de ene marktpartij geschonden norm zal niet altijd dienen ter bescherming van het individuele belang van een andere marktpartij.

61. Tot op zekere hoogte kan de enquêteprocedure hier uitkomst bieden: de Ondernemingskamer kan ingrijpen door het opleggen van onmiddellijke voorzieningen (zoals schorsing van stemrecht) indien een belegger het te bont heeft gemaakt en de Nederlandse wet heeft geschonden als hij van oordeel is dat dit reden is om te twijfelen aan een juist beleid.⁷⁷ Maar wat daar ook van zij: bij beursfondsen kan lang niet iedere belegger die zich geschaad voelt zich

74 Op grond van de nieuwe bepaling 5:43a Wft, Kamerstukken II 2008-09, 32 014, nr. 3.

75 ‘Het bestuur van een uitgevende instelling heeft er baat bij om te weten, zelfs voordat een aandeelhouder daadwerkelijk invloed kan of gaat uitoefenen, of de aandeelhouder de strategie onderschrijft dan wel of hij, door gebruik te maken van zijn aandeelhoudersrechten, hierin wijzigingen wil aanbrengen. Aangezien ook de intenties van de overige aandeelhouders zichtbaar worden, wordt het inzichtelijk of deze aandeelhouder alleen staat in zijn bezwaar tegen de strategie of dat ook andere aandeelhouders bezwaar hebben tegen de strategie. Hoewel deze melding op het eerste gezicht niet het gedetailleerde inzicht verschafft dat het bestuur zou willen, zal het bestuur naar aanleiding van deze melding zich tot de desbetreffende aandeelhouders kunnen wenden om meer informatie op te vragen. Bovendien zal een uitgevende instelling naarmate zij gedetailleerder op haar website vermeldt wat haar strategie behelst ook meer inzicht krijgen in de intenties van aandeelhouders. Indien een aandeelhouder aan een verzoek om meer informatie gehoor geeft, stelt dit het bestuur in staat om tijdig een constructieve dialoog aan te gaan met actieve aandeelhouders, zodat het al in een vroeg stadium geconfronteerd wordt met eventuele aanwezige verschillen in zienswijze over de te voeren strategie met één of meerdere grote aandeelhouders. Een melding van intenties komt aldus een constructieve dialoog tussen het bestuur van de uitgevende instelling en de aandeelhouder juist ten goede.’ Kamerstukken II 2008-2009, 32 014, nr. 3, p. 11-12.

76 Zie over het relativiteitsvraagstuk onder andere: HR 7 mei 2004, AB 2005/127 (Duwbak Linda), HR 13 april 2007, LJN AZ8751 (Staat/Yazdanlatif) en HR 13 oktober 2006, LJN AW2077 (DNB/Vie d’Or). Zie verder S.B. van Baalen, ‘De honderd ogen van Argus, aansprakelijkheid als gevolg van schending van financiële regels’, in: D. Busch e.a. (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer 2010, p. 661.

77 Voor zover ons bekend heeft de Ondernemingskamer in enquêteprocedures schending of ontduiking van financieelrechtelijke bepalingen tot op heden niet ten grondslag gelegd aan enige beschikking die ziet op betrokken aandeelhouders.

beklagen bij de Ondernemingskamer. Sterker, de drempel wordt voor beleggers in het Wetsvoorstel aanpassing enquêterecht alleen maar hoger gelegd, zij het dat de beursvennootschap zelf dan ook om een enquête zal kunnen vragen.⁷⁸

V Conclusie

62. Hierboven is een aantal derivaten de revue gepasseerd. Er zijn er meer en er komen er ongetwijfeld nog meer. De wetgeving zal altijd achter lopen, en de internationale financiële praktijk niet kunnen bijhouden. De *managed account* bijvoorbeeld, is al jaren in gebruik, en staat sinds 2008 in het middelpunt van de belangstelling in *hedge fund* land vanwege de toegenomen populariteit ervan. In de Nederlandse juridische literatuur, laat staan de wetgeving, is aan deze figuur echter tot op heden geen woord gewijd. Toepassing van algemene normen als die van artikel 2:8 BW, zal in bepaalde, maar niet in alle gevallen uitkomst kunnen bieden.

⁷⁸ Zie het concept-wetsvoorstel aanpassing enquêterecht van 29 oktober 2009.