

## PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

<http://hdl.handle.net/2066/54216>

Please be advised that this information was generated on 2018-05-22 and may be subject to change.

## Ondernemingsrecht, Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?

### Ondernemingsrecht (ONDR), incl. NV en TVVS, Ondernemingsrecht 2006, 77, Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?

#### Ondernemingsrecht, Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?

Vindplaats: Ondernemingsrecht 2006, 77 Bijgewerkt tot: 01-06-2006

Auteur: Prof. mr. R.H. Maatman, prof. mr. G.T.M.J. Raaijmakers[1]

Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?

Hedge Funds zorgen voor beroering in het ondernemingsrecht. Zij stellen zich op als activistisch aandeelhouder: met hun aandeelhoudersrechten dwingen zij beursondernemingen tot splitsing van het bedrijf, uitkering van superdividend of tot het afzien van een overname. Daarmee benutten én testen zij het ondernemingsrecht. Soms is dat heilzaam, maar soms ook niet.

#### 1 Inleiding

De activiteiten van hedge funds staan sterk in de belangstelling. Zij initiëren enquête-procedures als zij van mening zijn dat de Code Tabaksblat niet juist wordt toegepast (Versatel), [2] zij blokkeren overnames die ze onwenselijk vinden en zetten bestuurders af die een andere mening zijn toegedaan (Deutsche Börse), of zij ageren tegen een in hun ogen onbillijke 'uitkoop' (Shell). [3] Hedge funds lijken het Europese continent gevonden te hebben en de ontwikkelingen volgen elkaar nu in hoog tempo op. Zij rammelen aan deuren waaraan anderen voorbijliepen en zoeken zo de grenzen van het ondernemingsrecht. Terwijl op Nederlands en Europees niveau het debat over verbetering van aandeelhoudersrechten nog in volle gang is, lopen hedge funds op die ontwikkelingen vooruit.

De vraag is hoe deze ontwikkeling vanuit het ondernemingsrecht moet worden beoordeeld.

De een vindt dat hedge fund managers doen wat tot de verantwoordelijkheid van aandeelhouders behoort: gebruikmaken van de rechten die ze hebben om voor hun belangen als aandeelhouder op te komen. De ander meent dat zij misbruik maken van die rechten als zij een onderneming onder extreme druk bewegen om stappen te zetten die alleen hun eigen kortetermijnbelang dienen. In dit artikel willen wij deze twee visies nader analyseren en bezien of daaruit conclusies kunnen worden getrokken. Allereerst zullen wij ingaan op de vraag wat hedge funds zijn en hoe zij opereren.

#### 2 Wat zijn hedge funds?

##### 2.1 Achtergrond

Het eerste hedge fund dateert reeds van 1949. De man daarachter was Alfred Jones. [4] Hij introduceerde een beleggingsconcept waarbij hij profiteerde van de volatiliteit van de koersen van Amerikaanse aandelen. Dat deed hij door in zijn beleggingsportefeuille marktrisico's te elimineren 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 zeer snel toe.

Sindsdien hebben hedge funds een stormachtige ontwikkeling doorgemaakt die gekenmerkt wordt door ups en downs. Berucht is de ondergang van het hedge fund Long Term Capital Management (LTCM) in 1998, dat speculeerde op valutaontwikkelingen in de Europese

Monetaire Unie. [5] Synchron met die ups en downs wordt gediscussieerd over de vraag of hedge funds onderworpen moeten worden aan financieel toezicht. Was er bijvoorbeeld na het LTCM-debacle vooral discussie over mogelijke regelgeving om de stabiliteit van het financiële stelsel te beschermen, na de boekhoudschandalen met Enron en andere is de aandacht van regelgevers meer verschoven naar de bescherming van beleggers tegen de risico's die hedge fund-investeringen met zich brengen. [6]

Ondanks plannen voor regelgeving, is de opstelling van regelgevers tot op heden terughoudend gebleven. In de regel vallen hedge funds niet onder direct toezicht aangezien de facto vooral professionele partijen deelnemen en er zodoende gebruik kan worden gemaakt van uitzonderingen in het effectenrecht. De minimum inleg is vaak van zodanige omvang dat particuliere beleggers niet in aanmerking komen. [7] Opmerkelijk is verder dat de inleg meestal een bovengrens kent. Dit vindt zijn oorzaak in de beperkte 'beleggingscapaciteit' van het fonds; naarmate een hedge fund-strategie op grotere schaal wordt toegepast, vermindert het financieel voordeel dat met elke transactie kan worden behaald. [8]

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. Dit is een belangrijke reden voor de opkomst van zogeheten 'alternative investments'; beleggingen met een 'alternatief' risicoprofiel, zoals onroerend 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. [9] 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.

De activiteiten van hedge funds kenmerken zich inmiddels door een grote variëteit en hun omvang heeft ongekende hoogtes bereikt. Het wereldwijd door hen beheerde vermogen wordt momenteel geschat op \$ 1200 miljard. [10] Er wordt algemeen aangenomen dat hedge funds in belangrijke mate zorgen voor 'efficiëntie' en de liquiditeit van de markt. [11] Tegelijkertijd hangt er vaak een sfeer van mysterie en wantrouwen rond hedge funds. Het beeld dat zij oproepen is niet zelden dat zij agressieve methoden hanteren, dat ze onverantwoorde risico's nemen, puur speculatief zijn, dat ze in hun jacht op winst regelmatig voor oververhitting van de markt zorgen - in het algemeen of in een enkel aandeel. Hun wordt verweten dat ze slechts uit zijn op heel korte termijn-winsten, vaak ten nadele van anderen.

## 2.2 Definitie

Hedge funds laten zich moeilijk definiëren. [12] Het zijn in wezen beleggingsfondsen die doorgaans niet onder toezicht staan en die zich mede daardoor kunnen bedienen van een haast onbeperkt scala van beleggingsinstrumenten. Anders dan traditionele beleggingsfondsen maken zij op grote schaal gebruik van instrumenten als *short selling*, *leverage* en derivaten. [13] Met *short selling* wordt bedoeld het verkopen van effecten die men op het moment van verkoop nog niet bezit. Algemeen wordt aangenomen dat *short selling* een nuttige rol vervult in het functioneren van de financiële markten. [14]

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 een institutionele belegger die ze in die tijd zelf 'niet nodig' heeft. Dit lenen, of *securities lending*, komt juridisch neer op een overdracht van de aandelen aan (in casu) het hedge fund, onder de obligatoire verplichting voor die laatste om eenzelfde aantal aandelen Y op een later tijdstip terug te leveren tegen betaling van een leenvergoeding. [15] Met de opbrengst van de eerder bedoelde 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 geleidelijk 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 hij daar 100 voor. Nu hij de aandelen aan de institutionele belegger moet terugleveren, hoeft hij ze nog maar voor 80 op de beurs te 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 veel 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.

Typerend voor hedge funds is dat zij met verschillende beleggingsstrategieën gebaseerd op een dergelijke long-short-benadering inefficiënties in de prijsvorming op financiële markten opsporen en benutten. Onder- en overgewaardeerde ondernemingen zijn daarom voor hen interessant. Aangezien door hun activiteiten die prijsinefficiënties kleiner worden of verdwijnen, wordt wel gezegd dat hedge funds goed zijn voor een efficiënte prijsvorming op de markt. Een onderwaardering wil immers niets anders zeggen dan dat er een achterblijvende vraag is. Een 'long-strategie' doet die vraag toenemen waardoor ook de koers zal oplopen, zeker als meerdere hedge funds tegelijkertijd actief zijn. Voor 'short-strategieën' geldt omgekeerd hetzelfde. De oorzaak van de inefficiënte prijsvorming waar hedge funds hun beleggingsstrategieën op baseren, kan uiteenlopen van kleine verschillen in de dual listings van ondernemingen, tot ondernemingen die in bijzondere situaties verkeren, zoals fusie of 'distress'. [16]

Wanneer hedge funds worden afgezet tegen andere vermogensbeheerders en beleggingsfondsen kan een glijdende schaal worden onderkend. Er zijn vermogensbeheerders of beleggingsfondsen die conform een index beleggen. Ze hoeven slechts te zorgen dat wijzigingen in de samenstelling van de index (waaronder ook het gewicht van een onderneming in de index) een op een in de beleggingsportefeuille worden doorgevoerd. Om die reden worden zij aangeduid als 'passieve' beleggers; zij volgen de markt. Ze maken weinig kosten en de aan hen verschuldigde beheervergoeding is relatief laag. Hoe dichter zij het indexresultaat benaderen, hoe beter hun prestatie. Dan zijn er zogeheten enhanced index-strategieën waarbij de belegger door zogeheten onder- of overwegingen een index probeert te 'verslaan'. Zij zijn daarmee al iets 'actiever' en streven een relatieve *outperformance* na; het is hun doelstelling om binnen beperkte risicomarges (*tracking errors*) betere resultaten te behalen dan de markt, lees: de desbetreffende index. Er zijn nóg actievere vermogensbeheerders die weliswaar eveneens uit zijn op relatieve *performance*, maar die meer vrijheid hebben om af te wijken van de index of benchmark. Onder hen zijn de zogenoemde 'stockpickers'. Zij hanteren in de regel uitsluitend 'long only'-strategieën. Aan het andere uiterste van het spectrum staan de hedge funds. Zij maken ook gebruik van andere strategieën dan 'long only' en zijn gericht op absoluut in plaats van relatief rendement. Zij hebben een zogeheten cash benchmark in plaats van een market

benchmark. [17] Dat hebben zij overigens gemeen met steeds meer 'traditionele' vermogensbeheerders en beleggingsfondsen.

De term 'hedge fund' is kortom moeilijk om te definiëren. Soms hanteert men bij gebrek aan beter maar gewoon als definitie dat onder hedge funds worden verstaan die partijen die zichzelf zo noemen. [18] In dit artikel zullen wij de term in een betrekkelijk brede betekenis hanteren: hedge funds in de hiervoor bedoelde strikte zin, maar ook activistische vermogensbeheerders (asset managers) en fondsen, aangezien de grenzen met deze partijen in de praktijk vervagen. Die vervagende grenzen zien we ook elders. Net als hedge funds nemen ook private equity fondsen vaker belangen in beursgenoteerde ondernemingen. [19] Ook zijn beide actief op het terrein van de zogeheten public-to-private transacties, en werkt de een als een katalysator voor de ander: als een hedge fund bijvoorbeeld een belangrijke fusie heeft geblokkeerd, ligt vervolgens een public-to-private transactie voor de hand. [20] Het is ondanks deze vervagende grenzen goed om te bedenken dat er vooralsnog verschillen zijn. Zo worden private equity funds per definitie aangemerkt als langetermijnbeleggers en zijn hedge funds 'van huis uit' meer gewend om te werken met long-short-strategieën. [21] Bovendien is van belang te onderkennen dat de opkomst van aandeelhoudersactivisme een ontwikkeling is die zich 'in den brede' voltrekt. Hoewel hedge funds momenteel een belangrijke drijvende kracht achter die ontwikkeling lijken, zijn er andere partijen die daaraan bijdragen zoals de meer traditionele institutionele beleggers en private equity-investeerders.

### 3 Activisme van hedge funds: vaccin...

Door de steeds kleiner wordende marges en verzaaging in de 'traditionele' hedge fund-strategieën, zijn hedge funds hun aandacht recentelijk gaan verleggen naar het nemen van aanzienlijke belangen in 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 beschikken zij over de middelen om hun wensen kracht bij te zetten. Deze ontwikkeling heeft vanuit het ondernemingsrecht zowel positieve als negatieve kanten.

#### 3.1 Positief: aandeelhoudersactivisme nieuwe stijl

Al geruime tijd wordt een sterkere rol van aandeelhouders gezien als dé oplossing voor het verbeteren van het systeem van checks en balances van ondernemingen. In een recent artikel spreken Kahan en Rock over de zoektocht naar de 'Holy Grail of corporate governance (...): an actor with the incentives and the expertise to protect shareholders' interests in the publicly held firm with widely dispersed ownership'. De gedachte was dat institutionele beleggers de meest aangewezen partijen zouden zijn om zich voor die rol op te werpen. [22] Dat is echter slechts in beperkte mate gebeurd. Het blijkt dat zij te kampen hebben veel belemmeringen. Zij hebben tegenstrijdige belangen, hebben een free rider-probleem (waarom kosten maken als anderen dat ook al doen), en hebben mede daardoor vaak een apathische houding ('ik kan in mijn eentje niets uitrichten'). Ze hebben kort gezegd geen sterke prikkels om veel met hun aandeelhoudersrechten te doen. [23]

Hedge funds daarentegen hebben een heel andere positie. Zij tonen een grote betrokkenheid bij de ondernemingen waarin ze beleggen. Zij zitten het management van de ondernemingen waarin zijn beleggen 'op de huid' en zijn (anders dan de 'traditionele' institutionele beleggers) in staat om snel en flexibel te reageren op nieuwe ontwikkelingen. Hun lijnen van besluitvorming zijn 'korter'. Anders dan institutionele beleggers staan hedge funds bovendien niet bloot aan transparantie-eisen. [24] Ook hebben zij minder tegenstrijdige belangen en bovendien zodanig sterke incentives dat eventuele tegenstrijdige belangen al snel aan de kant worden geschoven om niet een hoge vergoeding mis te lopen. [25] Zij stellen het disfunctioneren van zittend management aan de kaak en blijken in staat om over- en onderwaarderingen van ondernemingen te 'verevenen'.

Hedge funds maken waar wat de Commissie-Tabaksblat, blijkens de preambule bij de Code,

van aandeelhouders verwacht: het bestuur en de raad van commissarissen ter verantwoording roepen, 'druk uitoefenen op het bestuur en de raad van commissarissen om de corporate governance structuur te wijzigen', gebruikmaken van de ter beschikking staande rechten, met als ultieme consequentie 'de raad van commissarissen en/of het bestuur te ontslaan', en eventueel het voeren van juridische procedures, zoals het starten van een enquête- of jaarrekeningprocedure. [26] Hedge funds doen dit met verve, al dan niet tot ongenoegen van bestuurders en commissarissen. Aldus blijken hedge funds een oplossing te kunnen bieden voor de zogenaamde rationele apathie [27] die heerst onder aandeelhouders, en tonen zij zich een krachtige tegenspeler van de ondernemingsleiding. Hierdoor dragen zij bij aan de overbrugging van het belangenconflict tussen macht en economische eigendom. [28] Het is waar dat hedge funds hun rendement behalen door beleggingsstrategieën die vaak slechts een korte termijn beslaan, zij het dat zij soms ook voor enkele jaren in ondernemingen beleggen. [29] Maar dat wil nog niet zeggen dat ondernemingen en aandeelhouders die een meer langetermijndoelstelling nastreven, daarvan zonder meer te lijden hebben. Korte en lange termijn kunnen goed samen gaan. Hedge funds traceren 'inefficiënte prijsvorming' en verdienen hun geld met het opheffen daarvan. Als actieve aandeelhouders zijn zij vooral geïnteresseerd in ondernemingen die beslissingen nemen of juist nalaten tegen de wens van 'de markt' in. Zij bevorderen vervolgens zélf het opheffen van dergelijke 'inefficiënties' door gebruik te maken van hun rechten als aandeelhouder. Een voorbeeld uit 2004 is het blokkeren van het bod door Deutsche Börse op de London Stock Exchange (LSE), dat door de markt negatief werd gewaardeerd. Andere voorbeelden zijn het onder druk zetten van bedrijven om te splitsen, omdat de som der delen meer waard is dan het geheel, of het uitkeren van een superdividend of het inkopen van aandelen als de onderneming geen duidelijke strategie heeft voor een voorraad contanten.

In wezen kan men zeggen dat institutionele beleggers en particulieren die hun vermogen toevertrouwen aan hedge funds, hun zeggenschapsrechten overdragen aan beter geïnformeerde en gespecialiseerde handen. [30] Doordat zij 'maximale druk op de ketel' zetten, bewerkstelligen zij bovendien een betere allocatie van financiële middelen op de financiële markten en de economie als zodanig. Door hun acties vloeien middelen van slecht geleide ondernemingen naar andere ondernemingen die beloond worden voor het ontwikkelen van innovatieve strategieën. 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. [31] Voor individuele ondernemingen heeft deze ontwikkeling waarschijnlijk een disciplinerend effect. Het zal naar verwachting in het algemeen de prestatiedruk, de concurrentiedruk en de vernieuwingsdrang voor ondernemingen verhogen en kan daarmee een belangrijke aanjager voor een sterkere economie opleveren.

Tegelijkertijd kan worden geconstateerd dat de activiteiten van hedge funds als aandeelhouders niet op zichzelf staan. Ze maken onderdeel uit van een bredere ontwikkeling waarin ook andere institutionele beleggers actiever gebruik maken van hun rechten en hun positie.

### 3.2 Enkele praktijkvoorbeelden van aandeelhoudersactivisme

Amerikaanse en Engelse institutionele beleggers zijn reeds lang gewoon in gesprek te gaan met ondernemingen indien zij vraagtekens plaatsen bij hun corporate governance. In de regel gebeurt dat in gesprekken buiten het kader van de AVA, door brieven te sturen aan het management en door te bewerkstelligen dat voorstellen van aandeelhouders worden geagendeerd ter behandeling op AVA's. [32] Nederlandse institutionele beleggers begeven zich sinds het einde van de jaren negentig enigszins schoorvoetend op dezelfde weg. [33] In de regel onttrekken die activiteiten zich aan de openbaarheid.

De 'vriendelijke' benadering van institutionele beleggers verschilt van de intensiteit waarmee

sommige hedge funds dergelijke activiteiten ontplooiën. Zij stellen publiekelijk grove misstanden aan de kaak en eisen onmiddellijke verbetering. Kahan en Rock geven in hun artikel verschillende voorbeelden uit de Amerikaanse praktijk. In Nederland hebben we vergelijkbare acties gezien van hedge fund managers bij RD/Shell en Versatel. Dat inmiddels ook andere institutionele beleggers in voorkomende gevallen een strengere actieve benadering kiezen, blijkt uit de recente gebeurtenissen rondom VNU: daar waren het twee 'reguliere' beleggingsfondsen die de overname door VNU van IMS Health eind 2005 blokkeerden omdat zij van mening waren dat die transactie de onderneming geen goed zou doen. Het lijkt voorts aannemelijk dat de wijzigingen die zich in 2005 hebben voltrokken in de corporate governance van RD/Shell mede zijn ingegeven door de druk die door het hedge fund Knight Vinke is uitgeoefend. [34]

Bij Knight Vinke gaan de activiteiten in de communicatieve sfeer samen met het nemen van een fors aandelenbelang. Dit geldt eveneens voor de Focus Funds die door Hermes worden beheerd. [35] Hermes probeert vervolgens invloed te krijgen in de ondernemingsleiding zelf, bijvoorbeeld door een 'boardseat' te claimen. In de Japanse markt voert Sparx Asset Management een vergelijkbare beleggingsstrategie. [36] In Amerika is Relational Investors een bekende representant. [37] De naam van laatstgenoemde is afgeleid van het begrip 'relationship investing': dat begint met 'shareholders taking a real interest in a company - asking questions of the board and not trading the stock like pork bellies - and goes all the way to taking a big stake, a board seat, and maybe even some debt'. [38] De achterliggende idee is dat door het vervullen van deze 'monitoring role' aandeelhouders beter in staat zijn belangentegenstellingen tegen te gaan en 'agency costs' te reduceren.

In het verlengde hiervan liggen de activiteiten van sommige private equity fondsen. Zij voeren beleggingsstrategieën die verwant zijn aan de hier bedoelde hedge funds. Als een private equity fonds een belang neemt in een - ondergewaardeerde - beursgenoteerde onderneming, is dat in de regel om een zogeheten 'public to private' transactie tot stand te brengen. Zij verwachten dat de desbetreffende onderneming méér waarde kan genereren voor aandeelhouders door de 'tucht' van 'private monitoring' in plaats van de openbare markt. Vaak wordt een 'public to private' transactie gevolgd door splitsing van de onderneming en verkoop van bedrijfsonderdelen. Er is derhalve een vloeiende overgang tussen de activiteiten van de 'traditionele' institutionele beleggers, de hedge fund managers en de private equity beleggers. Die overgang wordt geïllustreerd door de gang van zaken bij Vendex KBB.

Vanaf het eind van de jaren negentig stellen beleggers en analisten bij herhaling dat de financiële prestaties van Vendex KBB tekortschieten. [39] Vermoed werd dat alleen al de waarde van het onroerend goed van Vendex KBB de marktwaarde van het concern in ruime mate oversteeg. De VEB en institutionele aandeelhouders dringen tijdens de AVA's in 2002 en 2003 aan op verbetering van de corporate governance. Zij wensen meer transparantie [40] en correctiemogelijkheden; door de cumulatie van structuurregime, certificering van aandelen en preferente beschermingsaandelen was de ondernemingsleiding betrekkelijk immuun voor de wensen van kapitaalverschaffers. Tijdens de AVA in 2002 stelt een 'relationship investor' (Guy Wyser-Pratte) dat de onderwaardering van Vendex KBB mede te wijten is aan gebreken in de corporate governance; onder verwijzing naar een 'Dutch discount' vraagt hij stemrecht voor kapitaalverschaffers. In 2003 vraagt K Capital Partners, een hedge fund, [41] aan het management splitsing van het concern te overwegen teneinde de onderwaardering ongedaan te maken. [42] Ultimo 2003 was de marktkapitalisatie van Vendex KBB gelijk aan € 1,03 miljard. [43]

Op 15 februari 2004 maakt Vendex KBB bekend dat zij is benaderd door investeringsmaatschappijen 'in verband met een mogelijk openbaar bod op de onderneming'. Dit resulteert in een openbaar bod ter waarde van € 2,4 miljard dat in de zomer van 2004 gestand wordt gedaan. [44] De bidders (waaronder Kohlberg Kravis Roberts & Co., Change

Capital en Alpinvest) geven aan dat zij de beursnotering van Vendex KBB zo spoedig mogelijk willen beëindigen. In november 2005 wordt de verkoop van het onroerend goed van Vendex KBB bekend gemaakt. Naar verluidt bedroeg de verkoopprijs circa € 1,4 miljard. Gelet op de beurswaarde van Vendex KBB en de boekwaarde van het onroerend goed (€ 800 miljoen) [45] wordt de 'discount' met deze transactie reeds voor een deel ongedaan gemaakt. Als diezelfde investeringsmaatschappijen erin slagen om de tot het Vendex KBB-concern behorende winkelketens te saneren en daarmee de voorwaarden scheppen voor langdurige gezonde waardegroei, dan kan Vendex KBB worden gezien als een voorbeeld van geslaagd aandeelhoudersactivisme van hedge funds en private equity beleggers. [46] Dit past in een breder beeld: EU Commissaris MvCreevy noemde hen onlangs 'a formidable watchdog on management teams that are underperforming' en zei verder dat 'at the very least we know that Private Equity boosts economic growth, underpins innovation and creates jobs'. [47]

4 ...of toch een virus?

#### 4.1 Belangentegenstellingen?

Men kan het activisme van hedge funds als aandeelhouders ook van een andere kant bezien. Een veelgehoorde klacht over hedge funds is dat zij slechts handelen vanuit een zeer korte termijn-perspectief. Hun resultaten sporen niet noodzakelijk met de belangen van overige aandeelhouders en andere betrokkenen op de langere termijn. Het mislukte bod van Deutsche Börse (hierna: DB) op de London Stock Exchange wordt door velen gezien als een voorbeeld. [48] Enkele hedge funds namen een belang van circa 7% in DB en verzetten zich openlijk tegen de plannen. Andere aandeelhouders (die tezamen een belang hadden van circa 35% in DB) sloten zich hierbij aan. Pogingen van Seifert (de CEO van DB) om de dissidente aandeelhouders alsnog over de streep te trekken, mislukten. DB besloot af te zien van een bod en zei toe de beschikbare middelen uit te keren aan haar aandeelhouders. In mei 2005 besloot Seifert op te stappen, omdat hij geen gevolg wil geven aan de aan hem gegeven opdracht door bestuur en raad van commissarissen van DB: 'to change the composition of both the supervisory and executive boards in order to reflect the new ownership structure of the company.' [49]

Het is onmiskenbaar dat hedge funds uitsluitend gericht zijn op hun eigen doelstelling, maar daar is op zichzelf niets mis mee. Er zijn echter scenario's denkbaar waarin dit kan wringen. Hu en Black ontleen 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. [50] 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. [51] Of het heel realistisch is dat een dergelijk scenario zich voordoet, is moeilijk te beoordelen. Op zichzelf lijkt het voor een hedge fund veel lucratiever en 'veiliger' om te anticiperen op een marktsentiment dat toch al bestaat, dan daartegenin te gaan. Desalniettemin valt het niet uit te sluiten dat door de bemoeienis van hedge funds nuttige transacties worden geblokkeerd. [52] Er is behoefte aan meer onderzoek op dit punt.

#### 4.2 Methoden van hedge funds

Er zijn verder indicaties dat hedge funds hun doeleinden nastreven met soms bedenkelijke methoden. Kahan en Rock spreken over 'the dark side of hedge fund activism'. [53] Hierbij kan worden gedacht aan - wat in de Amerikaanse literatuur wordt aangeduid als - 'empty voting': stemmen zonder economisch belang. [54] Securities lending kan daartoe een middel



zijn. Zoals in par. 2.2 al bleek, dragen institutionele beleggers vaak aandelen juridisch over aan een partij die bijvoorbeeld vanwege een short-positie dergelijke aandelen op korte termijn moet leveren. Daartegenover verplicht de 'inlener' zich om op een later tijdstip een gelijk aantal van dezelfde aandelen weer terug te leveren, onder betaling van een 'leenvergoeding'. Aangenomen wordt dat deze praktijk een nuttige functie vervult en bijdraagt aan de liquiditeit en efficiëntie van de financiële markten. [55]

Er zijn echter in toenemende mate zorgen over misbruik van deze faciliteit. Er zijn vermoedens dat aandelen worden ingeleend met het uitsluitend doel om de uitkomst van aandeelhoudersvergaderingen te beïnvloeden. [56] De verleiding daartoe is groot. Via securities lending kan op korte termijn een groot pakket aandelen worden verworven waarmee een doorslaggevende stem kan worden uitgebracht op de aandeelhoudersvergadering van de desbetreffende onderneming. Degene die beschikt over het stemrecht heeft geen economisch belang bij 'zijn' aandelen. [57] Het is daarmee een soort *vote stripping* of stemmenkoop. Het is de vraag of dit naar Nederlands recht geoorloofd is. Indien die handelwijze geïnitieerd wordt door het *bestuur* van de betrokken onderneming om daarmee het reguliere besluitvormingsproces te doorkruisen, kan dat in een enquêteprocedure een daad van wanbeleid opleveren. Ook ingeval een *aandeelhouder* de uitkomst van de stemming wil beïnvloeden door stemmenkoop is het denkbaar dat dit strijdig is met de openbare orde. [58]

Stemmen zonder economisch belang kan - in ieder geval in theorie - ook plaatsvinden indien de aandeelhouder het economisch belang heeft vervreemd via een swap of soortgelijke transactie. Aandelenkoop met het oog op een registratiedatum ('record date capture') is een ander voorbeeld. Direct na de record date kunnen de aandelen worden verkocht waarna het stemrecht achterblijft bij de verkoper. Of deze methoden ook werkelijk door hedge funds worden gepraktiseerd is niet bekend. [59] Stemmen zonder economisch belang kent overigens veel meer verschijningsvormen: denk aan het Nederlandse administratiekantoor en de Duitse banken die stemrecht uitoefenen op aandelen van hun rekeninghouders.

Andere voorbeelden van bedenkelijke hedge fund-methoden zijn het zogeheten 'pumping and dumping'. Hu en Black verwijzen naar Carl Icahn die in stilte een belang opbouwt in de onderneming Temple-Inland. Hij maakt dat nieuws wereldkundig, daarbij aangevend dat hij zal aandringen op de benoeming van gelijkgezinde bestuurders. Icahn's reputatie en zijn publiekelijk geuite voornemen leidt tot een scherpe koersstijging. Een maand later maakt hij bekend dat hij afziet van de voordracht van bestuurders. Enige maanden later blijkt uit zijn SEC-filing [60] dat hij zijn belang heeft verkocht. Vervolgens daalt de koers van Temple-Inland naar zijn oorspronkelijke niveau. [61] Andere vormen van marktmisbruik of daaraan verwante zaken zijn: het doen van misleidende mededelingen over de grootte van het belang dat een of meer hedge funds vertegenwoordigen of andere methoden om overnameprocessen te manipuleren. Zo kondigde de Franse beurstoezichthouder AMF onlangs 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. [62]

Kahan en Rock noemen voorbeelden van hedge funds die actief zijn op het gebied van 'securities fraud class actions'. [63] Thompson en Thomas hebben onderzoek gedaan naar 'securities litigation'. Zij stellen vast dat de laatste jaren een nieuwe 'processtrategie' in opkomst is, namelijk het doelbewust persoonlijk aansprakelijk stellen van bestuurders naar aanleiding van hun handelen bij overnames. Hun analyse wijst in de richting van de betrokkenheid van hedge fund managers bij deze processtrategie. [64] Hoewel wij in Nederland intuïtief geneigd zijn om dergelijke activiteiten negatief te duiden, [65] komen Thompson en Thomas op basis van empirisch onderzoek tot beredeneerde conclusies: in zijn

algemeenheid geldt dat de voordelen (reductie van 'management agency costs') opwegen tegen de kosten die verband houden met procederen.

#### 5 Conclusies?

Daarvoor weten wij nog te weinig en is het nog te vroeg. [66] Dat geldt overigens ook voor de bredere vraag in hoeverre aandeelhoudersacties van hedge funds en andere institutionele beleggers daadwerkelijk waarde toevoegen in bredere zin en een gunstige invloed hebben op zowel individuele ondernemingen in het bijzonder als de 'economy at large'. Het pleit hierover is niet beslecht. Tegenover de in par. 3.1 beschreven disciplinerende effecten en de efficiëntieverbeteringen, staat de opvatting dat een 'separation of ownership en control' het logische gevolg is van de noodzaak om het management voldoende discretie te geven de onderneming optimaal te leiden. Verantwoording kan doorslaan naar een onwenselijke inbreuk op die noodzakelijke discretie, zoals Bainbridge het onlangs verwoordde. [67] Ook hier is behoefte aan meer (empirisch) onderzoek als ondersteuning bij het vinden van de juiste balans. Bij dat onderzoek zou ook moeten worden betrokken welke prikkels er van het huidige systeem en de besproken praktijk van aandeelhoudersactivisme uitgaan.

Als gevolg van de toegenomen invloed van hedge funds in het ondernemingsbestuur vindt er een verschuiving van macht plaats van een sterk gereguleerde omgeving - de beursonderneming op een publieke markt - naar een nauwelijks gereguleerde omgeving. De vraag of dit reden is tot zorg kunnen we evenmin reeds beantwoorden. Wie de verschillende relevante factoren naast elkaar zet, zal vaststellen dat er zich gemakkelijk een 'riskante setting' kan ontwikkelen waarin het risico van onoorbare praktijken kan toenemen. [68] Er is immers nauwelijks regulering op het fonds als zodanig, er is geen centrale toezichthouder, er zijn grote bedragen in het spel en er is weinig tot geen transparantie. Verder zijn er hoge verwachtingen gewekt over toekomstige rendementen en is er een navenant grote prestatiedruk. Het afbreukrisico is relatief laag aangezien primair de reputaties van individuen - de managers van het desbetreffende hedge fund - op het spel staan en niet die van grote respectabele organisaties. Bovendien is er geen noodzaak om eventuele fouten of misstanden in de openbaarheid te brengen. Daar staat tegenover dat de onderneming die overgaat van het publieke naar het private domein wordt 'verlost' van eisen op het gebied van marktmisbruik en insider trading, governance codes, Sarbanes Oxley en daaruit voortvloeiende compliance-eisen en -kosten.

Van belang is dat er vaak een informatiekloof is tussen de hedge fund managers en hun opdrachtgevers (de 'eindbeleggers'). Die geeft aanleiding tot agency conflicten en 'monitoring costs' van eigen aard. Zo creëert de bestrijding van de ene belangentegenstelling (die tussen institutionele belegger en onderneming) een nieuw potentieel belangenconflict (tussen eindbelegger en vermogensbeheerder). De institutionele belegger zal de risico's die daaruit voortvloeien moeten beheersen. Hij staat bovendien in toenemende mate onder druk om daarover verantwoording af te leggen. [69] Kortom, de private 'setting' vereist dat alle betrokken partijen op hun hoede blijven en dat elke 'principal' in de keten van tussenpersonen bij voortdurend rekening en verantwoording vraag van zijn 'agent'.

Niettegenstaande de behoefte aan meer onderzoek, lijkt het wenselijk een betere afweging tussen lange en korte termijn belangen te kunnen waarborgen. [70] Wij gaven eerder aan dat die belangen vaak heel goed verenigbaar zijn, maar soms ook niet. Het gevaar bestaat dat ons systeem van financiering door beursnotering te zeer onder druk komt te staan door dit spanningsveld. Dat is niet in het belang van het bedrijfsleven voor wie dit een belangrijke financieringsbron oplevert. Het is ook niet in het belang van langetermijnbeleggers die behoefte hebben aan duurzame beleggingsmogelijkheden en spreiding van beleggingen. Pieterse pleitte onlangs voor uitbreiding van stemrechten voor aandeelhouders die bereid zijn hun aandelen gedurende een minimumtermijn vast te houden ('lock-up'). [71] Wij zijn geen voorstander van het doorbreken van het belangrijke principe dat stemrecht en kapitaalbreng

evenredig moeten zijn. Toch leven bij ons vergelijkbare ideeën die we nader willen verkennen. Wie aandeelhouders vraagt om zich voor langere tijd aan een onderneming te binden vraagt hun meer risico te nemen. Een 'lock-up' verhindert de aandeelhouder immers om zijn aandelen te verkopen. Omdat risico en rendement communicerende vaten zijn, dient die lock-up beloofd te worden met een extra risicopremie, bijvoorbeeld in de vorm van extra dividend. Dit geeft hun meteen een sterker financieel belang om intensief betrokken te zijn bij de onderneming en de daarmee samenhangende aandeelhoudersrechten uit te oefenen. Omgekeerd geeft het de onderneming een meer stabiele aandeelhoudersbasis en de kans om een betere balans tussen korte- en langetermijnbelangen te waarborgen. [72]

De vraag is of regulering ten aanzien van hedge funds als zodanig zinvol zou zijn. Wij hebben daar twijfels bij. Aangezien hedge fund-strategieën niet te vangen zijn in definities, is het reeds daarom praktisch een probleem om adequate regelgeving te ontwerpen. Het is niet voor niets dat eerdere discussies en initiatieven in deze richting niet veel hebben opgeleverd. Het is bovendien ook maar de vraag of dergelijke regulering de knelpunten zoals wij die schetsten, zal oplossen. Effectiever lijkt ons om te kijken waar het bestaande systeem kan worden verbeterd om te voorkomen dat het gemakkelijk kan worden misbruikt. Is het bijvoorbeeld nuttig 'onderhandse' misleidende opmerkingen over de grootte van het belang in een onderneming expliciet als een vorm van marktmisbruik aan te merken? Zouden we misbruik van securities lending of andere technieken om de besluitvorming op aandeelhoudersvergaderingen te beïnvloeden, moeten verbieden? Of zou - nog verdergaand - het stemmen zonder dat er een economisch belang aan ten grondslag ligt, moeten worden ontmoedigd?

Hoe dan ook: een genuanceerde discussie is noodzakelijk. Hedge funds roepen lastige vraagstukken op, maar zijn tegelijk ook een nuttige spil in ons financiële systeem. In het zoeken naar oplossingen, moeten we het één doen en het andere niet nalaten: het virus bestrijden en het vaccin koesteren.

Voetnoot

[1]

Prof. mr. R.H. Maatman is hoogleraar Vermogensbeheer aan de Radboud Universiteit te Nijmegen. Prof. mr. G.T.M.J. Raaijmakers is hoogleraar Europees bank- en effectenrecht aan de Universiteit Maastricht. Beiden zijn eveneens werkzaam bij ABP Vermogensbeheer.

[2]

OK 14 december 2005, nrs. 1446 en 1847, AA 2006, p. 198 e.v., m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers.

[3]

Zie *Het Financieele Dagblad* van 15 december 2005, 'Activisme in rechtszaal werkt'.

[4]

Vgl. R.H. Maatman & L.F. Palmén, *Alternative Investments*, Serie Contracteren in de internationale praktijk nr. 6, Deventer 2002, p. 17 e.v. Zie ook A. Kovas, 'Should Hedge Fund Products be Marketed to Retail Investors? A Balancing Act for Regulators', in: *Hedge Funds; Risks and Regulation*, Berlijn 2004, p. 95-96.

[5]

Nader over dergelijke arbitragestrategieën Maatman & Palmén, p. 37-40.

[6]

Vgl. I. Cullen & H. Parry (red.), *Hedge Funds: Law and Regulation*, Londen 2001, p. 173 e.v.; M.L. MacHarg, 'Waking Up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Really Taking a New Direction?', in: *Hedge Funds; Risks and Regulation*, Berlijn 2004, p. 55 e.v.

[7]

Volgens het SEC Report 'Implication of the Growth of Hedge Funds', (2003), p. 80

bedraagt de minimuminleg tussen de \$ 50 000 en \$ 10 miljoen. 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.

- [8] Hedge funds worden als het ware slachtoffer van hun eigen succes. Vgl. 'Hedge fund performance hit by glut of new money', *Financial News* 17-23 June 2002.
- [9] Zie ook A.M. Ineichen, 'On Myths, Bubbles and New Paradigms in the Hedge Fund Industry', in: *Hedge Funds; Risks and Regulation*, Berlijn 2004, p. 17 e.v., die daar overigens ook enige kanttekeningen bij plaatst.
- [10] *Financial Times* 11 januari 2006, p. 13; SEC Report (2003), p. 1; *Het Financieele Dagblad* van 28 december 2005, p. 10.
- [11] Zie voor de 'market benefits' van hedge funds SEC Report (2003), p. 4-5.
- [12] 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 G. Spindler & S. Bernarz, *Die Regulierung von Hedge-Fonds im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht*, Düsseldorf Center for Business and Corporate Law Research Paper Series, 1/2006.
- [13] Vgl. AFM-rapport 2005, p. 15 e.v.
- [14] Vgl. 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; AFM-rapport 2005, p. 35.
- [15] Deze transactie kwalificeert naar Nederlands recht als een overeenkomst van verbruikleen in de zin van art. 7A:1791 BW. Vgl. G.T.M.J. Raaijmakers, 'Securities lending en corporate governance', in: *Tussen Themis en Mercurius* (NGB-bundel), Deventer 2005, p. 241 e.v.
- [16] Zo zijn er ook verschillende soorten beleggingsstrategieën, zoals market neutral of arbitragestrategieën, event-driven strategieën en zogeheten tactical trading strategieën. Zie ook SEC Report (2003), p. 34-36; AFM-rapport 2005, p. 23-24; H. de Ruiter, 'De plaatsbepaling van hedge funds binnen een pensioenfondsportefeuille', *VBA Journaal* 2002, nr. 2. Soms gaan deze strategieën gepaard met zeer grote 'exposures'. LTCM was in staat met 125 miljard aan activa, tot meer dan 1000 miljard *off balance* verplichtingen aan te gaan door middel van OTC-derivaten. Nader hierover Maatman & Palmen, p. 32-33; M. Taylor, 'Hedge fund regulation', in: *Butterworths Journal of International Banking and Finance Law* 1999, p. 182-187.
- [17] Vgl. Ineichen 2004, p. 22 e.v.
- [18] Vgl. Kovas 2004, p. 97.
- [19] Men spreekt wel van PIPE-transacties (Private Investment in Public Equity).
- [20] Vgl. verder J.M. Tannon & R. Johnson, 'Transatlantic Private Equity: Beyond a Trillion

Dollar Force', *The Journal of Private Equity* 2005, p. 77 e.v.; H.L. Kaemingk, 'Private Equity en haar plaats in het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2005, 201, p. 572 e.v.

- [21] Vgl. SEC Report (2003), p. 5-8 waarin een aantal nog steeds actuele verschillen wordt vermeld.
- [22] M. Kahan & E.B. Rock, 'Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, Preliminary Draft', januari 2006, [www.law.upenn.edu](http://www.law.upenn.edu), p. 3.
- [23] Zie hierover B.S. Black & J.C. Coffee, 'Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation', *Michigan Law Review* 1994, p. 2059 e.v.; B.B. Black, 'Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States', in: *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* (1998) (ook te downloaden van [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)); A.F. Verdam, *Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdig belang* (oratie Amsterdam VU), Den Haag 2003; R.S. Karmel, 'Should a duty to the corporation be imposed on institutional shareholders', *The Business Lawyer* 2004-60; G.T.M.J. Raaijmakers, 'Beleggers, aandeelhouders en de AVA', *Ondernemingsrecht* 2005, 38, p. 110 e.v.; S.M. Bainbridge, 'Shareholder Activism and Institutional Investors', UCLA Research Paper No. 05-20 (oktober 2005), [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), p. 10 e.v.
- [24] Tot ongenoegen van sommigen. Zie bijvoorbeeld bestuursvoorzitter Elverding van DSM in *Het Financieele Dagblad* van 10 februari 2006, zij het daar meer in het bijzonder over private equity fondsen.
- [25] Vgl. Kahan & Rock, p. 19; H.T.C. Hu & B. Black, 'Hedge Funds, Insiders, and Decoupling of Economic and Voting Ownership in Public Companies, ECGI - Law Working Paper', januari 2006, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), p. 28-29.
- [26] Preambule punt 7 en 8. Zie ook Principe IV.4 van de Code.
- [27] Vgl. J.W. Winter, 'De governance van pensioenfondsen', in: *Vergezichten* (Frijns-bundel), Driebergen 2005, p. 217; Kahan & Rock, p. 16.
- [28] Vgl. E.A. Posner, 'Agency Models in Law and Economics', working paper (2000), p. 11: 'Corporate raiders, despite their unsavory reputations in some quarters, are the solution to an agency problem, and on this view should be celebrated rather than reviled.' Vgl. verder A.W.A. Boot & R. Soeting, 'De onderneming in een spagaat', *MAB* 2004-4.
- [29] Vgl. de uitspraken van de topman van het hedge fund Centaurus in *Het Financieele Dagblad* van 10 maart 2006, p. 13.
- [30] Vgl. Kahan & Rock, p. 31; Hu & Black, p. 5.
- [31] Vgl. H. Avery, 'Why CFOs should stop mistrusting hedge funds', *Euromoney*, Vol. 36, nr. 439 (november 2005), p. 59 e.v.; D.J. Brophy, P.P. Ouimet & C. Sialm, 'Hedge Funds as Investors of Last Resort', [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 1 maart 2006. Zie ook S-J. Spanjaard, 'Sprinkhanen en barbaren', *Ondernemingsrecht* 2005, 200, p. 571.
- [32] Zogeheten 'vote no campaigns' kunnen eveneens hiertoe worden gerekend. Het

bekendste voorbeeld daarvan is Disney waar 42% van de stemmen zich keerde tegen Michael Eisner als chairman van de board. Binnen enkele uren na de uitslag van de stemming werd Eisner vervangen als chairman en enkele maanden later trad hij af als CEO. Vgl. J.W. Eisenhofer & M.J. Barry, *Shareholder Activism Handbook*, New York 2005, § 3.04.

[33]

Vgl. de benadering van institutionele beleggers richting Ahold. Zo hebben Nederlandse en buitenlandse beleggers tussen 1998 en 2002 bij herhaling schriftelijk aangedrongen op verbetering van de corporate governance bij Ahold, waarbij de kritiek zich vooral richtte op de vrijwillige toepassing van het structuurregime. Zie ook *Het Financieele Dagblad* van 16 mei 2001, 'Beleggers krijgen niet meer greep op Ahold'; P. Frentrop, 'Een brief aan Ahold', in: *Vergezichten* (Frijns-bundel), Driebergen 2005, p. 315 e.v.

[34]

Een interview met oprichter Eric Knight is opgenomen in *Het Financieele Dagblad* van 27 december 2005.

[35]

Vgl. [www.hermes.co.uk](http://www.hermes.co.uk).

[36]

Illustratief is de beschrijving van die strategie: 'The investment objective of the strategy is to achieve above-market returns and create long-term shareholder value by making concentrated investments in undervalued public securities of mid to large cap Japanese companies that are willing to work with SPARX to focus on shareowner interests. SPARX actively communicates and collaborates with management to eliminate inefficiencies, improve transparency, and optimize their balance sheets as appropriate.' Vgl. [www.sparxgroup.com](http://www.sparxgroup.com).

[37]

Vgl. [www.rillc.com](http://www.rillc.com), waarover *BusinessWeek online*, 20 september 2004, 'Meet the Friendly Corporate Raiders'.

[38]

Vgl. Ira Millstein, geciteerd in Eisenhofer & Barry, § 3.03. Zie ook S. Bhagat, B. Black & M. Blair, 'Relational investing and firm performance', working paper 2003; I. Ayres & P. Cramton, 'Relational Investing and Agency Theory', *Cardozo Law Review* 1994, nr. 15.

[39]

Vgl. de berichtgeving op 10 en 12 april 2002 in *Het Financieele Dagblad*.

[40]

De kritiek betrof gebrekkig inzicht in onder meer: de waarde van het onroerend goed, de afwikkeling van een desinvestering (FAO Schwarz) en de verwerking van pensioenlasten en bestuurdersbeloningen op de balans en de W&V-rekening.

[41]

K Capital is een hedge fund dat een 'even driven' strategie voert: arbitragetechnieken in geval van fusie- en overnames ('short' in de bieder, 'long' in de target), arbitrage tussen verschillende financieringsinstrumenten van dezelfde vennootschap en het 'katalyseren' van 'corporate events' die op zichzelf weer mogelijkheden bieden voor arbitragetechnieken.

[42]

Vgl. de brief van 27 februari 2003 aan de ondernemingsleiding van Vendex KBB, [www.prnewswire.co.uk/cgi/news/release?id=99632](http://www.prnewswire.co.uk/cgi/news/release?id=99632).

[43]

Bron: Factset.

- [44] Persbericht d.d. 28 juni 2004. [www.vendex.nl](http://www.vendex.nl).
- [45] *Het Financieele Dagblad* 26 november 2005.
- [46] Blijkens berichtgeving in *Het Financieele Dagblad* van 22 maart 2006 is opsplitsing voorlopig niet aan de orde: 'Eerst moeten we waarde creëren en winstgevendheid. Dat bepaalt onze tijdslijn.'
- [47] C. McCreevy, 'The way forward for European private equity', speech ten overstaan van de House of Commons op 9 maart 2006, te downloaden van [www.europa.eu.int/comm/internal\\_market](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market). Zie in vergelijkbare zin Myners Report: P. Myners, *Institutional Investment in the United Kingdom, A Review*, Londen 2001 ([www.hm-treasury.gov.uk](http://www.hm-treasury.gov.uk)), nr. 12.1 e.v.; en meer recent A-K. Achleitner, 'Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe', research Paper for the European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), November 2005. Zie specifiek met betrekking tot de financiering van ondernemingen door hedge funds: Brophy, Ouimet & Sialm 2006.
- [48] Vgl. Kahan & Rock, p. 23 e.v.; A. Verdam, 'Diversiteit in institutionele beleggers: verschil in opstelling als aandeelhouder?', *TvOB* 2005, p. 203 en de daar genoemde verwijzingen.
- [49] Kahan & Rock, p. 8-9.
- [50] Hu & Black 2006, p. 26.
- [51] Vgl. Hu & Black, p. 51. Zie ook Verdam 2005, p. 203, waar hij opmerkt dat het voor de ondernemingsleiding vervelend is dat hedge funds 'tegen de markt in' handelen.
- [52] Vgl. W.J. Slagter, 'Een bedreiging voor de continuïteit van de vennootschap' (binnenkort te publiceren in *NJB*).
- [53] Kahan & Rock, p. 23 e.v. Zie over deze materie ook uitgebreid Hu & Black.
- [54] Kahan & Rock p. 26-28; Hu & Black, p. 14.
- [55] Ook de Minister van Financiën is die mening toegedaan, vgl. *Kamerstukken II* 2002/03, 28 122, nr. 19, p. 7, voetnoot 2. Vgl. ook AFM-rapport 2005, p. 35 specifiek over de positieve kanten van short selling.
- [56] Vgl. *Financial Times* 15 februari 2006: 'Henderson stock lending fears \*Unusually heavy volumes of borrowed shares ahead of decisive vote \*Critics claim the practice is a form of market abuse'. Zie ook punt 1.9 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. 13; Kahan & Rock; Hu & Black die verslag doen van verschillende gevallen waarin dit aan de orde zou zijn geweest. Zie uitgebreider G.T.M.J. Raaijmakers, 'Securities lending en corporate governance', in: *Tussen Themis en Mercurius* (NGB-bundel), Deventer 2005, p. 241 e.v.

- [57] Vgl. Hu & Black, p. 3-4.
- [58] Vgl. Handboek Van der Grinten (12de druk), nr. 217.1; E.M. van Ardenne-Stachiw, *Effectenleningen* (NIBE-reeks, nr. 26), Amsterdam 1995, p. 42-43; Verdam, oratie, p. 28. Vgl. ook HR 18 april 2003, *JOR* 2003/110 (RNA), waar de onafhankelijkheid van het bestuur van de stichting SBBR als essentieel werd gezien voor het oordeel dat financiële steun door het bestuur in een proxy fight geen wanbeleid opleverde.
- [59] Vgl. Hu & Black, p. 9.
- [60] Vgl. R.H. Maatman, 'Disclosure van beleggingen in Amerika', *Ondernemingsrecht* 2002-9, p. 254-258.
- [61] Kahan & Rock, p. 30-31.
- [62] *Het Financieele Dagblad* 26 januari 2006, voorpagina en p. 17.
- [63] Vgl. R.B. Thompson & R.S. Thomas, 'The Public and Private Faces of Derivative Lawsuits', *Vanderbilt Law Review* 2004-57, p. 1751.
- [64] R.B. Thompson & R.S. Thomas, 'The New Look Of Shareholder Litigation: Acquisition-Oriented Class Actions', working paper 2004, p. 54.
- [65] Zie echter 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.
- [66] Vgl. ook Hu & Black (2006), p. 51.
- [67] Bainbridge 2005. Vgl. verder R. Romano, 'Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance', in: *Corporate Governance Regimes; Convergence and Diversity*, Oxford 2002, p. 507 e.v.
- [68] Vgl. SEC Report (2003), hoofdstuk VI; AFM-rapport 2005, p. 65.
- [69] Zie daarover S.C.J.J. Kortmann & R.H. Maatman, 'Uitbesteding door vermogensbeheerders', *Ondernemingsrecht* 2005, 105, p. 311.
- [70] Zie Bhagat, Black & Blair voor een vergelijkbare suggestie. Zie ook Verdam 2005, p. 206.
- [71] *Het Financieele Dagblad* 21 februari 2006.
- [72] Vgl. onze bijdrage in *Het Financieele Dagblad* van 1 maart 2006.



Copyright © Kluwer 2012  
Kluwer Online Research

Dit document is gegenereerd op 21-06-2012

Op dit document zijn de algemene leveringsvoorwaarden van Kluwer van toepassing.