

Wanted: securities!

Inleiding

Het kan niemand zijn ontgaan: een sterke toename van aandeelhoudersactivisme bij (beursgenoteerde) vennootschappen. Dit houdt verband met de versterkte positie van aandeelhouders door recente wetswijzigingen (zoals de invoering van art. 2:107a en 2:114a BW) en het intensief en actief gebruikmaken van de rechten gekoppeld aan een aandeel. Deze rechten worden door aandeelhouders aangewend om onder meer invloed uit te oefenen op de raden van bestuur van de vennootschappen waarin zij beleggen.

Een fenomeen dat de laatste jaren sterk opkomt en regelmatig wordt genoemd tezamen met aandeelhoudersactivisme, is securities lending (hierna: seclending). Dit is een praktijk waarbij institutionele beleggers (zoals pensioenfondsen en banken) hun aandelen tijdelijk 'uitlenen' aan andere marktpartijen, die veelal de aandelen op korte termijn nodig hebben, en daarvoor een vergoeding ontvangen. Hier is echter niet letterlijk sprake van het uitlenen van aandelen. De aandelen worden juridisch overgedragen onder de verplichting om op een later tijdstip een gelijk aantal aandelen van dezelfde soort terug te leveren. In juridische zin worden de aandelen dus niet uitgeleend. De uitgeleende aandelen blijven economisch voor rekening en risico van de uitlener; hij blijft economisch gerechtigd tot de aandelen. In de literatuur wordt daarom veelal een vergelijking gemaakt met verbruikleen in de zin van artikel 7A:1791 BW.¹ Wij kunnen ons in deze vergelijking vinden omdat het bij seclending ook gaat om het overdragen van verbruikbare goederen onder de voorwaarde van teruggave van het gelijke aantal goederen van dezelfde soort en hoeveelheid in de zin van artikel 7A:1791 BW.

Seclending door hedge funds

Seclending zorgt voor een goede en soepele afwikkeling van aandelentransacties en bevordert derhalve de liquiditeit op de aandelenmarkt. Het zijn vooral de hedge funds die gebruikmaken van seclending. Hedge funds genieten veelal bekendheid op de markt door hun actieve beleggingsstrategieën. De invloed van hedge funds op de financiële markten is enorm. Het vermogen van hedge funds is in 2006 met 30 procent gestegen naar EUR 1500 miljard.² Vooral in Europa zijn de hedge funds sterk in opkomst.

Een voorbeeld van een dergelijke actieve beleggingsstrategie, waarbij de hedge funds gebruikmaken van seclending, is hun zogeheten long-short strategie. Hierbij gaat het fonds *short* in een overgewaardeerd aandeel door verkoop van deze aandelen die hij zelf niet bezit. Om aan zijn leveringsverplichting te kunnen voldoen leent het fonds vervolgens aandelen van een institutionele belegger. Met de opbrengst van de verkoop van deze aandelen gaat het fonds *long* in een ander volgens het fonds ondergewaardeerd aandeel, door deze aandelen te kopen. Op deze manier kan het hedge fund aan twee kanten verdienen.³ Deze strategie is volgens velen door hedge funds als TCI toegepast bij het mislukte overnamebod van Deutsche Börse op de London Stock Exchange. De voormalige CEO van Deutsche Börse gaat zelfs zo ver dat hij spreekt over samenzwerende hedge funds die samenwerken om een fusie of overname te blokkeren met het uitsluitende doel om op zeer korte termijn een zo hoog mogelijk rendement te behalen. ABN AMRO is derhalve gewaarschuwd.⁴

In deze bijdrage zullen we nader ingaan op de situatie die ontstaat wanneer hedge funds door middel van seclending gebruikmaken van de twee fundamentele rechten waar houders van aandelen over beschikken: het stemrecht en het agenderingsrecht. Daarnaast zullen wij kort enkele suggesties doen ten aanzien van het gebruik van deze rechten door hedge funds.

Het stemrecht op geleende aandelen

In de praktijk bestaat het vermoeden dat seclending door hedge funds wordt gebruikt met het uitsluitende doel om de uitkomst van een aandeelhoudersvergadering (hierna: AVA) te beïnvloeden. In bredere zin wordt dit ook wel *empty voting* genoemd. Dat wil zeggen het in eigen belang (doen) uitoefenen van het stemrecht door een persoon die niet (of nauwelijks) een economisch belang heeft in een beursgenoteerde vennootschap (hierna: beurs-NV). In veel voorkomende gevallen kan dit onwenselijk zijn.⁵ Zeker wanneer een hedge fund *geen enkel* economisch belang in de beurs-NV heeft. Men vraagt zich terecht af welke rechtvaardiging er dan nog bestaat dat een hedge fund invloed kan uitoefenen in een beurs-NV 'waarin' hij aandelen leent, terwijl zijn volledige economische belang elders ligt.⁶ Onder andere Raaijmakers is van mening dat deze vorm van stemmenkoop met het uit-

1. Zie o.a. G.T.M.J. Raaijmakers, *Securities Lending en Corporate Governance*, in: Tussen Themis en Mercurius, NGB-bundel, Deventer: Kluwer 2005, p. 243 en T.M. Stevens, *Nieuwe Wmz een kort leven beschoren*, Tijdschrift Ondernemingsrechtpraktijk 2006/1, p. 34 e.v.
2. Dit blijkt uit een onderzoek, uitgegeven door HedgeFund Intelligence, the HedgeFund Intelligence global review 2007 (www.hedgefundintelligence.com).

3. Raaijmakers 2005, p. 244.
4. Het Financieel Dagblad 5 april 2007, voorpagina en p. 15. Anders: Het Financieel Dagblad 5 april 2007, voorpagina, waar Arthur Docters van Leeuwen zich positief uitlaat over hedge funds, zoals TCI.
5. Zie o.a. Raaijmakers 2005, p. 248.
6. Zie J.M. de Jong, *Gij zult splitsen! Instructies van aandeelhouders in beursvennootschappen*, Ondernemingsrecht 2007, p. 40.

sluitende doel om de uitkomst van een AVA te beïnvloeden, in strijd is met de vennootschappelijke orde. De bewijspositie is echter, zo merken wij op, een lastige.

Raaijmakers stelt overigens dat deze vorm van stemmenkoop op gespannen voet staat met het beginsel uit de Code Tabaksblat dat het stemrecht op financieringspreferente aandelen gebaseerd moet zijn op de reële waarde van de kapitaalbreng.⁷ Voor het gemak stelt Raaijmakers voor dit doel het financieringspreferente aandeel gelijk met een gewoon aandeel. De Commissie Tabaksblat heeft inderdaad ten tijde van publicatie van de Code Tabaksblat geadviseerd om Boek 2 BW te wijzigen teneinde het stemrecht op financieringspreferente aandelen niet langer te koppelen aan de nominale waarde, maar aan de reële waarde van de kapitaalbreng.⁸ Wij betwijfelen echter of in dit advies moet worden gelezen dat ook het 'lenen' van reeds uitgegeven gewone aandelen slechts een sterk gereduceerd stemrecht oplevert. In de praktijk wordt aan het uitgeven van financieringspreferente aandelen (ook) beschermend effect toegekend, omdat de verkrijger van deze aandelen het stemrecht, gebaseerd op de nominale waarde van de aandelen, 'goedkoper' verkrijgt dan degene die gewone aandelen met hetzelfde stemrecht, maar tegen betaling van een beurskoers al dan niet vermeerderd met een overnamepremie, verkrijgt. De aanbeveling van de Commissie Tabaksblat lijkt slechts te zien op het wegnemen van ongelijkheid die ontstaat op het moment van uitgifte. De inbreng van kapitaal op het moment van verkrijging van het aandeel moet leidend zijn bij de beantwoording van de vraag welk stemrecht is verbonden aan het uitgegeven aandeel. Is eenmaal een aandeel uitgegeven, dan staat vast welk stemrecht daaraan is verbonden. Bij seclending leent een hedge fund derhalve een aandeel met een reeds daaraan verbonden stemrecht, ook al betaalt het een lager bedrag dan degene die het aandeel verkreeg op het moment van uitgifte. Hetzelfde geldt voor de verpanding van een aandeel met de overgang van het stemrecht naar de pandhouder. Daar verkrijgt de pandhouder ook het stemrecht dat verbonden is met het reeds uitgegeven aandeel, terwijl hij niet hetzelfde kapitaal inbrengt als bijvoorbeeld degene aan wie het aandeel is uitgegeven.

De huidige wettelijke en corporate governance bepalingen lijken het beïnvloeden van de uitkomst van een AVA door middel van de uitoefening van stemrechten op geleende aandelen toe te staan. Niettemin zijn wij van mening dat het onwenselijk is als hedge funds (of anderzortige beleggers) de uitkomst van een AVA kunnen beïnvloeden zonder dat er sprake is van een met het aandelenbezit corresponderend economisch belang. Belangrijke bestuursbesluiten in het belang van (alle stake-

holders van) de beurs-NV kunnen worden gefrustreerd met slechts één achterliggende gedachte: rendement behalen op zeer korte termijn.⁹ Overigens moet worden opgemerkt dat er veel gespeculeerd wordt dat hedge funds 'misbruik' maken van seclending, maar van enig bewijs is nog geen sprake.

Raaijmakers bepleit een verbod op het 'lenen' van aandelen met het uitsluitende doel om te stemmen. De vraag is hoe men kan aantonen dat er met dit oogmerk wordt 'geleend'. Er zal daarvoor meer transparantie in de gehele sector moeten komen, bijvoorbeeld door het onder toezicht stellen van hedge funds. Daarnaast is het de vraag of een verbod op empty voting wel mogelijk is. Er zal dan controle moeten komen op talloze complexe eigendomsstructuren, wat vooral in internationale situaties erg moeilijk, zo niet technisch onmogelijk, is.¹⁰

Agenderingsrecht

Het AVA-seizoen is aangebroken en de hedge funds beginnen zich weer te roeren door bepaalde onderwerpen op de agenda's van beurs-NV's te laten plaatsen. Het agenderingsrecht wordt naast het stemrecht veel door hedge funds gebruikt bij het behartigen van hun kortetermijnbelangen. De laatste tijd zijn steeds meer voorbeelden te vinden waar hedge funds het bestuur op de huid zitten (onder andere ABN AMRO¹¹) door bepaalde onderwerpen op de agenda van de jaarlijkse AVA te laten plaatsen.

Het huidige agenderingsrecht voor aandeelhouders in NV's is als gevolg van de Wet van 9 juli 2004 tot wijziging van boek 2 van het BW in verband met aanpassing van de structuurregeling (hierna: de Wet) in ons BW opgenomen. Het agenderingsrecht is terug te vinden in artikel 2:114a lid 2 BW en komt toe aan de houders van aandelen die alleen of gezamenlijk ten minste 1% van het geplaatste kapitaal van een vennootschap vertegenwoordigen. Daarnaast geldt bij beurs-NV's dat houders van aandelen die ten minste een beurswaarde van EUR 50 miljoen in het kapitaal van een vennootschap vertegenwoordigen, eveneens een agenderingsrecht hebben. In vergelijking met andere Europese landen valt ons agenderingsrecht op door het aandeelhoudersvriendelijke karakter. Als voorbeeld noemen wij België, waar men 20% van het geplaatste kapitaal van de vennootschap moet vertegenwoordigen voordat over het agenderingsrecht kan worden beschikt. In Italië en Spanje kent men geen agenderingsrecht voor aandeelhouders.¹²

9. A.F. Verdam, Diversiteit in institutionele beleggers: verschil in opstelling als aandeelhouder? Een verkenning, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2005, p. 203.

10. Zie J. Winter op de voorpagina van *Het Financieel Dagblad* van 13 april 2007.

11. Zie www.abnamro.nl/ava.

12. A.F.J.A. Leijten in zijn presentatie 'Aandeelhouders verkopen geen dochters' op het symposium *Barbarians at the dikes* van 26 september 2006 in de RAI in Amsterdam.

7. Zie par. IV.1.2 van de Code Tabaksblat en Raaijmakers 2005, p. 248.

8. Code Tabaksblat, p. 64.

In 2006 is een ontwerp voor een Europese richtlijn gepubliceerd inzake het stemmen van aandeelhouders op aandeelhoudersvergaderingen.¹³ Dat ontwerp stelt voor de grens om te kunnen agenderen te leggen bij 5% van het geplaatste kapitaal van de vennootschap of een nominale waarde van EUR 10 miljoen.

De drijfveer voor hedge funds om gebruik te maken van het agenderingsrecht is simpel: het actieve gebruik hiervan kan bijdragen aan de feitelijke druk die hedge funds op het bestuur uitoefenen, uiteindelijk resulterend in een bijstelling van het beleid. Dit zien we terug bij TCI, die druk uitoefent op het bestuur van ABN AMRO door bepaalde beleidsgevoelige onderwerpen op de agenda te laten plaatsen. Opvallend is dat ABN AMRO momenteel een minderheidsbelang in de Chinese Huishang Bank nastreeft, terwijl een van de door TCI opgeworpen agendapunten omvat dat ABN AMRO gedurende een periode van zes maanden na de jaarlijkse AVA geen grote acquisities zal nastreven.

Interessant is de situatie die zich voordoet wanneer een hedge fund door middel van seclending een agenderingsdrempel overschrijdt. Het hedge fund leent aandelen om zo te kunnen beschikken over het agenderingsrecht bij een beurs-NV, terwijl het economische belang van het hedge fund wellicht elders rust.¹⁴ Het is de vraag of een hedge fund dat aandelen 'leent', wel gebruik kan en mag maken van dit recht, dat oorspronkelijk in het leven is geroepen voor de kapitaalverschaffers van de vennootschap. De memorie van toelichting op de Wet¹⁵ spreekt namelijk over de kapitaalverschaffers van de vennootschap als agenderingsgerechtigden bij een NV. Een kapitaalverschaffer van de vennootschap is een verschaffer van eigen vermogen van de vennootschap.¹⁶ De keuze voor de term kapitaalverschaffer is een ongelukkige gebleken. Immers, ook de pandhouder met stemrecht komt het agenderingsrecht toe. Dit laatste valt af te leiden uit Boek 2 BW. Artikel 2:89 lid 4 BW kent aan de pandhouder aan wie het stemrecht is overgedragen, dezelfde rechten toe als aan de houder van certificaten die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven. Lid 4 van artikel 2:114a BW bepaalt vervolgens dat het agenderingsrecht tevens toekomt aan de houders van certificaten die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven.

Als de pandhouder met stemrecht, niet zijnde een kapitaalverschaffer, kan agenderen, kan analoog worden be-

redeneerd dat Boek 2 BW (mede gezien de parlementaire geschiedenis) deze mogelijkheid ook biedt aan het hedge fund of een andere derde die aandelen 'leent'. Doorslaggevend voor de vraag of een juridische eigenaar van aandelen, in ons geval het hedge fund, kan agenderen, is derhalve het stemrecht op de aandelen waarover de juridische eigenaar beschikt.

De wet bevat derhalve geen agenderingsverbod voor hedge funds die door middel van seclending de drempels van artikel 2:114a BW overschrijden. Wij vragen ons echter af of het gerechtvaardigd is dat een hedge fund met een gering (of zelfs ontbrekend) economisch belang in een beurs-NV door middel van seclending gebruikmaakt van het agenderingsrecht en zo invloed uitoefent op de inhoud van de besluitvorming in een AVA. Wij menen dat deze rechtvaardiging ontbreekt. Het gaat hier immers om een instrument dat in beginsel gekoppeld is (en naar onze mening in het geval van seclending ook gekoppeld zou moeten zijn) aan het aan het aandeel verbonden economische belang. Ook hier speelt echter weer de vraag of een verbod technisch tot de mogelijkheden behoort.

Conclusie

Het lenen van stemmen enkel voor de beïnvloeding van het beleid van een vennootschap (empty voting) moet worden ontmoedigd, gezien het feit dat de wetgeving en corporate governance bepalingen geen verbod hierop bevatten. Nu een verbod technisch gezien niet tot de mogelijkheden lijkt te behoren, zal onder andere moeten worden gestreefd naar een verbeterd toezicht op (institutionele) beleggers, zoals hedge funds. Daarnaast zal zelfregulering door de sector ook een belangrijke rol moeten gaan spelen.

Het is zaak voor het kabinet-Balkenende IV om te komen met maatregelen die de transparantie betreffende seclending vergroten en de kans op misbruik van het stemrecht en agenderingsrecht door hedge funds verkleinen. Hierbij valt te denken aan het onder toezicht stellen van hedge funds met daarbij een informatierecht voor de toezichthouder. Een andere mogelijkheid is om de verantwoordelijkheid meer bij de uitlenende institutionele belegger te leggen. Dit kan bijvoorbeeld door de uitlenende institutionele belegger (wettelijk) te verplichten om elke keer contractueel vast te laten leggen dat het stemrecht of agenderingsrecht niet wordt uitgeoefend, of dat het stemrecht of agenderingsrecht slechts met medewerking van de uitlenende institutionele belegger wordt uitgeoefend.

Mr. S.C. Slijper
Mr. R. Jansen
Stibbe

13. COM (2005) 685, Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de uitoefening van stemrechten door aandeelhouders van ondernemingen die hun statutaire zetel in een lidstaat hebben en waarvan aandelen tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2004/109/EG.

14. Het Financieele Dagblad 19 februari 2007, voorpagina.

15. Kamerstukken II 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 20-22.

16. M. Vermeer, De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer, O&F 2007, nr. 75, p. 33 e.v.