

POSITION PAPER OVER DE GEVOLGEN VAN SYNTHETISCHE CONSTRUCTIES VOOR HET NEDERLANDSE EFFECTEN- EN VENNOOTSCHAPSRECHT

1. Aanleiding

Institutionele beleggers propageren al lange tijd het zogenoemde proportionaliteitsprincipe: de zeggenschap die aan een aandelenbelang in een beursgenoteerde vennootschap is verbonden zou proportioneel moeten zijn met de kapitaalbreng op het aandelenpakket. Dit is ook de reden waarom institutionele beleggers in principe geen voorstander zijn van het uitstaan van beschermingsconstructies als certificering, prioriteitsaandelen en beschermingspreferente aandelen in 'normale omstandigheden' (wanneer geen sprake is van een (vijandige) overnamesituatie). Deze beschermingsconstructies zorgen ervoor dat een bepaalde partij een mate van zeggenschap kan uitoefenen die niet in verhouding staat tot het economische belang dat deze partij in de betreffende vennootschap houdt. Echter, niet alleen door beschermingsconstructies kan disproportionaliteit tussen zeggenschap en kapitaalbreng ontstaan. Een gevarieerd aanbod van in de markt ontwikkelde financiële instrumenten zoals *equity swaps*, *contracts for difference* en *cash settled* opties, en marktpraktijken als *securities lending* en *short selling* maakt het in toenemende mate mogelijk en gemakkelijk om het economisch belang van aandelen in beursvennootschappen te splitsen van het juridische belang. Door deze disproportionaliteit kunnen allerlei doelstellingen van wetten in het gedrang komen. Dat kan zowel nadelig zijn voor zowel de aandeelhouder als voor de vennootschap. Het stelt de wetgever voor nieuwe uitdagingen. In dit position paper wordt beschreven en toegelicht welke ingrepen naar de mening van lange termijnbeleggers, die bij Eumedion zijn aangesloten, noodzakelijk zijn. Daartoe wordt in paragraaf 2 eerst een schets gegeven van de mogelijke negatieve 'corporate governance effecten' van verschillende financiële instrumenten en marktpraktijken. In paragraaf 3 worden enkele praktijkvoorbeelden van deze negatieve effecten gegeven. Paragraaf 4 bevat een aantal suggesties om de negatieve effecten zoveel mogelijk weg te nemen. Paragraaf 5 gaat tot slot in op de vraag of eventuele maatregelen op Europees niveau dan wel (ook) op nationaal niveau moeten worden overwogen.

Box 1: Derivatenconstructies en marktpraktijken

Derivaten zijn financiële producten waarvan de waarde is afgeleid van een andere onderliggende waarde of zaak. Dat zijn bijvoorbeeld aandelen, obligaties, grondstoffen, valuta's of een bepaalde index. Derivaten worden over het algemeen gebruikt om bepaalde risico's af te dekken. Ook kunnen ze voor institutionele beleggers voor een betere spreiding van verschillende soorten risico's in de totale beleggingsportefeuille zorgen. Derivaten zijn derhalve instrumenten die normaal gesproken ten behoeve van het risicobeheer worden gebruikt. Derivaten kunnen echter ook worden gebruikt om de zeggenschap verbonden aan een aandeel te 'ontkoppelen' van de kapitaalbreng op het aandeel. Hieronder wordt een aantal van dergelijke constructies kort beschreven, toegespitst op derivaten die betrekking hebben op aandelen¹.

- Een *equity swap* is een derivaat waarbij de ene partij de wederpartij de volledige opbrengst garandeert van de betreffende aandelen (bijvoorbeeld rendement en dividend). De partij ontvangt hiervoor een vaste, van tevoren afgesproken vergoeding, bijvoorbeeld betaling van de rente (om de aankoop van de betreffende aandelen te financieren), vermeerderd met een *fee*. Wanneer de *equity swap* wordt beëindigd, is het niet ongebruikelijk dat de wederpartij de mogelijkheid heeft om de aandelen rechtstreeks te verwerven, zonder daar overigens juridisch aanspraak op te kunnen maken. De ene partij zal immers vaak zijn positie hebben afgedekt door de betreffende aandelen te kopen. Ook is het niet ongebruikelijk dat de partij die de aandelen in juridische zin houdt, zich bij zijn stemgedrag richt naar de wensen van de wederpartij (er bestaat immers een commerciële relatie). In het Verenigd Koninkrijk wordt de *equity swap* ook wel een *contract for difference* (CFD), ofwel een financieel contract ter verrekening van verschillen, genoemd.
- Een *optie* is een recht om tegen een vooraf bepaalde prijs binnen een afgesproken periode een aandeel te kopen of te verkopen. Als de afwikkeling niet plaatsvindt door levering van het aandeel zelf, maar in geld, wordt gesproken van een *cash settled optie*.

Daarnaast is er een aantal marktpraktijken die ook tot gevolg kunnen hebben dat het economische belang gesplitst kan worden van het juridische eigendom van aandelen:

- *Short selling* is het verkopen van aandelen die men op het moment van verkoop nog niet bezit. De *short seller* heeft belang bij een daling van de beurskoers. Het risico bestaat dat beleggers de markt proberen te beïnvloeden in de hoop op een koersdaling door bijvoorbeeld met opzet negatieve berichten te verspreiden over een vennootschap (marktmanipulatie). Overigens dient een *short seller* aan zijn leveringsverplichting te voldoen door tijdelijk aandelen te lenen van een derde. Indien zulks niet gebeurt is er sprake van *naked short selling*: het verkopen van aandelen zonder dat de verkoper de aandelen bezit en zonder dat de aandelen tegelijkertijd worden 'beleend'.
- *Securities lending* is het uitlenen van aandelen aan een partij die deze aandelen tijdelijk nodig heeft (om bijvoorbeeld short te gaan, een partij invloed wil uitoefenen in de algemene vergadering of ten behoeve van dividendarbitrage of een soepeler afwikkeling van aandelentransacties). De inlener van de aandelen zal in juridische zin eigenaar worden van de aandelen. De uitlener houdt het economisch risico op de aandelen en heeft ook meestal het recht om de aandelen te allen tijde terug te eisen (*recallen*).

De bovengenoemde financiële instrumenten en marktpraktijken worden in het vervolg van dit paper aangeduid als 'synthetische constructies'.

2. Mogelijke negatieve effecten van synthetische constructies

Door het 'lenen' van aandelen (*securities lending*) is het mogelijk dat een partij een juridisch belang in de vennootschap heeft dat niet in verhouding staat tot zijn kapitaalbreng. De betreffende partij kan dan gebruik maken van de juridische rechten die zijn verbonden aan het totale juridische belang. Hij kan bijvoorbeeld druk uitoefenen op het bestuur en de raad van commissarissen door gebruikmaking van het stemrecht². In de beschreven situatie kan aldus gebruik worden gemaakt van

¹ Gebaseerd op G.T.M.J. Raaijmakers, "Synthetische aandelenbelangen in beursvennootschappen", in: G.T.M.J. Raaijmakers en R. Abma, *Achter de schermen van beursaandeelhouders*, Preadvis van de Vereniging 'Handelsrecht' 2007. Deventer: Kluwer, p. 1-72.

² Ook kan hij onderwerpen aandragen voor de agenda van de algemene vergadering en het bestuur verzoeken een buitengewone algemene vergadering te organiseren.

aandeelhoudersrechten zonder dat het economische risico op de aandelen in de betreffende vennootschap wordt gelopen. Dit wordt ook wel *empty voting* genoemd.

De omgekeerde situatie kan zich ook voordoen: het economisch belang is groter dan het juridische eigendom. Dit wordt ook wel *hidden ownership* genoemd. De aandeelhouder kan dit wenselijk vinden om te voorkomen dat bepaalde verplichtingen op hem van toepassing worden, terwijl hij wel feitelijk de mogelijkheid heeft om 'via' de achterliggende aandelen invloed uit te oefenen. Dat kan bijvoorbeeld gebeuren op grond van de commerciële relatie met de partij(en) waarmee een derivatencontract (zoals een *equity swap* of optie) is gesloten (en die de achterliggende aandelen houdt of houden) of op grond van de mogelijkheid om uiteindelijk de onderliggende aandelen aangeboden te krijgen. De betreffende aandeelhouder wil bijvoorbeeld geen zeggenschapsmelding doen, wil niet onder de verplicht bodregeling vallen of wil de vennootschap na verloop van tijd door een 'bliksemoverval' voor voldongen feiten plaatsen (bijvoorbeeld door vlak voor de registratiedatum het economisch belang 'om te zetten' in een juridisch belang).

Er zijn verschillende nadelen verbonden aan het verschijnsel *hidden ownership*. Ten eerste komt er geen efficiënte prijsvorming tot stand, omdat de kapitaalmarkt geen volledige informatie heeft over de opbouw van bepaalde belangen. Ten tweede bestaat de mogelijkheid dat een partij die uitsluitend uit is op het verwerven van een controlerend minderheidsbelang een dergelijk belang relatief goedkoop en eenvoudig veilig kan stellen door het aangaan van bepaalde derivatencontracten. Indien hij vervolgens al dan niet verplicht is om een openbaar bod op alle aandelen uit te brengen, kan hij dit relatief goedkoop doen. In de koersen op grond waarvan de wettelijk te bieden prijs wordt berekend ('de billijke prijs'), zit immers niet de overnamepremie verdisconteerd (het was de markt immers niet bekend dat een bepaalde partij een groot belang aan het opbouwen was).

Minderheidsaandeelhouders wordt op die manier geen reële exit geboden. Zij komen niet in aanmerking voor een controlepremie, maar zitten wel opgescheept met een aandeelhouder die in de aandeelhoudersvergadering bepaalde beslissingen kan vetoën of juist door kan drukken.

Al met al kunnen synthetische constructies ervoor zorgen dat:

- 1) de oorspronkelijke doelstelling van de melding van substantiële zeggenschapsbelangen wordt ondermijnd: inzicht geven in de zeggenschapsstructuur van een beursgenoteerde vennootschap, in omvangrijke transacties, in eventuele belangenverstrengelingen en in de *free float* van het aandeel (de mate waarin de aandelen van een beursgenoteerde vennootschap vrij verhandelbaar zijn);
- 2) de ratio van de verplicht bodregeling kan worden omzeild: aandeelhouders een reële exit bieden in het geval een bepaalde partij de controle over de vennootschap verwerft en aandeelhouders een deel van de controlepremie verschaffen;
- 3) bepaalde drempels in het vennootschapsrecht kunnen worden bereikt zonder het economisch risico op het betreffende belang te lopen: bijvoorbeeld agenderingsrecht, recht om te verzoeken een buitengewone algemene vergadering uit te schrijven en het recht van enquête. Ook kan het

gebeuren dat door gebruikmaking van derivatenconstructies bepaalde besluiten in de algemene vergadering niet kunnen worden genomen dan wel gemakkelijker kunnen worden geaccordeerd (afhankelijk van de 'positie' van de aandeelhouder met deze derivatenconstructies).

3. Enkele praktijkvoorbeelden

De mogelijkheid tot ontkoppeling van het juridische eigendom van het economische belang (en vice versa) is niet een puur theoretische mogelijkheid. Synthetische constructies zijn in een aantal gevallen voor 'corporate governance doeleinden' gebruikt in de zin dat deze werden aangewend om de stemming in de algemene vergadering te beïnvloeden dan wel om vennootschappen te 'verrassen' en hen en de andere aandeelhouders voor voldongen feiten te plaatsen. Hieronder wordt een aantal recente voorbeelden beschreven, met daarbij ook reacties van toezichthouders en beleidsmakers.

Duitsland: Continental vs. Schaeffler

In de overnamestrijd tussen de Duitse vennootschappen Schaeffler KG en Continental AG (juli/augustus 2008) bleek Schaeffler mede door het aangaan van een *equity swap* met een aantal banken een economisch belang van in totaal 36 procent in Continental te hebben opgebouwd voordat Schaeffler een openbaar bod op de aandelen Continental aankondigde. Ondanks het feit dat na gestanddoening van het openbaar bod Schaeffler in juridische zin de verplicht bodgrens (30 procent in Duitsland) zou overschrijden, werd zij niet verplicht gesteld om een dergelijk bod uit te brengen. Schaeffler werd hiervoor vrijgesteld, omdat zij een 'vrijwillig' openbaar bod uitbracht en daarbij een vergoeding betaalde die ten minste gelijk was aan de vergoeding die zou moeten worden geboden bij een verplicht bod. De hoogte van deze 'billijke prijs' lag echter op een lager niveau dan wanneer Schaeffler niet via een *equity swap*, maar via aandelenaankoop ter beurse de verplicht bodgrens zou hebben bereikt. In dat geval zou (een deel van) de controlepremie in de (hogere) aandelenprijs zijn verdisconteerd, niet alleen vanwege de 'extra' vraag naar aandelen, maar vooral ook vanwege het opwaarts effect op de aandelenprijs wanneer op grond van de regels over het melden van zeggenschap duidelijk wordt dat een partij bezig is met de opbouw van een substantieel aandelenpakket.

Continental diende bij de Duitse beurstoezichthouder BaFin een klacht in over het heimelijk opbouwen van het economisch belang door Schaeffler. BaFin gaf in een uitspraak van 21 augustus 2008 echter te kennen dat de *equity swap* zo was geconstrueerd dat deze zou worden afgewikkeld in contanten en niet door levering van aandelen. Een opbouw van een economisch belang door middel van *cash settled* financiële instrumenten hoeft op grond van de Duitse wetgeving niet gemeld te worden. Daarbij kwam dat de partij waarmee Schaeffler de *equity swap* was aangegaan (Merrill Lynch) de Continental-aandelen volgens BaFin niet voor rekening van Schaeffler hield en er geen bewijs was van een stemovereenkomst tussen Schaeffler en Merrill Lynch. De banken waarmee Schaeffler het derivatencontract had gesloten, hebben hun aandelen in het kader van het openbaar bod wel aan Schaeffler aangemeld. Na de BaFin-uitspraak hebben de financieel bestuurders van negen grote Duitse beursgenoteerde vennootschappen (waaronder Daimler, Munich Re, Deutsche Bank, Siemens

en BASF) de Duitse wetgever gevraagd de meldingsregels aan te passen opdat ook *equity swap* transacties onder deze regels vallen.

Duitsland: Porsche vs. Volkswagen

Op 26 oktober 2008 maakte de Duitse autofabrikant Porsche bekend dat zij inmiddels een direct aandelenbelang van 42,6 procent in haar concurrent Volkswagen (VW) had opgebouwd. Daarnaast maakte zij een additioneel economisch belang van 31,5 procent door middel van *cash settled* opties openbaar. Marktpartijen hadden geen rekening gehouden met een dergelijk groot economisch belang. De zogenoemde *free float* in VW was door deze transacties in feite gereduceerd tot 5,8 procent, omdat de Duitse deelstaat Nedersaksen een belang van 20,1 procent in Volkswagen houdt. Markthandelaren speculeerden in de dagen voor de openbaarmaking van de transacties door Porsche juist op een koersdaling van het VW-aandeel en waren *short* gegaan in ongeveer 13 procent van het totaal aantal aandelen. Na de publicatie van het totale economische belang van Porsche moesten deze partijen snel hun posities in VW afdekken. Dit leidde tot een koerse explosie van het aandeel. Binnen een paar dagen tijd steeg de marktwaarde van VW met ongeveer 370 miljard euro en was daardoor kortstondig 's werelds grootste onderneming (in marktwaarde gemeten). Het gebrek aan tijdige openheid van het opbouwen van een groot economisch belang heeft bijgedragen aan deze marktverstoring. "Teneinde verdere marktverstoring te voorkomen", kondigde Porsche op 29 oktober jl. aan om een belang van ongeveer 5 procent te vereffenen in *cash*, zodat de liquiditeit van het aandeel VW weer enigszins zal toenemen. Bijkomend effect was dat Porsche een deel van de koerswinst kon opstrijken en zo voordeel trok uit de door haarzelf veroorzaakte marktverstoring.

Verenigde Staten: CSX Corporation vs. TCI en 3G Capital Partners

De hedgefondsen TCI en 3G Capital Partners voerden in 2008 een *proxy contest* om vijf "eigen" bestuurders benoemd te krijgen bij de Amerikaanse spoorwegbeheerder CSX Corporation. De hedgefondsen hielden tezamen 8,7 procent van de aandelen CSX, maar maakten aanvankelijk niet openbaar dat zij via zogenoemde *total return equity swaps* een economisch belang van bijna 14 procent in de vennootschap hadden. Uiteindelijk werden 4 van de 5 kandidaten van de hedgefondsen gekozen. Uit de rechtszitting over deze zaak bleek dat de hedgefondsen praktisch gezien de mogelijkheid hadden om deze *swaps* te allen tijde te converteren in een direct belang. CSX stapte naar de rechter voor een oordeel over de mogelijke overtreding van de regels voor openbaarmaking van een substantieel aandelenbelang. De Federal District Court for the Southern District of New York oordeelde op 12 juni 2008 dat aandeelhouders die door middel van derivatenconstructies, zoals *equity swaps*, een economisch belang van meer dan 5 procent in een Amerikaanse vennootschap opbouwen en met behulp daarvan de zeggenschapsverhoudingen trachten te beïnvloeden, dit openbaar moeten maken. Volgens de rechter zouden TCI en 3G de Securities Exchange Act hebben overtreden door hun economische belang niet tijdig te melden. De rechter wees het verzoek van CSX tot schorsing van het stemrecht van TCI en 3G echter niet toe. De rechter stelde dat hij daartoe niet bevoegd is, hetgeen in hoger beroep is bevestigd. Een dergelijk initiatief zou van de beurstoezichthouder SEC moeten komen of van het Openbaar Ministerie. De SEC

bezint zich nog op de consequenties van de uitspraak. Dat er structurele maatregelen zullen worden genomen lijkt onvermijdelijk, nu de uitspraak onzekerheid in de markt heeft gecreëerd over de precieze reikwijdte van de meldingsregels. De roep om transparantie is daardoor alleen maar toegenomen.

Verenigd Koninkrijk: openbaarmaking van CFD-posities

In het Verenigd Koninkrijk hebben zich de afgelopen jaren verschillende controversiële aangelegenheden voorgedaan met betrekking tot derivaten. Om verdere problemen rond *hidden ownership* te voorkomen, heeft de FSA verder op 2 juli 2008 het besluit genomen om belangen die door middel van cfd's worden opgebouwd, te laten meetellen bij het bereiken van meldingsgrenzen voor substantiële belangen. Deze regel zal waarschijnlijk op 1 september 2009 in werking treden, en vult het bestaande, uitgebreide, meldingsregime gedurende openbare biedingen aan. Dit regime is reeds in 2005 ingevoerd en functioneert naar tevredenheid van marktpartijen en het Britse Takeover Panel.

Zwitserland

Tijdens de aandeelhoudersvergadering van 2007 van het Zwitserse bouwbedrijf Implenia bleek dat het Britse hedgefonds Laxey Partners 24 procent van de aandelen houdt. Dit belang was nooit aangemeld bij de Zwitserse beurstoezichthouder. Volgens Zwitserse kranten werd dit belang waarschijnlijk versluierd via derivatenconstructies als *cash settled* opties. Voorts werd op 20 april 2007 bekend dat het Zwitserse industriebedrijf Sulzer werd gedomineerd door een groep Russische en Oostenrijkse beleggers die gezamenlijk 32 procent van de aandelen Sulzer hielden. Ook dit belang werd deels geheim gehouden door een *cash settled* optieconstructie (14 procent) van het beleggingsvehikel Victory van de twee Oostenrijkse "raiders" Ronny Pecik en Georg Stumpf. Deze beleggers kwamen in maart 2007 al in het nieuws toen zij via *cash settled* opties grote belangen hadden opgebouwd in het technologiebedrijf OC Oerlikon en in het textielbedrijf Saurer. De opbouw van belangen via *cash settled* opties hoefde volgens de toenmalige Zwitserse wetgeving niet bij de beurstoezichthouder te worden gemeld. Naar aanleiding van deze gebeurtenissen heeft Zwitserland de reikwijdte voor de melding van substantiële belangen eind 2007 uitgebreid. De reikwijdte van de meldingsplicht van substantiële aandelenbelangen is uitgebreid naar het houden en verhandelen van rechten op de verkoop van aandelen (verwerving en verkoop van putopties). Onder de meldingsplicht vallen verder financiële instrumenten die niet het juridische recht geven op een directe verwerving van aandelen, maar wel in economische zin de verwerving van aandelen vergemakkelijken in verband met een openbaar bod.

Australië

In september 2007 doet het Australische bedrijf Xstrata Coal een openbaar bod op de aandelen Austral Coal. Later dat jaar blijkt dat concurrent Glencore International AG door middel van derivatenconstructies een belang van 6,49 procent in Austral Coal had opgebouwd, waardoor de overname werd belemmerd. Het belang hoefde niet openbaar te worden gemaakt.

De toezichthouder op overnames van Australische beursgenoteerde vennootschappen heeft in reactie op deze gebeurtenissen op 24 april 2008 besloten dat derivatenconstructies die betrekking hebben op meer dan 5 procent van de aandelen van een vennootschap waarop een openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht, openbaar moeten worden gemaakt.

Overige landen

Behalve in de hiervoor genoemde landen buigen toezichthouders in tal van andere landen zich over de vraag hoe met deze problematiek om te gaan. Zo zijn in Hong Kong reeds enkele jaren geleden de meldingsregels uitgebreid, heeft de kwestie tot rechtszaken in Nieuw Zeeland en Italië geleid en heeft onlangs ook het Ierse Takeover Panel aangekondigd de reikwijdte van de meldingsregels gedurende openbare biedingen te zullen uitbreiden.

Nederland

In Nederland zijn nog geen gevallen bekend van geschillen waarbij het al dan niet melden van derivatenconstructies onderwerp van strijd is. Wel is bekend dat in de zogenoemde Stork-zaak het hedgefonds Centaurus op een gegeven moment naast een direct aandelenbelang van 16,9 procent ook een additioneel belang van 4,1 procent via cfd's had³. Daarnaast is bekend dat in de ABN Amro-zaak het biedende consortium (Royal Bank of Scotland, Fortis en Banco Santander) op een gegeven moment in de biedingstrijd niet alleen een direct aandelenbelang van ongeveer 4 procent in ABN Amro had, maar via derivatenconstructies als *equity swaps* en opties een additionele economische *exposure* van ruim 4 procent had⁴.

Om de problematiek van *empty voting* tegen te gaan heeft Eumedion in 2007 haar deelnemers twee maal in overweging heeft gegeven eventueel uitgeleende aandelen van de betreffende vennootschap terug te halen, gelet op de bewegingen in de uitleenmarkt. Dit gebeurde rond de algemene vergadering van ABN Amro in april 2007 en rond de buitengewone algemene vergadering van Fortis in augustus 2007. Naar de inschatting van Eumedion bestond toen het risico dat bepaalde inlenende partijen het stemrecht op de ingeleende aandelen zouden gebruiken om de besluitvorming in deze aandeelhoudersvergaderingen naar hun hand te zetten⁵. Blijkens mediaberichten hebben institutionele beleggers daar, met name rond de buitengewone algemene vergadering van Fortis, goed gehoor aan gegeven⁶.

Short sellers die bijdragen aan het verzwakken van de financiële stabiliteit

In september 2008 waren er vermoedens dat *short sellers* de stabiliteit van de financiële sector in gevaar brachten (*self-fulfilling prophecy*). Ook waren er vermoedens dat enkele partijen opzettelijk onjuiste berichten over de financiële situatie van sommige financiële instellingen publiceerden, waardoor de aandelenprijzen van de financiële instellingen verder daalden. Gelet hierop heeft een

³ OK 17 januari 2007, JOR 2007, 42 (Stork), r.o. 2.21.

⁴ Filing van het consortium bij de SEC. Zie ook Het Financieele Dagblad, "Trio bezit virtueel 8% van ABN Amro", 27 september 2007.

⁵ Eumedion Jaarverslag 2007, p. 8.

⁶ Zie het artikel "Fondsen halen aandeel Fortis massaal terug" in Het Financieele Dagblad van 28 juli 2007.

groot aantal beurstoezichthouders, waaronder de Autoriteit Financiële Markten (AFM), het *short sellen* dan wel *naked short sellen* van aandelen van financiële instellingen tijdelijk verboden. Sommige beurstoezichthouders (die van de Verenigde Staten en Australië) gingen een stap verder door de reikwijdte van het verbod uit te breiden naar ook aandelen van (enkele) niet-financiële instellingen. Zowel in Nederland als in het buitenland hebben toezichthouders in dit kader tevens de reikwijdte van de meldingsregels uitgebreid, juist om transparantie te waarborgen en marktmisbruik tegen te gaan.

4. Conclusie: mogelijke maatregelen

Synthetische constructies worden voor het overgrote deel niet gebruikt om de uitslag van de stemming in de algemene vergadering te beïnvloeden dan wel om een 'sluipende overval' op een beursgenoteerde vennootschap te plegen. Synthetische constructies dragen in zijn algemeenheid bij aan een efficiënte prijsvorming op de kapitaalmarkt. Zij vergroten de diversificatiemogelijkheden voor professionele beleggers en zorgen er mede hierdoor voor dat het risicoprofiel van de totale beleggingsportefeuille verbetert. Het kopen en verkopen van derivaten zijn volstrekt legitieme effectentransacties.

Voor zover bekend, zijn er in Nederland nog geen grote 'corporate governance ongelukken' met synthetische constructies gebeurd. Nog geen enkele Nederlandse beursgenoteerde vennootschap werd, voor zover bekend, overvallen door een aandeelhouder ofieder als gevolg van geheim gehouden derivatenconstructies en minderheidsaandeelhouders van een vennootschap zijn nog niet benadeeld door 'derivatentactieken' bij bijvoorbeeld een verplicht bod.⁷

Voorkomen is natuurlijk beter dan genezen. Gebeurtenissen die zich in verschillende landen hebben voorgedaan, kunnen zich ook in Nederland voordoen⁸. De voorbeelden in het buitenland tonen aan dat de 'corporate governance risico's' van synthetische constructies zich vooral voordoen in zogenoemde *corporate events*: die situaties waarin er voor een vennootschap veel op het spel staat (in het uiterste geval: de continuïteit) of wanneer er sprake is van een *proxy contest*. De markt, de toezichthouder, de vennootschap en de (mede)aandeelhouder lijken vooral baat te hebben bij meer transparantie van derivatenconstructies in deze omstandigheden.

Hieronder wordt een aantal gerichte maatregelen gesuggereerd om de negatieve effecten van derivatenconstructies zoveel mogelijk te mitigeren. Daarbij zijn aspecten als proportionaliteit, effectiviteit en administratieve lasten meegewogen.

⁷ Wel is bekend dat Nederlandse beursvennootschappen geregeld rechtstreeks worden benaderd door hedgefondsen die invloed trachten uit te oefenen (zie A. de Jong, P.J.G. Roosenboom, M.J.C.M. Verbeek en P. Verwijmeren, *Hedgefondsen en Private Equity in Nederland* (RSM Erasmus University Rotterdam 2007)). In hoeverre daarbij voor de vennootschap voldoende inzicht bestaat in de grootte en samenstelling van het belang is onduidelijk. In het Verenigd Koninkrijk was dit voor de FSA een punt van zorg.

⁸ Zie bijvoorbeeld T. Stevens, "Beursoverval ook bij ons mogelijk" in *Het Financieele Dagblad* van 8 september 2008.

4.1 Maatregelen tegen zowel *hidden ownership* als *empty voting*

Melding substantiële belangen

De oorspronkelijke doelstelling van de regels om substantiële belangen te melden – zoals inzicht bieden in de zeggenschapsstructuur van een beursgenoteerde vennootschap en het bewerkstelligen van een efficiënte prijsvorming op de kapitaalmarkt – kan worden ondermijnd door gebruikmaking van nieuwe financiële instrumenten. Ondanks het feit dat beleggers worden getroffen met extra administratieve lasten wanneer een belegger derivatenposities moet meetellen bij het wel of niet bereiken van meldingsgrenzen, prevaleert voor Eumedion het belang van transparantie over zeggenschapsverhoudingen en van een efficiënte prijsvorming. Wij hebben ons afgevraagd of de uitbreiding van de meldingsplicht zich zou moeten beperken tot bepaalde, voor de vennootschap belangrijke gebeurtenissen (bijvoorbeeld openbare biedingen of aandeelhoudersvoorstellen op de agenda van de algemene vergadering), maar een dergelijk systeem zou te complex zijn. Eumedion prefereert een eenduidig systeem en stelt voor om in ieder geval de meest voorkomende ‘problematische’ derivatenposities (*equity swaps* en *cash settled* opties) te laten meetellen voor de berekening van het bereiken van de wettelijke meldingsdrempels (dus vanaf 5 procent en in de toekomst mogelijk 3 procent). Hierdoor wordt *hidden ownership* transparant gemaakt.

Bij het berekenen van de meldingsgrens is het van belang dat positieve en negatieve belangen niet worden verrekend. Door transparant te maken hoe het gemelde belang is opgebouwd (aandelen, derivaten, positieve belangen en negatieve belangen) wordt namelijk het potentieel van *empty voting* blootgelegd. Ter illustratie kan het volgende voorbeeld worden gegeven. Indien een partij meldingsplichtig wordt vanwege een aandelenbelang van 5 procent, wordt daarmee voor een ieder duidelijk dat deze partij over 5 procent van de stemrechten beschikt. Indien vervolgens bij de melding wordt opgegeven dat met behulp van derivaten tevens een negatief belang van 8 procent is verworven, wordt duidelijk dat de partij per saldo een negatief economisch belang heeft en zich bij het uitoefenen van het stemrecht vermoedelijk daardoor zal laten leiden. Verwacht mag worden dat het enkele vooruitzicht van transparantie partijen ervan zal weerhouden een dergelijke positie op te bouwen en het stemrecht op ‘oneigenlijke’ wijze uit te oefenen.

4.2 Additionele maatregelen tegen *hidden ownership*

Overnamewetgeving

- a) De grens voor het verplichte bod (30 procent) wordt nu alleen berekend aan de hand van stemrechten. Derivaten als *cash settled equity swaps* en *cash settled* opties vallen dus niet onder deze grens. Overwogen dient te worden om deze constructies in de berekening te betrekken, aangezien het kan voorkomen dat de partij die de onderliggende aandelen houdt zich schikt naar het stemgedrag van de wederpartij.
- b) Een partij kan worden vrijgesteld van de verplicht bodregeling indien hij de controle verwerft als gevolg van een vrijwillig bod. Nederland kent niet de additionele voorwaarde om het vrijwillige bod tegen een billijke prijs uit te brengen om voor de vrijstelling in aanmerking te komen. Overwogen dient te worden om een dergelijke voorwaarde te introduceren. In Duitsland is de vrijstelling wel al voorwaardelijk aan een billijke prijs. De gebeurtenissen daar hebben laten zien dat een partij die

'slechts' uit is op het verwerven van een strategisch minderheidsbelang dit belang niettemin kan verwerven tegen een kunstmatig lage prijs door een *swaptransactie* met diverse banken aan te gaan. De minderheidsaandeelhouder wordt daardoor nog steeds geen reële exit geboden. Bij het definiëren van de "billijke prijs" dient hiermee door de wetgever rekening te worden gehouden.

- c) Op grond van artikel 13 lid 1 Besluit openbare biedingen moeten bieder en doelvennootschap gedurende het biedingsproces alle transacties in het aandeel van de doelvennootschap openbaren. De openbaarmaking ziet ook op de "met betrekking tot die transacties gesloten overeenkomsten". De wetgever zou moeten verduidelijken dat onder deze overeenkomsten ook *cash settled equity swaps* en *cash settled* opties vallen. Aldus ontstaat inzicht op de werkelijke grootte van het belang van de bieder. Hierdoor wordt een efficiënte prijsvorming gewaarborgd en worden de doelvennootschap en eventuele concurrerende bidders in staat gesteld om tijdig te reageren.

4.3 Additionele maatregelen tegen *empty voting*

Grenzen agenderingsrecht, bijeenroepen algemene vergadering, enquêterecht

Bij de wettelijke drempels waar moet worden aangetoond dat een partij juridisch eigenaar is van de aandelen, kan de betreffende partij een dergelijke grens bereiken door tijdelijk aandelen te lenen, zonder dus het economisch risico op deze positie te lopen.

Eumedion is voorstander om een wettelijke regeling te treffen die erin voorziet dat bij de aanvraag tot het verzoek om een bepaald onderwerp te agenderen, om een buitengewone algemene vergadering bijeen te roepen of een enquête in te stellen/onmiddellijke voorzieningen te treffen de verzoeker te verplichten zijn gehele positie (juridische en economische belangen) te openbaren zowel richting vennootschap als richting het publiek. Op grond van artikel 5:58, derde lid, Wet financieel toezicht zou de AFM transacties (inclusief *shorttransacties*) die de verzoeker na het verzoek pleegt teneinde zijn netto-economisch belang af te bouwen tot onder de wettelijke grens van gebruikmaking van de eerder genoemde aandeelhoudersrechten dienen aan te merken als marktmisbruik. De AFM zou een dergelijke beleidslijn kunnen uitvaardigen, waarbij de karakterisering van dergelijke transacties vervalt direct na de registratiedatum van de betreffende algemene vergadering en de uitspraak van de ondernemingskamer waarbij op het verzoek wordt beslist.

Short selling/uitlenen van aandelen

- Eumedion is geen voorstander van een generiek verbod op het *short* gaan in aandelen dan wel op het uitlenen van de aandelen. *Short selling* kan bijdragen aan een efficiënte prijsvorming op de financiële markten, aangezien het de liquiditeit van de markt vergroot en overwaarderingen van aandelen sneller door de markt wordt aangepakt. Eumedion kan zich wel voorstellen dat in uitzonderlijke omstandigheden, teneinde de *self-fulfilling prophecy* te doorbreken het *short* of *naked short* gaan tijdelijk wordt verboden in effecten van ondernemingen die voor de financiële stabiliteit van levensbelang zijn. Benadrukt zij dat dit een tijdelijke maatregel zou moeten zijn, gezien de hiervoor genoemde nuttige functie van *short selling* in het algemeen. Institutionele

beleggers hebben een eigen verantwoordelijkheid om steeds een kosten-batenanalyse te maken om te bepalen wat in een bepaalde situatie het beste belang van de begunstigen is. Overigens dient een onderscheid te worden gemaakt tussen het simpelweg verbieden van *short selling* en het vereisen van meer transparantie inzake *short selling*. Denkbaar is dat het laatste kan bijdragen aan efficiënte prijsvorming en toezicht op marktmisbruik.

- Hedgefondsen hebben reeds aangekondigd niet meer te stemmen op ingeleende aandelen. Dit is onderdeel van de gedragscode waarover hedgefondsen het in januari 2008 eens werden. Er dient (door bijvoorbeeld de Britse financieel toezichthouder FSA) gemonitord te worden in hoeverre hedgefondsen die de code hebben onderschreven, ook daadwerkelijk de gedragscode naleven. Institutionele beleggers zouden onderschrijving van de betreffende gedragscode als voorwaarde kunnen stellen voor het besluit tot investering in bepaalde hedgefondsen of tot uitlening van aandelen.
- Eumedion heeft reeds in 2006 de positie ingenomen dat het uitlenen van aandelen door institutionele beleggers in voor de beursgenoteerde vennootschap *event driven* situaties dient te worden ontmoedigd. Het risico bestaat dat bepaalde inlenende partijen het stemrecht op de ingeleende aandelen gebruiken om de besluitvorming in de algemene vergadering naar hun hand zetten. Het stemgedrag van deze partijen kan haaks staan op het stembeleid van de partijen die het economische risico lopen over deze aandelen (de institutionele beleggers). Indien een bepaalde algemene vergadering een dergelijke *event driven* situatie kan opleveren, attendeert Eumedion haar deelnemers hierop en geeft zij in overweging om de eventueel uitgeleende aandelen voor de registratiedatum terug te halen.
- Eumedion steunt verder de Securities Lending Code van het International Corporate Governance Network, die in juli 2007 is gepubliceerd. In deze code zijn de aandachtspunten voor institutionele beleggers t.a.v. het uitlenen van aandelen opgesomd.

5. Maatregelen op Europees of nationaal niveau?

Opgepast dient te worden dat de Nederlandse kapitaalmarkt minder concurrerend wordt door beleggers regels op te leggen die verder gaan dan de Europese richtlijnen. Wij zijn er daarom voorstander van om de hiervoor genoemde maatregelen op Europees niveau te bewerkstelligen voorzover het gaat om regels die oorspronkelijk voortvloeien uit Europese richtlijnen (melding substantiële belangen, openbare biedingen, uitkoop en fusie).

Indien echter duidelijk is dat de Europese Commissie niet voornemens is initiatieven in bovengenoemde zin te ontplooiën, dan zou het Nederlandse kabinet zijn eigen verantwoordelijkheid moeten nemen en met eigen initiatieven moeten komen. De positie van de aandeelhouder van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen loopt te veel gevaar indien geen maatregelen ter vergroting van de transparantie zouden worden doorgevoerd. Daarbij dient dan zoveel mogelijk te worden aangesloten bij de regels en praktijken die gelden voor de grootste Europese kapitaalmarkt: die van het Verenigd Koninkrijk.