

# Financial Law Institute

Working Paper Series

**WP 2009-09**



**Eddy WYMEERSCH**

**Aandeelhouders in de crisis**

**October 2009**

**WP 2009-09**

**Eddy WYMEERSCH**

# **Aandeelhouders in de crisis**

**Abstract**

**To be published in**



## Aandeelhouders in de crisis

Eddy Wymeersch  
Em.professor Universiteit Gent  
Voorzitter Committee European Securities Regulators.

Om met Theo na te denken over recente ontwikkelingen in vennootschapszaken is altijd een boeiende en verrijkende ervaring. Daarom bied ik hem hier enkele, wellicht eerste bedenkingen aan rond het thema “financiële crisis” en “aandeelhouders”.

De ontwikkelingen in de financiële crisis bevatten talloze elementen die ook voor de ontwikkeling van het vennootschapsrecht relevant zijn. Het debat rond de herziening van de governance regelen is reeds volop aan de gang, en heeft zich vooral toegespitst op de vraag van de vergoeding van de bestuurders. Maar ook wat de positie van de aandeelhouders betreft vallen enkele merkwaardige ontwikkelingen te vermelden. Het contrast met het vennootschapsleven zoals het voor de crisis beoefend werd, en het leven na de crisis is aanzienlijk en zal ook voor de toekomstige ontwikkelingen relevantie vertonen.

### 1. Voor de crisis

In de euforische tijden voor de crisis werd vooral aandacht besteed aan de activistische aandeelhouders die met some grote agressiviteit bestaande vennootschappen te lijf gingen. De aanvallers waren meestal hedge funds, of private equity funds: hun rol werd door de enen erkend, door de andere verguisd. De primauteit van het aandeelhoudersbelang was in de regel de leidende gedachtengang: “shareholder value”, voor de fondsen en voor alle andere aandeelhouders werd als de leidende filosofie vooropgesteld. Zoveel geld als mogelijk moest uit de vennootschap terugvloeiën naar de aandeelhouder. Zij kregen evenwel veel kritiek.

De private equity funds zouden de vennootschappen waarin zij participeerden met al te veel schulden hebben belast wat deze vennootschappen in financiële ademnood zou hebben gebracht. Met enig cynisme kan men stellen dat het vooral de private equity funds en hun financiers zijn geweest die in ademnood zijn geraakt. De sociale schade daarentegen zou beperkt zijn gebleven, en de fondsen zelf beweren dat zij significant tot de terwerkstelling hebben bijgedragen. Opvallend is dat het recente voorstel van richtlijn van de Europese Commissie<sup>1</sup> dit aspect van de actie van deze fondsen onvermeld laat.

Dezelfde kritiek werd ook gericht tot de hedge funds, maar zij werden vooral beschuldigd van overmatig agressief gedrag in hun aanvallen op beursgenoteerde vennootschappen. Ook zouden zij gemanipuleerd hebben, bij voorbeeld door stemrechtposities op te bouwen zonder volwaardig bezit van de aandelen ( zie hierna onder “empty voting”). Pogingen om ze te reguleren werden afgewezen onder meer door de Amerikaanse autoriteiten, die van oordeel

---

<sup>1</sup> Zie Voorstel van richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen en tot wijziging van de Richtlijnen 2004/39/EG en 2009/.../EG  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/alternative\\_investments/fund\\_managers\\_proposal\\_nl.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_proposal_nl.pdf)



waren dat de markt deze problemen maar moest oplossen. Een nogal levendige discussie werd gevoerd rond het nut of het gevaar van activitische aandeelhouders, rol die trouwens niet enkel door hedge funds werd uitgeoefend, maar ook door grootaandeelhouders, familieaandeelhouders, enz. Soms werd deze discussie gemengd met deze rond de sovereign wealth funds, waarvan de toenemende invloed op de Westerse ondernemingen als een gevaar van vervreemding werd gezien.

Wel werd gewezen op de grote risico-concentratie in hoofde van de hedge funds hoofdzakelijk ten gevolge van de overmatige leverage, wat een financiële crisis zou kunnen uitlokken. Indirecte vormen van toezicht, via de financierende banken, werd in sommige landen ontwikkeld. Maar van een eigenlijk toezichtssysteem was geen sprake.

## 2. Na de crisis

Het financiële landschap is door de crisis sterk gewijzigd. Het zijn niet meer de rechten van de aandeelhouders die op de voorgrond staan, maar de overlevingskansen van de onderneming. Dit geldt in het bijzonder voor ondernemingen met “systemische” functie, dit wil zeggen waarvan de ineenstorting ruimere effecten om het maatschappelijk bestel voor gevolg kan hebben. Meestal verstaat men hieronder de financiële instellingen – banken, verzekeringen maar ook monetaire fondsen, of sommige financiële dienstverleners -, doch ook de productieondernemingen kunnen naar omstandigheden vernietigende golven uitlokken waardoor een groot deel van de economie in gevaar komt. Men denke aan de autoconstructie en aan de pharma nijverheid, bv. deze laatste in samenhang met een pandemie.

Het gehele juridische en reglementaire apparaat is door deze verschuiving op spanning komen te staan, en heel wat concepten, regels of praktijken werden aan de nieuwe realiteit noodgedwongen aangepast.

De positie van de aandeelhouders is nogal grondig gewijzigd. Naargelang de verschillen in de aandeelhoudersstructuur ging de aandeelhouder voorheen scheid met een of enkele controleaandeelhouders, of hij maakte deel uit van een grote groep beleggers. Voortaan zit hij met de overheid aan de tafel. De overheid geeft de orders, al dan niet met akkoord van de aandeelhouders, en meestal zonder al te veel rekening te houden met hun aanspraken. De overheid is vooral bezorgd om vragen van financiële stabiliteit, van continuïteit in de financiële dienstverlening en van de beperking van het effect van zijn tussenkomsten op de toekomstige belastingbetaler. De uitkering van winst aan de aandeelhouders is niet zijn doelstelling: hij roomt een groot deel van de winst trouwens vooraf af als vergoeding voor zijn tussenkomsten en garanties. De aandeelhouders komen er eerder berooid van af: zij werden terzijde geschoven in de reddingsoperaties, nieuw kapitaal werd aangetrokken doch zonder dat hun voorkeurrecht werd erkend, dividenden zijn niet niet voor onmiddellijk, hun relatieve invloed bij voorbeeld op de benoeming van de bestuurders, of het ondernemingsbeleid, is verwaterd, van een verplicht overnamebod bij controlewijziging wordt zelfs niet gesproken. Meer nog, schema's van “crisis resolution” worden overwogen, waarbij de herstructurering van de bank zou geschieden volgens schema's die de positie van de vennootschap ( dit is aandeelhouders, bestuur, enz) als onderscheiden van de onderneming, geheel uit de reorganisatieprocedure zou verwijderen. In geval van dreigende ineenstorting verliest de vennootschap als drager van de onderneming haar nut, en wordt zij vervangen door een andere drager, bij voorbeeld een publiekrechtelijke rechtspersoon.



Deze ontwikkelingen zijn uiteraard niet eenduidig: bij vennootschappen met geconcentreerd aandelenbezit werden de relatieve blokken wel verwaterd, doch zij bleven effectieve gesprekspartners voor de overheid, leverden kapitaal en hun rechten werden, minstens ten dele, erkend. Bij vennootschappen met gespreid aandeelhouderschap was er geen gesprekspartner: deze aandeelhouders zijn nagenoeg geheel terzijde geschoven, ofschoon dit in sommige gevallen heeft geleid tot opzienbarende procedures, evenwel zonder veel baat op financieel vlak.

De overwegende rol van de overheid in crisisoperaties leidt tot bijkomende verschuivingen: de bestaande bestuursstructuren worden ter zijde geschoven en de functie overgenomen door een crisiscomité waarvan de legitimiteit steunt op het uiteindelijke politieke besluit de onderneming al dan niet te redden. Van corporate governance is er dan geen sprake meer. Eens de acute crisisfase voorbij blijkt de

overheid, ofschoon “slechts” aandeelhouder, zich soms actief te mengen in de wijze waarop de onderneming wordt gevoerd. Beleidsbeslissingen worden opgelegd, risico’s worden drastisch afgebouwd, buitenlandse vestigingen of bepaalde activiteiten worden afgestoten. Indien een privé aandeelhouder zich dit had veroorloofd zou men hem wel als “feitelijk bestuurder” hebben aangezien, met het risico van bestuursaansprakelijkheid indien het mis zou gaan. De overheid heeft hiertegen weliswaar geen formele juridische bescherming doch men kan aannemen dat de fundamentele hypothese zodanig is gewijzigd, dat optredend in het algemeen belang, de kwalificatie van “feitelijk bestuurder” niet goed op zijn plaats is.

De tussenkomst van de overheid in het debat rond de vergoedingen van bestuurders is kenschetsend voor de nieuwe evenwichten. Voorheen beperkte de regelgeving zich tot de bekendmaking ervan, voorschrijft dat overigens niet steeds werd nageleefd. Het bestuur werd de vrije hand gelaten om vergoedingen toe te kennen die, in hun volle omvang en eens bekend, bezwaren deden rijzen bij menig observator. Voortaan stelt de overheid een maximum vast, wordt de structuur van de vergoeding opgelegd, zijn de afscheidsvergoedingen beperkt. Dit gebeurt ofwel bij overheidsbevel, ofwel in een zelfregulerend instrument –zoals een corporate governance code – en zelfs in sommige landen bij wet. Behoudens politieke argumenten –de steun van de overheid dient niet om de bestuurders bonussen toe te kennen-, wordt vooral gewezen op de systemische risico’s: vergoedingen mogen niet gebonden worden aan korte-termijn overwegingen, want anders worden de begunstigen aanzet om overmatig risico te nemen zonder dat zij enig gevaar lopen indien hun beslissingen achteraf fout waren<sup>2</sup>. De corporate governance codes hebben deze gedachtegang overgenomen<sup>3</sup>, nadat hij aanvankelijk deel uitmaakte van de voorwaarden van steunverlening.

De wijziging in optiek is ook goed zichtbaar in de recente – of deels overwogen – aanpassingen van de boekhoudregelen, de IFRS<sup>4</sup>. De strikte toepassing van de “marking to market” waarbij alleen de marktprijs, als exitprijs, maatgevend werd geacht wordt zowel in de VS als in de EU als criterium versoepeld, zodat de financiële instellingen minwaarden, die uit de marktwaardering zouden voortvloeien, niet meer in rekening moeten nemen. De gedachtegang is, o.m. dat op langere termijn, de markten opnieuw een evenwicht zullen bereiken, waarbij de verliezen zullen verdwijnen. Banken die in moeilijkheden waren

<sup>2</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/directors-remun/financialsector\\_290409\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/financialsector_290409_en.pdf)

<sup>3</sup> Zie onder meer de verklaring van het European Corporate Governance Forum “on directors’ remuneration”, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/ecgf-remuneration\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-remuneration_en.pdf)

<sup>4</sup> Zie bv. IASB, Financial Instruments: Replacement of IAS 39, Juni 2009



gekomen ten gevolge van de opeenvolgende verlagingen van de marktprijs van hun activa, kunnen herademenen, en de overheid kan minstens hopen niet meer tot verdere tussenkomsten gedwongen te worden. Fundamenteel betekent dit dat de boekhoudregelen niet zozeer rekening moeten houden met het marktverschijnsel, dus met de aandeelhouders, doch vooral met de langere termijn en de evolutie van de onderneming, dus veeleer met de schuldeisers. Opnieuw gaat het ondernemingsbelang voor op het vennootschapsbelang. Maar ook de aandeelhouders zullen met tevredenheid de wijziging aan de interne warderingsvoorschriften goedkeuren, vermits dit ook voor hen de kans op een winstuitkering verbetert.

### **3. Diepgaande wijziging of tijdelijke aanpassing?**

De vraag rijst of we hier staan voor een fundamentele wijziging in het vennootschapsrecht, dan wel voor een voorbijgaand verschijnsel dat ook met het einde van de financiële crisis zal verdwijnen.

Vooreerst is het niet duidelijk wanneer de crisis voorbij zal zijn, en welk duurzaam effect zij zal hebben gehad op de economie in haar geheel. De terugtrekking van de overheid uit de geredde ondernemingen zal op zichzelf reeds een hele reeks vragen- ook van vennootschapsrechtelijke aard- opwerpen, zodat de weerslag van de huidige uitzonderlijke omstandigheden moeilijk in te schatten is. De financiële sector zal vermoedelijk diepgaande structurele hervormingen ondergaan, en met hem de juridische omkadering. De vragen van groepsrecht, bij voorbeeld inzake cash pooling, zullen op meer restrictieve wijze beantwoord worden nu uit de recente negatieve ervaringen blijkt dat in geval van nood de pool onmiddellijk werd opgebroken.

Wellicht kan men enkele slotbedenkingen formuleren. De gewijzigde verhouding tussen vennootschaps- en ondernemingsrecht is een gegeven dat zeker in Europa een meer langdurige invloed zal uitoefenen. Eigenlijk knoopt men terug aan bij het gedachtegoed van de jaren 60 tot 90 - trefwoord “Rijnland-model” – dus voor de grote ontwikkelingen op de financiële markten<sup>5</sup>.

Als uitvloeisel hiervan zullen de vennootschappen wellicht meer aarzelend staan tegenover de verhandeling van hun aandelen op een publieke markt. De vernietigende invloed van de baisse posities, al dan niet gedreven door “short selling”, en terzelfdertijd op de spits gedreven in de credit default swap market zal bijdragen tot de remmende factoren, naast de bijkomende lasten en kosten. Reeds nu houden sommigen voor dat de bankaandelen niet beursgenoteerd zouden mogen zijn. Bij de afweging tussen de voordelen van een markt financiering en de lasten en risico's van een beursnotering zullen ook deze factoren zwaarder doorwegen dan ooit. En ook de beleggers staan aarzelend tegenover aandeleninvesteringen: verzekerings-ondernemingen, voorheen grootbeleggers, keren aandelen de rug toe mede gedreven door het effect van de IFRS, die tot afwaarderingen verplicht zelfs indien het lange termijn beleggingen zijn. Professionele beleggers verkiezen afgeleide producten boven directe aandelenbeleggingen: zullen dan enkel de kleine beleggers overblijven?

Maar als de kapitaalmarkt niet meer zo succesvol kan worden aangeboord, van waar zullen de kapitalen vandaan komen: zal men nog meer moeten steunen op de institutionele

---

<sup>5</sup> Het Rijnland model wordt door sommige politici aangeprezen: zie Leterme, Y., Het Rijnland model, 2009; zie ook: Leterme, Y., speech <http://www.vanwoodman.com/www/2009/02/24/toespraak-yves-leterme-tijdens-nieuwspoort-diner-rijnland-model/>



beleggers, de private equity funds in het bijzonder? En de “sovereign wealth funds” hebben ook al belangstelling getoond. Een nieuw soort aandeelhouder, dicht bij de “entrepreneur” zou wel eens de klassieke aandelenbeleggers kunnen vervangen.

Een grotere betrokkenheid van bestuurders voor de gehele gang van zaken bij de vennootschappen en dus voor alle stakeholders, en dus minder ondersteuning voor winstmaximalisatie op korte termijn behoort evenzeer tot de mogelijke nieuwe inzichten. “Shareholder value” zal met meer matiging, minstens over een langere termijn gelezen moeten worden.

Anderzijds mag men verwachten dat de reeds talrijke procedures in aansprakelijkheid de rechtsregelen zullen helpen aanscherpen.

Misschien zal ook de rol van de aandeelhouder herzien moeten worden. Sinds enige tijd worden stemmen gehoord die voorhouden dat de aandeelhouders in deze crisis te weinig hun “verantwoordelijkheid”<sup>6</sup> hebben genomen, en dat zij het bestuur strenger onder controle hadden moeten houden, bij voorbeeld op het stuk van de vergoedingen, van de risico-appetijt, het vermijden van strategische overnames, enz. De winstgedrevenheid van de aandeelhouders wordt hierbij in een adem bekritiseerd. De aandeelhouders zullen ook in de toekomst een belangrijke rol blijven spelen: in de overgrote meerheid van de vennootschappen zijn zij immers de ultieme dragers van het ondernemingsrisico. Het is alleen in de ondernemingen met systemische functie dat de staat deze ultieme risico’s blijkt te hebben gedragen. De talrijke aandeelhouders zijn de enigen die, zeker in vennootschappen zonder blockholders, een tegengewicht kunnen vormen voor het bestuur. Daarom mag hun positie niet verder verzwakt worden, en is een meer effectieve deelname aan de vennootschapsmechanismen noodzakelijk<sup>7</sup>. Het herstel van hun vertrouwen in een billijke behandeling binnen de vennootschappen en op de financiële markten wordt een belangrijke taak voor de toekomstige vennootschappelijke regulering<sup>8</sup>.

#### **4. De versterking van de positie van de aandeelhouders in de beursgenoteerde vennootschappen.**

Indien men de aandeelhouders in de toekomst een rol wil toekennen van bewakers van het vennootschapsbelang, zijn er, onder de vele belangwekkende materies, enkele die hier nader toegelicht kunnen worden. De eerste heeft betrekking op de effectieve stemuitoefening in de grote vennootschappen, de tweede betreft de uitoefening van stemrecht door personen die geen financieel belang hebben in de aandelen op grond waarvan zij hun stem uitbrengen.

- a) de effectiviteit van het stemrecht.

---

<sup>6</sup> De bepalingen van Hoofdstuk IV van de Nederlandse Corporate Governance code houden een aanzet in deze richting.

<sup>7</sup> Een meer algemene versterking van de positie van minderheidsaandeelhouders is noodzakelijk: een recent overzicht van de huidige beschermingsbepalingen treft men aan in: Protection of minority shareholders in listed issuers, IOSCO paper June 09, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD295.pdf>

<sup>8</sup> Zie ook Euroshareholders, Measures to inspire investors’ confidence, <http://www.euroshareholders.org/index.asp>



In vroegere tijden, toen de aandelen overwegend aan toonder luidden en in waardepapiervorm gehouden worden, hield de uitoefening van het stemrecht in dat de titularis zijn aandelen neerlegde bij een bank, en op grond hiervan aan de algemene vergadering deelnam. Het aandelenbezit in fysieke vorm is evenwel nagenoeg verdwenen, of in sommige landen waar gedematerialiseerde effecten verplicht werden gesteld, zelfs juridisch onmogelijk gemaakt. Het bewijs van het aandeelhouderschap blijkt enkel uit een inschrijving in rekening. Enkel de rekeningvoerende bank kent de identiteit van de aandeelhouder, en neemt met hem contact op om hem de voorbereidende documenten toe te sturen, om hem om zijn volmacht te verzoeken en deze in ontvangst te nemen. De vennootschap, uitgeefster van de aandelen, kent haar kleine aandeelhouders<sup>9</sup> niet en handelt enkel met de bank als volmachthouder. Indien, zoals in de praktijk dikwijls voorkomt, de aandelen worden gehouden bij een andere bank dan diegene waarbij de aandeelhouder klant is, of zelfs nog bij een derde bank is het gevaar dat de informatie niet regelmatig zal doorstromen bijzonder groot. Men stelt dan ook vast in de praktijk dat vele individuele aandeelhouders onwetend zijn van de wijze waarop het stemrecht kan worden uitgeoefend, door de bank niet worden aangezocht noch geïnformeerd, zodat deze stemmen in feite verloren gaan. Buitenlandse beleggers staan er nog slechter voor. Dit versterkt de positie van de aandeelhouders die wel aan de stemming deelnemen, met name de blokhouders, en de institutionele beleggers die gebruik maken van voting agents. Onverminderd de vraag van de kostprijs van dit stelsel, kost die door de uitgevende vennootschap wordt gedragen, rijst een vraag van behoorlijke organisatie van het vennootschapsleven. Daarom moeten stappen ondernomen worden om dit stelsel meer efficiënt te laten werken, en te bereiken dat deze aandeelhouders hun stem effectief uitbrengen. Mij lijkt de eenvoudigste oplossing er in te bestaan dat de kredietinstellingen die effectenrekeningen houden enige tijd voor de algemene vergadering aan de uitgevende vennootschap kennis geven van de identiteit – voornamelijk het e-mail adres - van de personen die in hun boeken staan ingeschreven<sup>10</sup>. Het wordt dan de verantwoordelijkheid van het bestuur van de vennootschap de aandeelhouders te informeren en hen uit te nodigen voor de algemene vergadering. Ook zou dit mogelijk maken dat de vennootschap een band kan onderhouden met haar aandeelhouders doorheen het gehele jaar en hen informeren over de aan de gang zijnde ontwikkelingen.

b) “empty voting”<sup>11</sup>

In vroegere tijden bevatten sommige vennootschapswetten een strafrechtelijke bepaling op grond waarvan niemand mocht stemmen met aandelen die hem niet toebehoorden.<sup>12</sup> Deze

---

<sup>9</sup> De notificatiedrempel van de Transparantierichtlijn is bepaald op 5%, en ofschoon vele vennootschappen een lagere drempel in hun statuten hebben ingevoegd, laat dit niet toe voldoende inzicht te verkrijgen in posities,

<sup>10</sup> Zie euroshareholders

<sup>11</sup> Voor deze materie zie vooral de studies van Hu, H. en Black, B., Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, pp. 343-367, 2007

ECGI - Law Working Paper No. 56/2006 ; Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 156, pp. 625-739, 2008; ECGI - Law Working Paper No. , ssrn <http://ssrn.com/abstract=1030721>; The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, *Southern California Law Review*, Vol. 79, pp. 811-908, 2006, ssrn, 904004; verder; Zanoni, A., Hedge Funds' Empty Voting in Mergers and Acquisitions: A Fiduciary Duties Perspective, ssrn nr. 1285589 (2008)

<sup>12</sup> Zie het vroegere art. 200 B. Venn.W. In de praktijk gebeurde het wel dat een aandeelhouder, om aan de beperking van het stemrecht te ontsnappen, zijn aandelen spreidde over verschillende





bepalingen werden later opgeheven. Vandaag de dag doet deze problematiek zich in alle hevigheid voor en draagt de naam “empty voting”.

Het verschijnsel van “empty voting” neemt verschillende vormen aan: het komt er op neer dat een partij aan de algemene vergadering en stemming deelneemt met aandelen die hem, juridisch, stemrecht verlenen, maar waar ten gevolge van externe omstandigheden, het financieel risico zich niet bij hem bevindt. De eenvoudige gevallen hebben betrekking op aandelen die werden aangegeven op de referentiedag<sup>13</sup>, maar die later werden vervreemd: die “aandeelhouder” mag stemmen, maar het financieel risico ligt niet meer bij hem. Wie aandelen ontleent, bevindt zich in een analoge situatie: de ontlener, dikwijls een juridische koper, kan rechtsgeldig het stemrecht uitoefenen, doch gezien de teruggaveplicht ligt het financieel risico bij de belener. In sommige gevallen worden aandelen ontleend enkel en alleen om er het stemrecht mee te kunnen uitoefenen: de kostprijs van deze lening is aanzienlijk minder dan de eenvoudige aankoop van de aandelen. Meer ingewikkeld zijn de gevallen waarin de aandeelhouder zijn financieel risico heeft afgebouwd door een afgeleid product, bv. een putoptie, te verkopen aan een derde: wat er ook met de aandelen mag gebeuren, het financieel risico ligt bij de derde. In de literatuur komen ook nog andere technieken voor<sup>14</sup>. Bijzonder bedenkelijk is het geval waarin de vennootschap, die haar eigen aandelen heeft ingekocht en in portefeuille houdt, deze dan gebruikt voor een effectenlening: de bestuurders die de lening namens de vennootschap toestaan, zullen wellicht bepalen op welke wijze de stemrechten worden uitgeoefend. Deze verrichting dient niet per se nietig te zijn: de lening kan ook dienen om liquiditeitskrapte in de betrokken aandelen te overbruggen. Het verbod voor een vennootschap om te stemmen met haar eigen aandelen is technisch gesproken niet van toepassing: immers de ontlener handelt als eigenaar van de aandelen. Hetzelfde kan zich voordoen met aandelen gehouden door dochtervennootschappen.

Deze gevallen van “empty voting” zijn bijzonder verontrustend omdat zij een van de grondpijlers van het vennootschapsrecht aantasten, met name dat de aandeelhouder, als verschaffer van het kapitaal, het ultieme ondernemingsrisico draagt en dat daarom zijn stem en het belang van de vennootschap, zoals in de algemene vergadering gedefinieerd, zich op een zelfde lijn bevinden. Indien op grond van voormelde technieken, het stemrecht kan worden uitgeoefend door een partij die geenszins de financiële gevolgen draagt van zijn stem, meer zelfs voordeel haalt uit een stem die nadelig is voor de vennootschap, tast men een van de grondvesten van het vennootschapswezen aan. Manipulaties worden mogelijk gemaakt: wie een sterke meerderheid wil orchestreren, moet maar, tegen een kleine vergoeding, voldoende aandelen ontlenen. Posities kunnen in het geheim worden opgebouwd en op het beslissende moment in de openbaarheid gebracht<sup>15</sup>. Met andere woorden, het is de integriteit van het vennootschapswezen die hier in gevaar komt.

---

bekenden, die dan in eigen naam aan de stemming deelnemen. Enkel toonderstukken laten deze handelswijze toe.

<sup>13</sup> Die nu verplichtend is geworden op grond van art. 6, Richtlijn, 2007/36/EC van 11 juli 2007 “betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen” <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:EN:PDF>

<sup>14</sup> In “contracts for difference” staat men voor een meer ingewikkelde hypothese: zie hierover: FSA’s Consultation paper 07/20 “Disclosure of contracts for difference” (November 2007): [http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp07\\_20.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp07_20.pdf)

<sup>15</sup> Men denke aan gevallen in de zin van Continental en Volkswagen.



De huidige wetgeving bevat weinig middelen om dit euvel te bestrijden. De Transparantierichtlijn stelt weliswaar dat de declaratieplicht ook geldt ten aanzien van “stemrechten die een derde houdt uit hoofde van een overeenkomst die met deze persoon of entiteit is gesloten en waarin een tijdelijke en betaalde overdracht van deze stemrechten is geregeld”.

De draagwijdte van deze bepaling voldoet niet om het onderhavige vraagstuk te regelen: de declaratieplicht geldt slechts vanaf 5%- wat duidelijk te laag is voor de hier beoogde integriteitsdoelstelling - , en in vele gevallen is het niet een overdracht van stemrecht, maar van aandelen zelf die het voorwerp is van de verrichting.

De uitbreiding van de transparantieverplichting voor aandelen gehouden zonder financieel belang dient als eerste stap overwogen te worden: dit zou het risico van overval beperken, de naleving mogelijk maken van de verplichte-bods regel, en in het algemeen, de marktdeelnemers inzicht verschaffen in de opbouw van geheime stemposities. Een declaratieplicht, beperkt tot de “empty” posities, met een zekere minimumdrempel, en uitzonderingen voor professionele aandelenleningen, zou al een hele stap in de juiste richting zijn. Sommigen zijn van oordeel dat men verder dient te gaan, en de toegang weiegren tot de algemeen vergadering: daarbij ontstaat het gevaar van destabilisering van de algemene vergadering en dus van de vennootschap. Andere alternatieven situeren zich op het terrein van de gedragsregels: geen aandelenlening juist voor algemene vergaderingen, geen empty voting door hedge funds<sup>16</sup>, en dergelijke meer.

Samen met Theo hoop ik in de komende jaren aan deze, en analoge projecten te kunnen werken. Zijn rijpe vennootschapsrechtelijke inzichten , en mijn marktgerichte benadering zullen een vruchtbare basis zijn voor verdere gedachtewisseling en actie. Ik zie er reeds naar uit.

---

<sup>16</sup> De Hedge Fund Standards Board besloot tot de aanbeveling dat er omstandigheden zijn waarin het goorloofd is met geleende aandelen te stemmen. Maar de Board nam geen duidelijk standpunt in op grond van de overweging dat deze materie niet typisch de Hedge Funds aanbelangt doch een ruimere populatie op het oog heeft. Zie [http://www.hfsb.org/sites/10109/files/best\\_standards.pdf](http://www.hfsb.org/sites/10109/files/best_standards.pdf)

# Financial Law Institute

The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit within the Law School of the University of Ghent, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research output of the Financial Law Institute's researchers to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.