

HEDGE FUNDS

Een onderzoek naar de financieelrechtelijke regulering van en de vennootschapsrechtelijke waardecreatie door (activistische) hedgefondsen

I. Öncü (1264465)

Masterscriptie, Master Ondernemingsrecht

Onder begeleiding van dr. A.J.F. Lafarre LLM MSc

d.d.: 29 augustus 2018

DANKWOORD

Een van de overtuigingen die ik bij aanvang van het schrijven van een scriptie heb gehad, is dat men stoïcijns door moet gaan met lezen en schrijven zonder exact te weten waar het mee bezig is. Deze onbegrensde kennisvergaring zou er immers toe leiden dat het schip uiteindelijk wel ergens zal stranden. Gelukkig voorkwam mijn begeleidster – en oud-collega –, Anne (Lafarre), dat deze vrijelijke excursie buitengewone proporties aannam. Onder jouw begeleiding, jouw kritische houding, jouw vertrouwen, jouw visie en deskundigheid is deze scriptie tot stand gekomen. Ik ben je buitengewoon dankbaar voor je sturing, je hartelijke wijze waarop je invulling aan de begeleiding hebt gegeven en – meer belangrijker – de persoon die je jegens mij bent geweest gedurende het schrijfproces en het anderhalf jaar dat ik onder jouw leiding als student-assistent heb mogen werken. Ik had mij geen betere begeleidster en collega kunnen wensen.

Graag maak ik ook van de gelegenheid gebruik om het gehele Departement van Business Law te bedanken voor jullie hartelijkheid en collegialiteit gedurende mijn werkperiode als student-assistent, maar ook voor jullie passie en enthousiasme dat jullie ten grondslag leggen aan het onderwijs voor de studenten. Jaar op jaar weten jullie de studenten op te leiden tot volwaardige praktijkjuristen en dat verdient onze oprechte dankbetuiging.

Hiernaast ben ik mijn ouders dankbaar voor hun rotsvaste vertrouwen in een succesvolle totstandkoming van deze scriptie en het begrip dat zij ervoor hadden als ik ‘wéér de hele dag op de universiteit zat’. Tot slot wil ik mijn dank uiten voor mijn zus, zusje, broertje en Jeroen (Lemmen) die mij herhaaldelijk geruststellend toespraken ‘dat toch niemand dat ding gaat lezen’.

Inhoudsopgave

INLEIDING	6
HOOFDSTUK I: ONDERZOEKSVRAGEN EN OPBOUW VAN HET ONDERZOEK	7
HOOFDSTUK II: BEGRIPSOMSCHRIJVING EN DE JURIDISCHE REGULERING VAN HEDGEFONDSEN	12
2.1 Inleiding	12
2.2. Begripsomschrijving	12
2.3 Regulering op Europees niveau	13
2.3.1 Achtergrond.....	13
2.3.2 Alternatieve beleggingsinstellingen	14
2.3.3 Kwalificatie	15
2.3.4 Vergunningsplicht	16
2.3.5 <i>De minimis</i> -vrijstelling	17
2.3.6 Beperkingen aan hefboomfinanciering	18
2.3.7 Beperkingen aan short-selling	21
2.3.8 Overige bepalingen.....	23
2.4 Nederlands recht	23
2.4.1 Wettelijk kader	23
2.4.2 Nederlandse begripsbepaling	23
2.4.3 Beleggen vs. ondernemen.....	24
2.4.4 Vergunningsplicht	24
2.4.5 De <i>de minimis</i> -vrijstelling.....	25
2.4.6 Prospectusplicht.....	26
2.4.7 Hefboomfinanciering.....	26
2.4.8 Structuur	27
2.5 Ten besluite	28

HOOFDSTUK III: FINANCIËELRECHTELIJKE ACTIVITEITEN VAN HEDGEFONDSEN ..	29
3.1 Inleiding	29
3.2 Financiële methodes	30
3.2.1 Hefboomfinanciering	30
3.2.2. Short-selling	33
3.3 Huidige Europese en Nederlandse regulering	34
3.3.1 Directe vs. indirecte regulering	36
3.4 Ten besluite	39
HOOFDSTUK IV: ACTIVISME	40
4.1 Inleiding	40
4.2 Empty voting	41
4.3 Problematiek van het activisme	43
4.4 Businessmodel	43
4.4.1 Algemeen	43
4.4.2 Voorkeur naar jurisdictie?	44
4.4.3 Motieven	46
4.4.4 Gehanteerde methodes	47
4.4.5 Waardecreatie per motief	47
4.5 De geviseerde ondernemingen	49
4.5.1 Voorgaande prestaties	49
4.5.2 Grootte van de onderneming	50
4.5.3 De cashflow van de onderneming	51
4.5.4 Aandeelhoudersstructuren	52
4.6 Ten besluite	52
HOOFDSTUK V: WAARDECREATIE DOOR HEDGEFONDSACTIVISME EN SHORT- TERMISME	54
5.1 Inleiding	54

5.2 Waardecreatie door hedgefondsactivisme	55
5.2.1 Amerikaanse studies.....	55
5.2.2 Internationale studie	56
5.2.3 Market-based firm performance: long-term.....	57
5.2.4 Accounting-based firm performance.....	58
5.3 Short-termisme	59
5.3.1 De ‘counterfactuele’ onderneming.....	61
5.3.2 Correctie op het bestuur	61
5.3.3 ‘ <i>The right term</i> ’	62
5.3.4 Verschil in ondernemerschap	64
5.4 Ten besluite	65
HOOFDSTUK VI: CASESTUDY	67
6.1 Inleiding	67
6.2 De beschikking	67
6.3 Nederlandse vennootschapsrechtelijke kader	70
6.3.1 Wettelijk kader	70
6.3.2 Jurisprudentieel kader.....	71
6.4 Inpassing van het hedgefondsactivisme	71
6.4.1 Jurisprudentiële fricties	72
6.4.2 Corporate Governance mogelijkheden.....	72
6.4.3 Monitoring Commissie Corporate Governance	74
6.5 Elliot Advisors	75
6.6 Kwalificatie van het activisme	77
6.7 Geslaagd in haar activisme?	78
6.8 Standpunten van relevante partijen	79
6.8.1 De VEB	79
6.8.2 De werknemers.....	80

6.8.3 De politiek	81
6.9 Ten besluite	83
HOOFDSTUK VII: INSTITUTIONELE BELEGGERS EN HEDGEFONDSEN	84
7.1 Inleiding	84
7.2 De Herziene Aandeelhoudersrichtlijn	84
7.2.1 Impact Assessment	84
7.2.2. Betrokkenheidsbeleid	85
7.3 Voorstellen op nationaal niveau	86
7.4 Institutionele beleggers en hedgefondsen	87
7.5 Ten besluite	89
HOOFDSTUK VIII: CONCLUSIE	91
Financieel recht	91
Vennootschapsrecht	92
Aanbevelingen	94
LITERATUURLIJST	96
BIJLAGES CASESTUDY	116

INLEIDING

Hedgefondsen halen tegenwoordig de krantenkoppen vanwege de spectaculaire winsten, de immense verliezen of omdat zij (wederom) de gemoederen bezighouden in het ondernemingsrechtelijke werkveld wanneer zij zich als activistische aandeelhouders pogen het – in hun ogen – incapabele bestuur te vervangen. Zo boekte het fonds Amaranth in 2006 een verlies van meer dan \$6 miljard in een tijdsbestek van slechts één (!) maand,¹ moest het fonds LCTM van een financiële afgang worden gered doordat het fonds niet aan haar betalingsverplichtingen kon voldoen door haar excessieve gebruik van *leverages*,² verdient Michael Platt een salaris van 2\$ miljard met zijn hedgefonds BlueCrest Capital Management³ en trad AkzoNobel-topman Ton Büchner af wegens gezondheidsproblemen die waarschijnlijk werden veroorzaakt door de grote druk die werd uitgeoefend op het bestuur van AkzoNobel door het activistische hedgefonds Elliot Advisors. Hedgefondsen hebben – eufemistisch uitgedrukt – het financiële landschap en het ondernemingsrechtelijke werkveld van reliëf voorzien. Deze fondsen vormen prominente spelers in de beleggingswereld. Het totale vermogen dat hedgefondsen onder zich hebben is in 2006 van 1,2 biljoen⁴ doorgroeid naar ca. 3,2 biljoen anno 2017.⁵ Hedgefondsen zijn in staat om op significante wijze de liquiditeit op de financiële markten te beïnvloeden⁶ en kunnen zij middels hun dynamische en innovatieve handelstrategieën bijdragen aan de marktefficiëntie.

Hedgefondsen worden gezien als tikkende tijdbommen vanwege de torenhoge *leverages*, gebrek aan transparantie en hun complexiteit. Voorts als sprinkhanen doordat zij op agressieve wijze in beursgenoteerde ondernemingen interveniëren en deze vervolgens ‘leegeten’. Het enige doel dat de hedgefondsen hierbij voor ogen hebben is volgens vele meningen in de literatuur, de media en de politiek het winstbejag op de korte termijn. Om diverse redenen is het relevant om aandacht te besteden aan hedgefondsen, zodat inzicht kan worden geboden in haar functioneren, de risico’s die met haar activiteiten verbonden zijn maar ook gunstige effecten die het creëert. Vormen hedgefondsen een ‘virus’ of ‘vaccin’?⁷

¹ Stulz (2007), p. 175.

² Garbaravicius & Dierick (2005).

³ Te raadplegen via: <https://www.forbes.com/hedge-fund-managers/list/>.

⁴ Maatman & Raaijmakers (2006).

⁵ IOSCO (2017).

⁶ FSA (2005), p. 12.

⁷ Maatman & Raaijmakers (2006).

HOOFDSTUK I: ONDERZOEKSVRAGEN EN OPBOUW VAN HET ONDERZOEK

Uit het onderzoek zal volgen dat deze activiteiten ingedeeld kunnen worden naar twee rechtsgebieden: financieel recht en ondernemingsrecht. Met betrekking tot elk rechtsgebied spelen er verschillende vraagstukken die nader onderzoek behoeven. Hedgefondsen hanteren namelijk risicovolle beleggingsstrategieën met als doel een maximale opbrengst te behalen voor haar managers en investeerders. De honoraria van de beheerders is gekoppeld aan de prestaties van het fonds waardoor deze beheerders de perverse prikkels hebben om – figuurlijk gesproken – het onderste uit de kan te willen.⁸ Deze mentaliteit hebben hedgefondsen echter niet altijd in een even positief daglicht geplaatst. Zo zou het perverse *leverage*-gebruik de systeemrisico's binnen het financiële stelsel vergroten en mede om die reden werden hedgefondsen in de nasleep van de mondiale financiële crisis gebrandmerkt als belangrijke factoren die tot deze crisis hebben geleid.⁹

Na langdurige en hevige debatten zijn hedgefondsen binnen de Europese Unie aan regulering onderworpen met de komst van de AIFMD. Een vraag van financieelrechtelijke aard die in dit onderzoek beantwoordt zal worden, is of het huidige Europese en Nederlandse financieelrechtelijke en ondernemingsrechtelijke stelsel voldoende in staat is om de mogelijke risico's die gepaard gaan met de activiteiten van hedgefondsen te mitigeren. Het is hierbij niet alleen van belang om in te zien *wat* moet worden gereguleerd (de risicovolle activiteiten), maar om te beseffen *waarom* het gereguleerd moet worden. Dit zal het eerste luik van het onderzoek vormen.

Het tweede luik zal ingekleed worden door het hedgefondsactivisme. Het activisme vormt een van de beleggingsstrategieën van hedgefondsen aan de hand waarvan zij trachten opbrengsten te behalen voor het fonds en haar investeerders. Dit nefaste activisme wordt geregeld gepercipieerd als een dreiging voor beursfondsen dat een waardevernietigend effect heeft. Harvard-professor Lucian Bebchuk poneerde recentelijk echter de stelling dat de daadwerkelijke oorzaak van waardevernietiging binnen beursgenoteerde vennootschappen het gevolg is van recalcitrante managers van de Amerikaanse ondernemingen en niet door het zogeheten short-termisme van activistische hedgefondsen.¹⁰ De rechtswetenschap is tamelijk verdeeld

⁸ De gemiddelde honoraria van een hedgefondsmanager ligt ongeveer op 2% van het AUM (*asset under management* of de totale activa) van het fonds en ca. 20% van de geboekte winst (*the 2-20 rule*). Het eerste deel vormt de *management fee* en het tweede de *performance fee*. De laatstgenoemde wordt geregeld gekoppeld aan een zogenaamde 'high-water mark', wat inhoudt dat deze honoraria slechts wordt toegekend wanneer de gegenereerde winst hoger ligt dan het partnership-aandeel van de manager in het voorgaande jaar. Zie hierover in meer detail W.N. Goetzman & J. Ingersoll Jr. & S.A. Ross, High-water marks and hedge fund management contracts (april 2001), Yale ICF Working Paper No. 00-34. Te raadplegen via: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=57933.

⁹ Vandaag de dag wordt deze stelling in genuanceerde zin opgeworpen en erkent men dat hedgefondsen geen grote rol hebben gehad in het veroorzaken van de financiële crisis. Zo blijkt uit diverse anekdotes dat de hedgefondsbeheerder de *subprime mortgage crisis* doorzagen en hier vervolgens op anticipeerden door 'short te gaan'. Hellebuyck vraagt zich derhalve af of short-seller, zoals hedgefondsen, niet als brandstichters maar eerder als rookdetectors van negatieve marktontwikkelingen moeten worden gezien. Hellebuyck (2014), p. vi.

¹⁰ Bebchuk e.a. (2015).

op dit punt en dat dringt de vraag op of hedgefondsactivisme een wenselijk effect heeft op de waardecreatie van de ondernemingen waarin wordt activistisch wordt opgetreden.

Het bovenstaande vormt de aanleiding voor de volgende Centrale Onderzoeksvraag:

Is het huidige Europese en Nederlandse financieelrechtelijke en vennootschapsrechtelijke stelsel voldoende in staat om de mogelijke risico's die gepaard gaan met de activiteiten van hedgefondsen te mitigeren en is het hedgefondsactivisme wenselijk voor de waardecreatie van Nederlandse geïsoleerde ondernemingen?

Om de coherentie van dit onderzoek te waarborgen, is gekozen voor een indeling naar rechtsgebied. De Hoofdstukken 2 en 3 zijn financieelrechtelijk van aard en de Hoofdstukken 4, 5, 6 en 7 vennootschapsrechtelijk. Om tot beantwoording van de Centrale onderzoeksvraag te komen, is deze opgesplitst in de volgende deelvragen:

- Hoofdstuk 2: Wat zijn hedgefondsen en hoe zijn deze fondsen in Nederland gereguleerd?
- Hoofdstuk 3 en 4: Welke economische activiteiten worden door hedgefondsen ontplooid om waarde te genereren?
- Hoofdstuk 5: Leidt hedgefondsactivisme tot waardecreatie binnen de geïsoleerde ondernemingen en is het short-termisme onder activistische hedgefondsen daadwerkelijk een probleem?
- Hoofdstuk 6: Welke impact heeft het activisme van Elliot Advisors gehad op AkzoNobel en hoe is het hedgefondsactivisme in te passen in het Nederlandse vennootschapsrecht?
- Hoofdstuk 7: Bieden de huidige ontwikkelingen waarin op zowel nationaal als Europees niveau aan institutionele beleggers een belangrijkere rol worden toebedeeld, een oplossing voor hedgefondsactivisme?

Hoofdstuk 2 vormt het eerste inhoudelijke hoofdstuk van dit onderzoek. Het Hoofdstuk ziet op de vraag wat hedgefondsen zijn en hoe deze fondsen zijn gereguleerd in Nederland. Om een antwoord te kunnen formuleren op de vraag of het huidige Europese en Nederlandse financieelrechtelijke stelsel voldoende in staat is om de potentiële risico's die gepaard gaan met de activiteiten van hedgefondsen te mitigeren, is het een noodzakelijk vereiste dat dit financieelrechtelijke stelsel wordt geschetst en het begrip hedgefondsen (hieronder) wordt gedefinieerd. Men tracht namelijk specifiek deze fondsen strikter te reguleren vanwege – zoals we nader in dit en het hierop volgend Hoofdstuk zullen zien – de systeemrisico's die gepaard gaan met haar activiteiten en de het gebrek aan transparantie.¹¹

¹¹ Laura & Ul Fazad (2017), p. 31.

Nadat het regelgevende kader is geschetst waarbinnen hedgefondsen hun activiteiten uitoefenen, wordt in Hoofdstuk 3 de financieelrechtelijke risico's¹² geïdentificeerd die samenhangen met de financiële activiteiten van hedgefondsen, waaronder hefboomfinanciering en short-selling. Nadat deze financiële activiteiten van hedgefondsen nader zijn uitgediept, zal aan het slot van Hoofdstuk 3 geoordeeld worden of de regelgevende initiatieven op Europees en Nederlands niveau op adequate wijze de risico's weten te mitigeren. Met deze partiële beantwoording van de Centrale Onderzoeksvraag zal het financieelrechtelijke hoofdstuk – zowel in figuurlijke als letterlijke zin – worden gesloten en zal er een omslag worden gemaakt naar het hedgefondsactivisme dat vanuit een vennootschapsrechtelijke invalshoek wordt benaderd. Het activisme vormt namelijk ook een instrument in de gereedschapskist van hedgefondsen om waarde te genereren. De problematiek van dit activisme, de discussies rond *empty voting* en *hidden ownership* en het businessmodel van activistische hedgefondsen zijn hiervoor geanalyseerd. De overkoepelde deelvraag over de Hoofdstukken 3 en 4 zal aan het slot van Hoofdstuk 4 worden beantwoord.

Voortbouwend op het debat omtrent het hedgefondsactivisme uit Hoofdstuk 4, zullen in Hoofdstuk 5 de vragen worden beantwoord of hedgefondsactivisme leidt tot waardecreatie binnen de geïntegreerde ondernemingen en of het short-termisme onder deze aandeelhouders werkelijk een probleem is. Om tot beantwoording van deze vragen te geraken, zullen diverse economische studies die aan de hand van *accounting-* en *market-based-*maatstaven de effecten van het hedgefondsactivisme respectievelijk op de beurskoers en de operationele prestaties van de onderneming hebben onderzocht, worden besproken. Afhankelijk van de gehanteerde maatstaven kan het begrip 'waardecreatie' nader worden ingevuld. Nadat deze studies zijn besproken, kan er een verdiepingsslag worden gemaakt in de problematiek rond het short-termisme.¹³ Een van de kritiepunten (uit de Nederlandse ondernemingsrechtelijke doctrine) die jegens activistische hedgefondsen worden geleverd, is dat zij enkel winstbejag nastreven op de korte termijn. De bevindingen uit deze analyse zal bijdragen aan de beeld- en theorievorming omtrent activistische hedgefondsen. Om een vertaalslag te maken van de bevindingen uit Hoofdstuk 5 zal er in Hoofdstuk 6 een casestudy worden uitgevoerd naar de impact van het hedgefondsactivisme in Nederland. Voor de casestudy is gekozen voor het hedgefondsactivisme bij AkzoNobel. Deze zaak heeft veel media-aandacht gekregen en ook op politiek vlak heeft het de gemoederen beziggehouden. Hiernaast zal het hedgefondsactivisme in het huidige Nederlandse vennootschapsrechtelijke kader worden ingebed, zodat vervolgens een antwoord

¹² De risico's spelen in beginsel op macroprudentieel niveau, maar ook de individuele belegger kan door de handelswijze van hedgefondsen worden misleid waardoor het probleem ook tot microniveau wordt doorgetrokken.

¹³ Een onderzoek naar short-termisme is om verschillende redenen relevant. In theoretische zin is het debat over de kortetermijnvisie van activistische aandeelhouders relevant voor de bredere conceptualisatie van de meest fundamentele vraag in het ondernemingsrecht: de allocatie van macht tussen het bestuur en de aandeelhouders. Op het vlak van corporate governance is het relevant voor het inzicht dat het biedt in waardecreatie, waar de Nederlandse Corporate Governance Code voor staat. Maar ook op wetgevingsniveau is het relevant voor de mogelijke versterking van de positie van de aandeelhoudersvergadering (of van het bestuur).

kan worden gegeven op de vraag of hedgefondsactivisme wenselijk kan zijn voor Nederlandse doelvennootschappen.

Het laatste inhoudelijke hoofdstuk wordt gevormd door Hoofdstuk 7 waarin een potentiële vennootschapsrechtelijke remedie voor hedgefondsactivisme zal worden besproken. Uit dit Hoofdstuk zal volgen dat in de huidige ondernemingsrechtelijke ontwikkelingen zowel op Europees als op nationaal niveau, een trend waarneembaar is waarin een belangrijke rol wordt toebedeeld aan institutionele beleggers. Deze ontwikkeling zou als remedie kunnen dienen voor het hedgefondsactivisme, omdat het bestuur door de nauwere betrokkenheid van institutionele beleggers een coalitie kunnen vormen tegen kortetermijnactivisten zoals activistische hedgefondsen.¹⁴ Het doel van dit hoofdstuk is om een toekomstverwachting uit te spreken of de huidige ontwikkelingen in dit doel zullen slagen.

Hoofdstuk 8 vormt de Conclusie van deze scriptie waarin de bevindingen worden geresumeerd en tot slot enkele aanbevelingen worden gedaan voor het toekomstige financieelrechtelijke en ondernemingsrechtelijke stelsel.

METHODOLOGIE

Deze masterscriptie hanteert de traditioneel juridisch-dogmatische onderzoeksmethode. Deze onderzoeksmethode houdt in dat er op een neutrale en consistente wijze een weergave gegeven wordt van het recht en de vigerende opiniërende visies uit de rechtsleer. Het doel van de Hoofdstukken 2-5 en 7 is om middels een literatuuronderzoek op neutrale en consistente wijze inzicht te bieden in hedgefondsen.¹⁵ Hiermee kan coherentie en consistentie in de Nederlandse theorievorming tot stand worden gebracht. Zodoende wordt het huidige dogma omtrent hedgefondsen vanuit nieuwe invalshoeken benaderd.

Het onderzoek is gebaseerd op de dichotomie in financieel en vennootschapsrecht. De Hoofdstukken 2 en 3 zijn financieelrechtelijk van aard. De Hoofdstukken 4-7 hebben een vennootschapsrechtelijk karakter omdat hierin het hedgefondsactivisme op extensieve wijze wordt besproken.

Voor de casestudy is gebruikgemaakt van de volgende dataset:

- De beschikking van de Ondernemingskamer voor de relevante feiten en de kwalificatie van het activisme van Elliot Advisors.
- De jaarverslagen van AkzoNobel van 2011 t/m 2017 om de financiële prestaties van AkzoNobel in kaart te brengen.

¹⁴ Paces (2017a) en Vletter-Van Dort (2018).

¹⁵ Fink (2010) en Hoogewerf (2006).

- De notulen en stemresultaten vanaf de biedingen van de PPG en het activisme van Elliot Advisors zijn opgezocht om de standpunten van de relevante partijen in kaart te brengen. Ongelukkigerwijs waren niet alle notulen beschikbaar op de *Investor Relations*-website van AkzoNobel. Er is gebruikgemaakt van de volgende dataset: de notulen en stemresultaten van de algemene aandeelhoudersvergadering van 25 april 2017, de agenda, oproeping, presentatie en stemresultaten van de bijzondere aandeelhoudersvergadering van 8 september 2017 en de notulen en stemresultaten van de bijzondere aandeelhoudersvergadering van 30 november 2017.
- Hiernaast is voor de standpunten van relevante partijen ook alle mediaberichten uit het Financieel Dagblad (FD) vanaf februari 2017 verzameld en gefilterd op relevantie. Dit leverde een mediabestand op van 312 nieuwsartikelen, waarvan er slechts 15 daadwerkelijk zijn gebruikt.
- Voor het overige is er natuurlijk nog een literatuuronderzoek verricht naar de meningen rondom de beschikking van de Ondernemingskamer.

HOOFDSTUK II: BEGRIPSOMSCHRIJVING EN DE JURIDISCHE REGULERING VAN HEDGEFONDSEN

2.1 Inleiding

De regulering en het wettelijk kader is evident van invloed op de manier waarop hedgefondsen hun activiteiten kunnen ontplooiën. Binnen het academische discours is het dogma dat het optreden van hedgefondsen niet dan wel minimaal gereguleerd wordt.¹⁶ Hedgefondsen zijn (collectieve) beleggingsvehikels die in de regel geen beroep doen op het beleggingspubliek op de kapitaalmarkten en om die reden niet gebonden zijn aan regulerende kaders. Deze vrijheid staat hedgefondsen toe om risicovolle investeringen te doen om zo hoog mogelijke opbrengsten voor zowel hun partners als hun beleggers te generen. Alvorens tot bespreking van de vigerende juridische kaders waaraan hedgefondsen in op Europees niveau (par. 2.3) en in Nederland (par. 2.4) kan worden toegekomen, dient het begrip ‘hedgefondsen’ nader te worden gedefinieerd (par. 2.2). Nadat dit is gedaan en het Europese en Nederlandse regelgevende kader is weergegeven, zal tot beantwoording van de deelvraag van dit Hoofdstuk worden overgegaan in par. 2.5.

2.2. Begripsomschrijving

Een algemeen aanvaarde of wettelijke definitie voor hedgefondsen is niet voor handen.¹⁷ Derhalve wordt er in de rechtsleer voor geopteerd om tot een beschrijving te komen aan de hand van de kenmerken die inherent zijn aan deze investeringsfondsen.¹⁸ Zanoni definieert hedgefondsen als "*sophisticated financial intermediaries, pursuing investment strategies, focused on several and differentiated capital markets (currencies, commodities, derivatives, equity, debt)*".¹⁹

Hedgefondsen worden door Brav e.a. (2008) gedefinieerd aan de hand van vier karakteristieken, te weten:

- Privaatrechtelijk georganiseerde vehicles;
- die bestuurd worden door investeringsmanagers die een variabele beloning genieten die afhankelijk is gesteld van de prestaties van het hedge fund, en;
- die niet toegankelijk zijn voor het publiek, en;
- die buiten financieelrechtelijke wetgeving en registratieverplichting opereren.^{20 21}

¹⁶ Katelouzou (2013), p. 8.

¹⁷ Briggs (2007). Zo concludeert het IOSCO dat: 'No surveyed jurisdiction has a comprehensive, legal definition of hedge funds.' IOSCO (2006), p. 7.

¹⁸ Brav e.a. (2008), p. 3, Briggs (2007), p. 686, SEC (2003), p. 3, Spindler & Bednarz (2006), p. 2-3. Nabilou & Paccès (2015), p. 185.

¹⁹ Zanoni (2009), p. 3.

²⁰ Brav e.a. (2008), p. 1735. Partnoy & Thomas (2007), p. 23. Het IOSCO heeft voorts een aantal karakteristieken geïdentificeerd waarmee hedgefondsen geassocieerd kunnen worden: significante variabele beloningen (vaak uitgedrukt in een percentage van de gemaakte winst) die aan de managers uitbetaald worden in aanvulling op de vaste bezoldiging; de significante investeringen die de managers zelf moeten doen in het fonds; het gebruik van derivaten en van *short- en long-tactieken*. IOSCO (2010).

²¹ Hellebuyck wijst op drie kenmerken op basis waarvan hedgefondsen tegen deze klassieke vorm van beleggingsvehikels kunnen worden afgezet. Zij wijst op (i) het gebrek aan juridisch statuut, (ii) de nagestreefde doelstellingen en (iii) de gevolgde strategie aan de hand waarvan zij deze doelstellingen weet te bereiken. Hierbij bestaat er volgens haar een zekere wisselwerking tussen deze

Het belangrijkste en meest onderscheidende kenmerk van hedgefondsen is echter het vierde punt van Brav e.a.: het feit dat zij buiten financieelrechtelijke wetgeving en registratieverplichtingen opereren. Hedgefondsen doen namelijk een beroep op de uitzonderingen die gelden op de registratie- en disclosureverplichtingen, zodat zij buiten de wettelijke kaders opereren, hetgeen hen veel vrijheid biedt om haar beleggingsstrategieën te ontplooiën. Met de komst van de AIFMD zijn hedgefondsen die gevestigd zijn binnen de lidstaten die deze richtlijn hebben geratificeerd, aan strikte regelgeving onderworpen. In de volgende paragraaf zal er op de relevante punten voor hedgefondsen, nader stil worden gestaan.

2.3 Regulering op Europees niveau

2.3.1 Achtergrond

Op de G20-topbijeenkomst in april 2009 waren de deelnemende leiders overeengekomen dat hedgefondsen (meer precies: hun beheerders/haar managers) geregistreerd moeten worden en ertoe moeten worden verplicht om op doorlopende basis informatie te verstrekken aan de toezichthoudende instanties van de lidstaten.²² Het standpunt was dat een gepast risicobeheer gegarandeerd kan worden door hedgefondsen onder (strikt) toezicht te plaatsen. Op de G20-topbijeenkomst van juni 2010 is deze lijn doorgetrokken in die zin dat de betrokken leiders overeenkwamen krachtige maatregelen ter verbetering van de transparantie van en het regelgevende toezicht op hedgefondsen op een internationaal coherente en niet-discriminatoire manier te versnellen.²³ Het gewenste regelgevende kader waaraan hedgefondsen in Europa kunnen worden onderworpen, kwam er met de AIFMD.²⁴ Het doel van de AIFMD is om voor meer transparantie te zorgen met betrekking tot alternatieve beleggingsinstellingen (abi's) waar hedgefondsen onderdeel van uitmaken. In de volgende paragrafen zal de AIFMD stapsgewijs worden belicht, waarna over zal worden gegaan tot bespreking van het regelgevende kader op nationaal niveau. In de AIFMD is een belangrijke focus gelegd op het gebruik van hefboomfinanciering door hedgefondsen.²⁵ Maar ook op het gebied van de structuur van

afwijkende kenmerken, omdat het juist omwille van het gebrek aan juridisch statuut een strategie kan worden gevolgd die geschikt is om haar beleggingsdoelstellingen te bereiken. Hellebuyck (2014), p. 8.

²² AIFMD, overweging 89. Hierbij dient opgemerkt te worden dat de beheerders van beleggingsfondsen (van onder andere hedgefondsen) niet de mondiale crisis hebben veroorzaakt. De risico's van hun handelswijze is de sector echter "manifest" geworden en hebben onrust op de markt in de hand gewerkt. Overweging 2-3. Bovendien was er geen sprake van uniformiteit in de meningen over hedgefondsen aan striktere regelgeving onderworpen moesten worden. Vanuit het Verenigd Koninkrijk – als een van de grootste vestigingsplaatsen voor hedgefondsen – kwam de mening naar voren dat vastgehouden moest worden aan een licht regime, terwijl landen als Duitsland en Frankrijk pleiten voor striktere regelgeving.

²³ Idem.

²⁴ Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010.

²⁵ Zo wordt door de Commissie in de preambule gesteld dat: "[er] specifieke voorschriften [moeten] gelden voor abi-beheerders die op het niveau van de abi's van hefboomfinanciering gebruikmaken. Dergelijke abi-beheerders moeten verplicht worden informatie te verstrekken over de totale hefboomfinanciering waarmee wordt gewerkt, de hefboomfinanciering uit geleend geld of geleende effecten, de hefboomfinanciering uit ingenomen posities in derivaten, het hergebruik van activa en de belangrijkste bronnen van hefboomfinanciering in hun abi. De door de bevoegde autoriteiten verzamelde informatie moet worden gebundeld en worden gedeeld met andere autoriteiten in de Unie, met de ESMA en met het Europees Comité voor systeemrisico's (European Systemic Risk Board — ESRB), opgericht bij Verordening (EU) nr. 1092/2010 van het Europees Parlement en de Raad van 24

de fondsen, het risicobeheer, de bescherming van (professionele) beleggers (waaronder de terugbetalingsrechten, informatievoorzieningen en belangenconflicten) en de invoering van het Europees paspoort, werd er met het grotendeels maximumharmoniserende karakter van de AIFMD en de bijbehorende omvangrijke Gedelegeerde Verordening nr. 231/2013 stappen gemaakt.²⁶

2.3.2 Alternatieve beleggingsinstellingen

Alvorens tot bespreking van de alternatieve beleggingsinstellingen over kan worden overgegaan, dient nader in te worden gegaan op een belangrijk aspect van een dergelijk beleggingsvehikel: collectief vermogensbeheer. Bij collectief vermogensbeheer participeert een groep beleggers in een beleggingsvehikel. Zo'n collectief beleggingsvehikel wordt een beleggingsinstelling genoemd. Aan het roer van een beleggingsinstelling staat haar beheerder die het vermogen van de participanten belegt conform het afgesproken beleggingsbeleid. Iedere participant belegt op die manier in dezelfde vermogensbestanddelen. Het beoogde rendement uit de belegde vermogensbestanddelen wordt *pro rata* (naar gelang van de grootte van de deelneming) over alle participanten verdeeld. In economische zin vormt het vermogen van de beleggingsinstelling dus het collectieve vermogen van de deelnemende participanten.²⁷

Op de financiële markten wordt een onderscheid tussen beleggingsinstellingen gemaakt aan de hand van hun beleggingsstrategie. Zo is het uit de benaming van het fonds doorgaans eenvoudig af te leiden op wat voor soort beleggingen zij zich hebben toegelegd (bijvoorbeeld vastgoedfondsen of aandelenfondsen). Niet alle collectieve beleggingsinstellingen vallen onder het regulerende kader van de AIFMD.²⁸ De AIFMD ziet namelijk enkel op de alternatieve beleggingsinstellingen. Het overige deel wordt gevormd door de zogenaamde ICBE's (instellingen voor collectieve beleggingen in effecten). Een ICBE vormt, zoals de naam als zegt, eveneens een collectieve beleggingsinstelling, maar onderscheidt zich door haar uitsluitende

november 2010 betreffende macroprudentieel toezicht van de Europese Unie op het financiële stelsel en tot oprichting van een Europees Comité voor systeemrisico's (1) om een collectieve analyse van de invloed van de hefboomfinanciering van door abi-beheerders beheerde abi's op het financiële stelsel in de Unie, alsmede een gemeenschappelijke respons te vergemakkelijken. Indien een of meer door een abi-beheerder beheerde abi's een belangrijke bron van tegenpartijrisico voor een kredietinstelling of andere systeemrelevante instellingen in andere lidstaten zouden kunnen vormen, dient de desbetreffende informatie eveneens met de betrokken autoriteiten te worden gedeeld." Zie ov. 49.

²⁶ Deze Gedelegeerde Verordening wordt in de literatuur aangeduid met de AIMD-Uitvoeringsverordening. In deze scriptie wordt vastgehouden aan bovenstaande benaming.

²⁷ Silvertand e.a. (2015), p. 247.

²⁸ In financieelrechtelijke termen is er een onderscheid tussen individueel en collectief vermogensbeheer. Er is sprake van individueel vermogensbeheer indien een belegger een vermogensbeheerder opdraagt bepaalde geld- en effectengoederen op naam van de individuele beleggers te beheren. In Wft-terminologie verleent de vermogensbeheerder dan een 'beleggingsdienst' waardoor zij kwalificeert als een 'beleggingsonderneming'. De beleggingsdiensten worden gedefinieerd in art. 1:1 Wft onder 'verlenen van beleggingsdiensten' en vormen het ene spectrum van de activiteiten van beleggingsondernemingen. Zie voor een bredere uiteenzetting van deze materie Silvertand e.a. (2015), p. 189-246. In het navolgende zal enkel gefocust worden op collectief vermogensbeheer.

focus op effecten. Een alternatieve beleggingsinstelling heeft een dergelijke focus niet aangezien het een breder beleggingsinstrumentarium heeft.^{29 30}

In het volgende deel zal de kwalificatie van een hedgefonds als abi, de vergunningsplicht, de *de-minimis* vrijstelling en de beperkingen die aan het gebruik van hefboomfinanciering worden gelegd worden besproken. De regels uit de AIFMD zien in beginsel op de beheerders van de abi's, maar gezien het onderwerp van deze masterscriptie zal dit regelgevende kader toegespitst worden op hedgefondsen en de managers van hedgefondsen.

2.3.3 Kwalificatie

De AIFMD is in beginsel van toepassing op alle beheerders van een of meer alternatieve beleggingsinstellingen (hierna: abi's).³¹ Een abi wordt gedefinieerd in art. 4 lid 1 onder a AIFMD. Een alternatieve beleggingsinstelling is een:

- i) Instelling voor collectieve belegging, die
- ii) bij een reeks beleggers;
- iii) kapitaal ophaalt;
- iv) om dit overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid;
- v) in het belang van deze beleggers te beleggen, en die;
- vi) niet vergunningsplichtig is uit hoofde van ICBE-richtlijn (2009/65/EG).³²

Vanwege deze ruime definitie vallen veel soorten beleggingsfondsen zoals *commodity*-fondsen, vastgoedfondsen, *private equity*-fondsen en ook hedgefondsen onder de reikwijdte van de AIFMD. Het aanknopingspunt is immers of het fonds kwalificeert als een collectief beleggingsvehikel. Dit is exact wat een hedgefonds doet. Zoals uit de definitie van Brav e.a. (par. 2.2) valt af te leiden, is een hedgefonds een entiteit waarmee geld wordt opgehaald bij investeerders waarmee vervolgens wordt geïnvesteerd door middel van verschillende beleggingsstrategieën. Als beleggingsvehikels *poolen* hedgefondsen het kapitaal onder haar investeerders.

Voor de kwalificatie als alternatieve beleggingsinstelling is de juridische structuur (wel of geen rechtspersoon, *open-end* of *close-end*, genoteerd of niet-genoteerd en de lidstaat van oprichting) en in welke

²⁹ Voor de voorwaarden waaraan een ICBE dient te voldoen om als zodanig te kwalificeren, verwijs ik naar Silvertand (2015), p. 249 en de Veelgestelde vragen/Q&A over de AIFM-richtlijn van de AFM, p. 4.

³⁰ Voor de voorwaarden waaraan een ICBE dient te voldoen om als zodanig te kwalificeren, verwijs ik naar Silvertand (2015), p. 249 en de Veelgestelde vragen/Q&A over de AIFM-richtlijn van de AFM, p. 4.

³¹ De fondsen als zodanig worden niet aan het regelgevende kader onderworpen.

³² AIFMD, overweging 65-66. Voor een nadere bespreking van deze kenmerken verwijs ik naar Silvertand (2015), p. 251-254, de Richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFMD van 13 augustus 2013 en geldend vanaf 13 oktober 2013 (*ESMA/2013/611*).

type activa het belegt, niet relevant (art. 2 lid 2 sub a-c AIFMD).³³ Hedgefondsen hebben in de regel een *open-end* structuur, omdat in de regel minimaal eenmaal per jaar participaties in het fonds kunnen worden ingekocht of terugbetaald door respectievelijk aan de investeerders. In een hedgefonds zal dit in de regel op doorlopende wijze mogelijk zijn. Het onderscheid hierin is van belang voor het liquiditeitsbeheer en de waarderingprocedures van art. 16 en 19 AIFMD.³⁴ Nadere regels hieromtrent zijn neergelegd in de Gedelegeerde Verordening nr. 694/2014.³⁵

2.3.4 Vergunningsplicht

De AIFMD reguleert niet de abi als zodanig, maar de beheerders van deze abi's.³⁶ Op grond van de AIFMD kan geen enkele beheerder van een hedgefonds (die zijn statutaire zetel in de Europese Uni heeft) de abi beheren,³⁷ zonder dat het over een daarvoor vereiste vergunning van de toezichthoudende instantie van de lidstaat beschikt (art. 6 lid 1 AIFMD). Op grond van art. 2 lid 1 AIFMD is deze richtlijn van toepassing op:

- a. EU abi-beheerders (abi-beheerders met een statutaire zetel in een Europese lidstaat) die een of meer abi's beheren, ongeacht het feit of deze abi's EU-abi's of niet-EU-abi's zijn;
- b. niet-EU abi-beheerders die een of meer EU-abi's beheren; en
- c. niet-EU abi-beheerders die een of meer abi's in de Unie verhandelen, ongeacht het feit of de abi een EU-abi of een niet-EU-abi is.

Dit is een interessant kwestie omdat het op grond van de AIFMD zowel ziet op de hedgefondsbeheerders waarvan de statutaire zetel zich in een lidstaat bevindt (EU hedgefondsbeheerder) als hedgefondsbeheerders waarvan de statutaire zetel zich in een derde land bevindt. Veel hedgefondsen zijn namelijk gevestigd in belastingparadijzen, zoals de Caymaneilanden, Bermuda, de Britse Maagdeneigelanden of Guernsey.³⁸ Onder de AIFMD is een *off-shore*-vestiging irrelevant, omdat het aanknopingspunt is dat een hedgefondsmanager uit hoofde van zijn normale werkzaamheden het fonds beheert die in de EU is

³³ Overweging 6 AIFMD.

³⁴ Grundmann-van de Krol (2016), p. 55.

³⁵ In overweging 3 (en in art. 2 lid 1) wordt het onderscheid als volgt omschreven: 'De onderscheidende factor om uit te maken of een abi-beheerder het beheer voert over abi's van het open-endtype of van het closed-end-type, dient te zijn dat een abi van het open-end-type haar aandelen of rechten van deelneming bij haar beleggers inkoopt of aan haar beleggers terugbetaalt op verzoek van haar aandeelhouders of deelnemers voordat haar liquidatiefase aanvangt, en dat dit plaatsvindt volgens de procedures en frequentie die in haar reglement of statuten, haar prospectus of haar aanbiedingsdocumenten zijn vastgelegd.' Gedelegeerde Verordening nr. 694/2014.

³⁶ Overweging 10 AIFMD. De reden voor de regulering van de beheerder is ingegeven door de risico's voor de marktstabiliteit, efficiëntie en beleggers voornamelijk voortvloeien uit de handelswijze van de beheerder. Zie hiervoor de toelichting bij het richtlijn voorstel COM (2009) 207 final.

³⁷ Het begrip 'beheren' slaat tevens op de verhandeling van de deelnemingsrechten in de abi. Een abi-beheerder die deelnemingsrechten in deze abi verhandelt, zal per definitie deze abi beheren. Het speelt hierbij geen rol of de verhandeling plaatsvindt op het grondgebied van de Europese Unie. Voor het begrip 'beheren van een beleggingsinstelling' verwijs ik naar Bijlage I van de AIFMD en voor een nadere bespreking van deze materie naar Grundmann (2016), p. 80-83.

³⁸ Hierbij wordt gebruik gemaakt van een zogenaamde *off-shore*-vestiging. Zie hierover Fund Associates (2008). Zie voor het verschil in prestaties tussen *on shore* en *off shore* hedgefondsen Aragon e.a. (2011).

gevestigd. Dus ondanks dat een hedgefonds omwille van fiscale voordelen zich statutaire in een belastingparadijs heeft gevestigd, blijft de beheerder vergunningplichtig indien het in de Europese Unie een alternatieve beleggingsinstelling – lees: het hedgefonds – beheert.

Om voor een vergunning in aanmerking te komen (en deze te behouden) dient de beheerder van een hedgefonds aan specifieke voorwaarden omtrent het kapitaal en corporate governance te voldoen (art. 9 respectievelijk 12-17 AIFMD).³⁹ Gegeven de heterogeniteit in de soorten beheerders van abi's kan de vraag gesteld worden in hoeverre het gerechtvaardigd is om alle beheerders 'over een kam te scheren'. Iedere beheerder van een collectief beleggingsfonds heeft namelijk een andere structuur en aard van activiteiten dat het ontplooit.⁴⁰ Dit slaat vervolgens neer op de risico's die hiermee gepaard. Een beheerder van een private equity fonds verschilt in sterke mate van een de beheerder van een hedgefonds.⁴¹ Desalniettemin worden beide beheerders op gelijke wijze behandeld onder de a AIFMD. Een private equity fonds zal immers minder systeemrisico's met zich dragen, zal in mindere mate gebruik maken van leverage en investeert in ondernemingen vanwege controledoelinden en niet om winst te maken op de korte termijn. Zoals in Hoofdstuk III in nader detail zal worden besproken, gaan de activiteiten van hedgefondsen gepaard met grotere risico's. In hoeverre is het dan gerechtvaardigd om de beheerder van beide fondsen op gelijke wijze te reguleren? Deze vraag spitst zich uiteindelijk toe op de kwestie dat hedgefondsen niet direct gereguleerd worden. Ook met de AIFMD zijn zij ondergebracht in een containerbegrip waarbij geen rekening wordt gehouden met de unieke aard van dit type fonds (par. 3.3).

2.3.5 De *minimis*-vrijstelling

In beginsel valt de hedgefondsbeheerder onder het volledige AIFMD-regime.⁴² Dit is slechts anders als de beheerder gebruik kan maken van de *de minimis-vrijstelling* waardoor zij onder het registratieregime vallen. Dit volledige regime brengt met zich mee dat de beheerder van het hedgefonds vergunningsplichtig is en dient het doorlopend te voldoen aan een groot scala aan regelgeving omtrent het aan te houden kapitaal, bedrijfsvoering, beloningen, belangenconflicten, risicobeheer, liquiditeitsbeheer, waarderingen,

³⁹ Hiernaast schrijft het ook bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden voor, zoals de informatievoorziening jegens haar participanten en de toezichthouders, de benoeming van bewaarnemers die de activa beheren, beperkingen met betrekking tot hefboomfinancieringen, *asset stripping* en diverse gedragsregels. Naast al deze verplichtingen vloeien er ook rechten voort uit de AIFMD waarvan het belangrijkste recht het 'Europese paspoort'. Dit intracommunautaire paspoort stelt de beheerders van de abi's in staat om in de gehele Europese Uni (i) abi's te beheren en (ii) deelnemingsrechten of aandelen aan professionele beleggers mogen aanbieden.

⁴⁰ Awrey (2011), p. 18-20.

⁴¹ Payne (2011).

⁴² Veelgestelde vragen/Q&A over de AIFM-richtlijn van de AFM, p. 4. Afhankelijk van de totale omvang van de activa die de beheerder onder zich heeft en het type belegger waaraan de deelnemingsrechten worden aangeboden, is er onder de AIFMD een driedeling aan regimes waaronder een beheerder kan vallen: 1. Het volledige AIFMD-regime, 2. Het registratieregime en 3. Het retail regime. Bij de bespreking van de *minimis*-vrijstelling onder het Nederlandse recht zal hier nader op worden ingegaan. Hier volstaat een verwijzing naar de website van de AFM waarop de verschillende regimes bondig zijn uiteengezet. Zie hiervoor <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/aifm/aifm/reikwijdte>.

transparantie richting (potentiële) beleggers en toezichhouders, delegatie, het aanstellen van een bewaarders en het gebruik van hefboomfinanciering.⁴³ Op de abi-beheerder (de zogenaamde ‘light’ beheerder) die gebruik kan maken van de minimisvrijstelling rust geen vergunningsplicht uit hoofde van de AIFMD. Wel gelden er een notificatie- (art. 3 lid 3 onder a AIFMD) en een informatieverplichting bij de toezichhoudende instantie over de gehanteerde beleggingsstrategieën, de voornaamste instrumenten waarin door de beheerder gehandeld wordt, de voornaamste risicoposities en de belangrijkste concentraties van de door hen beheerde abi’s.⁴⁴ Een gevolg van het ontbreken van een AIFMD-vergunning is dat er geen mogelijkheid is om binnen de Europese Uni te ‘paspoorten’.⁴⁵

De *de minimis*-vrijstelling is opgenomen in art. 3 lid 2 AIFMD. Het stelt vrijstelling van de vergunningsplicht afhankelijk van twee drempels in de omvang van het beheerde vermogen. Toegepast op hedgefondsen zou het dan moeten gaan om een hedgefondsbeheerder die rechtstreeks of, kort gezegd, middels een onderneming waaraan het is verbonden, een of meer hedgefondsen beheert met een totaal vermogen van niet meer dan €100 miljoen of – indien het fonds geen hefboomfinanciering heeft en beleggers geen terugbetalingsrechten (d.w.z. dat ze uit het fonds kunnen stappen en het fonds haar rechten terugbetaald) hebben gedurende een periode van vijf jaar of meer – niet meer dan dan €500 miljoen. Het totaal van de beheerde activa moet worden berekend aan de hand van art. 2 Gedelegeerde Verordening 231/2013. De Commissie heeft met betrekking tot deze kleine fondsen ingezien dat ‘aangenomen mag worden dat deze fondsen geen wezenlijk risico vormen voor de financiële stabiliteit en marktefficiëntie’.⁴⁶

De hefboomfinanciering is een veelgebruikte methode van hedgefondsen. Consequentie is dan dat zij onder de drempel van €500 miljoen aan totaal vermogen (*asset under management*) moeten blijven indien ze zich willen beroepen op de *de minimis*-vrijstelling. Bovendien zijn er beperkingen gesteld aan het gebruik van hefboomfinanciering.

2.3.6 Beperkingen aan hefboomfinanciering

Artikel 4 onder v AIFMD definieert ‘hefboomfinanciering’ als: een methode waarmee de abi-beheerder de positie van een door hem beheerde abi met geleend contant geld of geleende effecten, met een hefboom in de vorm van derivatenposities of anderszins vergroot. Zoals in de inleidende paragrafen reeds werd opgemerkt, heeft de Commissie zich bij het redigeren van de AIFMD gefocust op het gebruik van hefboomfinanciering. De bevoegde autoriteiten van de lidstaten (in de regel de toezichhoudende instanties)

⁴³ Veelgestelde vragen/Q&A over de AIFM-richtlijn van de AFM, p. 17.

⁴⁴ De ESMA heeft hier nadere richtsnoeren voor opgesteld. Deze zijn van toepassing sinds oktober 2014. ESMA/2014/869NL, 8 augustus 2014. Het is voor de lidstaten toegestaan om strengere eisen te stellen aan de vrijgestelde abi-beheerders. Grundmann-van de Krol (2016), p. 90-91.

⁴⁵ Veelgestelde vragen/Q&A over de AIFM-richtlijn van de AFM, p. 18.

⁴⁶ AIFMD, overweging 16.

kunnen thans in concrete gevallen het leverage-niveau van het fonds begrenzen door een bovengrens te stellen aan de mate waarin gebruik mag worden gemaakt van hefboomfinanciering of door andere beperkingen op te leggen met betrekking tot het beheer van de door de beheerder beheerde abi's met als doel de mate waarin het gebruik van hefboomfinanciering tot een toename van het systeemrisico in het financiële stelsel leidt of het gevaar van chaotische marktomstandigheden vergroot, te beperken.⁴⁷ Het doel van het toezicht op het gebruik van hefboomfinanciering ligt enerzijds in de voorkoming van systeemrisico's die zouden kunnen optreden door bijvoorbeeld falend risicobeheer bij abi's die in sterke mate gebruik maken van hefboomfinanciering. Anderzijds kan het fonds zelf in gevaar komen door falend risicobeheer. De voorgeschreven regels (art. 25 AIFMD) hieromtrent trachten deze risico's te mitigeren. Zo bepaalt art. 25 lid 3 AIFMD dat de abi-beheerder moet aantonen dat de hefboomfinancieringslimieten die hij hanteert voor elke abi die hij beheert, redelijk zijn en dat hij zich te allen tijde aan deze limieten houdt. De toezichthoudende instanties beoordelen de risico's die met gebruikmaking van hefboomfinanciering door de abi-beheerder gepaard gaan. Indien de toezichthoudende instantie voornemens is om maatregelen te nemen, dient het eerst advies in te winnen bij de ESMA.⁴⁸ Het staat de toezichthouder echter vrij om (op gemotiveerde wijze) het advies naast zich neer te leggen.

Vooraleer toezichthoudend op te kunnen treden dienen de toezichthouders wel de benodigde informatie onder zich te hebben omtrent het gebruik van hefboomfinanciering door (hedge)fondsen. Op grond van art. 7 lid 3 onder a AIFMD zijn de ab-beheerders (die onder het volledige regime vallen) verplicht om de bevoegde autoriteiten informatie te verstrekken over onder andere het gevoerde beleid ten aanzien van het gebruik van hefboomfinanciering. Op grond van art. 24 AIFMD gelden er strikte rapportageverplichtingen waaraan hedgefondsen moeten voldoen. Zo dienen de abi-beheerders op grond van art. 24 lid 1 AIFMD verslag uit te brengen jegens de bevoegde autoriteiten over de voornaamste markten en financiële instrumenten waarin zij voor de door hen beheerde abi's handelen. Met betrekking tot de hefboomfinanciering geldt op grond van art. 24 lid 4 AIFMD de plicht voor de abi-beheerders om de bevoegde autoriteiten van informatie te voorzien over de totale hefboomfinanciering waarmee elke door hen beheerde abi werkt, over de onderverdeling in hefboomfinanciering uit geleend geld of geleende effecten en hefboomfinanciering in de vorm van financiële derivaten, en over de mate waarin de activa van de abi in het kader van de hefboomfinancieringsregeling bij de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst zijn hergebruikt. Hierbij dient de identiteit te worden vermeld van de vijf grootste bronnen van geleend geld of geleende effecten en de hefboomfinancieringsbedragen die van elke bron zijn ontvangen.

⁴⁷ De toezichthoudende instanties stellen vervolgens de ESMA en het ESRB in kennis van de maatregelen die in dit verband zijn genomen, conform de procedures van artikel 50 AIFMD.

⁴⁸ De ESMA (European Securities and Market Authority) maakt samen met de EBA (European Banking Authority) en de EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) en de ESRB (European Systemic Risk Board) onderdeel uit van het ESFS (European System of Financial Supervisors).

De abi-beheerder bepaalt op grond van art. 15 lid 4 AIFMD de maximale hefboomfinanciering die hij voor elke abi in zijn beheer mag gebruiken (alsook de omvang van het recht op hergebruik van zekerheden of de garanties die in het kader van de hefboomfinancieringsregeling kunnen worden verleend). Hierbij dient de beheerder – naast diverse andere aspecten – rekening te houden met de hefboomfinancieringsbronnen van de abi's en de mate waarin hefboomposities zijn afgedekt (art. 15 lid 4).

De regelgeving uit de AIFMD ziet niet enkel op macro-, maar ook op microniveau. De abi-beheerder dient op grond van art. 23 onder a AIFMD informatie te verstrekken aan haar beleggers over (onder andere) de omstandigheden waaronder de abi hefboomfinanciering mag gebruiken, de toegestane soorten en bronnen van hefboomfinanciering en de daarmee gepaard gaande risico's.⁴⁹ De informatieverstrekking dient ex ante te geschieden, dus voordat de beleggers in het fonds hebben geïnvesteerd. Het ziet niet enkel op hefboomfinanciering. Zo dient de abi-beheerder informatie verstrekken over het liquiditeitsrisico van de abi, waaronder de terugbetalingsverplichtingen (onder normale en uitzonderlijke omstandigheden).⁵⁰ Verder dient op periodieke basis informatie te worden gedisclosed over het percentage van de activa waarop bijzondere regelingen van toepassing zijn.⁵¹ Bovendien dient elke abi-beheerder voor elke Europese abi die hij beheert en voor elke abi die hij in de Europese Uni verhandelt, uiterlijk zes maanden na afloop van elk boekjaar een jaarverslag over het betreffende boekjaar beschikbaar te stellen. Dit jaarverslag dient voorgelegd te worden aan en goedgekeurd te worden door de bevoegde autoriteiten.⁵²

Op grond van art. 24 lid 6 onder a AIFMD is de Europese Commissie bevoegd om middels gedelegeerde handelingen (overeenkomstig artikel 56 en onder de voorwaarden van de artikelen 57 en 58) maatregelen vast te stellen tot precisering van de vraag wanneer hefboomfinanciering geacht wordt in aanzienlijke mate te worden gebruikt in de zin van art. 24 lid 4 AIFMD. Dit heeft de Europese Commissie gedaan met de Gedelegeerde Verordening Nr. 213/2013.⁵³ Met deze Gedelegeerde Verordening wordt een uniform kader gevormd voor het gebruik van hefboomfinanciering. Er worden er twee methodes gehanteerd om de hefboomfinanciering te berekenen: de brutomethode en de methode op basis van gedane toezeggingen.⁵⁴ De brutomethode levert de totale blootstelling van de abi op terwijl de methode van gedane toezegging inzicht verschaft in de gehanteerde hedging- en salderingstechnieken. Beide methodes moeten worden gecombineerd.⁵⁵ Net als ingevolge de AIFMD is het een basis vereiste dat de bevoegde autoriteiten alle informatie verkrijgen die noodzakelijk is om het gebruik van de hefboomfinanciering passend te beoordelen.

⁴⁹ Een abi-beheerder kan in staan voor het beheer van Europese abi's die gebruikmaken van hefboomfinanciering. Hieromtrent gelden ook specifieke informatieverplichtingen. Deze zijn opgenomen in art. 23 lid 5 AIFMD.

⁵⁰ Art. 23 lid 1 onder h AIFMD.

⁵¹ Art. 23 lid 4 onder a AIFMD.

⁵² Zie hiervoor art. 103-107 van de Gedelegeerde Verordening Nr. 231/2013.

⁵³ Idem.

⁵⁴ Idem, overweging 11.

⁵⁵ Idem, overweging 12.

Afdeling 2 van de Gedelegeerde Verordening Nr. 213/2013 gaat in op de berekening van de hefboomfinanciering in het kader van art. 4 lid 3 AIFMD. In art. 6 zijn de algemene betekenisbepalingen opgenomen, art. 7 behandelt de brutomethode voor de berekening van de blootstelling van de abi en art. 8 bespreekt de methode van gedane toezeggingen voor berekening van de blootstelling van de abi.⁵⁶ De berekeningsmethodes zijn relevant ter bepaling van de ‘aanzienlijke mate’ waarin hedgefondsen met hefboomfinanciering werken in de zin van art. 24 lid 4 AIFMD. Dit is op grond van art. 111 lid 1 Gedelegeerde Verordening Nr. 213/2013 het geval indien de berekende blootstelling (op basis van art. 8) gelijk is aan meer dan driemaal de intrinsieke waarde van de abi.⁵⁷ Lid 2 bepaalt vervolgens dat wanneer aan lid 1 is voldaan, de abi ingevolge art. 24 lid 4 AIFMD verplicht is om de aldaar bedoelde informatie aan de bevoegde autoriteiten te verstrekken.

Dit vormt een vergaande verplichting voor hedgefondsen. Hiermee wordt gepoogd om ‘het macroprudentieel toezicht op hun activiteiten te vergemakkelijken’⁵⁸. Hellebuyck voert in dit verband aan dat voor de weinig transparante aard van hedgefondsen goede redenen bestaan. Hun ‘waas van geheimzinnigheid’ zou hen immers in staat stellen om de transacties die zij verrichten in goede orde af te wikkelen. Bekendheid van hun investeringsstrategieën (zoals het *shorten*) zou een bepaald investeringsgedrag kunnen uitlokken dat juist het tegenovergestelde is van datgene waarop zij met de door hen ingenomen posities werd geanticipeerd.⁵⁹ In dit opzicht ben ik het met Hellebuyck eens, maar men dient zich ervan bedacht te zijn dat de bovenstaande disclosure toezichtrechtelijk van aard is. Het ‘probleem’ dat hierdoor voor hedgefondsen ontstaat, kan ondervangen worden door de informatie niet publiekelijk aan de markt bekend te maken.

2.3.7 Beperkingen aan short-selling

Zoals uit par. 3.2 in nader detail zal blijken, is short-selling een van de voornaamste financiële methodes aan de hand waarvan hedgefondsen rendement weten te behalen wanneer de beurskoers daalt. Om die reden verdient het de aandacht om ook het regelgevende kader omtrent short-selling te bespreken.

Met de Short-selling Verordening is er een regelgevend kader gekomen voor de problematiek rondom short-selling (par. 3.2.2).⁶⁰ De Verordening is vormgegeven aan de hand van drie regelingen: (i) de

⁵⁶ Voor de inhoudelijke lezing verwijs ik naar de Gedelegeerde Verordening nr. 231/2013. De artikelen zijn namelijk erg gedetailleerd waardoor een individuele bespreking van de artikelen de leesbaarheid van het bovenstaande niet ten goede zou komen.

⁵⁷ Zoals tevens bepaalt in art. 6 lid 1 Gedelegeerde Verordening nr. 231/2013.

⁵⁸ AIFMD, overweging 49.

⁵⁹ Hellebuyck (2014), p. 119.

⁶⁰ VERORDENING (EU) Nr. 236/2012 VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD van 14 maart 2012 betreffende short selling en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps.

kennisgevingsplicht, (ii) maatregelen tegen naked-shortselling en (iii) de invoering van de *circuit breaker*.⁶¹ Een grotere mate van transparantie in aangehouden shortposities zal de markt en haar deelnemers ten goede komen.⁶²

Op grond van art. 5 en 6 wordt een kennisgevingsplicht (jegens de toezichthouder) en openbaarmakingsplicht (jegens de markt) geïntroduceerd. De meldingsplicht geldt voor 0,2% van het geplaatste kapitaal van de betrokken onderneming en elke 0,1% daarboven (art. 5 lid 2 Short-selling Verordening). Voor de openbaarmakingsplicht gelden andere drempels: 0,5% van het geplaatste kapitaal en elke 0,1% daarboven. De meldingsplicht geldt voor natuurlijke personen en rechtspersonen, ongeacht of zij binnen de Unie of een derde land woonachtig dan wel gevestigd zijn (art. 10 Short-selling Verordening). Artikel 12 stelt restricties aan ongedekte short-transacties (*naked-shortselling*) in aandelen door een beschikbaarheidsgarantie te stellen. Zo wordt er in lid 1 van het betreffende artikel bepaald dat een natuurlijke of rechtspersoon een shorttransactie in een tot de handel op een handelsplatform toegelaten aandeel alleen kan aangaan als:

- (i) de natuurlijke of rechtspersoon het aandeel heeft geleend;
- (ii) de natuurlijke of rechtspersoon een overeenkomst heeft gesloten dat het de aandelen kan lenen;
- (iii) de natuurlijke of rechtspersoon een regeling heeft met een derde waarbij deze derde de nodige maatregelen heeft genomen opdat de natuurlijke of rechtspersoon een redelijke verwachting kan hebben dat de afwikkeling op de gestelde datum zal plaatsvinden.⁶³

Op grond van art. 20 lid 1 jo. 2 Short-selling Verordening kunnen de bevoegde autoriteiten bepaalde shorttransacties verbieden of aanvullende voorwaarden eraan verbinden, indien sprake is ‘van ongunstige gebeurtenissen of ontwikkelingen die een ernstige bedreiging vormen voor de financiële stabiliteit of het marktvertrouwen in de betrokken lidstaat of in één of meer andere lidstaten, en de maatregel noodzakelijk is om de bedreiging te ondervangen en geen nadelig effect zal hebben op de efficiëntie van de financiële markten, dat onevenredig is in verhouding tot de voordelen ervan.’ Deze omstandigheden zijn nader

⁶¹ Short-selling Verordening, overweging 4. Zie art. 1 voor het toepassingsgebied van deze verordening. Zie voor een uitvoerige bespreking van de verordening O’Sullivan & Kinsella (2012) en Payne (2012). Voor een rechtsvergelijkende studie naar de Verenigde Staten verwijs ik naar Howell (2016).

⁶² Short-selling Verordening, overweging 7.

⁶³ Op de artikelen 5, 6, 12 en 15 geldt een vrijstelling op grond van art. 16 indien het belangrijkste handelsplatform in een derde land is gelegen. Verder worden marketmakers die handelsplatformen als het ware zelf creëren door financiële instrumenten in te kopen en te verkopen, vrijgesteld van de artikelen 5, 6, 7, 12, 13, en 14 van de Short-selling Verordening.

bepaald in de Gedelegeerde Verordening nr. 919/2012.⁶⁴ Voor een uitvoerigere beschrijving van deze Verordening verwijst ik naar Hellebuyck.⁶⁵

2.3.8 Overige bepalingen

Hiernaast wordt er door de AIFMD ook nadere regels gesteld omtrent het aanvangskapitaal (art. 9), voorwaarden omtrent de bedrijfsvoering door de abi-beheerders waaronder regels omtrent de beloningen van de beheerders, belangenconflicten, risicobeheer en liquiditeitsbeheer (art. 12-17). Voor de leesbaarheid van dit onderzoek en op relevantiegronden is ervoor gekozen om deze onderwerpen achterwege te laten en te verwijzen naar de vele financieelrechtelijke handboeken die hier de nodige aandacht aan besteden.⁶⁶

2.4 Nederlands recht

2.4.1 Wettelijk kader

De AIFMD is in Nederland primair geïmplementeerd in de Wft.⁶⁷ Veel regels zijn echter met een delegatiegrondslag in AMvB's geregeld. Dit is gedaan in de BGfo Wft die op zijn beurt weer verwijst naar de AIFMD waardoor de cirkel rond is. Door deze manier van 'dynamisch verwijzen' voorkomt de lagere wetgever dat er eventueel onjuist wordt geïmplementeerd.

2.4.2 Nederlandse begripsbepaling

Het begrip 'beleggingsinstelling' wordt in art. 1:1 Wft gedefinieerd met verwijzing naar art. 4 lid 1 onder a AIFMD waarbij een tweedeling wordt gemaakt in beleggingsmaatschappijen en beleggingsfondsen. Voor beleggingsmaatschappijen en -fondsen gelden er in bepaalde omstandigheden verschillende regels. Grundmann combineert deze twee begrippen en omschrijft een beleggingsinstelling als:

- een instelling voor collectieve belegging (...) die bij een reeks beleggers kapitaal ophaalt om dit overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid in het belang van deze beleggers te beleggen;
- die niet vergunningplichtig is uit hoofde van de ICBE-richtlijn;
- in de vorm van een niet in een beleggingsmaatschappij onder gebracht vermogen waarin ter collectieve belegging gevraagde of verkregen gelden (...) worden opgenomen teneinde de deelnemers in de opbrengst te doen delen ('beleggingsfonds') of een rechtspersoon die gelden of

⁶⁴ GEDELEGEERDE VERORDENING (EU) Nr. 919/2012 VAN DE COMMISSIE van 5 juli 2012 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 236/2012 van het Europees Parlement en de Raad betreffende short-selling en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps ten aanzien van definities, de berekening van netto shortposities, gedekte kredietverzuimswaps op overheidsschuld, meldingsdrempels, liquiditeitsdrempels voor het opschorten van beperkingen, aanmerkelijke dalingen in de waarde van financiële instrumenten en ongunstige gebeurtenissen.

⁶⁵ Hellebuyck (2014), p. 94-97.

⁶⁶ Zie onder meer Hellebuyck (2014), p. 119 e.v. en Grundmann-van de Krol (2016).

⁶⁷ De wijzigingen die aangebracht zouden worden zijn kort voor de inwerkingtreding van de AIFMD in Nederland gepubliceerd in de Staatscourant en het Staatsblad. Zie hiervoor de *Staatscourant* van 15 juli 2013 en het *Staatsblad* van 18 juli 2013 (2013, 293).

andere goederen ter collectieve belegging vraagt of verkrijgt teneinde de deelnemers in de opbrengst van de belegging te doen delen ('beleggingsmaatschappij'), niet zijnde een icbe.⁶⁸

2.4.3 Beleggen vs. ondernemen

Net als in de AIFMD ontbreekt in de Wft een nadere definitie van de begrippen 'beleggen' en 'collectief'. Met name de dunne lijn tussen 'beleggen' en 'ondernemen' is van belang voor activistische hedgefondsen. De 'Beleidsregels ondernemen of beleggen' van de AFM – die dateren van voor de invoering van de AFM en inmiddels zijn ingetrokken – laten aan de hand van 6 vragen het subtiel onderscheid zien tussen 'beleggen' en 'ondernemen'. Zoals in Hoofdstuk 3 zal worden besproken, vormt het activisme aan de hand waarvan hedgefondsen trachten de strategische koers van de geïsoleerde onderneming te veranderen, een belangrijk onderdeel van het instrumentarium waarmee ze waarde kunnen genereren voor haar investeerders. Hierbij kan de vraag opgeworpen worden of een activistisch hedgefonds in de geïsoleerde onderneming enkel belegt of daadwerkelijk onderneemt. Paces definieert het hedgefondsactivisme als 'verschil in ondernemerschap' tussen het hedgefonds en het bestuur⁶⁹ op grond waarvan geconcludeerd kan worden dat hedgefondsen eerder (actief) ondernemen dan (passief) beleggen. Een kanttekening die gemaakt dient te worden, is dat het activisme slechts een klein onderdeel van de activiteiten van hedgefondsen vormt. Dit zal nader in Hoofdstuk 4 worden besproken.

2.4.4 Vergunningsplicht

In par. 2.3.3 is reeds geconcludeerd dat een hedgefonds als (alternatieve) beleggingsinstelling zal kwalificeren. Een hedgefondsbeheerder zal onder de Nederlandse wetgeving om een vergunning van de Autoriteit Financiële markten (hierna: AFM) dienen te vragen op grond van art. 2:65 Wft.⁷⁰ Op grond van deze bepaling is het immers verboden om een Nederlandse beleggingsinstelling (waaronder hedgefondsen) te beheren of deelnemingsrechten in Nederland aan te bieden of als Nederlandse beheerder een beleggingsinstelling te beheren of deelnemingsrechten in deze beleggingsinstelling aan te bieden.⁷¹ De

⁶⁸ Grundmann-van de Krol (2016), p. 149.

⁶⁹ Paces (2017a), p. 12.

⁷⁰ In art. 1:13(a) Wft zijn er een aantal uitzonderingen opgenomen. Hedgefondsen zullen in de regel niet onder deze uitzonderingen vallen. In de regel zal de beheerder van een hedgefonds de deelnemingsrechten aanbieden. Indien de deelnemingsrechten echter worden aangeboden door een aanbieder die zelf geen *beheerder* is, dan handelt deze aanbieder ook in strijd met art. 2:65 Wft indien de beheerder van de beleggingsinstelling geen vergunning heeft. Art. 4:100 Wft illustreert een dergelijk geval.

⁷¹ Er geldt een territoriale reikwijdte op art. 2:65 Wft. Dit artikel ziet namelijk op (i) het beren van een *Nederlandse* beleggingsinstelling, (ii) het aanbieden van deelnemingsrechten *in Nederland* en (iii) beheerder met een zetel *in Nederland*. Zie hierover Silvertand e.a. (2015), p. 260-261.

vergunningsplicht rust op de beheerder van het hedgefonds (niet op het fonds als zodanig).⁷² De beheerder van een hedgefonds kan onder één vergunning meerdere fondsen beheren.⁷³

Indien een beheerder (a) een Nederlandse hedgefonds beheert, (b) in Nederland deelnemingsrechten in het fonds aanbiedt⁷⁴ of (c) als Nederlandse beheerder van een hedgefonds een hedgefonds beheert of deelnemingsrechten in het fonds aanbiedt, is de hedgefondsbeheerder vergunningsplichtig uit hoofde van art. 2:65 Wft. Er dient dan een vergunning aangevraagd te worden bij de AFM.

2.4.5 De *de minimis*-vrijstelling

De *de minimis*-vrijstelling – zoals reeds besproken in par. 2.3.5 – is neergelegd in art. 2:66a Wft. Art. 2:66a Wft bevat een uitzondering op de vergunningsplicht uit hoofde van art. 2:65 Wft en de doorlopende eisen (art. 4:1 lid 5 Wft) voor de kleine beheerders.⁷⁵ Voor de drempels verwijst ik terug naar par. 2.3.5. Een beheerder van een hedgefonds kan enkel een beroep doen op de *de minimis-vrijstelling* indien het haar deelnemingsrechten aanbiedt:

- aan professionele beleggers (art. 1:1 Wft);
- aan minder dan 150 personen;
- tegen een waarde van minstens €100.000,- per deelnemer; of
- met een nominale waarde van minstens €100.000,- per deelnemingsrecht.⁷⁶

Aanbieding aan louter professionele beleggers zal het geval zijn voor hedgefondsen aangezien zij hun participaties in beginsel aanbieden aan rijke particulieren c.q. professionele beleggers en institutionele beleggers. Dit type belegger beschikt in beginsel over de nodige deskundigheid om een weloverwogen en

⁷² Art. 2:65 (b) Wft. Silvertand e.a. (2015), p. 255. Dit contrasteert met de UCITS-richtlijn waaraan de ICBE's zijn onderworpen die naast de beheerder ook het product normeert. De verplichtingen uit de AIFMD bijvoorbeeld omtrent de *leverage* werken de facto werd door zodat gesteld kan worden dat ook onder de AIFMD sprake is van productregulering.

⁷³ Wel moet er bepaalde informatie, zoals opgenomen in art. 4:37c lid 7 Wft aan de AFM ter toetsing worden voorgelegd.

⁷⁴ Het begrip 'aanbieden' is in art. 1:1 Wft – voor zover het gaat om het aanbieden van deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling – als volgt gedefinieerd: 'het rechtstreeks of middellijk doen van een voldoende bepaald voorstel tot het als wederpartij aangaan van een overeenkomst inzake een recht van deelneming in een beleggingsinstelling of het rechtstreeks of middellijk vragen of verkrijgen van gelden of andere goederen van een cliënt ter deelneming in een beleggingsinstelling'. Zie hierover in meer detail Grundmann (2016), p. 155-157. De vorm van het aanbod doet volgens de parlementaire geschiedenis niet ter zake. Silvertand e.a. (2015), p. 258.

⁷⁵ Zoals reeds uiteengezet in par. 2.3.5 blijven er doorlopende informatieverplichtingen gelden jegens de AFM en de DNB. Bovendien dient de AFM geïnformeerd te worden indien het fonds niet meer onder de *de minimis*-drempels valt. Voorts geldt er een vrijstellingsvermeldingsplicht indien het fonds gebruik wenst te maken van deze vrijstelling. De beheerder is dan verplicht om in haar reclame-uitingen en andere documenten waarin haar deelnemingsrechten worden aangeboden deze vrijstellingsvermelding op te nemen. Het doel is om beleggers te waarschuwen dat het fonds niet onder toezicht van de AFM staat. Nadere regels hieromtrent zijn opgenomen in art. 2:1 e.v. Nrgfo.

⁷⁶ Silvertand e.a. (2015), p. 268. Een hedgefonds die onder de *de minimis*-vrijstelling valt kan ervoor opteren om aan de hand van een zogeheten *opt-in* toch een vergunning als bedoeld in art. 2:65 Wft aan te vragen. De reden hiervoor kan zijn dat potentiële participanten enkel willen of mogen beleggen in beleggingsinstellingen die onder toezicht staan of dat het hedgefondsbeheerder binnen de Europese Unie wilt 'paspoorten'. Idem.

geïnformeerde beleggingsbeslissing te kunnen nemen, waarbij het in staat wordt geacht om de risico's van de gehanteerde methodes van hedgefondsen in te kunnen schatten.

2.4.6 Prospectusplicht

Een deelnemingsrecht in een hedgefonds zal kwalificeren als een 'effect' in de zin van art. 1:1 Wft indien het verhandelbaar is en uitgegeven door een *closed-end* beleggingsinstelling. Een *closed-end* beleggingsinstelling is een beleggingsinstelling die niet *open-end* is.⁷⁷ Hedgefondsen hebben in de regel een *open-end* structuur met als gevolg dat diens deelnemingsrechten niet kwalificeren als effecten.⁷⁸ De beheerder van een hedgefonds dient een prospectus voor te leggen aan haar investeerders op grond van art. 4:37l Wft. Een van de belangrijkste doelen van deze prospectusplicht is aan de investeerders informatie te verschaffen die noodzakelijk is om een oordeel te kunnen vormen omtrent het hedgefonds, en de kosten en risico's. Indien de deelnemingsrechten worden aangeboden aan niet-professionele beleggers dan dient het prospectus te voldoen aan de aanvullende eisen van art. 115x BGfo.

2.4.7 Hefboomfinanciering

Voorts zijn er in de Wft nadere regels gesteld in verband met het gebruik van hefboomfinanciering. Indien een hedgefonds meer *leverage* hanteert dan driemaal de waarde van de activa (*net asset value*), gelden er naast de liquiditeitseisen van art. 3:63 Wft,⁷⁹ ook additionele rapportage-eisen. De liquiditeitseisen waarborgen dat er voldoende liquide middelen worden aangehouden om aan de terugbetalingsverplichtingen te kunnen voldoen jegens haar participanten. Art. 3:63 (3) Wft schrijft om die reden voor dat een beleggingsinstelling onverwijld mededeling moet doen aan de DNB indien het voorziet dat zij niet voldoet of niet meer zal voldoen aan de liquiditeitseisen.⁸⁰ Verder wordt van de beheerder geëist dat zij een limiet stelt aan de te gebruiken *leverages* waarbij zij aantoont dat deze limiet redelijkerwijs wordt nageleefd.⁸¹

⁷⁷ Uit art. 5:1a lid 2 Wft volgt dat een *open-end* beleggingsinstelling een beleggingsinstelling is waarvan de deelnemingsrechten op verzoek van de deelnemers (ten laste van de activa van de beleggingsinstelling) direct of indirect kunnen worden ingekocht of terugbetaald. Silvertand e.a. (2015), p. 261-262.

⁷⁸ De regels omtrent het aanbieden uit hoofdstuk 5.1 Wft zijn dus niet toepasselijk om hedgefondsen. Dit is een uitgebreide prospectus die aan de eisen van de Prospectusrichtlijn moet voldoen.

⁷⁹ De liquiditeitseisen van art. 3:63 Wft zijn van toepassing op *open-end* beleggingsinstellingen met hefboomfinanciering. Dit artikel is een implementatie van art. 16 AIFMD. Opmerking is dat art. 16 AIFMD van toepassing is op beleggingsinstellingen die géén *closed-end* beleggingsinstelling zijn. Onder de AIFMD is voor de toepasselijkheid van de liquiditeitseisen dus voldoende dat een beleggingsinstelling een *open-end* structuur heeft, ongeacht of het gebruik maakt van hefboomfinanciering.

⁸⁰ Silvertand e.a. (2015), p. 285-286.

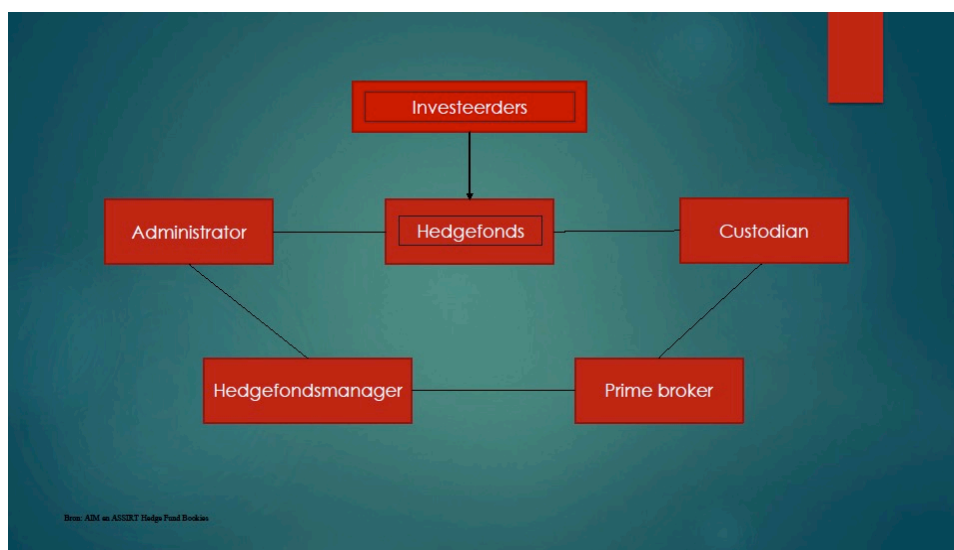
⁸¹ Dit volgt uit het samenstel van art. 3:74c Wft, art. 135a Bpr, art. 24 AIFMD en art. 111 Geleegde Verordening nr 231/2013.

2.4.8 Structuur

Art. 15 AIFMD regelt een formele en hiërarchische structuur voor de taken die verband houden met het risicobeheer en de uitvoerende werkzaamheden waaronder het portefeuille beheer. Omtrent deze structuur gelden er strikte regelgeving uit Deel 3 van de Wft en de Gedelegeerde Verordening nr. 231/2013.

Een hedgefonds is in de regel opgebouwd rondom drie entiteiten: het fonds, de beheerder en de zogenaamde custodian. De activa worden namelijk beheerd door een onafhankelijke bewaarder (de zogenaamde *custodian*). De manager is de beheerder van het fonds wat inhoudt dat hij het beleggingsbeleid en de investeringsstrategieën bepaalt. De transactie/opdrachten die door de managers worden gegeven, worden uitgevoerd door een *prime broker*/een *dealer* (doorgaans investeringsbanken). De administratieve controle hierop, zoals accounting, *investor services* of risicoanalyses, wordt uitgevoerd door derde partijen (de *fund administrators*).⁸² De meeste hedgefondsen worden zodanig gestructureerd dat zij niet onder de financieelrechtelijke regels vallen.⁸³ De zojuist omschreven partijen kunnen op de volgende manier schematisch in kaart worden gebracht:

Figuur 1: Structuur hedgefonds



Bron: AIM and ASSIRT Hedge Fund Bookies

Art. 4:37c lid 1 Wft vereist dat de beheerder van een beleggingsinstelling een rechtspersoon moet zijn. Bij hedgefondsen is dit bijna altijd het geval. Voorts eist art. 4:37f Wft dat de activa worden bewaard door een onafhankelijke bewaarder.⁸⁴ In de regel zal dit de prime broker zijn. Dit is slechts anders als het fonds in

⁸² IFLS Research (2009), p. 6.

⁸³ Een uitzondering op deze regel kan worden gemaakt indien tussen het fonds en de investeerder echter contractueel is overeengekomen dat het fonds wel een audit moet uitvoeren. Idem.

⁸⁴ De reden achter een separate bewaarneming is dat op deze manier voorkomen wordt dat het fondsactief vermengt met het vermogen van andere schuldeisers. Indien het actief als onderpand aan de prime broker is geseceerd, dan zullen de investeerders van het hedgefonds in een mogelijk faillissement van eerstgenoemde naast diens schuldeisers aanspraak moeten maken op dat

een gereguleerde structuur is onder gebracht. De bewaarneming zal dan geschieden door een (onafhankelijke) bewaarder of de custodian.⁸⁵

2.5 Ten besluite

In de paragrafen 2.3 en 2.4 is het Europese en Nederlandse regelgevende kader beschreven waaraan alternatieve beleggingsinstellingen (in brede zin) en indirect hedgefondsen zijn onderworpen. Met de AIFMD is het regelgevende kader voor hedgefondsen in vergaande mate vormgegeven. Getracht wordt op systeemrisico's in de toekomst beter te kunnen monitoren door de betrokken financiële actoren aan een regelgevend kader te onderwerpen. Het beheer van de hedgefondsen is transparanter gemaakt zodat de risico's die met deze collectieve beleggingsvehikels gepaard gaan, zoals bij het gebruik van hefboomfinanciering en short-selling, beperkt kunnen worden (par. 2.3.6 en 2.3.7). Hiermee wordt tevens het beschermingsdoel jegens de beleggers bereikt. De Europese (par. 2.3.4) en Nederlandse (par. 2.4.4) vergunningsplicht is namelijk een vorm van beleggersbescherming. Voor kleine hedgefondsen bestaat er de mogelijkheid om zich van deze vergunningsplicht te onttrekken door gebruikmaking van de *de minimis-vrijstelling* (par. 2.3.5 en 2.4.5). Gegeven de structuur van hedgefondsen – de *off-shore*-constructie (par. 2.3.4, voetnoot 57) – is het nog steeds de vraag in hoeverre hedgefondsen aan dit regelgevende kader gebonden zullen zijn. Desalniettemin kan de deelvraag – ‘Wat is een hedgefonds en hoe is het in Nederland juridisch gereguleerd?’ – worden beantwoord. Zoals uit par. 2.2 volgt is er geen eenduidige definitie van een hedgefonds te geven. Wel weten we dat het onder de AIFMD en de Wft kwalificeert als een alternatieve beleggingsinstelling. Deze kwalificatie heeft tot gevolg dat het regelgevende kader uit de AIFMD en – in Nederland – uit de Wft en diverse Verordeningen en lagere regelgeving op hen van toepassing zijn.

vermogen. Zie hierover Melnick e.a. Indien het vermogen echter aan een bewaarder wordt toevertrouwd, dan wordt het actief als het ware een ‘afgescheiden vermogen’ veiliggesteld jegens aanspraken van andere schuldeisers (ingeval van faillissement van de bewaarder).

⁸⁵ Naar Nederlands recht is dit opgenomen in art. 4:37f Wft. Zie hierover Silvertand e.a. (2015), p. 272-275. De bewaarder dient strikt te worden onderscheiden van de bewaarentiteit. De bewaarder vervult namelijk bewaar- en controletaken met betrekking tot de activa van het fonds. De precieze taken zijn verder uitgewerkt in Hoofdstuk IV van de Geleegde Verordening nr. 231/2013. Naar Nederlands recht is het bovendien relevant of sprake is van een beleggingsmaatschappij die rechtspersoonlijkheid bezit of van een beleggingsfonds die dat recht niet bezit. Indien sprake is van een beleggingsmaatschappij dan rust het juridische eigendom bij de maatschappij zelf. De juridische eigendom van de activa rust bij een beleggingsfonds bij een separate entiteit met rechtspersoonlijkheid. Hiervoor dient op grond van art. 4:37j Wft een separate bewaarentiteit in het leven te worden geroepen.

HOOFDSTUK III: FINANCIËELRECHTELIJKE ACTIVITEITEN VAN HEDGEFONDSEN

3.1 Inleiding

Hedgefondsen hebben een haast onbeperkt scala aan beleggingsstrategieën aan de hand waarvan zij de *abnormal returns* trachten te behalen. Een *abnormal return* houdt in dat het rendement van een effect of effectenportefeuille bezien over een bepaalde periode, afwijkt van het marktgemiddelde (bijvoorbeeld in vergelijking tot een marktindex of een benchmark). Abnormal returns worden doorgaans geassocieerd met directe gebeurtenissen of marktontwikkelingen die direct effect sorteren op de effecten of effectenportefeuilles.⁸⁶ Hedgefondsen trachten een zo hoog mogelijk rendement te creëren ongeacht in welke condities de markt zich bevindt.⁸⁷ Men kan echter opmerken dat iedere beleggingsfonds het doel heeft om positieve rendementen te behalen. Indien dit niet zo zou zijn, zou de beleggingswereld namelijk enkel uit hedgefondsen bestaan. Het onderscheidende kenmerk van hedgefondsen is – zoals eerder al is opgemerkt – dat zij te allen tijde c.q. onder elke (geforceerde) omstandigheden hun ogen op een positief rendement hebben.⁸⁸ Hierbij wordt in de regel gebruik gemaakt van de volgende methode: hefboomfinanciering, *short-selling*, *stock lending* en aandeelhoudersactivisme.⁸⁹

Zoals reeds in Hoofdstuk 1 bij de bespreking van dit hoofdstuk is aangegeven, zal dit hoofdstuk enkel de financiële activiteiten van hedgefondsen analyseren (par. 3.2). Nadat deze activiteiten zijn geanalyseerd en de potentiële risico's die ermee gepaard gaan zijn geïdentificeerd, kan er een oordeel worden gegeven of het huidige Europese en Nederlandse financieelrechtelijke stelsel voldoende in staat is om deze risico's te mitigeren (par. 3.3). In par. 3.3 zal ook stilgestaan worden bij de reguleringswijze van hedgefondsen (par. 3.3.1). Aan het eind van het hoofdstuk (par. 3.4) zal tot (partiële) beantwoording van de Centrale Onderzoeksvraag worden overgegaan.

⁸⁶ Bron: <http://www.dfbonline.nl/begrip/11999/abnormal-return>. Voor een ruimere uitleg: <https://www.investopedia.com/terms/a/abnormalreturn.asp>.

⁸⁷ De hedgefondsmanagers hebben zogenaamde *stock market abilities*. Een voorbeeld hiervan is het inzicht dat een manager heeft om ondergewaardeerde aandelen te signaleren om daarin vervolgens een long-positie in te nemen. Het doel van de manager is om de markt te overtreffen. Gray & Kern (2009) hebben deze stelling aan de hand van een empirisch onderzoek, onderstreept.

⁸⁸ Zo worden hedgefondsen geregeld beschuldigd van marktmanipulatie. Zo werden hedgefondsen en investeringsbanken door de Franse AFM in 2007 beschuldigd van *insider trading* (handel met voorkennis) en werden uiteindelijk ook boetes uitgedeeld aan het hedgefonds GLG Partners en de Deutsche Bank. Het fonds had volgens de toezichhouder informatie verkregen op basis van een door de Deutsche Bank georganiseerde peiling naar de converteerbare Vivendi-obligaties – welke uitgifte geleid zou worden door de Deutsche Bank – aangewend om haar Vivendi-aandelen te verkopen nog voordat deze informatie op de markt bekend was. Hellebuyck (2014), p. 415. Ook het fenomeen van *short-selling* kan als marktmanipulatie worden gezien indien de strategie van het shorten louter is ingegeven door het oogmerk om de koers te drukken. Shorten kan verder ook gepaard gaan met de verspreiding van misleidende informatie, hetgeen een inbreuk oplevert op art. 12 jo. 15 MAR. Zie hierover Stevens (2006), p. 20-25. Verder hebben Ben-David e.a. (2013) op basis van empirisch gegronde bewijs aangetoond dat hedgefondsen zich inderdaad schuldig maken aan beurskoersmanipulatie. Dardanelli stelt echter dat hedgefondsen niet per definitie 'kwader van aard' zijn dan andere financiële marktpartijen. Marktmanipulatie, fraude en valsheid in geschriften kan volgens hem namelijk ook worden gevonden bij tal van andere marktpartijen, hetgeen het scepticisme jegens hedgefondsen relatieveert. Dardanelli (2011), p. 470.

⁸⁹ Kahan & Rock (2007), p. 1033 en 1080. Raaijmakers (2007b), p. 24-25.

3.2 Financiële methodes

In deze paragraaf zal het financiële instrumentarium van hedgefondsen worden besproken. Dit zijn – achtereenvolgend – het gebruik van hefboomfinanciering en short-selling. Het regelgevende kader omtrent deze financiële activiteiten is respectievelijk geschetst in de par. 2.3.6 en 2.3.6. Het doel van deze paragraaf is om aan de hand van een bespreking van deze activiteiten de potentiële risico's te identificeren, zodat vervolgens een oordeel kan worden gegeven omtrent de effectiviteit in het mitigeren van deze risico's onder het huidige financieelrechtelijke stelsel.

3.2.1 Hefboomfinanciering

Een veel voorkomende tactiek is de hefboomfinanciering waarbij gretig gebruik wordt gemaakt van additionele leverage. De leverage ziet in beginsel op de schuldgraad van de onderneming (verhouding eigen en vreemd vermogen). Door een groot bedrag aan vreemd vermogen aan te trekken, wordt gepoogd het rendement van de transacties te vergroten (return on investment (ROI)). Indien op een beurskoers een rendement van 20% kan worden behaald dan loont het om in plaats van 100 aan eigen vermogen, 150 waarvan 50 aan vreemd vermogen, in te leggen. De ROI verschilt dan met 33,33% (20 op 30).⁹⁰ Door gebruik te maken van leverage kan met het beschikbare eigen vermogen een hoger rendement gemaakt worden door additioneel vermogen aan te trekken.⁹¹ Er wordt dus gebruik gemaakt van een hefboom (vandaar de term 'hefboomfinanciering').⁹²

De aankoop van financiële instrumenten (in de regel effecten) met een geleend bedrag gaat gepaard met een zogenaamde 'margin call'.⁹³ Op het moment dat het eigen kapitaal dat het hedgefonds onder zich heeft niet meer afdoende is om de terugbetalingsverplichtingen te dekken dan ontvangt de belegger een margin call. Dit vormt een signaal aan de belegger dat het niet goed gaat met diens positie. De ontlener (lees: het hedgefonds) zal dan verzocht worden om een bijkomend onderpand (lees: kapitaal) te storten (de zogenaamde 'collateral'). Het doel is om het onderpand en het met de leverage verbonden kredietrisico, (opnieuw) op een aanvaardbaar niveau te brengen.

⁹⁰ $(0,2)150/100 * 100\% = 30\%$ en $(0,2)100/100 * 100\% = 20\%$. Rendement stijgt van 20% naar 30%, en dat is dus een stijging met 33,33%.

⁹¹ Dit gesimplificeerde voorbeeld zijn de kosten die gepaard gaan met het aantrekken van leverage achterwege gelaten. De rente op de leverage dient onder de verhoging van de ROI te blijven, zodat alsnog winst wordt gemaakt.

⁹² Naast het optrekken van het vreemd vermogen kan ook gebruik worden gemaakt van derivaten die immers gevoeliger zijn voor marktschommelingen. Zucchi (2018). Zie voor een uitvoerige uiteenzetting van de leverage-methode Ang e.a. (2011) en Scheewis e.a. (2005).

⁹³ Margin calls zijn gerelateerd aan het onderpand van de beleggingen. Deze dienen ervoor om de partij die het bedrag (de leverage) heeft uitgeleend ervan te verzekeren dat het onderpand dat hiertegen is geboden, niet in waarde wordt aangetast zodat het de mogelijke verliezen kan dekken. Doorgaans wordt dit onderpand gevormd door de aanwezigheid van voldoende kapitaal op een beleggingsrekening.

De collateraal wordt bij hedgefondsen gevormd door de activa waarin het fonds belegt. Het krediet dat aan een fonds ter beschikking wordt gesteld hangt immers samen met een *margin account*. Het maximale bedrag dat kan worden uitgeleend wordt bepaald door de huidige portfoliowaarde af te zetten tegen het krediet. Zo kan er geëist worden dat de collateral (portfoliowaarde) 130% van de waarde van het krediet bedraagt, alvorens het fonds voor kredietlening in aanmerking komt. Het actief van het fonds (de collateral) is echter aan marktschommelingen onderhevig wat het risico op margin calls vergroot. Het gebruik van hefboomfinanciering (leverage) vergroot dus – als keerzijde van de medaille – ook het mogelijke verlies.

Er bestaat dus het risico dat aan de bijstortingseis niet kan worden voldaan met als gevolg dat het activa dat het onderpand vormde, verkocht zal moeten worden zodat met de opbrengst een deel van het geleende bedrag terug betaald kan worden (aan de bank). Dit vormt echter een uitzondering aangezien hedgefondsen in de regel wel aan de margin calls tegemoet zullen komen. Enkel onder uitzonderlijke marktomstandigheden bestaat er het risico dat dit niet het geval is, hetgeen grote financiële gevolgen voor het fonds, de uitlener (doorgaans de bank) en de markt zal hebben. De consequentie is dat de verkoop van het actief zal geschieden onder ongunstige marktomstandigheden hetgeen een waarde drukkend effect zal hebben op het te verkopen actief. Het risico van een zogenaamde *'fire sale'* ligt dan op de loer.^{94 95} De marktomstandigheden komen als gevolg hiervan nog verder onder druk te staan waardoor de financiële malaise in bredere zin toeneemt. De financiële stabiliteit komt ernstig in gevaar door het bestaan van deze systeemrisico's.⁹⁶

De bovenstaande risico's spitsen zich uiteindelijk toe naar het leverage-niveau dat hedgefondsen vandaag de dag aanhouden. Zoals reeds in par. 2.3.6 is uiteengezet, wordt er door de AIFMD en de Gedelegeerde Verordening Nr. 213/2013 bovengrenzen gesteld aan het gebruik hiervan. Hedgefondsen dienen jegens de bevoegde autoriteiten en haar investeerders transparant te zijn omtrent de hoogte en het gebruik van hefboomfinancieringen. De leverage wordt in de regel uitgedrukt in de verhouding tussen het totale actief ten opzichte van het kapitaal of het eigen vermogen (*capital adequacy ratio*).⁹⁷ Het is echter niet eenvoudig om in te zien welke positie door hedgefondsen wordt ingenomen en welk actief daarbij gebruikt wordt.

⁹⁴ Een voorbeeld hiervan is de LTCM-crisis. Het hedgefonds LTCM moest van een financiële afgang worden gered door een consortium van meerdere financiële entiteiten. Het fonds kon namelijk niet meer aan haar verplichtingen voldoen die ontstonden door het excessieve gebruik van leverage. Zie hierover Garbaravicius & Dierick (2005) en Laura & Ul Fazad (2017).

⁹⁵ Een vergelijkbaar mechanisme wordt in gang gezet door de zogenaamde *'deleveraging'*. Indien er een verlies wordt geboekt op het actief van een fonds dan dient dit verlies afgeschreven te worden op het eigen vermogen. Indien het portefeuille echter reeds een hoog leverage-niveau had dan kan een relatief klein verlies reeds grote gevolgen hebben voor de leverage-ratio. Deze verhouding wordt namelijk schever. Indien een onderneming deze verhouding tracht te herstellen dan zal het (bij gelijkblijvend eigen vermogen) een deel van haar actief moeten verkopen om de hoeveel leverage dat op deze actief stond, te doen afnemen. Dit kan een drukkend effect hebben op de prijs waardoor de leverage-ratio opnieuw in nadelige zin toeneemt. Murphy (2011).

⁹⁶ Dit is het risico dat de financiële toestand van één onderneming overslaat op andere ondernemingen. Kaal & Krause (2016).

⁹⁷ Bij een 1:1 ratio wordt er geen gebruik gemaakt van leverage, aangezien de totale activa gelijk zijn aan het eigen vermogen. Indien deze ratio toeneemt (aan de activazijde) dan kan dat erop duiden dat het fonds gebruik maakt van leverage. AIMA (2016), p 21-25.

Voor de berekening van het leverage-niveau is afhankelijk van de vrijwillige disclosure door hedgefondsen.⁹⁸ Onderzoeken tonen aan dat dit niveau lager ligt dan dat algemeen wordt aangenomen (gem. 2:1 of 3:1).⁹⁹ Hierbij kan men de vraag stellen of de grenzen die de AIFMD aan het gebruik van leverage heeft gesteld een slag in de lucht zijn of – zoals de toekomst ons zal moeten leren – een schot in de roos.

Een aanverwant probleem met het gebruik van leverage, is de interactie met de financiële ondernemingen. Hedgefondsen zijn voor het gebruik van leverage namelijk aangewezen op de bereidwilligheid van (commerciële) kredietinstellingen en/of beleggingsondernemingen¹⁰⁰ zoals investeringsbanken. Deze tegenpartijen lopen het risico dat de uitgeleende geldsommen niet terugbetaald kunnen worden door het hedgefonds indien de strategie van laatstgenoemde niet het gewenste rendement genereert. Het LCMT-debacle is hier een sterk voorbeeld van.¹⁰¹ Deze risico's vormen het tegenpartijrisico (*counterparty risk*) en vloeien voort uit de interactie tussen financiële ondernemingen en hedgefondsen. Zoals par. 2.4.8 reeds omschreef wordt dergelijke dienstverlening in de internationale (rechts)praktijk aangeduid als de '*prime broker*'.¹⁰²

Een van de belangrijkste risico's die uitgaan van het gebruik van leverage is het feit dat de moeilijkheden binnen het fonds op systematische wijze aanleiding kunnen geven tot moeilijkheden binnen andere financiële instellingen. Dit zal vervolgens haar weerslag hebben in de verplichtingen van deze financiële instellingen jegens derde (financiële) entiteiten. Het gevolg is dus een cascade aan wanprestaties hetgeen het financiële stelsel verlamt.¹⁰³ Gegeven de globalisatie van de huidige financiële markten en de vervlochtenheid van financiële partijen kan dit ernstige gevolgen hebben voor de nationale en internationale financiële markt.¹⁰⁴ Hierbij is het de vraag of het huidige financieelrechtelijke stelsel voldoende in staat is om deze systeemrisico's het hoofd te bieden (par. 2.3 en 2.4). Gezien deze systeemrisico's gaan er meningen in de rechtsliteratuur op die bepleiten voor indirecte regulering van hedgefondsen. De kapitaalvoorschriften uit de AIFMD en de beperkingen uit de Gedelegeerde Verordening 231/2013 omtrent het gebruik van hefboomfinanciering zijn vormen van directe regulering. Alvorens tot een analyse in deze problematiek kan worden overgegaan, dienen de overige twee financiële methodes te worden besproken.

⁹⁸ McGuire & Tsatsoronis (2008).

⁹⁹ Dit valt in het niet bij een gemiddelde van 20:1 (leningen en deposito's) die door banken worden aangehouden. Hellebuyck (2014), p. 59.

¹⁰⁰ Zie voor een uitleg van dit begrip par. 2.3.2, voetnoot 59.

¹⁰¹ Dardanelli (2011), p. 465-466. Johnson (2018).

¹⁰² Een andere manier waarop financiële instellingen interacties voeren met hedgefondsen is door direct in het fonds te participeren. De financiële instelling vormt dat een investeerder in het fonds in plaats van een tegenpartij. Hellebuyck (2014), p. 60.

¹⁰³ Om deze reden worden sommige financiële marktpartijen aangeduid als 'systeemrelevante entiteiten'. Een voorbeeld hiervan was de bank Fortis dat werd aangeduid als een 'systeembank' hetgeen inhoudt dat het *too big to fail* is.

¹⁰⁴ Zie voor een omschrijving van de gevolgen van het uiteenvallen van een groot hedgefonds Abraham (2011) en Laura & Ul Fazad (2017).

3.2.2. Short-selling

Short-selling wordt naast het gebruik van leverage beschouwd als het meest typerende kenmerk van hedgefondsen.¹⁰⁵ Shorten is in feite niet meer dan het verkopen van een effect, doorgaans een aandeel, op het moment dat dat effect zich nog niet in het beleggersportfolio bevindt. De koopprijs wordt dus als het ware ‘bij voorbaat’ ontvangen, terwijl het betreffende effect nog moet worden aangekocht. Dit aankoopmoment stelt de koper uit tot een moment waarop de prijs van het effect is gedaald. Voor short-selling is een prijsdaling dus erg gunstig. De verwachting van de koper wordt hierop aangepast (verkopen tegen een hoge prijs en inkopen tegen een lage).¹⁰⁶ Indien de shorter hierin slaagt, dan heeft het zijn effect met winst van de hand kunnen doen.

De shorten zal echter nog steeds aan zijn leveringsverplichting moeten voldoen. Dit gebeurt middels een aandelenlening of een *repurchase agreement*, waarbij de effecten door een derde aan de shorter beschikbaar worden gesteld. Hierbij geldt de verplichting voor de shorter om het ter beschikking gestelde pakket aan effecten aan deze ‘uitlenende’ derde terug te leveren. De shorten heeft dus een leveringsverplichting aan de koper en een terugleveringsplicht aan de uitlenende derde. Aan laatstgenoemde verplichting voldoet de shorter door de effecten uiteindelijk van de hand te doen.¹⁰⁷ Hierbij is het relevant om naked short-selling te onderscheiden van reguliere short-selling, omdat eerstgenoemde een stap verder gaat dan regulier short-sellen.¹⁰⁸

¹⁰⁵ Kahan & Rock (2007), p. 1033 en 1080. Raaijmakers (2007b), p. 24-25.

¹⁰⁶ In dit verband is het interessant om de geruchtenverspreiding te wijzen waarbij geruchten worden verspreid om de koers naar beneden te halen om vervolgens van deze lage koers te profiteren door short te gaan op het financiële instrument. Dit is een methodiek die ook door hedgefondsen wordt gebruikt. Greenlight Capital LLC is hier het meest bekende voorbeeld van. Haar manager insinueerde fraude binnen Allied Capital en gaf dit als reden voor haar investeerders om short te gaan om de aandelen van Allied Capital. De manager van het fonds gaf aan dat door de fraude de koersprijs van Allied Capital ‘kunstmatig’ hoog was gehouden en dat deze – nadat de fraude was ontdekt – terug zou dalen naar haar werkelijk niveau. Dit bood investeerders mogelijkheid om short te gaan op de aandelen. Allied Capital ontkende de fraude-beschuldigen en verweet het fonds van marktmanipulatie door valse geruchten te verspreiden. Hellebucyk (2014), p. 85. Dergelijke geruchtenverspreiding zal marktmanipulatie opleveren op grond van art. 12 lid 1 onder c MAR of een bijzondere omstandigheid waartegen de bevoegde autoriteiten op grond van art. 20 Short-selling Verordening jo. Gedelegeerde Verordening nr. 236/2012 kunnen optreden.

¹⁰⁷ Shorttransacties worden in het kader van de Short-selling Verordening gedefinieerd als: ‘met betrekking tot een aandeel of schuldinstrument, elke verkoop van het aandeel of schuldinstrument dat de verkoper niet in eigendom heeft op het moment dat hij de verkoopovereenkomst sluit, met inbegrip van een dergelijke verkoop wanneer de verkoper op het moment dat hij de verkoopovereenkomst sluit, het aandeel of schuldinstrument heeft geleend of een overeenkomst heeft gesloten om het aandeel of schuldinstrument te lenen met het oog op het leveren ervan bij de afwikkeling, waaronder niet begrepen:

- i) een verkoop door een van de partijen onder een retrocessieovereenkomst waarbij één partij heeft aanvaard om de andere partij een effect tegen een bepaalde prijs te verkopen met als tegenprestatie van die andere partij het effect op een later tijdstip tegen een andere, vooraf bepaalde prijs terug te verkopen,
- ii) een overdracht van effecten uit hoofde van een effectenuitleenovereenkomst voor, of
- iii) het aangaan van een futures- of ander derivatencontract waarin wordt overeengekomen om effecten op een toekomstige datum tegen een bepaalde prijs te verkopen. Art. 2 lid 1 onder b Short-selling Verordening.

¹⁰⁸ De eerstgenoemde kent namelijk meer risico’s dan de laatstgenoemde. Naked short-selling kan namelijk de marktintegriteit in gevaar brengen, terwijl er van reguliere short-selling een gunstige werking kan uitgaan. Bij naked short-selling verkoopt de shorter een effect die hij nog niet bezit, maar die ook nog niet aan hem is geleend. Er is dan (nog) geen derde die de effecten ter beschikking heeft gesteld. Het effect zal dus niet aan een koper *kunnen* worden verkocht hetgeen zal leiden tot een mislukte afwikkeling (*‘fail to deliver’*). Aan de koper wordt dan een vorm van futures contract opgedrongen waarbij de koper zich niet heeft kunnen uitlaten

Het voornaamste voordeel van short-selling is dat het een belegger (waaronder met name hedgefondsen) de mogelijkheid biedt om in ongunstige situaties een positief rendement te genereren. Indien na een analyse blijkt dat een onderneming overgewaardeerd is, kan er op de aandelen ‘geshort’ worden. Het creëert niet enkel bijkomende opportuniteiten voor beleggers, maar zorgt ook voor een efficiënte prijsvorming.¹⁰⁹ Dit hangt samen met de activiteiten die activistische hedgefondsen ontplooien. Door short te gaan op overgewaardeerde ondernemingen kunnen zij absolute returns genereren voor het fonds en haar investeerders. Hedgefondsen onderscheiden zich immers van andere fondsen doordat zij trachten winst te maken in zowel opwaartse als neerwaartse marktomstandigheden.¹¹⁰ De gevaren van short-selling zijn echter dat het verlies oneindig kan zijn indien geen gebruik wordt gemaakt van een ‘stop loss’.¹¹¹ De markten zijn bovendien irrationeel waardoor het lastig blijft om de fluctuaties te voorspellen.¹¹²

In par. 2.3.7 hebben we gezien dat op grond van art. 6 een openbaarmakingsplicht jegens de markt. Deze openbaarmakingsplicht brengt het risico op een *short-squeeze* met zich mee. Dit risico treedt in wanneer de prijs van de aandelen – in tegenstelling tot de verwachting van de shorter – in waarde stijgt. De shorter zal haar short-positie dan zo snel mogelijk van de hand willen doen, met als gevolg dat de koers – door de toegenomen vraag – verder zal stijgen. Een stijging van de beurskoers kan er dus toe leiden dat hedgefondsen die een short-positie aanhouden, uit de markt worden ‘gesqueezed’. De openbaarmakingsplicht mitigeert echter op gunstige wijze de risico’s die gepaard gaan met short-selling, maar het maakt hedgefondsen ook gevoeliger voor een dergelijke *short-squeeze*.

3.3 Huidige Europese en Nederlandse regulering

De bovenstaande analyse laat zien dat de activiteiten van hedgefondsen zowel voordelen als risico’s met zich brengen. Volgens Nabilou en Paccès zijn de voordelen de ‘verbreding’ die de financiële methodes bieden voor de financiële markten. Bovendien zijn de fondsen in staat om inefficiënties en discrepanties in de markt te signaleren (par. 3.2.2).¹¹³ Aan het eind van par. 3.2.1 werd reeds gewezen op het meest belangrijke risico van de activiteiten van hedgefondsen, te weten: de systemrisico’s. De grootte van hedgefondsen, het *leverage*-gebruik en de interactie met financiële instellingen kunnen een (groot) gevaar vormen voor de stabiliteit van de financiële markten. Dit heeft geleid tot twee verschillende opvattingen

over de koopprijs van het effect. Deze werkwijze kan de marktwerking onder druk zetten, omdat de shorter handelt in ‘hete lucht’ waardoor hij erg kwetsbaar is (vandaar de term ‘naked’).

¹⁰⁹ Hellebuyck (2014), p. 78.

¹¹⁰ Jank & Smajbegovic (2017). Choi e.a. (2016).

¹¹¹ Een stoploss zorgt ervoor dat je positie sluit indien het teveel tegen je werkt, dus indien je te grote verliezen maakt.

¹¹² Fama (1970).

¹¹³ Nabilou & Paccès (2015), p. 186-187.

omtrent de regulering van hedgefondsen. Het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten pleiten voor indirecte regulering¹¹⁴ van hedgefondsen via de regulering van de wederpartijen (*counterparties*, par. 3.2.1).¹¹⁵ Directe regulering ziet op wet- en regelgeving dat gericht is op de regulering van de industrie en het fonds als zodanig. In geval van hedgefondsen is er op Europees niveau met de AIFMD gekozen voor directe regulering van de industrie voor collectieve beleggingen (par. 2.3).¹¹⁶ Met de implementatie van de AIFMD geldt dit ook voor het Nederlandse financiële recht (par. 2.4). Indirecte regulering ziet op de regulering van van wederpartijen van hedgefondsen (doorgaans maar niet exclusief: de *prime brokers*) (par. 2.4.8 en 3.2.1).¹¹⁷

Zoals we in par. 2.3 en 2.4 hebben gezien wordt de belangrijkste maatregelen met betrekking tot de regulering van hedgefondsen gevormd door i) de vergunningsplicht en ii) de beperkingen die worden gelegd aan hefboomfinanciering en iii) short-selling.¹¹⁸ Nu het gehele regelgevende kader is geschetst en de financieelrechtelijke activiteiten van hedgefondsen nader zijn geduid, kan tot beantwoording van de Centrale Onderzoeksvraag worden overgegaan. Ter herhaling: ‘Is het huidige Europese en Nederlandse financieelrechtelijke en vennootschapsrechtelijke stelsel voldoende in staat om de mogelijke risico’s die gepaard gaan met de activiteiten van hedgefondsen te mitigeren?’

¹¹⁴ Middels deze reguleringsvorm worden er maatregelen getroffen op niveau van de crediteuren en (met name) wederpartijen van hedgefondsen, zoals diens *prime brokers*. Athanassiou stelt dat: ‘*the aim of such measures would be to enhance the counterparty riskmanagement practices that financial institutions apply in their dealings with hedge funds and/or to impose disclosure duties on prime brokers and other crucial hedge fund counterparties in respect of their hedge fund exposures. An indirect approach could be complemented by the obligatory ‘registration’ of managers of hedge funds in conjunction with the (voluntary) improvement, by the hedge fund industry itself, of its transparency, risk management and asset valuations standards and practices.*’ Athanassiou, (2009). Deze wederpartijen worden dus van de juiste prikkels voorzien om hedgefondsen te monitoren. Nabilou & Paces (2015), p. 206. Nabilou pleit in zijn proefschrift voor indirecte regulering van hedgefondsen omdat volgens hem op deze manier de systeemrisico’s op effectieve en tegen zo laag mogelijk kosten kunnen worden aangepakt. ‘*In fact, the effectiveness of indirect regulation is potentially so high that this regulatory approach could be sufficient to cope with the systemic risk generated by hedge funds. On the contrary, direct regulation is unlikely to address hedge funds’ contribution to systemic risk without compromising their benefits to financial markets. In addition, the greatest obstacle to the success of direct regulation of hedge funds remains to be the regulatory arbitrage by hedge funds.*’ Nabilou EU (2014), p. 360. In de Verenigde Staten is de stap tot indirecte regulering reeds gezet met de introductie van de ‘*Volcker Rule*’. Zie hierover Hellebuyck (2014), p. 66 e.v.

¹¹⁵ Het Verenigd Koninkrijk was bij het opstellen van de AIFMD van mening dat vastgehouden moest worden aan een verlicht regime. Zie par. 2.3.1, voetnoot 23. Dit strookt met bovenstaande opvatting. Volgens Nabilou & Paces is deze opvatting van deze jurisdicties ingegeven door de vrees dat hedgefondsen hun bedrijf zullen verplaatsen naar andere gunstigere markten (*regulatory arbitrage*) vanwege de directe regelgeving van deze landen. Nabilou & Paces (2015).

¹¹⁶ Athanassiou (2009). Zo ziet directe regulering doorgaans op registratie-, disclosure-, kapitaalverplichtingen et cetera. De verplichtingen raken het fonds direct.

¹¹⁷ Bij indirecte regulering wordt er meer op vertrouwd dat de wederpartijen van hedgefondsen de risico’s de activiteiten van laatstgenoemde zullen mitigeren. Dit wordt gedaan door verplichtingen op te leggen aan deze wederpartijen in de hoop dat op indirecte wijze de (primair bedoelde) entiteit of activiteit wordt gereguleerd. Een voorbeeld hiervan is het opleggen van *margin*-verplichtingen (par. 3.2.1) of het opleggen van een limit aan *leverage* dat mag worden uitgeleend aan een hedgefonds. Laura & Ul Fazad (2017). La Porta e.a. tonen aan dat er verschil in beleggersbescherming zit tussen *civil* en *common law* landen. Zie La Porta e.a. (1998). Zie tevens Cools (2006).

¹¹⁸ En andere overige bepalingen zoals uiteengezet in par. 2.3.8.

3.3.1 Directe vs. indirecte regulering

Vele academici zijn van mening dat directe regulering de groei en de voordelen van de hedgefondindustrie te veel limiteert.¹¹⁹ Nabilou & Paccès en Laura & Ul Fazad bepleiten onder andere om die reden voor indirecte regulering van hedgefondsen.¹²⁰ Hierbij wijzen zij op de tekortkomingen van directe regulering in het aanpakken van systeemrisico's.¹²¹ Het voornaamste argument tegen directe regulering is dat het de voordelen van de activiteiten die ontplooid worden door hedgefondsen, ondermijnt. Het succes van de beleggingsstrategieën van hedgefondsen hangen in sterke mate samen met de betrouwbaarheid hiervan.¹²² Het opleggen van disclosureverplichtingen, onder andere uit hoofde van de AIFMD (par. 2.3), de Gedelegeerde Verordening nr. 231/2013 (par. 2.3.6) en de Short-selling Verordening (par. 2.3.7), kunnen het succes van deze beleggingsstrategieën ondermijnen. Dit is te betreuren omdat met het gebruikmaken van hefboomfinanciering en short-selling respectievelijk wordt bijgedragen aan de liquiditeit van de markt en voor het benutten van imperfecties in de markt.¹²³

Hiernaast is directe regulering onvoldoende in staat om de negatieve externaliteiten die mogelijk gepaard gaan met deze activiteiten, het hoofd te bieden. Het opleggen van disclosure- en transparantieverplichtingen – hetgeen juist onder de AIFMD en de betreffende regels uit de Wft wordt gedaan (par. 2.3 en 2.4) – kunnen namelijk ineffectief en contraproductief zijn. Laat er echter geen twijfel over bestaan dat deze disclosure- en transparantieverplichtingen hard nodig zijn binnen de financiële markt.¹²⁴ Desalniettemin kunnen deze verplichtingen onwenselijke gevolgen hebben. Een van deze gevolgen is het Placebo-effect (van het recht). Dit effect houdt in dat onder de investeerders van het fonds en diens wederpartijen een valse verwachting bestaat dat hedgefonds veiliger zijn simpelweg omdat zij aan disclosureverplichtingen zijn onderworpen. Het zorgt voor een gewijzigd risicoperspectief jegens hedgefondsen en de risico's die door het recht geadresseerd worden.¹²⁵ Dit is problematisch omdat i) de risico-inschatting onder de investeerders verslechterd met als gevolg ii) dat de disciplinerende werking van hun monitoring afneemt.¹²⁶ Dat laatste

¹¹⁹ Laura & Ul Fazad (2017).

¹²⁰ Nabilou & Paccès (2015).

¹²¹ Nabilou & Paccès (2015) en Laura & Ul Fazad (2017).

¹²² Cole e.a. hebben aangetoond dat de meeste fondsen in beginsel onwelwillend staan tegenover de disclosure van deze strategieën, omdat ze vrezen hun gunstige positie te verliezen. Cole e.a. (2007).

¹²³ In dit opzicht bepleit Zingales voor invoering van 'vertraagde disclosure' inhoudende dat hedgefondsen niet direct informatie dienen te verschaffen over haar strategieën. Zingales (2009). Dit wringt echter met de ex ante beoordeling van de risico's die gepaard gaan met deze activiteiten, zoals het leverage-gebruik.

¹²⁴ Zo tonen Cole e.a. aan dat de (investerings)banken voor het uitlenen van geldsommen aan hedgefondsen een *credit assessment* uitvoeren om de financiële gesteldheid van het fonds te bezien. Hierbij kijken deze financiële instellingen naar het management van het fonds, diens leverage-niveau, liquiditeit en haar strategie. Deze *assessments* zijn in vergaande mate afhankelijk van de transparantie van het fonds. Zonder adequate transparantie en informatievoorziening is het voor financiële instellingen namelijk onmogelijk om het *assessment* uit te voeren. De verplichtingen uit de AIFMD en de Gedelegeerde Verordening nr. 231/2013 bieden uitkomst hierin.

¹²⁵ Aviram (2006).

¹²⁶ Een ander gevolg van de disclosureverplichtingen is het op een risico op *short-squeeze*. Dit risico treedt in wanneer de prijs van de aandelen – in tegenstelling tot de verwachting van de shorter – in waarde stijgt. De shorter zal haar short-positie dan zo snel

is met name van belang voor institutionele beleggers. Zoals in par. 2.3.5 reeds werd gesteld, bieden hedgefondsen hun deelnemingsrechten in de regel enkel aan professionele beleggers en/of institutionele beleggers. Deze laatste groep heeft een eigen fiduciaire plicht jegens haar eigen investeerders. Zij zullen een zelfstandig *due-diligence*-onderzoek doen naar het hedgefonds. Dit onderzoek zal uitvoeriger zijn wanneer een hedgefonds niet aan een strikt regelgevend kader is onderworpen. *A contrario* zal dit onderzoek minder diepgaand zijn wanneer het fonds wel aan striktere regelgeving is verbonden. Met dit gewijzigde risicoperspectief – dat enkel speelt bij directe regulering van financiële partijen – wordt er aan kwaliteit ingeleverd in de monitoring door institutionele beleggers.

Nabilou en Paccès wijzen verder op drie redenen waarom directe regulering niet zal slagen in het mitigeren van de (systeem)risico's die gepaard gaan met de activiteiten van hedgefondsen: i) directe regulering leidt tot *regulatory arbitrage*, ii) het creëert een Placebo-effect bij de investeerders en wederpartijen van hedgefondsen en iii) de *one-size-fits-all*-benadering – die ook aan het Europese en Nederlandse regelgevende kader ten grondslag is gelegd (par. 2.4) – is niet in staat om de diversiteit en heterogeniteit van hedgefondsen te adresseren.¹²⁷ Binnen de Europese Unie zal de problematiek rondom *regulatory arbitrage* niet spelen omdat met de AIFMD een uniform kader is gekomen dat toepasselijk is binnen de gehele Unie. De hedgefondindustrie is echter een mondiaal opererende industrie. Indien een hedgefonds binnen dit Europese (en Nederlandse) regelgevende kader kosten maakt, terwijl het geen marginale kosten oplevert om te switchen naar een andere jurisdictie waarin deze kosten niet gemaakt hoeven te worden, dan zal het fonds ervoor opteren om haar zetel te verplaatsen. De naleving van de overige bepalingen uit par. 2.3.8 zullen bijvoorbeeld geen insignificant kosten met zich meebrengen. Dit vormt dan ook de redenen voor de meeste hedgefondsen om zich te vestigen in de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk. In deze landen gelden er namelijk uitzonderingen waar hedgefondsen gebruik van kunnen maken.¹²⁸ Bovendien zijn de AIFMD en de Wft in onvoldoende mate toegesneden op specifieke investeringsvehikels (de *one-size-fits-all*-benadering).¹²⁹ Deze *over-inclusive* definitie van alternatieve beleggingsinstellingen (par. 2.3.2 en 2.4.2) houdt in onvoldoende mate rekening met de heterogeniteit binnen de hedgefondindustrie. De enige vorm van differentiatie is waar te nemen in de grootte van de alternatieve beleggingsinstellingen (*de minimis*-vrijstelling (par. 2.3.5 en 2.4.5)). De benadering die op Europees en

mogelijk van de hand willen doen. Deze drang zal er vervolgens tot leiden dat de koers nog verder stijgt. Een stijging van de beurskoers kan er dus toe leiden dat shorters uit de markt worden 'gesqueezed'. De openbaarmakingsverplichtingen uit de Short-selling Verordening (par. 2.3.7) maken hedgefondsen gevoeliger voor dit fenomeen.

¹²⁷ Nabilou & Paccès (2015), p. 194-205. Zie voor het laatste punt tevens par 2.3.4.

¹²⁸ Zie voor een bespreking van deze uitzonderingen onder het Amerikaanse recht Kaal & Oesterle (2016a en b) en Kaal (2014). Voor het Britse recht Cornish & Mason (2009) en Kim (2014), p. 111-144.

¹²⁹ Payne (2011).

Nederlands niveau is gekozen, is derhalve geen geschikte keuze met betrekking tot de regulering van hedgefondsen.

Het werd al reeds opgemerkt, maar de disclosureverplichtingen kunnen de positieve effecten van de activiteiten van hedgefondsen – zoals het voorzien van financiële debacles tijdens de financiële crisis (inleiding) – en het succes van deze activiteiten ondermijnen. Het gebruik van (naked) short-seling (par. 3.2.2) zal namelijk enorm falen indien het fonds haar short-posities bekend moet maken op grond van de Short-selling Verordening (par. 2.3.7).

De AIFMD is bovendien te veel gericht is op het bieden van beleggersbescherming en de vorming van een interne markt dan het mitigeren van systeemrisico's die gepaard gaan met de activiteiten van hedgefondsen.¹³⁰ Deze redenering kan *a fortiori* – m.u.v. de vorming van een interne markt – worden doorgetrokken naar ons huidige Nederlandse financieelrechtelijke stelsel. In par. 2.4.5 hebben we reeds gezien dat hedgefondsen hun deelnemingsrecht in de regel enkel aanbieden aan beleggers die in staat zijn om de risico's van deze rechten in te kunnen schatten. Redenerend vanuit deze invalshoek kan gesteld worden dat het huidige financieelrechtelijke systeem eerder slag in de lucht is met betrekking tot de regulering van hedgefondsen dan een schot in de roos. Het beleggersbeschermingsdoel dat aan de AIFMD ten grondslag ligt, is misplaatst in de regulering van hedgefondsen. Bovendien is ook de definitiebepaling van alternatieve beleggingsinstellingen in de Wft te breed en daarmee weinig bruikbaar binnen de hedgefondindustrie. Het faalt in een essentiële differentiatie naar type beleggingsvehikel en het disclosureregime ondermijnt het potentiële succes van de hedgefondindustrie. Alhoewel een zekere mate van disclosure onontbeerlijk is in de huidige financiële markt en het monitoren van systeemrisico's, zou dit ook contractueel geregeld kunnen worden tussen de investeerders en de managers van de hedgefondsen.¹³¹ Bovendien zullen de kapitaal-, liquiditeit, risicomanagement, beperkingen aan hefboomfinanciering en short-selling ertoe leiden dat hedgefondsen zich zullen verplaatsen naar jurisdicties (buiten de Europese Unie) waar deze beperkingen niet gelden en/of er uitzonderingen gelden waar hedgefondsen gebruik van kunnen maken (*regulatory arbitrage*). Het vertrek van hedgefondsen zal ten koste gaan van de diversiteit en liquiditeit van de Nederlandse en Europese financiële markten en hun bijdrage aan de efficiëntie van de markt.

¹³⁰ Nabilou (2014), p. 366.

¹³¹ Idem, p. 367.

3.4 Ten besluite

In par. 3.3 is het eerste deel van de Centrale Onderzoeksvraag beantwoord. Op basis van de aard van de disclosureverplichtingen en het doel van de huidige Europese en Nederlandse financieelrechtelijke wet- en regelgeving, is er – met betrekking tot het eerste punt – tot de conclusie gekomen dat deze verplichtingen een belemmerende factor vormen voor de potentiële voordelen die hedgefondsen (kunnen) hebben op de financiële markt. Met betrekking tot het tweede punt is geconcludeerd dat dit stelsel eerder is gericht op beleggersbescherming en de vorming van een interne markt dan het tackelen van de (systeem)risico's die gepaard gaan met de financiële activiteiten van hedgefondsen. Deze 'beschermingslat' ligt in zekere zin te hoog gezien het feit aan wie hedgefondsen haar deelnemingsrechten aanbiedt. Bovendien leiden de nadere bekendmakingsverplichtingen omtrent het kapitaal, hefboomfinanciering, short-selling tot een toevlucht naar het Britse en Amerikaanse recht (*regulatory arbitrage*). Het huidige Europese en Nederlandse financieelrechtelijke stelsel is dus onvoldoende in staat om de mogelijke risico's die gepaard gaan met het gebruik van hefboomfinanciering en short-selling te mitigeren, omdat directe regulering van hedgefondsen een ontoereikende reguleringsmethode is voor hedgefondsen. Door middel van indirecte regulering kan er een sterker regelgevend kader vorm worden gegeven dat is toegesneden op de risico's van hedgefondsen.¹³² Mocht het huidige stelsel in de toekomstig aangepast worden, dan zou de (Europese en) Nederlandse wetgever naar de werking van de *Volcker-rule* in de Verenigde Staten kunnen kijken.

¹³² Nabilou (2014) en Nabilou & Paccès (2015).

HOOFSTUK IV: ACTIVISME

4.1 Inleiding

Wanneer aandeelhouders het niet eens zijn met de manier waarop de vennootschap door het bestuur wordt beheerd, dan kunnen zij ervoor opteren om het aandeel van de hand te doen (*exit*) of gebruik maken van de middelen die het vennootschapsrecht hen aanreikt om haar ongenoegen tot uiting te brengen (*voice*).¹³³ Het is de laatste optie is bij uitstek het terrein van activistische hedgefondsen.¹³⁴ Hedgefondsactivisme is een specifieke vorm van aandeelhoudersactivisme, hetgeen ook wel ‘*entrepreneurial shareholder activism*’ wordt genoemd gegeven de wijzigingen die het tracht aan te brengen in de *status quo* van de onderneming en/of diens strategie.¹³⁵ Hedgefondsactivisme onderscheidt zich van traditioneel activisme door de manier waarop het vorm geeft aan het activisme.¹³⁶ Nadat hedgefondsen de markt hebben geanalyseerd voor potentiële doelvennootschappen, gaan zij in deze doelvennootschappen interveniëren door in beginsel een relatief gering aandelenbelang in te nemen op het moment dat de markt hun interventie niet verwacht.¹³⁷ Hedgefondsen pogen vervolgens – bijwijlen radicale – wijzigingen aan te brengen in de governance en/of in de strategie van de onderneming,¹³⁸ met als doel hun aandelenbelang van de hand te doen, nadat de onderneming haar volle potentie waar heeft gemaakt. Vanwege hun unieke aanpak zijn hedgefondsen efficiënter dan elke andere vorm van aandeelhoudersactivisme op het gebied van corporate governance.¹³⁹ Het 'activismeproces' vindt in beginsel achter gesloten deuren plaats,¹⁴⁰ maar indien de activisten er niet in slagen om haar doelen achter gesloten deuren te bereiken, schuwen zij er niet voor om in een publieke

¹³³ Hirschman (1970).

¹³⁴ In tegenstelling tot de hefboomfinanciering en short-selling vormt het activistische optreden slechts een fractie van de werkzaamheden van een hedgefonds. Bovendien betreedt niet elke hedgefonds het activistische terrein. Katelouzou (2013), p. 7 en Partnoy & Thomas (2007), p. 24. Activistische hedgefondsen worden namelijk niet als zodanig geregistreerd en gecategoriseerd waardoor het niet eenvoudig is om een getrouw beeld te geven van het aantal hedgefondsen dat activistisch optreedt. De Jong e.a. stellen dat slechts een klein deel (2-5%) van de bestaande hedgefondsen als activistische aandeelhouder optreedt. De Jong e.a. (2007), p. 57. In de Verenigde Staten wordt het aantal activistische hedgefondsen geschat op ca. 100 tegen de meer dan 9.000 in beginsel non-activistische hedgefondsen. Katelouzou (2013), p. 7 en Clifford (2008), p. 24-25.

¹³⁵ Paces (2017a). Katelouzou komt tot drie gemene delers bij activistische hedgefondsen: ‘*I suggest that the style of activism hedge funds engage in has three defining features: (i) it presupposes an equity stake as departure point; (ii) which is accumulated offensively, that is activist hedge funds either do not have a pre-existing stake in the target company or they have a small one which they quickly increase when they decide to adopt a proactive stance; and (iii) it aims to a change in the policies of the targeted companies in order to extract value.*’ Katelouzou (2013), p. 7.

¹³⁶ Het traditionele activisme omvat het agenderen van punten waar de activisten ontevreden over zijn en waarover gesproken dient te worden tijdens de aandeelhoudersvergadering. Gillan & Stark (2007), p. 55. Deze vorm van activisme is echter niet erg effectief geweest in het behalen van haar doelstellingen. Zie hierover Yermack (2016), p. 103 en Partnoy (2015). Raaijmakers stelt verder dat hedgefondsen in tegenstelling tot traditionele institutionele beleggers in staat zijn om snel en flexibel om te gaan met nieuwe veranderingen. Raaijmakers (2007a), p. 3.

¹³⁷ Becht e.a. (2014) rapporteren een gemiddeld aandelenbezit van 11% in hun mondiale sample.

¹³⁸ De strategiewijzigingen omvatten diverse financiële beslissingen, strategische keuzes, governancewijzigingen, zoals wijzigingen in het dividendbeleid, de terugkoop van aandelen, doen van (des)investeringen, M&A-transacties, *asset allocations*, kapitaalwijzigingen, R&D-kwesties, interne governance-kwesties zoals beschermingsconstructies en – met name – de wijziging die de activistische aandeelhouders trachten aan te brengen in de compositie van het bestuur (of de raad van commissarissen). Rhee (2018), p. 5-6.

¹³⁹ Paces (2017a), p. 3 en 6.

¹⁴⁰ Becht e.a. (2015), p. 116. Briggs (2007), p. 696.

campagne te treden.¹⁴¹ Het ultieme doel van het fonds is waardecreatie (*abnormal returns*) ten gunste van haar investeerders, maar ook voor het zittende aandeelhoudersbestand.¹⁴² Er zijn indicaties dat hedgefondsen haar doelen soms tracht te bereiken middels bedenkelijke methodes. Het stemmen zonder economisch belang – wat in de Amerikaanse literatuur wordt aangeduid als *empty voting* – vormt een voorbeeld van deze – in de woorden van Kahan & Rock – *dark side of hedge fund activism*.¹⁴³

4.2 Empty voting

Een methode voor activistische hedgefondsen om de uitkomst van de stemming tijdens de aandeelhoudersvergadering als het ware te manipuleren, is het fenomeen van empty voting. Van empty voting wordt regelmatig gebruik gemaakt door hedgefondsen: *‘Hedge funds have been especially creative in decoupling voting rights from economic ownership. Sometimes they hold more votes than economic ownership: a pattern we call “empty voting.” Sometimes they hold more economic ownership than votes, though often with de facto ability to acquire the votes if needed -- a situation we call “hidden ownership” because the economic ownership is often not disclosed’*, aldus Hu en Black.¹⁴⁴ Empty voting komt er in de kern op neer dat een belegger meer stemrecht(en) heeft dan evenredig is aan zijn kapitaalbelang. Het juridische belang is daardoor groter dan het economische belang.¹⁴⁵ Deze constructies verstoren de verhouding tussen het juridische en het economische eigendom en komen in strijd met het *one-share-one-vote*-principe. Door middel van empty voting kunnen agency kosten worden verlaagd, doordat beleggers die niet goed geïnformeerd zijn (veel kosten moeten maken voor de vereiste informatievergaring) hun stemrecht overdragen (middels een volmacht) of te verkopen (*securities lending*) aan beleggers die beter op de hoogte zijn van de stand van zaken, waaronder hedgefondsen. Hu & Black zien dit als een versterking van de *checks and balances* binnen de onderneming.¹⁴⁶ Ze stellen dat *‘empty voting could let votes move from less to better informed hands and, thus, could enhance the effectiveness of shareholder oversight’*.¹⁴⁷

¹⁴¹ Paces (2016), p. 11.

¹⁴² Bebchuck e.a. (2015), Becht e.a. (2015), Brav e.a. (2008), Kahan & Rock (2007), Armour & Cheffins (2009), Becht e.a. (2010) en Katelouzou (2013).

¹⁴³ Kahan & Rock (2007), p. 1075-1077.

¹⁴⁴ Hu & Black (2006a).

¹⁴⁵ Indien een belegger een groter economisch belang heeft dan is er sprake van *‘hidden ownership’*. Hu & Black (2006b), p. 825. Zie tevens Hu & Black (2006a en c) en Lee (2007), p. 883-911 en p. 884. Raaijmakers duidt het als synthetische (aandelen)belangen. Raaijmakers (2007b), p. 3-72. De Jongh verstaat onder empty voting de uitoefening van het stemrecht op de beursgenoteerde aandelen in het eigen belang door een persoon die op de registratiedatum niet het economisch risico draagt dat aan de betreffende aandelen is verbonden. De Jongh (2014), p. 450. Zie voor een omschrijving van empty voting door middel van *equity swaps en CFS’s, short-selling, securities lending, repurchase agreements* en overige financiële instrumenten Raaijmakers (2007b), p. 10-23. Een bekend Nederlands voorbeeld van empty voting is het ontlenen van aandelen door ABN AMRO in Fortis om mee te stemmen in de kapitaalverhoging ter financiering van de overname van ABN AMRO. De laatstgenoemde bank zag namelijk meer heil in een samenwerking met Barclays dan met het consortium Fortis, Banco Santander en The Royal Bank of Scotland. Hellebuyck (2014), p. 287-288.

¹⁴⁶ Hu & Black (2006b), p. 820.

¹⁴⁷ Idem, p. 825.

Empty voting is een veelgebruikte methode van activistische hedgefondsen waardoor zij stemrechten verkrijgen of verhogen vlak voor de registratiedatum.¹⁴⁸ Hierdoor wordt de stemming op de aandeelhoudersvergadering als het ware gemanipuleerd. *Empty voting* moet volgens Schouten worden beoordeeld aan de hand van *voting efficiency*. Hij stelt: ‘*An analysis of empty voting should focus on its potential to enhance efficiency. Empty voting realizes this potential when it enables a shareholder with superior information to obtain greater voting power, thereby increasing the probability that a majority of the shares is voted in favor of the correct option.*’¹⁴⁹ Hedgefondsen zijn in de regel goed geïnformeerde aandeelhouders waardoor het gebruik van *empty voting* bij kan dragen aan de welvaartsmaximalisatie binnen de vennootschap.¹⁵⁰ Het feit dat hedgefondsen in de regel goed geïnformeerde beleggers zijn volgt uit hun businessmodel (par. 4.4) en hun omvangrijke kennis en expertise in segmenten waarin zij gespecialiseerd zijn. Ondanks dat *empty voting* door hedgefondsen bij kan dragen aan de welvaartsmaximalisatie binnen de vennootschap, moet de vraag gesteld worden in hoeverre deze methodiek geoorloofd is. De Serière stelt dat de grens tussen geoorloofd gebruik en ongeoorloofd misbruik vooral wordt bepaald door het criterium van wat wel en niet maatschappelijk aanvaardbaar is in het ondernemingsrecht.¹⁵¹ Het speelt echter ook op financieelrechtelijke vlak doordat dit fenomeen distorsie van de zuiverheid in de prijsvorming kan veroorzaken. Een belangrijke remediëring wordt in de rechtsleer gevonden in de verhoogde transparantie met betrekking tot het aandelenbezit.¹⁵² Oosterhoff pleit ervoor om de rechten van houders van financieel-economische belangen onder bepaalde omstandigheden in te korten, indien sprake is van uitoefening van deze rechten die tezeer indruisen tegen de belangen van de vennootschap en haar stakeholders.¹⁵³ Art. 2:8, art. 6:248 lid 2 of art. 3:13 BW zouden als grondslag kunnen dienen ter sanctionering van *empty voting*-situaties.¹⁵⁴ Men dient echter niet uit het oog te verliezen dat aandeelhouders gerechtvaardigd zijn in haar handelen in eigen belang.¹⁵⁵ Een art. 2:8-vordering zal slechts in uitzonderlijke gevallen mogelijk zijn.¹⁵⁶

¹⁴⁸ De verplichting tot opname van een registratiedatum wordt gelegd door de (eerste) Aandeelhoudersrichtlijn uit 2007. Art. 7 bepaalt namelijk dat de lidstaten bepalen dat de rechten van aandeelhouders om aan een algemene vergadering deel te nemen en op door hun gehouden aandelen te stemmen, vastgesteld worden aan de hand van de aandelen die zij op een welbepaalde datum voorafgaand aan de algemene vergadering, hierna „de registratiedatum” genoemd, houden. Deze registratiedatum is niet toepasselijk op vennootschappen die op de dag van de vergadering de namen en adressen van hun aandeelhouders uit een bestaand register van aandeelhouders kunnen halen. Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen.

¹⁴⁹ Schouten (2012), p. 129.

¹⁵⁰ De Jongh (2014), p. 452.

¹⁵¹ Asser/De Serière 2-IV 2017/114.

¹⁵² Zo gelden er op grond van art. 5:45 Wft uitgebreide meldingsplichten bij gebruikmaking van derivaten. Idem. Zie voor de remediëring middels transparantiewetgeving Hellebuyck (2014), p. 339 e.v.

¹⁵³ Oosterhoff (2017), p. 49 e.v.

¹⁵⁴ Idem, p. 276 e.v.

¹⁵⁵ Kemp (2015).

¹⁵⁶ Slagter (2005), p. 14 en 74.

4.3 Problematiek van het activisme

De activiteiten van activistische hedgefondsen zijn niet onomstreden gebleven. Hedgefondsen trachten de *status quo* binnen de geïsoleerde onderneming omver te werpen om haar doelen te bereiken. Dit zorgt voor een spanningsveld met de autonomie van het bestuur van een beursgenoteerde onderneming. Het beheer van de vennootschap wordt namelijk – in meerdere jurisdicties – in sterke mate toebedeeld aan de vennootschapsleiding (*'delegated management'*).¹⁵⁷ Zo dicteert het Nederlandse ondernemingsrecht een formele scheiding tussen de bevoegdheden van het bestuur en de aandeelhoudersvergadering.¹⁵⁸ Voor het goed functioneren van deze scheiding en het waarborgen van gezonde verhoudingen tussen deze kernorganen is een goedwerkend systeem van *checks and balances* vereist. Activistische hedgefondsen versterken het spanningsveld dat in dit *checks and balances*-systeem ontstaat. Men kan het hedgefondsactivisme echter ook positief percipiëren door te stellen dat haar activisme een disciplinerend effect heeft op ondermaats presterende ondernemingen doordat de prestatiedruk en de vernieuwingsdrang wordt verhoogd. Activistische hedgefondsen vormen op die manier een sterke aanjager van de economie.¹⁵⁹ In het navolgende zal het businessmodel van activistische hedgefondsen in nader detail worden geanalyseerd.

4.4 Businessmodel

4.4.1 Algemeen

Een belangrijke vraag voor hedgefondsen is welke ondernemingen zullen worden geïsoleerd. Er bestaat een grote hoeveelheid aan studies die onderzocht hebben welke factoren het hedgefondsactivisme aanwakkeren. In beginsel richten activistische hedgefondsen hun pijlen op ondernemingen die naar economische maatstaven, zwak presteren. In de loop der jaren werden echter ook ondernemingen met een zwakke governance (bijvoorbeeld in de bestuurs- of beslissingsstructuur) het lijdende voorwerp van hedgefondsactivisme vanwege de twijfelachtige kwaliteit of simpelweg door het inadequate functioneren van de onderneming. In deze paragraaf zullen de bepalende factoren onderzocht en uiteengezet worden. Onderzoek wijst in dit verband op vier karakteristieken van ondernemingen waarvan het aandeelhoudersactivisme afhankelijk is: de onderneming (als zodanig), de CEO, het bestuur en het

¹⁵⁷ Hansmann & Kraakman (2009), p. 12 e.v. Zo zijn er gemeenschappelijke kenmerken van het bestuur over meerdere Europese jurisdicties, maar blijven er ook grote verschillen bestaan. Deze verschillen hangen deels samen met de aandeelhoudersstructuren van de jurisdictie (wijdverspreid of blockholder-structuur) en deels om historische *path-dependency*, sociale en politieke redenen. Davies e.a. (2013).

¹⁵⁸ In Nederland is de autonomie van het bestuur vrijwel uitgekristalliseerd. HR 21 januari 1955, NJ 1959,43 (Forumbank), HR 13 juli 2007, JOR 2007,178 en OK 17 april 2008, JOR 2008, 445 (ABN AMRO), m. nt. Maeijer, HR 9 juli 2010, NJ 2010, 544 (ASMI) m. nt. Schilfgaarde en meer recentelijk Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 (Akzo Nobel). Hierover Nowak (2013), p. 252.

¹⁵⁹ Raaijmakers (2007b), p. 27.

aandeelhoudersbestand.¹⁶⁰ Met name de karakteristieken van de onderneming, zoals diens voorgaande prestaties, de grootte, mate van diversificatie, groeimogelijkheden en de aanwezigheid van *free cashflow*, zijn grondig bestudeerd.

In de regel beschikken hedgefondsen over veel expertise en ervaring om ex ante te analyseren welke ondernemingen interessant zijn om tijd, kapitaal en moeite in te investeren teneinde aandeelhouderswaarde en *abnormal returns* te creëren.¹⁶¹ Indien deze expertise niet aanwezig is, worden externe adviseurs geraadpleegd. Het businessmodel houdt namelijk in dat ondergewaardeerde aandelen (de zogenaamde 'toehold') worden ingekocht zonder dat de markt iets weet over de intenties van de activisten. Indien het potentiële doelwit namelijk opgemerkt zou worden in de markt, zouden de activisten niet in staat zijn om de aandelen in te kopen wanneer deze ondergewaardeerd zijn.¹⁶²

4.4.2 Voorkeur naar jurisdictie?

Alvorens het businessmodel van activistische hedgefondsen te bespreken, dient allereerst stilgestaan te worden bij de fases waarin dit activisme geschiedt en bij de vraag welke juridische regelgeving hierbij een rol van betekenis speelt. Katelouzou maakt een vierdeling in het hedgefondsactivisme: de *entry stage*, *trading stage*, *disciplining stage* en de *exit stage*. De mogelijkheden voor de activisten in deze fases zijn in belangrijke mate afhankelijk van de juridische regels die hierop van kracht zijn. Voor activistische hedgefondsen is het namelijk belangrijk dat er een aantrekkelijke juridisch raamwerk aanwezig is dat de onderneming reguleert, alvorens zij zullen overgaan tot beoordeling van de ondernemingen die aan de gestelde karakteristieken voldoen (par. 4.5). Deze beoordeling vormt de *entry stage*. Indien de onderneming – onder andere – ondermaats presteert, maar nog steeds te kwalificeren is als een *value firm*,¹⁶³ dan zullen

¹⁶⁰ Goodwin (2015), p. 29.

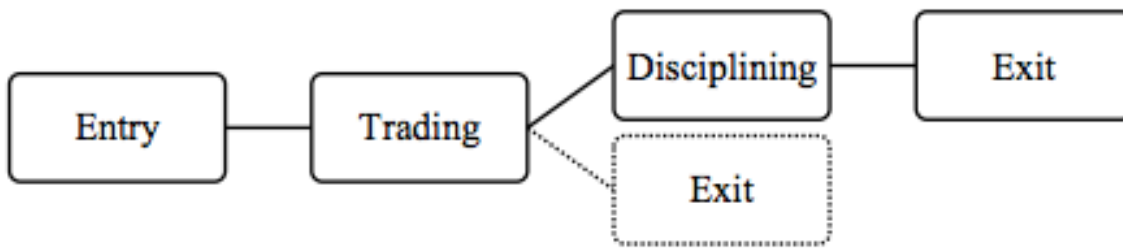
¹⁶¹ Bratton (2007), p. 1383.

¹⁶² Paccès (2017a), p. 18.

¹⁶³ Brav e.a. onderzochten aan welke kenmerken geïsoleerde ondernemingen in het bijzonder beantwoorden. Volgens hun onderzoek richten hedge funds zich met name op, vanuit economisch perspectief beschouwd, ondernemingen die ondergewaardeerd zijn, maar waarvan het opwaartse waardepotentieel hoog is. Deze ondernemingen zijn dus winstgevend in potentie, betalen voorts relatief gering dividend uit en hebben veel anti-overnamemechanismen ter plaatse. De zogenaamde 'value firms'. Zij zien hedgefondsen dan ook als 'value investors' omdat deze fondsen waarde genereren binnen de geïsoleerde ondernemingen. Brav e.a. (2008), p. 1730 en 1752. Voor een beknoptere versie van deze bevindingen hun latere werk: Jiang e.a. (2010), p. 188 en 207.

de activisten een niet-significant aandelenbelang innemen (*trading stage*).¹⁶⁴ ¹⁶⁵ Dit vormt weliswaar een belangrijke preconditionie voor de *trading stage*, maar het is geen harde eis. De aandeelhoudersstructuur is namelijk ook van belang voor de activisten. Hedgefondsen prefereren *dispersed ownership* in de *entry stage* van het activisme, omdat de aanwezigheid van grote *blockholders* die het activisme van het hedgefonds in potentie niet steunen, een hinder voor laatstgenoemde kunnen vormen.¹⁶⁶

Figuur 2: Fases van hedgefondsactivisme



Bron: Katelouzou (2015).

Wanneer hedgefondsen zich in de *trading stage* bevindt, zal het haar aandelenbelang gradueel opbouwen. Nadat het een gedegen aandelenbelang heeft opgebouwd, zal het overgaan tot gebruikmaking van haar activistische tactieken (*disciplining stage*). De activisten zullen wijzigingen voorstellen in onder andere de corporate governance van de onderneming, de kapitaalstructuur dan wel in de strategische koers (par. 4.3). Het onderzoek hiernaar is reeds verricht tijdens de *entry stage*, aangezien het fonds dan al overtuigd is van haar kansen om de inefficiënties binnen de onderneming te verbeteren (par. 4.4.1). De activisten maken haar wensen primair kenbaar door in *one-on-one's* te treden met het bestuur. Hierna zullen diverse methodes volgen teneinde haar wensen door te dringen.¹⁶⁷ Indien zij hierin slagen en de inefficiënties

¹⁶⁴ Met het begrip ‘niet-significante belangen’ wordt bedoeld op de belangen die onder de disclosure-regels met betrekking tot het aandelenbezit blijven. Elke jurisdictie kent haar eigen wet- en regelgeving waarbij verschillende drempels worden voorgeschreven. In de Verenigde Staten geldt op grond van *Schedule 13D* een drempel van 5% met een meldingstermijn van 10 dagen, waarbij de beleggers ook haar intenties binnen de onderneming duidelijk dienen te maken. De termijn wordt door de activisten uitgebuit, aangezien ca. 40% van de activisten haar melding pas verricht op de 10^e dag van deze termijn. Bebchuk e.a. (2015). In Europa geldt op grond van de Transparantierichtlijn eenzelfde drempel (oplopend van 5% naar 75%), maar afwijking door de nationale wetgevers is mogelijk. Zo hanteert Nederland een drempel van 3% en het Verenigd Koninkrijk een drempel van 2%. In Frankrijk en Italië zijn statutaire afwijkingen van de voorgestelde drempels mogelijk. Zo is in Frankrijk de laagst mogelijke drempel een aandelenbelang van slechts 0.5%. Lagere drempels kunnen een hindernis vormen voor activisten om een significant belang op te bouwen. Het kan echter ook dienen als een (waarschuwings)signaal jegens het bestuur en de overige aandeelhouders. Een meldingsplicht met betrekking tot haar intenties, zoals in de Verenigde Staten, geldt niet op Europees niveau. Wel is er met de Herzene Aandeelhoudersrichtlijn een identificatieplicht opgelegd bij het innemen van een aandelenbelang van 0,5%. Hierover meer in Hoofdstuk 7.

¹⁶⁵ Naast de aandelendrempels kan er ook worden gewezen worden op de wet- en regelgeving omtrent het *acting in concert* en het Amerikaanse fenomeen van de *wolf packs*. Zie daarover in meer detail Katelouzou (2015), p. 26-28.

¹⁶⁶ Katelouzou (2015), p. 11.

¹⁶⁷ De intensiteit en effectiviteit van de acties in deze fase zijn in belangrijke mate afhankelijk van de grootte van de druk die zij als aandeelhouders kunnen uitoefenen. Hierbij maken hedgefondsen – anders dan de traditionele activistische aandeelhouders –

binnen de onderneming hebben verbeterd, zullen zij haar aandelen met winst trachten te verkopen (*exit stage*). Dit zullen de activisten doen op de open markt.¹⁶⁸

De vraag welke wet- en regelgeving relevant is voor activisten, is afhankelijk van de fase waarin het activisme zich bevindt.¹⁶⁹ Katelouzou heeft in haar onderzoek aangetoond dat het kapitaalmarkt- en het vennootschapsrecht de belangrijkste rol speelt voor de vraag waar (lees: in welk land en in welke onderneming) activistische hedgefondsen zullen interveniëren (*entry stage*). Met name de disclosure-regels met betrekking tot het aandelenbezit zijn bijzonder relevant voor activisten,¹⁷⁰ maar ook de aanwezigheid van sterke aandeelhoudersrechten. Met betrekking tot de overige drie fases waren er weinig indicaties waar te nemen uit de data van Katelouzou.

4.4.3 Motieven

Interventies door activistische hedgefondsen gaan gepaard met verschillende motieven en doelstellingen. Brav e.a. hanteren voor de motieven van hedgefondsen een indeling in vijf voornaamste categorieën, die ieder weer ingedeeld kunnen worden in subcategorieën.¹⁷¹ Het motief wordt succesvol bereikt indien de activist erin slaagt zijn voornaamste doel (partieel) te bewerkstelligen of tot een compromis te komen met het bestuur van de geviseerde onderneming.

Het eerste motief is dat het hedgefonds meent dat de onderneming ondergewaardeerd is en dat het fonds overtuigd is dat het na een succesvolle interventie aandeelhouderswaarde kan genereren. Dit motief heeft een tamelijk vriendelijke aanpak, omdat het bereikt wordt door in dialoog te treden met het bestuur. Het 2^e motief richt zich op het dividendbeleid en de kapitaalstructuur van de onderneming. Het 3^e motief richt haar pijlers op de gehanteerde strategie van de onderneming, hetgeen ingedeeld kan worden in operationele efficiëntie, gebrek aan focus op de *corebusiness* van de onderneming, verschillende M&A-transacties en het bewerkstelligen van (een sterkere) groei van de onderneming. Het 4^e motief houdt de verkoop van de

slechts in geringe mate gebruik van haar aandeelhoudersrechten, zoals ook blijkt uit de bevindingen van Becht e.a. (2014). Aandeelhoudersrechten zoals het benoemings- en het ontslagrecht en het recht om een rechtszaak aan te spannen wegens een *breach of duties*, spelen een indirecte rol in het activisme. Katelouzou (2015), p. 29-38.

¹⁶⁸ Brav e.a. (2008).

¹⁶⁹ In dit verband kan gewezen worden op het belangrijke onderzoek van La Porta e.a. (1998) die aantonen dat de aandeelhoudersstructuur en de marktprijsontwikkeling in belangrijke mate afhankelijk is van de nationale wet- en regelgeving. Zie tevens het onderzoek van Cools (2006) dat hierop heeft voortgeborduurd en met nieuwe bevindingen is gekomen.

¹⁷⁰ Voor Nederland zijn dit de regels uit Hoofdstuk 5.3 van de Wet Financieel Toezicht (Wft) voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen. Thans zijn er plannen in wording met betrekking tot de verlaging van de eerste drempel van de meldingsplicht voor aandeelhouders van 3% naar 1%.

¹⁷¹ Brav e.a. (2008). Opgemerkt dient te worden dat deze motieven, op het eerste motief na, niet exclusief zijn, hetgeen inhoudt dat een activistische hedgefonds meerdere motieven kan hebben om binnen een onderneming te interveniëren.

onderneming in. Deze verkoop kan geschieden met een derde partij of door het hedgefonds zelf. Het 5^e motief omvatten governancewijzigingen in de geviseerde onderneming.

4.4.4 Gehanteerde methodes

Brav e.a. omschrijven de methodes die door hedgefondsen worden ingedeeld en categoriseren deze in de mate van agressiviteit. De eerste – en daarmee gelijk de meest voorkomende – methode wordt gevormd door de informele gesprekken die hedgefondsen voeren met het bestuur. In 48,3% van de onderzochte zaken zocht het hedgefonds primair op informele wijze het contact op met het bestuur waarin het haar ideeën besprak. Hieropvolgend dienden hedgefondsen formele voorstellen in over punten die ter bespreking aan de aandeelhoudersvergadering moesten worden voorgelegd (32%). Indien het bestuur weigerde dan zocht het fonds de media op om kritiek te uiten op het disfunctioneren van het zittende bestuur. Op deze wijze tracht het fonds steun te winnen onder de media en de overige aandeelhouders om een of meerdere bestuur- en/of commissarissen te ontslaan. Slechts in sporadische gevallen werd de stap naar de rechter overwogen. Tot slot wordt de meest agressieve methode van activistische hedgefondsen gevormd door een overnamebod van het fonds op de doelvennootschap. Enkel grote hedgefondsen met voldoende eigen vermogen zullen hiertoe in staat zijn.¹⁷²

4.4.5 Waardecreatie per motief

De reacties die de interventies door hedgefondsen op de markt teweegbrengen, zijn afhankelijk van de voorgesteld wijzigingen en doelstelling van deze hedgefondsen. Het onderzoek van Brav e.a. laat de hoogste *average abnormal returns* (8.54%) zien bij voorstellen tot verkoop van de onderneming.¹⁷³ Deze bevindingen zijn in lijn met Greenwood & Schor.¹⁷⁴ Becht e.a. laten kleine verschillen zien tussen ondernemingen die overgenomen dan wel niet-overgenomen zijn (8.1% tegen 5.2%).¹⁷⁵ Wijzigingen in de strategie rapporteerde in een *average abnormal return* van 5.95%. Wijzigingen in de governance of de financiële structuur van de onderneming laten een *average return* zien van 1.47% en 1.73%. Deze ondermaatse resultaten zijn in overeenstemming met het eerdere werk van Bizjak & Marquette naar

¹⁷² Hierop aansluitend wordt door Cheffins & Armour een onderscheid gemaakt tussen offensieve en defensieve vormen van activisme. Onder defensief activisme verstaan zij de situatie waarin een reeds zittende aandeelhouder ontevreden is met het management en gaat lobbyen teneinde wijzigingen hierin aan te brengen. In tegenstelling tot de defensieve vorm van activisme, hebben de offensieve activisten nog geen aandelen (*pre-existing stake*). Offensieve activisten bouwen hun aandelenbelang in hoog tempo op met als doel wijzigingen aan te brengen in de (in hun ogen) slecht renderende status quo. Cheffins & Armour (2012). Zie voor een genuanceerde analyse van deze twee vormen van hedgefondsactivisme D. Katelouzou (2013), p. 6-7. Het defensieve activisme dient echter strikt te worden onderscheiden van *private activism*, zoals door Becht e.a. (2010) is onderzocht. Het onderscheid tussen *public* en *private activism* houdt in dat bij de laatste variant de doelen van de hedgefondsen langs informele wegen wordt bewandeld, waarbij niet in de media wordt getreden en niet bedreigd wordt met het aanspannen van rechtszaken. Zie hiervoor Becht e.a. (2010), p. 4-5.

¹⁷³ Brav e.a. (2008).

¹⁷⁴ Greenwood & Schor (2009).

¹⁷⁵ Becht e.a. (2008).

traditionele governance activisme.¹⁷⁶ Men kan echter niet stellig zijn in deze opvatting aangezien Boyson & Mooradian sterkste resultaten op de markt rapporteren voor *governance related* hedgefondsactivisme.¹⁷⁷ De resultaten naar deze vorm van activisme zijn dus niet eenduidig.

Het is echter lastig om een onderscheid te maken tussen de effecten die volgen uit de wetenschap dat een hedgefonds in een onderneming zal interveniëren en het effect dat deze interventie zal hebben op de lange termijn. Het onderzoek van Becht e.a. en Klein & Zur toont aan dat in minstens 60% van de gevallen de bestuurders instemmen met de voorstellen van de activistische hedgefondsen.¹⁷⁸

Het bovenstaande verdient aanvulling met de recente(re) bevindingen van Becht e.a.¹⁷⁹ De voornaamste bevindingen van Becht e.a. zijn dat zij aan de hand van een categorische indeling van wijzigingen die de activistische hedgefondsen trachten aan te brengen, aantonen dat niet iedere aanpak even goed uitpakt.¹⁸⁰¹⁸¹ Volgens hun bevindingen waren de grootste *abnormal returns* waar te nemen bij de overnametransacties die gecombineerd gaan met andere uitkomsten (18.1%).¹⁸² Uitsluitend overname-uitkomsten hebben een *abnormal return* van 9.7%. Betrokkenheid met meerdere uitkomsten, waaronder geen overnames, renderen ook op significante wijze met 9%. De overige uitkomsten hebben slecht een marginale *abnormal return*.

De bovenstaande analyse illustreert de motieven die activistische hedgefondsen (primair) hebben en tot welke resultaten deze leiden. Becht e.a. hebben aangetoond dat het hedgefondsactivisme succes heeft in het creëren van aandeelhouderswaarde bezien over verschillende landen.¹⁸³ Activisten genereren positieve *abnormal returns* enkel en alleen indien zij erin slagen om hun eisen te realiseren, en de uitkomst van hun eisen hangt, zoals hierboven reeds uiteengezet, af van de eis als zodanig.¹⁸⁴ Het businessmodel van

¹⁷⁶ Bizjak & Marquette (1998), p. 499–521.

¹⁷⁷ Boyson & Mooradian (2007).

¹⁷⁸ Becht e.a. (2008) en Klein & Zur (2009).

¹⁷⁹ Becht e.a. (2014).

¹⁸⁰ Zij hanteerden voor de uitkomsten van hedgefondsactivisme als volgt: ‘Board’ voor het vervangen van de CEO, CFO, voorzitter of van niet-uitvoerende bestuurders, ‘Payout’ voor het terugkopen van eigen aandelen en het uitkeren van verhoogd en/of speciaal dividend en ‘Restructuring’ waaronder overnames (de doelvennootschap wordt overgenomen door een strategische koper of door een PE) en herstructureringen (afstoten en afsplitsen van niet-kernonderdelen). Idem.

¹⁸¹ In dit verband is het opmerkingswaardig dat de verzoeken van hedgefondsen in Nederlandse beursvennootschappen erg uiteenliepen. De Jong e.a. tonen aan dat in de 14 casussen die zijn onderzocht hebben, in 5 casussen het fonds om verkoop of afsplitsing van de vennootschap hebben verzocht. Voorbeelden hiervan zijn Stork en Ahold. Slechts in één geval verzocht het hedgefonds om een dividenduitkering, in twee gevallen (Shell en ASMI) verzochten de hedgefondsen om een wijziging in de governance-structuur van de onderneming. De Jong e.a. (2007), p. 67. Op grond van een nadere analyse van de casussen concluderen de onderzoekers dat activisme door hedgefondsen een risicovolle bezigheid is, waarbij de uitkomst van de strategie zeer onzeker kunnen zijn. Idem, p. 68.

¹⁸² Dit komt echter niet overeen met de eerdere bevindingen van Jiang e.a. Die onderzoekers stellen in hun werk dat de ondernemingswaarde door interventie van hedgefondsen het sterkst toeneemt bij de verkoop van bepaalde bedrijfsonderdelen en de wijziging van de ondernemingsstrategie. Jiang e.a. (2010), p. 189.

¹⁸³ Becht e.a. (2014), p. 19. De oorsprong van het hedgefondsactivisme is immers gelegen in de Verenigde Staten. De onderzoekers stellen voorts dat de non-Amerikaanse hedgefondsen het businessmodel van de Amerikaanse evenknieën op gelijkwaardige wijze hebben nagebootst. Dit zijn echter geen een-op-een duplicaten, aangezien er een aanzienlijke diversiteit is waar te nemen in de aard van het mondiale hedgefondsactivisme. Katelouzou (2015).

¹⁸⁴ Becht e.a. (2014).

activisten vertoont volgens Becht e.a. in internationaal opzicht grote gelijkenissen met elkaar.¹⁸⁵ In de volgende paragrafen zal dit businessmodel nader uitgediept worden aan de hand van een literatuuronderzoek naar de karakteristieken van de geïsoleerde ondernemingen.

4.5 De geïsoleerde ondernemingen

4.5.1 Voorgaande prestaties

Talrijke onderzoeken naar de situatie in de Verenigde Staten hebben zich gericht op de voorgaande prestaties van de onderneming als indicator voor hedgefondsactivisme.¹⁸⁶ Tot op heden is in dit verband het voornaamste criterium voor een onderneming om het lijdende voorwerp – niet per definitie in negatieve zin – te zijn, dat de onderneming ondermaats presteert.¹⁸⁷ De grootte van de vennootschap alsmede diens prestaties zijn de belangrijkste elementen waarop hedgefondsen zich focussen. De geïsoleerde ondernemingen zijn bovendien relatief ondergewaardeerd ten opzichte van hun sectorgenoten.¹⁸⁸ De huidige beurskoers van deze ondernemingen reflecteert niet het volledige waardepotentieel, hetgeen kansen biedt voor activistische hedgefondsen om hun intreden te maken en de inefficiënties te verbeteren.

Voorts kan er worden gewezen op het onderzoek van Boyson & Mooradian die aantonen dat ondernemingen met een lage Tobin's Q en slechte beursprestaties in de sample van activistische hedgefondsen voorkomen.¹⁸⁹ Dit is in vergelijkbare zin ook aangetoond door Greenwood & Schor die eveneens aantonen dat hedgefondsen zich met name richten op ondernemingen met een slechte boekwaarde-marktwaarde-ratio en op ondernemingen die relatief slecht renderen, maar waarin het

¹⁸⁵ Drie vierde van het door het onderzochte aandeelhoudersbetrokkenheid vindt binnen de nationale grenzen plaats, een vierde van de activisten trekken de grenzen over. Idem, p. 21. De onderzoekers constateren dat wanneer zij nationaal en internationaal hedgefondsactivisme met elkaar vergelijken, het opvalt dat de doelvennootschappen relatief kleiner zijn met betrekking tot binnenlands activisme, waarbij de activisten een significanter aandelenpakket bezitten (7.9% 9.4% met betrekking tot respectievelijk *non-U.S.* en *U.S. domestic engagement* tegenover 6% en 6.1% respectievelijk voor *non-U.S.* en *U.S.-foreign engagement*). *Non-U.S.* definiëren zij als niet-Amerikaanse activisten die in hun eigen markt opereren en *U.S. domestic* als – zoals het woord al zegt – Amerikaanse activisten die werkzaam zijn in de Verenigde Staten. *U.S. foreign* als Amerikaanse activisten met targets buiten de Verenigde Staten en *non-U.S. foreign* als niet-Amerikaanse activisten met doelvennootschappen buiten hun eigen markt. Volgens hun bevindingen hebben Amerikaanse activisten die louter opereren binnen de nationale grenzen, significant de grootste kans van slagen in het behalen van hun doelstellingen. Ze stellen tevens vast dat 'het rendement' van het activisme eerder afhankelijk is van de governance en cultuur van het land waarin ze opereren, dan van de input van een buitenlandse werkwijze in het land waarin ze activistisch optreden. In dit verband kan gedacht worden aan de ASMI-casus, waarin Hermes U.K. (*foreign-activist*) activistisch optrad in Nederland. De prestaties en daarmee de impact van het hedgefondsactivisme is dus sterk verbonden met de nationale, juridische en maatschappelijke context waarin men opereert.

¹⁸⁶ De vennootschapsprestaties werden gemeten aan de hand van *market-based* maatstaven zoals Tobin's Q. Dit is een kerngetal dat de verhouding weergeeft tussen de actuele beurswaarde en de vervangingswaarde van de (fysieke) activa (*replacement cost*). Indien een onderneming een Q-waarde heeft die groter is dan 1, dan neemt men aan dat de immateriële activa een grotere waarde uitdrukt dan de fysieke activa.

¹⁸⁷ Cziraki e.a (2010) en Brav e.a. (2008). Brav e.a. (2008) concluderen dat in 2/3 van de gevallen de activistische hedgefondsen aangeven dat de onderneming ondermaats rendert. Klein & Zur (2009) hebben echter bewijsgronden aangeleverd die aantonen dat Amerikaanse hedgefondsen ook winstgevende ondernemingen als *target* stellen. De kanttekening die hierbij gemaakt dient te worden, is de geringe omvang van hun studie met slechts 151 ondernemingen in een tijdsframe van 2 jaar (2003-2005).

¹⁸⁸ Goodwin (2015) en Greenwood & Schor (2007).

¹⁸⁹ Boyson & Mooradian (2007).

waardepotentieel hoog is.¹⁹⁰ Dit waardepotentieel wordt echter nog niet tot uitdrukking gebracht in de beurskoers. In verhouding tot vergelijkbare ondernemingen (*control group*) ligt het waardepotentieel van de geïnterveneerde ondernemingen hoog.¹⁹¹

Recentelijk onderzoek van Buchanan & Yang naar aandeelhoudersvoorstellen in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk tussen 2000 en 2006, waarbij 3.812 voorstellen in 764 Amerikaanse ondernemingen en 508 voorstellen in 85 Britse ondernemingen werden onderzocht, toont aan dat de doelwitvennootschappen een laag ratio hadden tussen de boekwaarde en de marktwaarde.¹⁹² Verder onderzoek in het Verenigd Koninkrijk is verricht door Becht e.a.¹⁹³ Zij verrichtten een diepgaande analyse in Hermes U.K. Focus Fund (een pensioenfonds), die we in Nederland nog kennen van de rechtszaken van ASMI. Het unieke aan hun studie is dat zij een diepgaande analyse gaven van één activistische aandeelhouder, waarbij ze veel inside-informatie uiteenzetten. Volgens hun interne gegevens was één van de drie criteria voor het fonds om bij een onderneming te interveniëren dat de onderneming ondermaats presteerde.¹⁹⁴

4.5.2 Grootte van de onderneming

Historisch gezien hebben activistische hedgefondsen haar pijlers gericht op de kleinere ondernemingen. Boyson & Mooradian, Bratton, Greenwood & Schor en Mietzner & Schweizer toonen aan dat activistische hedgefondsen kleine ondernemingen prefereren.¹⁹⁵ Dit is in lijn met de bevindingen van Brav e.a.¹⁹⁶ Zij tonen aan dat er een negatieve coëfficiëntie bestaat in de marktwaarde van de geïnterveneerde ondernemingen, hetgeen indiceert dat geïnterveneerde ondernemingen in de regel kleiner zijn dan ondernemingen waarin niet geïnterveneerd is. Het is immers eenvoudiger om in kleine ondernemingen een betekenisvol belang op te bouwen.¹⁹⁷

Bratton stelt dat de bewijsgronden dat activistische hedgefondsen zich in beginsel richten op relatief kleine ondernemingen, tegenwoordig niet meer opgaan.¹⁹⁸ De reden hiervoor is primair gelegen in de groei van de hedgefondssector en het kapitaal dat zij tegenwoordig voor handen hebben. Coffee & Palia hanteren een

¹⁹⁰ Greenwood & Schor (2007). In vergelijkbare zin Uchida & Xu (2008).

¹⁹¹ Greenwood & Schor (2007).

¹⁹² Buchanan & Yang (2009).

¹⁹³ Becht e.a. (2009).

¹⁹⁴ Becht e.a. (2009).

¹⁹⁵ Boyson & Mooradian (2007), Bratton (2007), Greenwood & Schor (2007) en Mietzner & Schweizer (2008).

¹⁹⁶ Brav e.a. (2008).

¹⁹⁷ Jiang e.a. (2010).

¹⁹⁸ Idem, p. 1401. Het onderzoek van De Jong e.a. (2007) toont aan dat de Nederlandse ondernemingen waarin hedgefondsen hebben geïnterveneerd sterk uiteenlopen in grootte (uitgedrukt in beurswaarde). Het loopt uiteen van Koninklijke Shell Group met een beurswaarde van 143 miljard tot PinkRocade met een beurswaarde van 248 miljoen. De Jong e.a. (2007), p. 65-66.

ondernemingswaarde van 10 miljard als criterium ter bepaling van ‘grote ondernemingen’ en tonen aan dat tussen 2010 en 2013 het aantal grote geïsoleerde ondernemingen in absolute zin is gestegen van 17 naar 42. De onderzoekers concluderen voorts dat tegenwoordig geen enkele onderneming immuun is voor activistische hedgefondsen.¹⁹⁹ Hiernaast levert het voor activistische hedgefondsen een bijkomende opportuniteit op de brede media-aandacht die grote beursondernemingen krijgen. Renneboog & Szilagyi stellen bovendien dat in grote beursondernemingen meer corporate governance issues spelen waartegen hedgefondsen haar activistische wapenarsenaal kunnen inzetten.²⁰⁰ Intervenieren in grotere ondernemingen vraagt wel om een grotere financiële toewijding, nu de geloofwaardigheid van de betrokkenheid van activisten zal toenemen naar mate het aandelen- en daarmee het stemmenpakket toeneemt. In grote ondernemingen zullen activistische hedgefondsen in de regel een klein belang innemen.²⁰¹

4.5.3 De cashflow van de onderneming

Brav e.a., Klein & Zur en Bratton wijzen tevens op de stabiliteit in de kasstromen, diversiteit in bedrijfsonderdelen, grote ruimte in de liquide middelen en een hoge mate van liquiditeit in de aandelenhandel als algemene kenmerken van ondernemingen die door hedgefondsen worden geïsoleerd.²⁰² De aanwezigheid van vrije kasstromen (*free cashflow*) kan een aanleiding zijn voor hedgefondsactivisme. Vrije kasstromen zijn het vermogen van een onderneming dat het kan inzetten om nieuwe investeringen te doen. Dit zijn overtollige, liquide activa die resteren, nadat de onderneming de noodzakelijke, operationele investeringen heeft verricht. Het is een goede indicatie voor het presteren van de onderneming en het wordt om die reden dan ook doorgaans gebruikt door beleggers in het maken van hun beleggingskeuzes. De aanwezigheid van veel vrije kasstromen kan agency conflicten doen ontstaan tussen het bestuur en de aandeelhouders over de keuze of deze activa geïsoleerd moeten worden in de onderneming of te gelde moeten worden gemaakt via de uitkering van dividend aan de aandeelhouders.²⁰³ Het onderzoek van Bratton naar 130 ondernemingen tussen 2002 en 2006, waarin hedgefondsen activistisch hadden opgetreden, toonde aan dat veel van deze ondernemingen (38%) een grote hoeveelheid van vrije kasstromen aanwezig

¹⁹⁹ Coffee & Palia (2015), p. 14-15.

²⁰⁰ Renneboog & Szilagyi (2006).

²⁰¹ Bratton (2007), p. 1388-1389.

²⁰² Brav e.a. (2008), p. 1749-1750; Klein & Zur (2009), p. 200-206; Bratton (2007), p. 1375-1433.

²⁰³ Hiervoor is de *Free Cash Flow Theory* van Jensen leidend. Hij verwoordt het als volgt: ‘*Free cash flow is cash flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital. Conflicts of interest between shareholders and managers over payout policies are especially severe when the organization generates substantial free cash flow. The problem is how to motivate managers to disgorge the cash rather than investing it at below the cost of capital or wasting it on organization inefficiencies*’ (p. 324). Met betrekking tot de agency problematiek: ‘*Payouts to shareholders reduce the resources under managers’ control, thereby reducing managers’ power, and making it more likely they will incur the monitoring of the capital markets which occurs when the firm must obtain new capital*’ (p. 323). Jensen (1986).

hadden.²⁰⁴ Bij cash-rijke ondernemingen is er dus een grotere mate van waarschijnlijkheid dat hedgefondsen erin zullen interveniëren.

4.5.4 Aandeelhoudersstructuren

Het traditionele recept blijft tevens dat de onderneming winstgevend is, een positieve kasstroom heeft, maar toch ondermaats presteert.²⁰⁵ Binnen de onderneming is er een ongerealiseerd waardepotentieel en het is ondergewaardeerd ten opzichte van haar branchegenoten.²⁰⁶ Om feitelijke zeggenschap te verkrijgen binnen de onderneming is het voor hedgefondsen wenselijk dat de onderneming een wijdverspreid aandeelhoudersstructuur heeft, zonder relatief grote minderheidsaandeelhouders.²⁰⁷ Dit beeld is echter in de loop der jaren veranderd, aangezien de de geviseerde ondernemingen thans worden gekarakteriseerd door een grootaandelenbezit door institutionele beleggers (*concentrated ownership*) en aanwezigheid van een armzalige governance structuur.²⁰⁸ Gilson en Gordon wijzen hierbij op de immense invloed die activisten hebben gewonnen vanwege de re-concentratie van het aandelenbezit in de afgelopen decennia.²⁰⁹ De aanwezigheid van institutionele beleggers is van belang voor activistische hedgefondsen, omdat hun strategie er doorgaans op berust om de steun te winnen van andere aandeelhouders om gezamenlijk een 'aandeelhoudersfront' te vormen jegens de vennootschapsleiding. Met een relatief gering aandelenbelang kunnen zij - met de ruggensteun van andere (institutionele) aandeelhouders - erin slagen om hun doelstellingen te bewerkstelligen.²¹⁰ Een van de oorzaken van het toenemende hedgefondsactivisme in Europa is dus gelegen in de relatief geconcentreerde aandeelhoudersstructuren.

4.6 Ten besluite

Aan de hand van de bovenstaande bevindingen uit dit Hoofdstuk en Hoofdstuk 3 kan de deelvraag worden beantwoord. 'Welke economische activiteiten worden door (activistische) hedgefondsen ontplooit om voor zichzelf en haar investeerders waarde te generen?' De moderne hedgefondsen werken met geavanceerde computerprogramma's en complexe financiële analyses waarmee ze de financiële markten afspeuren naar onvolkomenheden waar te vervolgens hun geld op zetten. Dit kunnen zij doen in neerwaartse markten door

²⁰⁴ Bratton (2007).

²⁰⁵ Jiang e.a. (2010), Klein & Zur (2009) en Boot & Cools (2007), p. 15-55.

²⁰⁶ Brav e.a. (2008), p. 1749-1755 en Cheffins & Armour (2011), p. 51-102.

²⁰⁷ Cheffins & Armour (2012), p. 30.

²⁰⁸ Gillan & Stark (2007), voetnoot 33, p. 15. Zie voorts Paces (2017a), noot 11, p. 3 met verwijzing naar studies in landen met een geconcentreerd aandelenbezit (Zweden, Duitsland en Italië). Zie tevens Coffee & Palia (2015), p. 12 waarin ze stellen dat hedgefondsactivisme een rationele(re) keuze is vanuit een kosten-batenperspectief in ondernemingen met een geconcentreerd aandelenbezit. Activistisch optreden in ondernemingen met een wijdverspreid aandeelhouderscliënteel zal namelijk kostbaar zijn.

²⁰⁹ Gilson & Gordon (2013), p. 874.

²¹⁰ Indien hedgefondsen er niet in slagen om de steun te winnen van institutionele beleggers dan treden ze tezamen met andere aandeelhouders op in een coalitie, een zogenaamde 'wolf pack'. Paces (2017a), p. 6 en 9. Dit fenomeen komt echter enkel voor in de Verenigde Staten. Zie in meer detail hierover Coffee & Palia (2015), p. 28-39.

short te gaan op aandelen. In par. 3.2.2 hebben we gezien dat dit niet alleen een bijkomende opportuniteit creëert voor hedgefondsen, maar ook bijdraagt aan een efficiënte prijsvorming. Een andere methode waarmee hedgefondsen het rendement van haar beleggingen pogen te vergroten geschiedt door gebruikmaking van hefboomfinanciering. Middels additionele geleende bedragen wordt er een hefboom gecreëerd waarmee de positieve beursfluctuaties tot grotere opbrengsten kunnen leiden, maar dat neerwaartse fluctuaties het verlies ook verergeren. Door middel van complexe economische analyses zullen hedgefondsen hierop bedacht zijn. De keerzijde van de financiële activiteiten is dat hedgefondsen zich schuldig kunnen maken aan geruchtenverspreiding in het kader van short-selling hetgeen een ernstige bedreiging vormt voor de financiële stabiliteit. Solvabele ondernemingen worden namelijk als insolvent gepercipieerd, wat kan leiden tot een vertrouwenscrisis en een sterk dalende beurskoers. Hiernaast kan het overmatige gebruik van hefboomfinanciering tot *fire sales* en een mogelijk domino-effect op de financiële markt, kan leiden. Hoofdstuk 3 heeft reeds antwoord gegeven of de AIFMD en de Wft hier een adequaat antwoord op biedt.

Dat hedgefondsen geen ‘reguliere’ beleggers zijn, komt wellicht het best tot uitdrukking uit het debat met betrekking tot haar activisme het daarmee samenhangende fenomeen van *empty voting*. De problematiek inzake het hedgefondsactivisme omhelst niet louter vennootschapsrechtelijke vraagstukken, maar heeft ook financieelrechtelijke raakvlakken. Het fenomeen van *empty voting* brengt dit het best tot uitdrukking, omdat er steeds meer nieuwe financieelrechtelijke constructies worden ontwikkeld waarmee (activistische) hedgefondsen de stemmingen op de aandeelhoudersvergaderingen kunnen manipuleren teneinde haar doelstellingen te bereiken (par. 4.4.3). Dit doen zij door de markt te analyseren voor potentiële doelvennootschappen, in relatieve stilte een gering aandelenbelang op te bouwen, op activistische wijze de gesignaleerde inefficiënties (in de te varen koers, de bestuurscompositie, de werkzaamheden etc.) vervolgen op te lossen waarbij de mate van agressiviteit in dit activisme gradueel toeneemt, om tot slot – mits het haar doelstellingen heeft bereikt – haar aandelenpakket met winst van de hand te doen. Hierbij hebben hedgefondsen voorkeuren met betrekking tot welke ondernemingen zich ontlenen voor het activisme en in welk ondernemingsrechtelijk kader op deze ondernemingen van toepassing is. Of haar activisme daadwerkelijk tot waardecreatie leidt zal worden beantwoord in het volgende Hoofdstuk.

HOOFDSTUK V: WAARDECREATIE DOOR HEDGEFONDSACTIVISME EN SHORT-TERMISME

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zal een onderzoek worden uitgevoerd naar de waardecreatie door hedgefondsactivisme. Er zullen verschillende economische studies besproken worden die niet enkel een verbetering van de aandeelhouderswaarde aantonen, maar ook een *overall* verbetering van de operationele prestaties van de vennootschap ná de interventies van activistische hedgefondsen. Afhankelijk van de gehanteerde maatstaven (*market-based* en *accounting-based*) kan het begrip ‘waardecreatie’ nader worden ingevuld. Nadat deze bevindingen zijn uiteengezet zal er een analyse volgen naar de kortetermijngerichtheid (short-termisme) van activistische hedgefondsen.

Hedgefondsactivisme en een kortetermijngerichtheid worden in de ondernemingsrechtelijke literatuur geregeld in één adem genoemd.²¹¹ Sinds de interventies van hedgefondsen in Nederlandse ondernemingen (waaronder Stork, ABN AMRO en ASMI) is het label ‘kortetermijnactivist’ op hen geplakt.²¹² Dit geldt niet alleen met betrekking tot de Nederlandse, juridische discourse, maar ook de in de internationale literatuur lijkt dit de communis opinio.²¹³ De vraag is in hoeverre dit brandmerk terecht is. Aan de hand van studies naar de impact van hedgefondsactivisme kan een oordeel worden gegeven omtrent het short-termisme. Namelijk door de vraag te stellen of interventies door hedgefondsen enkel tot waardecreatie leiden op de korte termijn of dat de positieve impuls zich door trekt over een langere periode.

²¹¹ Maatman & Raaijmakers (2006), p. 260, Raaijmakers (2007b), p. 27 en Vermeulen (2006), p. 45. Mendel & Oostwouder wijzen op de plek van het aandeelhoudersbelang in het Nederlandse ondernemingsrecht. Rechtsoverweging 4.5 van de ABN AMRO-uitspraak luidt namelijk dat ‘*het bestuur bij de vervulling van zijn bij wet of statuten ogedragen taken het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming behoort voorop te stellen en de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking behoort te nemen*’. Volgens hen heeft het ‘ongeremde zelfzuchtige gedrag van onder andere hedgefondsen (...) die enkel oog hebben op kortetermijnwinsten, aan dit oordeel bijgedragen. Mendel & Oostwouder (2013).

²¹² Zo schrijft Raaijmakers dat in de laatste decennia een ander type ‘machtsgeschillen’ is ontstaan in de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen door het optreden van activistische aandeelhouders, waaronder hedgefondsen. Het doel en oogmerk van deze activisten is volgens Raaijmakers het afdwingen van een (snelle) strategiewijziging om (snel) aandeelhouderswaarde te genereren. Raaijmakers (2017a), p. 549-550. Verder schreef Tabaksblat dat in 2006 steeds meer aandelen in Nederlandse ondernemingen in handen zijn gekomen van hedgefondsen waardoor er een verschuiving heeft plaatsgevonden van langetermijnbeleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars naar kortetermijnbeleggers waaronder hedgefondsen. Hedgefondsen ontlenen volgens Tabaksblat hun bestaansrecht aan het uitbuiten van korte termijn beursbewegingen om snelle winsten te behalen. Tabaksblat (2006), p. 595-598. Verdam oordeelt dat de kortetermijngedachte van hedgefondsen constrasteert met het Nederlandse uitgangspunt dat de vennootschap een ‘langetermijnsamenwerkingsverband’ is van de diverse betrokken partijen. Verdam (2006), p. 28. Maatman & Raaijmakers menen echter dat de korte- en langetermijnvisies goed samen kunnen gaan. Maatman & Raaijmakers (2006), p. 259 en 262. Er zijn ook voorstanders van hedgefondsactivisme. Zo stellen De Jong e.a. dat activistische hedgefondsen een belangrijke rol spelen in het afdwingen van goed ondernemingsbestuur. Zij nemen het standpunt in dat aandeelhoudersactivisme (waar hedgefondsactivisme onderdeel van uitmaakt) niet per se negatief is. De Jong e.a. (2007). Zie voor een bredere analyse van de Nederlandse literatuur omtrent dit onderwerp De Jongh (2014), p. 499 e.v.

²¹³ In kaart gebracht door Bebchuk e.a. (2015) en Becht e.a. (2014), p. 26. Zo stelt Strine in kritisch opzicht de vraag hoe vennootschappen een visie voor op de lange termijn kunnen ontwikkelen, terwijl (activistische) aandeelhouders enkel waarde op de korte termijn willen creëren. Strine (2014), p. 449-502.

Voor dit hoofdstuk zal de volgende indeling worden gehanteerd. Allereerst zullen de economische studies naar de waardecreatie van hedgefondsactivisme worden besproken (par. 5.2). Par. 5.2.1 zal de studies bespreken die een stijging in aandeelhouderswaarde – uitgedrukt in een opwaartse beweging in de beurskoers – aantonen. Omdat het merendeel van deze studies hebben plaatsgevonden in de Amerikaanse rechtspraak, zal er in par. 5.2.2 een internationale studie naar hedgefondsactivisme worden behandeld. In de paragrafen 5.2.3 en 5.2.4 zal aangetoond worden dat hedgefondsactivisme tot waardecreatie leidt voor de gehele onderneming en al haar stakeholders. Dit vloeit voort uit de maatstaven die door deze studies zijn gehanteerd. Par. 5.3 zal de short-termisme-problematiek nader uitdiepen waarna in par. 5.4 – resumerend – de deelvraag van dit hoofdstuk zal worden beantwoord.

5.2 Waardecreatie door hedgefondsactivisme

De fundamentele vraag met betrekking tot hedgefondsactivisme is of het waarde genereert voor de onderneming en al haar stakeholders. De volgende deelparagraaf zal aantonen dat het hedgefondsactivisme leidt tot een stijging van de aandeelhouderswaarde doordat de markt de interventie van hedgefondsen positief percipieert.

5.2.1 Amerikaanse studies

Het merendeel van het onderzoek naar de waardecreatie door hedgefondsactivisme heeft gebruik gemaakt van marktmaatstaven (*marked-based measures*). Met gebruikmaking van de verplichte informatievoorziening uit de 13D-*filings* is inzicht verschaft in de effecten die activistische hedgefondsen teweegbrengen in de beurskoers van de geïnterveneerde ondernemingen.²¹⁴ Klein & Zur onderzochten 194 13D-*filings* door 102 hedgefondsen tussen 2003-2005 en tonen een stijging in de beurskoers aan van 10,3% in de 61 dagen volgend op de dag van bekendmaking van de interventie.²¹⁵ Brav e.a. verrichten een grootschaliger onderzoek naar 374 13D-*filings* door 110 hedgefondsen tussen 2004-2005 en tonen een stijging aan van 5-7% in de 20 dagen na de bekendmaking van de interventie.²¹⁶ Dit strookt met de

²¹⁴ Een belangrijke disclosure-regel voor aandeelhouders onder het Amerikaanse recht is de *Schedule 13D-filing*. Op grond van *Section 13D* van de *Securities Exchange Act 1934* geldt er een meldingsplicht voor economisch gerechtigden tot een belang van meer dan 5%. Dit percentage is gerelateerd aan een bepaalde soort aandelen (*class of equity securities*). Een houder van 5% van de preferente aandelen, doch minder dan 5% van het geplaatste kapitaal van de onderneming is bijvoorbeeld desalniettemin gehouden tot naleving van de meldingsplicht. Met de *Schedule 13D-filing* moet er informatie worden verstrekt over de identiteit en de achtergronden van de belegger, het financiële actief waarmee de aandelen worden verworven, het doel dat de belegger met het aandelenpakket voor ogen heeft en de transacties (kwantiteit) die de belegger in de 60 dagen voorafgaand aan de verwerving van het aandelenpakket heeft verricht en tegen welke prijs (kwaliteit). De meldingsplicht geldt voor elke afzonderlijke emittent waarin de belegger een belang van meer dan 5% houdt. Deze informatieverschaffing dient te geschieden jegens de emittent, de effectenmarkt waaraan de aandelen zijn genoteerd en digitaal bij de SEC via het EDGAR-systeem. Hierbij geldt er een termijn van 10 dagen nadat de 5%-grens is overschreden. Hetzelfde disclosure-regime geldt voor belangrijke wijzigingen in het belang, zoals een toe- dan wel afname van een procentpunt in het desbetreffende aandelenpakket. De *filings* zijn online toegankelijk op de website van de SEC. Voor niet- of niet juiste nakoming van deze meldingsplicht gelden de sanctiebepalingen uit de *Securities Exchange Act 1934*. Maatman (2002).

²¹⁵ Klein & Zur (2009).

²¹⁶ Brav e.a. (2008).

bevindingen van Bratton.²¹⁷ Clifford rapporteert een bovenmatige *cumulative abnormal return*²¹⁸ van 3,39% na de bekendwording van de *13D-filing* net zoals Boyson & Moordiadion die een *cumulative abnormal return* van 8.1% aantonen.²¹⁹ Greenwood & Schor tonen een *average abnormal return* aan van 3,6% in een tijdsframe van [-10,+5].²²⁰ Het onderzoek van Becht e.a. laat een *average abnormal return* zien van 6,0% [-25,+25] in hun sample dat bestaat uit Europese activistische hedgefondsen.²²¹ De resultaten van dit onderzoek naar de Europese hedgefondsen is in overeenstemming met hetgeen Stokman (*cumulative abnormal return* van 12,2% [-25,+25]) en Mietzner & Schweizer (*average abnormal return* van 6.24% [-20,+20]) aantonen.²²² Voor Japan documenteren Uchida & Xu een *average excess return* van 5,6% voor een tijdsperiode van [-2,+2] na bekenwording van de interventie door activistische hedgefondsen.²²³ Deze resultaten indiceren dat het waardecreërend effect op de korte termijn bestaat. Het onderzoek van Becht e.a. naar hedgefonds Hermes U.K. Focus Fund heeft aangetoond dat de hedgefondsen in staat waren om hun aandelen ruim boven de benchmark te verkopen. Zij tonen tevens een *mean abornal return* van 3,94% aan in een tijdsframe van [-5, +5].²²⁴ Bebchuk e.a. rapporteren een *average abnormal return* van ca. 6%, hetgeen in lijn is met bovenstaande werken.²²⁵ De markt percipieert de interventie door een activistische hedgefondsen dus als iets positief. Dit komt overeen met de claim dat interventies door activistische hedgefondsen een waardegenererende werking heeft op de korte termijn.

5.2.2 Internationale studie

Voor een overzicht van de *average cumulative abnormal returns* in een internationaal perspectief kan er gewezen worden op het onderzoek van Becht e.a. Zij hebben 1.740 interventies door activistische hedgefondsen in 23 landen geanalyseerd en signaleerden een verschil in uitkomst per regio.

Becht e.a. tonen een *average abnormal return* aan van 6,14% en 6,40% aan in hun gehele dataset met een respectievelijke tijdsperiode van [-10, +10] en [-20, +20]. In Europa blijkt dit gemiddelde lager te liggen met 3,93% en 4,75%. De hoogte *average abnormal returns* worden behaald in Noord-Amerika (met name de Verenigde Staten) met 6,97% en 7,00%.²²⁶ Op grond van deze studie kan gesteld worden dat het hedgefondsactivisme ook aandeelhouderswaarde genereert binnen Europese ondernemingen.

²¹⁷ Bratton (2007).

²¹⁸ Voor een uitleg van dit begrip verwijs ik terug naar par. 3.1.

²¹⁹ Clifford (2008) en Boyson & Moordiadion (2007).

²²⁰ Greenwood & Schor (2009).

²²¹ Becht e.a. (2008).

²²² Stokman (2008) en Mietzner & Schweizer (2008).

²²³ Uchida & Xu (2008).

²²⁴ Becht e.a. (2009).

²²⁵ Idem.

²²⁶ Becht e.a. (2014).

5.2.3 Market-based firm performance: long-term

Het onderzoek van Bebchuk e.a. is tot op heden het leidende grootschalige onderzoek naar de lange termijn waardecreatie door activistische hedgefondsen.²²⁷ Bebchuk, Brav en Jiang hebben met hun onderzoek aangetoond dat er geen bewijsgronden aanwezig zijn die aantonen dat activistisch optreden door hedgefondsen, hebben geleid tot een kortetermijngerichtheid dat ten nadele ging van de langetermijnprestaties van de geviseerde ondernemingen.²²⁸ Dit hebben zij gedaan door de beurskoers voor een periode van vijf jaar van 2.000 succesvolle interventies door hedgefondsen binnen de onderneming tussen 1994 en 2007, te analyseren. Hierbij hebben zij twee grootheden gemeten: i) de operationele prestaties van de vennootschap uitgedrukt in Tobin's Q en ROA (*return on assets*) en ii) de effecten op de beurskoers. De onderzoekers leveren bewijsgronden dat de initiële stijging in de beurskoers geen omslag vertoont op de lange termijn. *'Overall, the analysis of stock returns carried out in this Part provides no support for the claim that activist intervention makes shareholders of target companies worse off in the long term. The emerging picture is that, taking a fully long-term perspective, the market does not fail to appreciate the long-term consequences of activism as insulation advocates fear it does. Rather, the stock appreciation accompanying activists' initial announcement reflects the market's correct anticipation of the intervention's effect, and the initial positive stock reaction is not reversed in the long term.'*²²⁹ Het hedgefondsactivisme slaagt er volgens de onderzoeker dus ook in om aandeelhouderswaarde te creëren op de lange termijn. Hiernaast hebben zij de operationele prestaties van de doelvennootschappen in de 5 jaar volgend op de interventie gemeten. De onderzoekers tonen aan dat de operationele prestaties van de vennootschap tot 5 jaar na de interventie sterk zijn verbeterd. *'Furthermore, during the five years following the intervention, we find no evidence supporting concerns that activist interventions are followed by short-term gains that come at the expense of subsequent long-term declines in operating performance. Examining both Q and ROA, and conducting comparisons both to the end of the year following the intervention and the end of the year preceding it, the feared adverse effect on long-term performance is not found in the data. Indeed, in each of the years three, four, and five following the intervention, we find improvements that are statistically significant.'*²³⁰ Deze verbetering in de operationele prestaties komt niet enkel ten goede aan de aandeelhouders (in de vorm van een stijging in de aandeelhouderswaarde), maar leidt ook tot

²²⁷ Het onderzoek van Bebchuk e.a. (2015) is extensiever, maar tevens in overeenstemming met de langetermijnbevindingen van Greenwood & Schor (2009), Clifford (2008) en Uchifa & Xu (2008). Zie daarover Jiang e.a. (2010).

²²⁸ Zie in vergelijkbaar opzicht Brav e.a. (2008), p. 1731.

²²⁹ Idem, p. 1130.

²³⁰ Idem, p. 1117. Verder in het onderzoek: *'We therefore conclude that the identified improvements in performance should be expected to be at least partly due to the activist intervention. Of course, causality issues in corporate governance and finance are notoriously difficult to resolve with absolute confidence, and we do not aim at precise identification of the extent to which the improvements are due to activist interventions. Our chief interest in this Article is in investigating empirically whether the long-standing and influential claim that activist interventions are followed by declines in long-term operating performance is backed by the evidence. Our results provide a clear answer: This long-standing claim is not supported by the data.'* Idem, p.1120.

waardecreatie voor de overige stakeholders die bij de onderneming betrokken zijn.²³¹ Een stijging van de ROA en een verbetering in de Tobin's Q komt namelijk ook ten goede aan de werknemers, crediteuren, leveranciers en alle andere stakeholders van de onderneming. Op grond van deze bevindingen kan de stelling *in abstracto* worden verworpen dat hedgefondsactivisme niet in het belang van de vennootschap en al haar stakeholders is. Het grootschalige onderzoek van Bebchuk e.a. levert namelijk bewijsgronden op die deze stelling ondermijnt.²³²

5.2.4 Accounting-based firm performance

De resultaten van de onderzoeken die *accounting-based* maatstaven, zoals de jaarcijfers, hanteerden, laten een verdeeld beeld zien. Klein & Zur tonen een afname in de ROA en ROE (*return on equity*) aan in het jaar volgend op het jaar waarin het hedgefonds 5% van de aandelen bemachtigde.²³³ Hiertegenover staan echter de studies van Brav e.a. en Clifford die respectievelijk zowel een stijging in de ROE en ROE alsmede een stijging van 1,22% in de ROA in het jaar volgend op de overname door het hedgefonds, aantonen.²³⁴ Boyson & Mooridan tonen aan dat in het jaar na de interventie door de activistische hedgefondsen deze onderneming een stijging laat zien in de ROA, *cash flow*, Tobin's Q en *pay-outs* maar wel een daling in de aanwezige hoeveelheid cash.²³⁵ Kim stelt dat de managers van de geviseerde ondernemingen na de interventie in mindere mate betrokken zijn bij overtollige investeringen in eigen belang (*self-interested overinvestment*) met gebruikmaking van de cash flow van de onderneming.²³⁶ Wanneer men deze bevindingen in haar collectiviteit bekijkt, kan men concluderen dat hedgefondsactivisme de vennootschapsprestaties verbetert.²³⁷

De bevindingen van Goodwin onderstreept het bovenstaande. In tegenstelling tot de rest van de onderzoekers maakt Goodwin geen gebruik maakte van de informatievoorziening uit de *13D-filing*, maar sluit aan bij de representatie in het bestuur door activistische hedgefondsen. Zijn resultaten tonen aan dat

²³¹ Het onderzoek is echter kritisch belicht. Lipton (2013). Zo wordt gesteld dat de *abnormal returns* die gerapporteerd worden, eerder zijn toe te schrijven aan succesvolle *stock picking* (aandelenselectie) dan aan werkelijke waarde die door de activisten zijn gegenereerd. Cremers e.a. (2017) p. 280-285 en Coffee & Palia (2015), p. 586. Tevens kunnen de bevindingen uit deze studie op causaliteitsgronden worden gerelativeerd. Voor de studies hiernaar verwijs ik naar Paccos (2017a), noot 46 en 47, p. 10, Rhee (2018), noot 33, p. 8 en Coffee & Palia (2015), p. 8-10.

²³² Terughoudendheid is geboden in het extrapoleren van de bevindingen van Bebchuk e.a. naar het Nederlandse ondernemingsrecht, omdat bij iedere empirische studie de context waarin deze heeft plaatsgevonden niet uit het oog moet worden verloren. De verschillen tussen het Amerikaanse en het Nederlandse ondernemingsrechtelijke stelsel zijn namelijk erg groot. De bevindingen vormen desalniettemin belangrijke indicaties voor de beeld- en theorievorming omtrent activistische hedgefondsen in de Nederlandse ondernemingsrechtelijke literatuur.

²³³ Klein & Zur (2009).

²³⁴ Brav e.a. (2008) en Clifford (2008).

²³⁵ Boyson & Mooridan (2007).

²³⁶ Kim (2009).

²³⁷ Jiang e.a. (2010), p. 225.

hedgefondsactivisme op substantiële wijze waarde genereren voor de geïsoleerde ondernemingen wanneer hedgefonds als vertegenwoordiger van de aandeelhouders actief in het bestuur participeren.²³⁸

Het merendeel van de studies ondersteunen de claim dat hedgefondsactivisme een waardegenererend effect heeft op de onderneming door op effectieve wijze de governance, kapitaalstructuur, strategische beslissingen en operationele werkzaamheden een zet in de juiste richting te geven. De positieve effecten worden zowel uitgedrukt in de *market-based* en *accounting-based*-maatstaven. Op grond van de bovenstaande bevindingen kan de stelling uit het onderzoek van Bebchuk e.a. onderstreept worden.

5.3 Short-termisme

*‘Short-termism thus presents the potentially most important, most controversial, most ambiguous, and most complex problem associated with hedge fund activism (...) among the problems associated with hedge fund activism, the very existence of a short-termism problem is the least proven, its manifestations—if it does exist—are the most manifold, and potential solutions are the least evident.’*²³⁹ Voor lange tijd heeft het ontbroken aan een empirische studie die de stelling dat hedgefondsactivisme leidt tot short-termisme kon onderstrepen of verwerpen. Tegenstanders stellen dat deze hedgefonds enkel oog hebben voor het winstbejag op de korte termijn, waarbij ze het langetermijnperspectief van de doelvennootschap verstoren.²⁴⁰ In de rechtsleer komen echter ook standpunten naar voren waarin short-termisme als een schijnprobleem wordt gezien.²⁴¹ De discussie over short-termisme hangt samen met de waardecreatie door activistische hedgefonds (par. 5.2).²⁴² Alvorens het fenomeen ‘*short-termisme*’ nader te analyseren dient eerst stil te worden gestaan bij de theorieën over de financiële markt.

Indien de financiële markten – gezien vanuit een informatie-standpunt – volledig efficiënt zouden zijn, zou er geen conflict bestaan over een korte- of langetermijnwaardecreatie.²⁴³ Het idee rondom short-termisme gaat uit van de idee dat de markt tot op zekere hoogte inefficiënt is.²⁴⁴ Of en in hoeverre de aandelenmarkt

²³⁸ Goodwin (2015).

²³⁹ Kahan & Rock (2007), p. 1087.

²⁴⁰ Strine (2017), p. 1970.

²⁴¹ Duruigbo (2011), p. 12. Katelouzou (2013).

²⁴² Beale & Fernando (2009), p. 26-27.

²⁴³ Er bestaan verschillende gradaties van marktefficiëntie, die ieder *an sich* implicaties met zich meebrengen. De leidende *Efficient Capital Market Hypothesis* kent hierin drie varianten: de zwakke, semi-sterke en sterke variant. De lichtste variant is nauwelijks bestreden en houdt in dat de beurskoers een weergave is van alle historische informatie. Op basis hiervan kan er op basis van historische data geen toekomstige verandering in de koers worden voorspeld. In een semi-sterke markt geeft de markt alle nieuwe publiekelijk beschikbare informatie (zoals persberichten en *announcements*) weer in de beurskoers, omdat het die nieuwe informatie in een zeer korte periode in de koers verwerkt. Volgens de sterke variant wordt ook niet-publiekelijk beschikbare informatie in de beurskoers verwerkt. Fama (1970), p. 383, Gilson & Kraakman (1984), p. 549-50 en Rhee (2018), p. 12. Indien een financiële markt dus volledig efficiënt zou zijn, zou er geen conflict bestaan tussen de korte- en langetermijnwaardecreatie omdat de doelstellingen met betrekking tot beide tijdsperiodes in de beurskoers verwerkt zijn. Uit het vervolg van de paragraaf zal echter blijken dat de beurskoers de kortetermijnwaardecreatie overwaardeert ten opzichte van de langetermijnwaardecreatie.

²⁴⁴ Bebchuk e.a. (2015), p. 1096: *‘Supporters of the myopic-activists claim believe that stock market prices are sometimes informationally inefficient (...)’*. Anderson (2015), p. 33: *‘In order for short-term prices to differ in predictable ways from long*

informatie-efficiënt is, blijft echter controversieel. En veel gehoord argument uit de *finance theory* is dat short-termisme niet kan bestaan in een informatierijke en liquide markt.²⁴⁵ Dit conflict ontstaat, omdat de markt de kortetermijnwinsten overwaardeert ten opzichte van de langetermijnwinsten van de onderneming.²⁴⁶ Dit is in beginsel geen probleem zolang het bestuurders niet forceert om waardevernietigende keuzes te maken.²⁴⁷

Zoals in de paragrafen par. 5.2.3 en 5.2.4 reeds in nader detail is besproken, tonen meerdere studies aan dat hedgefondsactivisme leidt tot een verbetering van de vennootschapsprestaties. Het onderzoek van Bebchuk e.a. heeft hierbij aangetoond dat deze verbetering zich voortzet tot 5 jaar na de interventie.²⁴⁸ Gevolgtrekking is volgens Paccès dat hedgefondsen niet beticht kunnen worden van een kortetermijnvisie en van *'cutting and running'*.²⁴⁹ Bebchuk e.a. wijzen er namelijk op dat het nog niet evident is dat hedgefondsactivisme verantwoordelijk is voor de short-termisme.²⁵⁰ Refererend naar het onderzoek van Bebchuk e.a. stelt Paccès dat: *'Neither theory nor empirical evidence can tell whether hedge funds activism systematically leads to short-termism or whether its absence lead management to the opposite bias, namely long-termism.'* Het onderzoek van Bebchuk e.a. heeft namelijk aangetoond dat hedgefondsactivisme zorgt voor een lange termijn waardecreatie binnen de geviseerde ondernemingen. Op grond hiervan moet de stelling dat short-termisme onder activistische hedgefondsen een serieus probleem is, worden verworpen.

²⁵¹ Maar hiermee is de kous echter nog niet af. In de woorden van Paccès: *'What the empirical evidence*

term prices, the capital markets must be inefficient. Even the long-and-short theorists concede that if markets are efficient, there is no distinction between short-term and long-term, and therefore no long-and-short argument. In other words, at best the long-and-short argument can possibly have validity only to the extent that the market is inefficient.' In een efficiënte markt zijn de begrippen winst en beurskoers echter niet uitwisselbaar. Fried (2015), p. 1580-1581 en 1583: *'In the real world, markets not only may lack full information but also may not be rational. Indeed, many economists hold the view that real-world markets are not rational but noisy. (...) If markets are rational, then future shareholders will fully discount for the possibility of price-boosting manipulation. If markets are noisy rather than rational, the problem is much worse: short-term shareholders can benefit both ex post and ex ante from costly price-boosting manipulation.'*

²⁴⁵ Zie hiervoor in globale zin Rhee (2018), p. 7. Zie in detail Heaton (2017), p. 359: *'Financial economist, as rule, do not take the short-termism assertion seriously'*. Voorts Anderson (2015) p. 20: *'That assertion is inconsistent with basic principles of mainstream financial economics'*. En tot slot Dent (2010) waarin hij stelt dat *'most experts in corporate law and in financial economics believe that most shareholders have the same investment goal'*.

²⁴⁶ Hill & McDonel (2015), p. 396. Rhee stelt het als volgt: *'For short-term shareholders to profit at the expense of longterm shareholders, the stock market must have a systematic bias, undervaluing long-term profit relative to short-term profit'*. Rhee (2018), p. 7. Kahan & Rock (2007), p. 1084 stellen: *'For the short-term trading horizon of hedge funds to generate a short-term investment outlook for hedge fund managers, the stock market must suffer from myopia: that is, it must undervalue long-term investments relative to short-term investments. If the market does not itself suffer from such a bias, then the interests of investors with short-term trading horizons will not conflict with those of investors with long-term trading horizons.'* De Jongh omschrijft het in zijn proefschrift als: *'Kortetermijngedrag is het overwaardeert van kortetermijneffecten en het onderwaardeert van gebeurtenissen op de lange termijn: snelle winst boven duurzame wist.'* De Jongh (2014), p. 500. Men kan het fenomeen ook vanuit economische invalshoek bekijken en redeneren aan de hand van een te hoge verdisconteringsvoet: onderwaardeert van kasstromen op de lange termijn en overwaardeert van de kasstromen op de korte termijn. Zie hiervoor Haldane (2010).

²⁴⁷ Roe (2013), p. 985.

²⁴⁸ Paccès (2016), p. 5-6.

²⁴⁹ Paccès (2017a), p. 9-10.

²⁵⁰ Bebchuk e.a. (2015), p. 1085.

²⁵¹ Short-termisme is bovendien een algemeen fenomeen dat geworteld is in de menselijke natuur. Ook het bestuur van een onderneming kan hier schuldig aan gevonden worden. Dat is niet per definitie problematisch. Het vraagstuk legt zich uiteindelijk toe op de vraag wat het beste is voor de onderneming in de concrete omstandigheden van het geval. Clark (2011), p. 9

does not and cannot tell us, however, is whether the presence of hedge funds activism is desirable for corporate governance in general.’²⁵² Om deze reden dient er een nadere analyse te volgen in het hedgefondsactivisme.

5.3.1 De ‘counterfactuele’ onderneming

Een kanttekening die gemaakt dient te worden is dat het hedgefondsactivisme lastig meetbare effecten voortbrengt en omdat – los van de maatschappelijke context van het nationale rechtssysteem – de ondernemingen waarin wordt geïntervenieerd niet in betekenisvolle zin met elkaar kunnen worden vergeleken, de studieresultaten aan validiteit inleveren. Paces stelt zich hier kritisch tegenover op en voert aan dat er een fundamenteel verschil zit tussen de ondernemingen waarin geïntervenieerd is of had kunnen worden, en de onderneming waarin dit niet is gebeurd en ook niet had kunnen gebeuren.²⁵³ ²⁵⁴ Het feit dat een onderneming in relatie tot de marktindex ondermaats presteert en dat dit post-activisme verbetert, wil nog niet zeggen dat het activisme heeft geleid tot deze verbeterde prestaties. Het laat enkel zien dat de doelvennootschap relatief ondergewaardeerd was gezien het marktbenchmark en dat het activisme deze ondermaatse prestaties weer aligneert met deze benchmark. De studies sluiten de mogelijkheid immers niet uit dat de doelvennootschap de benchmark (in grotere mate) zou overtreffen, indien er niet geïntervenieerd was, omdat deze *counterfactual* onderneming niet bestaat, en indien wel, het een andersoortige onderneming zou zijn.²⁵⁵ De mogelijkheid om dit te onderzoeken is gecompliceerd aangezien de onderneming waarin niet in is geïntervenieerd, maar waarin dit wel mogelijk zou zijn, hierop zal anticiperen.²⁵⁶

5.3.2 Correctie op het bestuur

Hedgefondsactivisme vormt in beginsel een belangrijk feedbackmechanisme op het handelen van het bestuur.²⁵⁷ Zoals reeds uit de bespreking van empty voting naar voren kwam, zijn hedgefondsen in de regel

²⁵² Paces (2016), p. 6.

²⁵³ In de woorden van Paces: ‘*To claim that activism is value enhancing one would need to compare the target’s performance not with a market index, as in a typical event study, but rather with a counterfactual, similar firm that hasn’t capitulated to activism and is insensitive to activism’s threat. The feasibility of such research design is complicated by the fact that companies that aren’t engaged, but could be, react in anticipation of engagement thus they are not good as counterfactual. Although the recent studies of activism have made significant progress in coping with these causality issues, the fact remains that firms that are (or can be) targeted by activism are radically different from those that aren’t (and cannot be). (...) These studies cannot rule out the possibility that a target company would outperform the benchmark by a larger extent, if not engaged, because this counterfactual company does not exist and, if it existed, it would be a different firm.*’ Paces (2016), p. 6 en 18.

²⁵⁴ In vergelijkbare zin stelt De Jongh dat niet iedere vennootschap even kwetsbaar is voor kortetermijndruk (*short-termisme*). Een vennootschap met een geconcentreerd aandelenbezit zal in beginsel weinig gevoelig zijn hiervoor. Het ligt anders voor vennootschappen met een (internationaal) wijdverspreid aandelenbezit. Dit type vennootschappen zijn volgens De Jongh kwetsbaarder voor kortetermijndruk. De Jongh (2014), p. 505. Dit komt overeen met de bevindingen uit par. 4.5.4.

²⁵⁵ Paces (2017a), p. 10, Paces (2016), p. 7 en in nader detail Atanasov & Black (2015).

²⁵⁶ Paces (2016), p. 7.

²⁵⁷ Hirschman (1970), Paces (2016), p. 207-211. Katelouzou (2013), p. 3: ‘*In general, the contribution of hedge fund activism to corporate governance, especially in the United States, has been considered to be positive, and activist hedge funds are seen as*

goed geïnformeerd beleggers (par. 4.3). Dit blijkt bovendien uit het businessmodel van activistische hedgefondsen aangezien zij over veel expertise en ervaringen beschikken om ondernemingen te analyseren en vervolgens als activisten te viseren (par. 4.3). Zij weten exact waar de verbeterpunten binnen de onderneming liggen en ondernemen als activist een poging om deze inefficiënties te verbeteren zodat de onderneming op operationeel gebied beter zal renderen, (meer) winst zal boeken waardoor de aandelenkoers zal stijgen hetgeen op zijn beurt weer rendement oplevert voor het hedgefonds.

Volgens Bebchuk e.a. leidt hedgefondsactivisme bovendien tot een afname van de *agency* kosten die gepaard gaan met de overtollige cashflow die binnen de onderneming voor handen is.²⁵⁸ Bovendien gaat al van de dreiging van (activistische) hedge funds een disciplinerende werking uit jegens het bestuur van een beursfonds, waardoor het bestuur zich genoodzaakt voelt om meer waarde te hechten aan de belangen van de aandeelhouders.²⁵⁹ Volgens Buchanan dienen de activisten niet per definitie als kwelgeesten van de onderneming en het bestuur als hoeders daarvan te worden bestempeld. Hij stelt: *'the portrayal of management's 'defenders' of the corporation versus 'attackers' fundamentally misrepresents the nature of these contests, which are not played out solely between management and activists but, rather, are campaigns between them for the support of the company's true owners, its shareholders.'*²⁶⁰ Activistische hedgefondsen vormen een belangrijk feedbackmechanisme om inefficiënties binnen ondernemingen aan te stippen en waar mogelijk te verbeteren teneinde voor waardecreatie te zorgen binnen de onderneming.

5.3.3 'The right term'

De efficiëntie van het hedgefondactivisme is afhankelijk van de context waarin het plaatsvindt. Veel ondernemingen plukken de vruchten die activisten afwerpen in de vorm van een opwaartse correctie in de

capable of disciplining corporate management, thus filling the monitoring gap created by 'rationally apathetic' institutional shareholders.' Brav e.a. (2008), p. 1773-1774 zien activistische hedgefondsen als *'informed monitors'*, waarbij ze hedgefondsactivisme omschrijven als *'a new middle ground between internal monitoring by large shareholders and external monitoring by corporate raiders'*. Voorts beargumenteren wetenschappers zoals Bratton (2007), Briggs (2007), Kahan & Rock (2007) en Partnoy & Thomas (2006) dat hedgefondsen betere prikkels hebben om het bestuur te monitoren in vergelijking tot grote *blockholders*. Zie hierover Clifford (2008), p. 2.

²⁵⁸ Bebchuk e.a. (2015). Zie tevens Klein & Zur (2009), p. 225. De discussie hiernaar is terug te voeren op het werk van Jensen. Uit de *Free Cash Flow Theory* van Jensen volgt namelijk dat ondernemingen met een hoge mate van vrij kasstromen (*free cash flow*) eerder geneigd zullen zijn om aan een overname te beginnen of investeringen te doen die niet per se waarde genereren. Op het bestuur zal voorts druk worden uitgeoefend om de vrije kasstromen in de vorm van dividend uit te betalen aan de aandeelhouders. Dividenduitkeringen zullen een positief effect hebben op de beurskoers. Uitkeringen aan aandeelhouders maken dus middelen vrij die elders efficiënt zouden kunnen worden ingezet. Jensen (1986): *'Free cash flow is cash flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital. Conflicts of interest between shareholders and managers over payout policies are especially severe when the organization generates substantial free cash flow. The problem is how to motivate managers to disgorge the cash rather than investing it at below the cost of capital or wasting it on organization inefficiencies'* (p. 324). Met betrekking tot de *agency* problematiek: *'Payouts to shareholders reduce the resources under managers' control, thereby reducing managers' power, and making it more likely they will incur the monitoring of the capital markets which occurs when the firm must obtain new capital'* (p. 323). Jensen (1986).

²⁵⁹ Brav e.a. (2008), p. 1774.

²⁶⁰ Buchanan e.a. (2014), p. 300. De laatste zinsnede van Buchanan is echter niet steekhoudend, omdat er in de rechtsleer consensus over bestaat dat de aandeelhouders niet de eigenaren zijn van de vennootschap.

ondermaatse prestaties. Dit zijn met name ondernemingen die openstaan voor kennis en input van hedgefondsen. Niet iedere onderneming zal – in theorie en praktijk – onwelwillend staan tegenover activistische hedgefondsen.²⁶¹

Men kan echter ook stellen dat de ondermaatse prestaties bij sommige ondernemingen van tijdelijke aard zijn en dat de voorgesteld strategiewijziging van activisten waardevernietigend zal werken. Men kan dit op voorhand echter niet beoordelen. Wegens het ontbreken van een adequate maatstaf aan de hand waarvan short- en long-termisme gedefinieerd kunnen worden, is deze problematiek inherent lastig te expliciteren. Allaire stelt in dit verband dat er geen gefixeerde tijdsframe is voor wat te gelden heeft als korte dan wel lange termijn. De termen korte en lange termijn zijn namelijk in een brede ondernemingsrechtelijke context en in een sterk gediversifieerde praktijk, niet eenduidig te definiëren.²⁶²

De afweging tussen het heden en de toekomst staat centraal in de intertemporele besluitvorming die door het bestuur gemaakt dient te worden.²⁶³ Het is niet eenvoudig vast te stellen welke tijdspannes gehanteerd dienen te worden om het activisme van hedgefondsen onder het label ‘korte’ dan wel ‘lange termijn’ te plaatsen. De tijdspanne van vijf jaar uit het onderzoek van Bebchuk e.a. kan namelijk in sommige branches – denk aan de IT-industrie – gelden als een lange periode, terwijl dit in andere takken – bijvoorbeeld in de vastgoedsector – slechts een korte termijn is.²⁶⁴ Wat de juiste tijdspanne is (*‘right term’*) is dus een lastige vraag die wellicht onmogelijk met voldoende precisie beantwoord kan worden.²⁶⁵ Theoretisch bezien, is het namelijk niet evident welke tijdspanne de voorkeur verdient. Het bepalen van de geschikte handelingshorizon voor beursfondsen blijft in dit opzicht een endogeen proces.²⁶⁶ Volgens Paces is de vraag in welke tijdspanne de prestaties van de vennootschap beoordeeld dienen te worden fundamentele van aard dan de conflicterende visies tussen het hedgefonds en het zittend bestuur.²⁶⁷ Het is een endogene

²⁶¹ Dit is ook in lijn met de redenering van Paces (2017a). Hij stelt namelijk dat de huidige wet- en regelgeving zo vormgegeven dient te worden dat ondernemingen de deur als het ware voor hedgefondsen kunnen openen wanneer zij behoefte hebben aan hun inmenging, maar ook de deur gesloten kunnen houden indien het activistische optreden van hedgefondsen als onwenselijk wordt ervaren.

²⁶² Allaire (2014).

²⁶³ Hermes e.a. (2018), p. 7, Rhee (2018), p. 47-48 en Hill & McDonnell (2015).

²⁶⁴ Rhee verwoordt dit als volgt: *‘Consider next an industry that is characterized by high dynamism or susceptibility to competitive disruptions. The technology industry fits this bill. In certain segments of the industry, strategic planning for a longterm period may not make sense. Assets, such as intellectual property in information technology, may have shorter lifecycles irrespective of legal protections. Managers may not be able to project technology and market trends in the longterm. These companies may need to focus on short-term trends, profits and results. Their “longterm” strategy may simply be a tautology—nothing more than a commitment to being a going concern (...) Conversely, some firms would be better served by a longterm focus. Less risky companies with lower cost of capital or industries with durable business models or long-lived assets would be better served by focusing on the longterm.’* Rhee (2018), p. 49.

²⁶⁵ Paces (2016), p. 6.

²⁶⁶ In de literatuur is immers aangetoond dat wanneer een onderneming een langetermijnstrategie hanteert, het onvoldoende in staat is mee te draaien in dynamische en competitieve markten. Zie hiervoor Giannetti & Yu (2016) en Hermes e.a. (2017), p. 24.

²⁶⁷ Paces (2017a), p. 12.

kwestie dat afhankelijk is van de type onderneming en de omstandigheden waarin deze opereert (de markt, competitie, jurisdictie en culture verschillen).²⁶⁸ De positieve impuls dat het activisme op de beurskoers kan hebben, zegt namelijk niet alles over de efficiëntie van de interventie.²⁶⁹

De problematiek inzake het hedgefondsactivisme is in de kern een verschil van inzicht i) op welke manier en ii) in welke tijdspanne de onderneming (in grotere mate) winstgevend kan zijn. Er bestaat een wisselwerking tussen deze factoren, omdat de juiste tijdspanne en strategie afhankelijk zijn van elkaar, maar beide zijn inherent lastig te identificeren. De aandelenmarkt is een voornamelijk informatiebron, maar imperfect van aard.²⁷⁰ Gegeven deze imperfectie, ontstaat er een conflicterend verschil in het najagen van resultaten op de korte termijn die direct waarneembaar zijn in de marktprijzen en langetermijnprojecten waarvan de te verwachten resultaten ondergewaardeerd worden.²⁷¹ En het is exact op dit spanningsveld dat short-termisme problematisch wordt voor het bestuur in de keuzes dat het moet maken met betrekking tot de korte en lange termijn.²⁷²

5.3.4 Verschil in ondernemerschap

Hedgefondsactivisme kan geïnterpreteerd worden als een verschil in visie in ondernemerschap, in het bijzonder welke koers gevaren dient te worden en welke impact dat zal hebben op de vennootschapsprestaties.²⁷³ Maar hoe kan men bepalen of hedgefondsactivisme efficiënt is? Paces kleedt het efficiëntieargument in aan de hand van de vraag of het bestuur voldoende prikkels heeft om aandeelhouderswaarde te creëren en te maximaliseren.²⁷⁴ Dit is echter een vrij Britse denkwijze dat niet goed past in het Nederlandse vennootschapsrechtelijke dogma waarin het stakeholdersmodel geldt. Vanuit praktisch oogpunt zou ik bovendien het volgende willen toevoegen. De langetermijnwaardecreatie voor al haar stakeholders staat voorop voor de bestuurders van de beursgenoteerde ondernemingen. Wat te gelden heeft als een lange termijn is niet eenvoudig te bepalen en – zoals reeds uiteengezet – zeer endogeen van aard, waarbij een zekere mate van onzekerheid en onvoorspelbaarheid komt kijken. En het is exact de taak van het bestuur om met deze onzekerheid om te kunnen gaan. Het bestuur heeft hierbij verwachtingen in de vennootschapsprestaties die zich volgens hun analyse (onder andere op basis van kwartaalcijfers, halfjaarcijfers, beursprijzen, risicomanagement etc.) op de lange termijn voor zullen doen. Haar langetermijnvisie kan op deze manier conflicteren met dat van externe beleggers, zoals activistische

²⁶⁸ Hermes e.a. (2017), p. 24.

²⁶⁹ Paces (2017), p. 6-7.

²⁷⁰ Gilson & Kraakman (2014).

²⁷¹ Haldane & Davies (2011).

²⁷² Roe (2013), p. 985 en Haldane & Davies (2011).

²⁷³ Paces (2016), p. 7-9.

²⁷⁴ Idem, p. 14. 5

hedgefonds. Op één fundamenteel punt wijkt de taakopdracht van het bestuur echter af van hetgeen de marktprijzen falen te incorporeren, namelijk rekening houden met toekomstige veranderingen. De beurskoers faalt om dit tot uitdrukking te brengen, terwijl het te allen tijde in de besluitvorming door het bestuur betrokken dient te worden. Het gaat steeds en per definitie om het maken van strategische keuzes en het bewaken, herijken en bijstellen daarvan, waarbij rekening dient te worden gehouden met de belangen van alle stakeholders.²⁷⁵ Ondernemen blijft een complexe bezigheid dat meer vraagt dan het louter handelen in eigen belang, zoals door activistische kan en mag worden gedaan. Ondanks de gunstige effecten die activistische hedgefondsen (op de korte als lange termijn) kunnen genereren door inefficiënties binnen de onderneming aan te wijzen en te veranderen, dient de rol en positie van het bestuur van een beursfonds gerespecteerd te worden. Aan haar is immers de taak opgedragen om de *right term* voor de onderneming als geheel, te bepalen waarbij het een ander doel kan hebben dan het nastreven van een winstdoelmerk. Het bestuur heeft immers een ruimere verplichting dan het nastreven van aandeelhouderswinst.

5.4 Ten besluite

‘Leidt hedgefondactivisme tot waardecreatie binnen de geïsoleerde ondernemingen en is het short-termisme onder activistische hedgefondsen daadwerkelijk een probleem?’, was de deelvraag van dit hoofdstuk. Het begrip ‘waardecreatie’ kan op twee manieren worden ingevuld: i) waardecreatie voor de aandeelhouders en ii) waardecreatie voor de onderneming als geheel. Men zou kunnen stellen dat activistische hedgefondsen enkel oog hebben op de waardecreatie voor de aandeelhouders van de geïsoleerde ondernemingen, aangezien zij per slot van rekening zelf ook aandeelhouders en mogen handelen in haar eigen belang. Middels haar agressieve gedrag zouden zij de beurskoers omhoog willen duwen om vervolgens haar aandelen met winst van de hand te doen (*pumping and dumping*). Diverse empirische studies hebben aangetoond dat haar activistische campagnes inderdaad *abnormal returns* op de aandelen genereren, in het bijzonder rond het moment dat bekend wordt dat zij binnen de onderneming zullen interveniëren (par. 5.2.1 en 5.2.2). Het onderzoek van Bebchuk e.a. heeft hierop voortbordurend aangetoond dat hedgefondsactivisme ook zorgt voor een verbetering van de operationele prestaties van de geïsoleerde onderneming op de lange termijn. De verbetering van de Tobin’s Q en de ROA van de geïsoleerde onderneming trok zich uit over een periode van 5 jaar na de interventie. De verbetering van de operationele prestaties komt niet enkel ten goede aan de aandeelhouders van de doelvennootschap, maar ook aan overige stakeholders zoals werknemers en crediteuren. Op grond hiervan kan de eerste volzin uit de deelvraag van dit hoofdstuk bevestigend worden beantwoord. Op empirische wijze is aangetoond dat

²⁷⁵ Raaijmakers (2017a), p. 464.

hedgefondsactivisme ook op de lange termijn leidt tot waardecreatie binnen de geviseerde ondernemingen. Hiermee is tevens de stelling rondom het short-termisme van activistische hedgefondsen weerlegt (par. 5.3).

In par. 5.3.1 is echter aangetoond dat deze stelling genuanceerd moet worden opgevat, omdat er een verschil zit tussen de de ondernemingen waarin geïntervenieerd is of had kunnen worden, en de onderneming waarin dit niet is gebeurd en ook niet had kunnen gebeuren (de ‘*counterfactual*’ onderneming). Desalniettemin heeft par. 5.3.2 laten zien dat van (de dreiging van) het hedgefondsactivisme een disciplinerende werking uitgaat jegens het bestuur van een potentiële doelvennootschap hetgeen als correctiemechanisme dient in de huidige mondiale en zeer competitieve markt waarin ondernemingen opereren. De problematiek rondom het hedgefondsactivisme spitst zich hierbij uiteindelijk toe op een verschil in ondernemerschap. Het werkelijke pijnpunt is gelegen in de conflicterende visies tussen de activisten en het zittende bestuur met betrekking tot de tijdspanne waarin de onderneming winstgevend zal worden. Redenerend vanuit het standpunt dat aandeelhoudersactivisme in de kern neerkomt op een verschil van inzicht met betrekking tot de te hanteren strategie, ligt de oplossing bij de ondernemingen om te beslissen of ze in zee willen met de activistische hedgefondsen. Men kan op voorhand namelijk niet bepalen of het activisme efficiënt zal zijn, omdat het afhankelijk is van de omstandigheden van het geval. Daar waar het voor sommige ondernemingen waardegenererend kan werken, kan het in andere gevallen zorgen voor waardeverlies. Hierbij dient men niet uit oghenschouw te verliezen dat het bestuur reeds al haar *know how* inzet ter bepalingen van de *right term* voor de gehele onderneming. Haar taakopdracht omvat de plicht om rekening te houden met de onzekerheden van langetermijnplannen waarmee het op haar bravoure en slagvaardigheid wordt getest. Op dit punt divergeren de visies in ondernemerschap tussen activistische hedgefondsen en de vennootschapsleiding.

HOOFDSTUK VI: CASESTUDY

6.1 Inleiding

In het vorige hoofdstuk hebben we gezien dat hedgefondsactivisme positieve effecten kan hebben op de geviseerde onderneming. Deze effecten kunnen zich manifesteren door een verbeterde corporate governance, aanpakken van inefficiënties binnen de onderneming en door een stijging in de beurskoers. De studies hiernaar staan echter ver van ons vandaan aangezien het merendeel heeft plaatsgevonden in de Verenigde Staten. Om het onderzoek ook van een Nederlandse component te voorzien, zal in dit hoofdstuk worden ingegaan op het recente optreden van het activistische hedgefonds Elliot Advisors in AkzoNobel.

Voor het hoofdstuk zal de volgende indeling worden gehanteerd: in par. 6.2 zal de beschikking van de Ondernemingskamer voor AkzoNobel worden besproken.²⁷⁶ In par. 6.3 zal deze beschikking in het Nederlandse vennootschapsrechtelijke kader worden ingebed, waarna in par. 6.4 het hedgefondsactivisme in dit kader zal worden ingepast. Par. 6.5 zal nader ingaan op Elliot Advisors, par. 6.6 kwalificeert vervolgens het activisme van Elliot Advisors in het licht van de bevindingen uit Hoofdstuk 5 en par. 6.7 zal oordelen of Elliot Advisors geslaagd of gefaald is in haar activisme binnen AkzoNobel. Par. 6.8 bespreekt vervolgens de standpunten van de VEB, de werknemers en stappen die er op wetgevingsniveau werden (en worden) ondernomen naar aanleiding van de AkzoNobel-zaak. Par. 6.9 vormt de conclusie van het Hoofdstuk.

6.2 De beschikking

Voor een overzicht van de meest belangrijke feiten uit de beschikking verwijs ik naar de Tabel 1 in de bijlage van deze scriptie. Hoewel de zaak draait om een mogelijke overname van AkzoNobel door PPG, speelt de juridische strijd zich af tussen het activistische hedgefonds Elliot Advisors en de vennootschapsleiding van AkzoNobel. Via het elders onbekende enquêterecht willen zij de afwijzingen van de biedingen van PPG door de vennootschapsleiding aantasten. Om de afwijzing van deze biedingen te doorbreken, verzoekt het fonds de Ondernemingskamer om een BAVA bijeen te roepen met benoeming van een ‘super-commissaris’. AkzoNobel zou in de ogen van Elliot Advisors namelijk tekort zijn geschoten in haar belangenafweging inzake de biedingen van PPG en niet bereid zijn gebleken tot redelijk overleg met PPG te treden waardoor het fonds een aanzienlijke overnamepremie misloopt.

De Ondernemingskamer plaatst deze afwijzingen in de sleutel van de strategie van de vennootschap.²⁷⁷ In r.o. 3.11 concludeert de Ondernemingskamer dat het bepalen van de reactie van het bestuur van AkzoNobel

²⁷⁶ Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965.

²⁷⁷ R.o. 3.10 luidt: *‘De positiebepaling van een doelvennootschap in reactie op voorstellen van een potentiële bieder behoort tot het bepalen van de strategie van de doelvennootschap. Bij die positiebepaling zal immers afgewogen (dienen te) worden hoe de voorstellen zich verhouden tot alternatieven waaronder een stand alone scenario, al dan niet met aanpassing van de bestaande*

op de voorstellen van PPG en het vasthouden aan de *stand alone*-strategie tot het primaat van het bestuur behoort.²⁷⁸ Bulten en Raaijmakers onderstrepen dit rechtsoordeel van de Ondernemingskamer.²⁷⁹ In r.o. 3.14 oordeelt het hof dat er geen algemene rechtsregel bestaat die een doelvennootschap ertoe verplicht om inhoudelijke besprekingen te voeren met serieuze potentiële bidders.²⁸⁰ *So far so good*, voor het bestuur van AkzoNobel. Naar mate de beschikking vordert, kantelt het hof echter in haar oordeel. In het eerste deel van haar beschikking legt ze – zoals hierboven uitgelegd – de kwestie uit aan de hand van de vigerende regels omtrent de autonomie van het bestuur (r.o. 3.9 – 3.12), bespreekt het op feitelijke wijze de manier waarop AkzoNobel tot afwijzing van de voorstellen van PPG is gekomen (r.o. 3.18 – 3.22), maar begint het vanaf r.o. 3.26 aan een betoog dat hoopgevend(er) is voor activistische hedgefondsen. In het belang van de inkadering van de beschikking in dit onderzoek zal er met name op deze rechtsoverwegingen worden ingegaan. Voor een bespreking *in extenso* verwijs ik naar de uitvoerige annotatie van Raaijmakers.²⁸¹

In r.o. 3.34 gaat de Ondernemingskamer oordeelt het gerechtshof dat: *'het feit dat een besluit van de doelvennootschap om een bod niet te steunen niet strookt met de wil van (een meerderheid van) de aandeelhouders, betekent niet zonder meer dat de doelvennootschap in redelijkheid niet tot dat besluit heeft kunnen komen.'* Het is volgens de Ondernemingskamer evenzeer denkbaar *'dat de doelvennootschap besluit om een voorstel van een potentiële bidder niet te steunen terwijl aannemelijk is dat een stand alone scenario minder aandeelhouderswaarde genereert (op lange termijn) dan het overnamevoorstel (op korte termijn).'*²⁸² Dit staat haaks op de fundamentele doelstellingen van (activistische) hedgefondsen. Hedgefondsen hebben namelijk als ultieme doel het creëren van waarde voor haar investeerders (par.

eigen strategie, en aan welke financiële en niet financiële voorwaarden een bod zal moeten voldoen om in aanmerking te komen voor steun van de doelvennootschap.'

²⁷⁸ Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, r.o. 3.11. Hierbij memoreert de Ondernemingskamer naar de thans vigerende rechtsoverwegingen uit HR ABN AMRO en HR ASMI. Zie HR 13 juli 2007, JOR 2007/178, m.nt. Nieuwe Weme, r.o. 4.3 en HR 9 juli 2010, JOR 2010/228, m.nt. Van Ginniken, r.o. 4.4.1.

²⁷⁹ Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, JOR 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten, AA 2017/9, m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers.

²⁸⁰ Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, r.o. 3.14.

²⁸¹ Raaijmakers (2017b).

²⁸² Overkleefte noemt dit in zijn annotatie opmerkelijk aangezien de Ondernemingskamer hiermee – naar zijn mening – het gegeven dat de belangen van aandeelhouders binnen de kaders van het streven naar 'lange termijn waardecreatie' – in de zin van de huidige Corporate Governance Code – weliswaar een belangrijke positie inneemt, maar aan deze belangen geen doorslaggevend betekenis toekomt in overnamesituaties. Hiermee verliezen activistische hedgefondsen in Nederland dus een mogelijk aanknopingspunt voor haar activisme. In de literatuur wordt echter kritiek geuit op gebruikmaking van de kapstok 'corporate governance' door activistische hedgefondsen. De activisten doen zich voor als de hoeders van corporate governance (vanuit aandeelhoudersperspectief), terwijl er meningen in de literatuur opgaan dat zij juist de belagers hiervan zijn. Overkleefte (2017). Zo stellen Liekefett en Austin dat: *'This claim to having "best practices of corporate governance" at heart is hollow—even hypocritical (...). So why are activists so focused on corporate governance in their campaigns? For the same reason why politicians kiss babies during political campaigns: it plays well with the voters. Most institutional investors and the proxy advisory firms ISS and Glass Lewis care deeply about governance issues. That is because they believe, with some justification, that good corporate governance will create shareholder value in the long-term. The long term, of course, is rarely the game of activist hedgefondsen.'* Liekefett & Austin (2018).

2.1).²⁸³ Hiervoor staan haar verschillende methodes tot haar beschikking, waaronder hefboomfinanciering (par. 3.2.1), short-selling (par. 3.2.2), empty voting (par. 3.2.3) en het activisme (Hoofdstuk 4). Hun businessmodel is er namelijk op gericht om ex ante ondernemingen – en inzake AkzoNobel een overname-*event* (par. 5.3) – te analyseren teneinde *abnormal returns* te genereren (par. 4.4.1). Welke koers gevaren dient te worden, zal in de regel leiden tot een verschil in ondernemerschap (par. 5.3.4), maar het feit dat de Ondernemingskamer een doelvennootschap de mogelijkheid biedt om een keuze te maken die in absolute zin tot minder (aandeelhouders)waarde zal leiden, is een oordeel dat loodrecht ingaat op hetgeen hedgefondsen trachten te bereiken, namelijk: maximaal rendement. Men dient het oordeel van de Ondernemingskamer echter te lezen in het vigerende stakeholdersmodel. Dit oordeel gaat weliswaar in tegen het idee dat activistische hedgefondsen de aandeelhouderswaarde willen vergroten, maar de aandeelhouderswaarde vormt slechts één van de waardes binnen het bredere stakeholdersmodel waarin de gemeenschappelijke belangen en de idee van consensus centraal staan. Dit stakeholdersmodel en de daarbij behorende pluralisering heeft een belangrijke positie in het Nederlandse ondernemingsrechtelijke dogma.

Het belangrijkste rechtsoordeel voor Elliot Advisors is r.o. 3.35 waarin de Ondernemingskamer oordeelt dat *‘het gebleken onbegrip onder de aandeelhouders over de beslissing van AkzoNobel tot afwijzing van de voorstellen van PPG een probleem is dat door AkzoNobel niet genegeerd kan worden. (...) Het ligt op de weg van het bestuur en de raad van commissarissen van AkzoNobel om zich te beraden op de wijze waarop AkzoNobel de verstandhouding met dit deel van haar aandeelhouders kan normaliseren.’*^{284 285} Dit rechtsoordeel biedt een opening voor activistische hedgefondsen om de dialoog met het bestuur aan te gaan. Dit wordt ook erkend door Raaijmakers die stelt dat het mes van activistische aandeelhouders hierdoor scherper is geworden in het beïnvloeden van een fusie-/biedingsproces.²⁸⁶ Ondanks dat deze rechtsoverweging hoopgevend is voor activistische hedgefondsen die in Nederlandse ondernemingen willen interveniëren, zullen zij in mijn optiek nog altijd stuiten op de Nederlandse overtuiging dat

²⁸³ Bebchuck e.a. (2015), Becht e.a. (2015), Brav e.a. (2008), Kahan & Rock (2007), Armour & Cheffins (2009), Becht e.a. (2010) en Katelouzou (2013).

²⁸⁴ Volgens Raaijmakers roept de Ondernemingskamer hiermee twijfel op aan de aard en strekking van de autonomie van het bestuur om de voorstellen van een potentiële bidder af te wijzen en vast te houden aan haar eigen ondernemingsstrategie. Hij vraagt zich af waarom het bestuur dit onbegrip onder de aandeelhouders niet zou mogen negeren. Idem, p. 717.

²⁸⁵ Dit rechtsoordeel vertoont gelijkenissen met de dialoogverplichting die in de nieuwe UK Corporate Governance Code is opgenomen. Op grond van deze recent in werking getreden Corporate Governance Code dient het bestuur aan te geven op welke manier zij de dialoog aan zal gaan met de aandeelhouders die gezamenlijk met minstens 20% tegen een agendapunt hebben gestemd. Dit is een inherent bredere verplichting omdat de agendapunten zeer divers kunnen zijn. Desalniettemin kan er een parallel worden getrokken met r.o. 3.35 uit de AkzoNobel-beschikking omdat daarin wordt geoordeeld dat de onvrede onder een substantieel – of dit ook minstens 20% van de uitgebrachte stemmen zal zijn, blijft in het ongewis – deel van de aandeelhouders dient te worden weggenomen. Een invoering van een soortgelijke regel als uit de UK Corporate Governance Code in onze eigen Nederlandse Corporate Governance Code ligt volgens Vletter-Van Dort en Keijzer niet in het verschiep. Vletter-Van Dort & Keijzer (2018), p. 329. Zie tevens par. 6.3.

²⁸⁶ Raaijmakers (2017b), p. 716.

aandeelhouders vrij weinig te zeggen hebben over de strategiebepaling van de vennootschap (par. 6.3.2).²⁸⁷ Dit zal uit de volgende paragraaf blijken.

6.3 Nederlandse vennootschapsrechtelijke kader

Om de AkzoNobel-beschikking nader te kunnen duiden, is het nodig dat het wordt ingebed in het bredere vennootschapsrechtelijke kader. De basisregels van het Nederlandse NV-recht kan op de volgende manier kort worden samengevat.

6.3.1 Wettelijk kader

Behoudens de toepasselijkheid van een structuurregime is de aandeelhoudersvergadering bevoegd tot benoeming, schorsing en ontslag van het bestuur (art. 2:134 jo. 2:162 BW)²⁸⁸ en de raad van commissarissen (art. 2:142 jo. 2:158 lid 4 jo. 2:144 jo. 2:161a BW). Het aandeelhoudersorgaan is bovendien bevoegd tot vaststelling van de jaarrekening (art. 2:101 lid 3 BW), decharge (idem), goedkeuring van besluiten van het bestuur omtrent een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming (art. 2:107a BW) en heeft het ingevolge art. 2:107 lid 1 BW een ‘restbevoegdheid’ inhoudende dat alle bevoegdheden die niet aan het bestuur zijn toegekend, bij de aandeelhoudersvergadering rusten. Voor een verdere bespreking van de bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering verwijs ik naar het handboek van Van Schilfgaarde.²⁸⁹ Hieronder zal nader ingegaan worden op de rol en positie van het bestuur, hetgeen belangrijk is voor de inbedding van de AkzoNobel-beschikking.

De vaststelling van beleid en strategie vormt een bevoegdheid die exclusief toekomt aan het bestuur.²⁹⁰ Op grond van art. 2:129 lid 5 BW dient het bestuur zich bij haar taakvervulling te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Dit belang wordt bepaald door het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming. Op grond van art. 2:8 BW dient het bestuur zorgvuldigheid te betrachten met betrekking tot de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken.²⁹¹ Dit uitgangspunt postuleert het vigerende stakeholders-model. De taken en

²⁸⁷ Dit wordt onderstreept door Olaerts. Zij stelt namelijk dat in geval van een potentiële overname het vennootschappelijk belang volledig wordt afgeschermd van de aandeelhouders. Ze wilt – volgens mijn lezing – hiermee zeggen dat aandeelhouders – al dan niet activistisch – geen invloed kunnen uitoefenen op dit belang met als gevolg dat het vennootschappelijk belang prefaleert boven het aandeelhoudersbelang. Olaerts (2017), p. 638.

²⁸⁸ Het structuurregime is verplicht voor ondernemingen die gedurende drie opeenvolgende jaren een eigen vermogen hebben gehad dat groter is dan €16 miljoen, een Ondernemingsraad hebben ingesteld en meer dan 100 werknemers in dienst heeft die werkzaam zijn binnen Nederland. Indien dit structuurregime toepasselijk is op een vennootschap, dan is het verplicht een raad van commissarissen in te stellen. De raad van commissarissen verkrijgt dan rechten die in beginsel aan de aandeelhoudersvergadering toekomen, zoals de benoeming en ontslag van de bestuurders.

²⁸⁹ P. Van Schilfgaarde, Van de BV en de NV, Deventer: Kluwer 2017, p. 248-276.

²⁹⁰ Deze bevoegdheid wordt reeds geïmpliceerd in art. 2:129 lid 1 BW in het woord ‘besturen’.

²⁹¹ Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, r.o. 3.12.

bevoegdheden van het bestuur omtrent beleid en strategie van de vennootschap zijn reeds uitgekristalliseerd in de jurisprudentie.

6.3.2 Jurisprudentieel kader

Het fundament voor de autonomie van het bestuur werd door de Hoge Raad gelegd in het ABN AMRO-arrest, waarin het overwoog dat i) *‘het bepalen van de strategie van een vennootschap en de daaraan verbonden onderneming in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur van de vennootschap, ii) dat de raad van commissarissen daarop toezicht houdt en iii) dat de aandeelhoudersvergadering haar opvattingen ter zake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten’*.²⁹² Dit standpunt herhaalde de Hoge Raad in het ASMI-arrest. Onder verwijzing naar HR ABN AMRO oordeelde het dat *‘het bestuur van een vennootschap bij de vervulling van zijn bij wet of statuten opgedragen taken het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming voorop [dient] te stellen en de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking [dient] te nemen’*.²⁹³ Uit het feit dat een externe aandeelhouder het bestuur en de raad van commissarissen, niet zonder meer kan volgen dat het bestuur gehouden is op de visie van die externe aandeelhouders in te gaan en door dat niet te doen blijkt geeft van een defensieve en gesloten opstelling.²⁹⁴ Deze lijn in de rechtspraak met betrekking tot de bevoegdheidsverdeling tussen de aandeelhoudersvergadering en het bestuur in recentelijk bevestigd in de Boskalis/Fugro-zaak.²⁹⁵ De AkzoNobel-beschikking past geheel in deze lijn uit de jurisprudentie.²⁹⁶

6.4 Inpassing van het hedgefondsactivisme

In de bovenstaande twee deelparagrafen is het vigerende Nederlandse vennootschapsrechtelijke kader geschetst waarin de AkzoNobel-beschikking ingebed kan worden. In deze paragraaf zal een nadere analyse volgen naar de vraag hoe het hedgefondsactivisme is in te passen in het Nederlandse vennootschapsrecht.

²⁹² HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA972, NJ 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer.

²⁹³ HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, NJ 2010/544, m.nt. P. Van Schilfgaarde, r.o. 4.4.1.

²⁹⁴ HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, NJ 2010/544, m.nt. P. Van Schilfgaarde, r.o. 4.4.2.

²⁹⁵ De voorzieningenrechter, het hof en de Hoge Raad stelden vast Boskalis een (concept)aanbeveling over de opeenstapeling van beschermingsconstructies ter stemming in de aandeelhoudersvergadering wilde opnemen, terwijl dit een onderwerp over de vennootschapsstrategie betreft en derhalve exclusief behoort tot het domein van het bestuur. Het doet hierbij *‘niet ter zake dat die stemming geen rechtsgevolg heeft en wordt betiteld als een informele stemming, een aanbeveling, een motie of een peiling’*. HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, r.o. 3.3.7.

²⁹⁶ Volgens Wolf geeft de AkzoNobel-beschikking wel nieuwe gezichtspunten opgeleverd tijdens (vijandige) overnamebiedingen. i) *‘de positiebepaling van een doelvennootschap in reactie op voorstellen van een potentiële bidder behoort tot het bepalen van de strategie van de vennootschap, ii) er bestaat geen algemene rechtsregel die een doelvennootschap ertoe verplicht inhoudelijke besprekingen of onderhandelingen te voeren met een serieuze potentiële bidder, iii) het bestuur van een doelvennootschap dient zich ook bij de beoordeling van voorstellen van een potentiële bidder onder toezicht van de raad van commissarissen te richten op de langetermijnwaardcreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en daartoe de in aanmerking komende belangen van alle stakeholders te weten, en iv) het feit dat een besluit van de doelvennootschap om een bod niet te steunen niet strookt met de wil van (een meerderheid van) de aandeelhouders, betekent niet zonder meer dat de doelvennootschap niet in redelijkheid tot dat besluit heeft kunnen komen’*. R.A. Wolf, Overnameperikelen: Elliot International, L.P. c.s., AkzoNobel en PPG Industries. Een analyse, TvOB 2017/5, p. 169-170.

6.4.1 Jurisprudentiële fricties

Het jurisprudentieel kader laat zien dat er in het Nederlandse vennootschapsrecht weinig speelruimte is voor activistische hedgefondsen om de strategiebepaling door het bestuur te beïnvloeden. Zoals in par. 4.4.4 reeds is aangetoond, proberen hedgefondsen hun wensen primair op informele wijze duidelijk te maken aan het bestuur. Wanneer deze *one-on-one's* falen dan neemt het activisme stapsgewijs toe in mate van agressiviteit.²⁹⁷ Wanneer een hedgefonds de stap naar de rechter zal overwegen om de druk op het bestuur op te voeren en steun bij de rechter te winnen, dan voorzie ik een kleine kans dat zij de juridische strijd zullen winnen. De autonomie van het bestuur zit namelijk sinds het ABN AMRO-arrest diep geworteld in het geldende vennootschapsrecht. Zoals in par. 6.2 reeds is gesteld, kon de Ondernemingskamer de zaak af doen door het autonomie-leerstuk te bespreken en AkzoNobel autonoom te verklaren in de bepaling van haar *stand alone*-strategie. Het gerechtshof echter een omslag aan het eind van haar beschikking ten faveure van de ontevreden aandeelhouders. Dus ondanks dat activistische hedgefondsen in ondernemingsrechtelijk Nederland tegen jurisprudentiële fricties in de vorm van de autonomie van het bestuur, zullen aanlopen, doet deze omslag van de Ondernemingskamer niet de hoop verloren gaan.

6.4.2 Corporate Governance mogelijkheden

Volgens de huidige Corporate Governance Code moeten *'stakeholders [erop] kunnen vertrouwen dat hun belangen op zorgvuldige wijze worden meegewogen, omdat dit een voorwaarde is voor hen om binnen en met de vennootschap samen te werken. Goed ondernemerschap en goed toezicht zijn essentiële voorwaarden voor stakeholders voor het vertrouwen in het bestuur en het toezicht.'* Zoals reeds in hoofdstuk 5 is besproken en aan de hand van de AkzoNobel-beschikking is aangetoond, is het hedgefondsactivisme te herleiden tot een verschil in ondernemerschap (par. 5.3.4). De activisten hebben een conflicterende visie ten opzichte van het bestuur met betrekking tot de wijze waarop de onderneming bestuurd zou moeten worden. Als men de eerste zinsnede van het citaat uit de CGC volgt dan vindt men een opening c.q. een grondslag op basis waarvan hedgefondsen aan kunnen voeren dat met hun ideeën op een gedegen wijze rekening dient te worden gehouden door het bestuur. Dit kunnen de activisten controleren door het bestuur tijdens de aandeelhoudersvergadering (of in *one-on-one's*) expliciet te wijzen op deze passage en de vraag te stellen op welke wijze het bestuur met haar belangen en ideeën rekening heeft gehouden. Dit wordt des te urgenter wanneer het bestuur in de voorgaande jaren niet in staat is (geweest) om de onderneming naar behoren te leiden. Zoals par. 4.5.1 heeft aangetoond, richten hedgefondsen zich primair op ondernemingen die naar economische maatstaven ondergemiddeld presteren. Men kan dan de stelling opwerpen dat hedgefondsen terecht het bestuur wijzen op de tegenvallende

²⁹⁷ Brav e.a. (2008).

prestaties van de vennootschap.²⁹⁸ Zij zijn als geïnformeerde beleggers namelijk in staat om inefficiënties binnen de onderneming te ontdekken en direct aan te kaarten. Het argument dat hedgefondsactivisme niet in het ‘belang van de vennootschap en haar stakeholders is’, is niet in alle gevallen steekhoudend. Deze stelling zal hieronder aan de hand van de Code van Manen worden verdedigd.

‘Het bestuur ontwikkelt een visie op lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en formuleert een daarbij passende strategie’, aldus principe 1.1.1 van de huidige Code van Manen.²⁹⁹ Wat de lange termijn waardecreatie exact inhoudt is afhankelijk van het segment waarin de onderneming opereert, de mate van concurrentie, de grillen van de financiële markt, de houding van het zittende aandeelhoudersbestand, de belangen van alle betrokken stakeholders en vele andere interne en externe factoren. Wanneer we de economische studies uit par. 5.2 in herinnering brengen dan zien we dat interventies door activistische hedgefondsen tot een verhoogde aandeelhouderswaarde leidt hetgeen wordt uitgedrukt in een stijging van de beurskoers. Verschillende studies hebben abnormal returns aangetoond in een tijdsframe van vóór en ná de interventie. De aandeelhouderswaarde is echter slechts een van de waardes waar in het Nederlandse Rijnlandse model rekening mee dient te worden gehouden. Een focus op het aandeelhoudersbelang kenmerkt het Britse ‘*enlightened shareholder model*’ hetgeen niet goed past in het Nederlandse vennootschapsrechtelijke dogma. In par. 5.2.3 en 5.2.4 zijn er echter ook economische studies besproken die niet enkel een verbetering van de aandeelhouderswaarde aantonen, maar ook een algehele verbetering van de operationele prestaties van de vennootschap ná de interventies van activistische hedgefondsen.³⁰⁰ Zo heeft het onderzoeksteam onder leiding van Harvard professor Lucian Bebchuk aangetoond dat de operationele prestaties van de vennootschap sterk verbeterd, hetgeen niet enkel ten goede komt aan de aandeelhouder (in de vorm van een stijging van de aandeelhouderswaarde), maar ook leidt tot waardecreatie voor overige stakeholders die bij de onderneming betrokken zijn. De onderzoekers tonen namelijk een stijging aan in de ROA en een verbetering van de Tobin’s Q hetgeen ook ten goede aan de werknemers, crediteuren, leveranciers en alle andere stakeholders van de onderneming.³⁰¹

²⁹⁸ Zo werd er door Hermes vraagtekens gesteld over de indeling van de *front-* en *back-end*-activiteiten van ASMI vanwege de tegenvallende winsten van de *front-end*-activiteiten. Het heeft het bestuur van ASMI de nodige tijd gekost om dit onderdeel weer rendabel en winstgevend te krijgen.

²⁹⁹ In dit opzicht kan men zich afvragen in hoeverre hedendaagse beursgenoteerde ondernemingen zich daadwerkelijk kunnen richten op de lange termijn gegeven de plicht tot publicatie van kwartaalcijfers en de grillen van de financiële markten waaraan de onderneming is onderworpen. Wanneer een onderneming tegenvallende kwartaalcijfers publiceert of een negatieve winstverwachting uitspreekt dan vindt dat direct zijn weerslag in de beurskoers en daarmee de waarde van de onderneming. De negatieve spiraal waarin Facebook nu verkeert, is hier een mooi voorbeeld van. Zie hiervoor Beurskoers Facebook keldert 20% na kwartaalcijfers, FD 25 juli 2018.

³⁰⁰ Voor de causaliteitsbezwaren verwijs ik terug naar par. 5.3.1.

³⁰¹ Zo tonen Bebchuk e.a. aan dat: ‘*Furthermore, during the five years following the intervention, we find no evidence supporting concerns that activist interventions are followed by short-term gains that come at the expense of subsequent long-term declines in operating performance. Examining both Q and ROA, and conducting comparisons both to the end of the year following the intervention and the end of the year preceding it, the feared adverse effect on long-term performance is not found in the data.*

Het merendeel van de andere economische studies uit par. 5.2.4 ondersteunen de claim dat hedgefondsactivisme een waardegenererend effect heeft op de gehele onderneming. Bebchuk e.a. hebben bovendien aangetoond dat deze positieve effecten zich doorzetten tot op een lange termijn (5 jaar). Op grond van deze bevindingen kan de stelling dus worden verworpen dat het hedgefondsactivisme in abstracto niet in het belang van de vennootschap en haar stakeholders is en kan bepleit worden dat het – in de zin van principe 1.1 van de huidige Corporate Governance Code – bij kan dragen aan de lange termijn waardecreatie van de vennootschap. In concreto kan dit echter anders zijn, omdat wenselijkheid van het activisme altijd afhankelijk zal zijn van de feiten en omstandigheden van het geval. Dit zal ik nader duiden aan de hand van een citaat van de Monitoring Commissie Corporate Governance.

6.4.3 Monitoring Commissie Corporate Governance

Op 29 januari 2018 publiceerde de Monitoring Commissie Corporate Governance haar slotdocument. *‘Dialogoog met en actieve betrokkenheid van aandeelhouders bevordert lange termijn waardecreatie. Dit vraagt een actieve houding van de aandeelhouder enerzijds en een open houding van de vennootschap anderzijds’*, aldus de Monitoring Commissie in haar persbericht over het bovengenoemde slotdocument.³⁰²

De vraag is hoe activistische hedgefondsen zijn in te passen in de langetermijnwaardecreatie van de vennootschap zodat een vertaalslag gemaakt kan worden van de economische bevindingen naar de Nederlandse rechtspraktijk en rechtsleer. In de loop van het onderzoek hebben we gezien dat activistische hedgefondsen over de nodige expertise en ervaring beschikken in het analyseren van ondernemingen waarin zij groeimogelijkheden zien (par. 4.4.3 en 4.4.4). Deze groeimogelijkheden trachten zij op verschillende wijze uit te buiten, zoals het wijzigen van de bestuurscompositie en/of het bestuur te overtuigen van een andere koers. Het ultieme doel is waardecreatie (*abnormal returns*) ten gunste van haar investeerders. Succesvolle interventies kunnen hiernaast ook tot waardecreatie leiden voor alle betrokken stakeholders indien de operationele prestaties na de interventie (sterk) verbeterd over een langere periode. De problematiek rondom het hedgefondsactivisme spitst zich niet toe op een kwestie van de ‘korte- tegen de lange termijn’, maar op de conflicterende visies tussen de activisten en het zittende bestuur. Hierbij dient er *in concreto* een afweging gemaakt te worden in de ideeën van de activisten en dat van het bestuur. Men kan op voorhand niet bepalen welke visie voor de grootste waardegeneratie zal leiden op de korte én lange termijn. Op grond van de bevindingen uit deze scriptie kan het standpunt worden verdedigd dat het bestuur van de geïntervieerde onderneming – in de woorden van de Monitoring Commissie Corporate Governance – een ‘open houding’ in zou moeten nemen en hedgefondsen niet *linea recta* weg zou moeten zetten als

Indeed, in each of the years three, four, and five following the intervention, we find improvements that are statistically significant. Thus, overall, the evidence on firm performance does not support the myopic-activists claim. Bebchuk e.a. (2015), p. 1117.

³⁰² Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Persbericht 29 januari 2018.

kortetermijndenkers. In de huidige mondiale en sterk competitieve markt is het nodig dat het bestuur tijdig door haar aandeelhouders wordt gewezen op inefficiënties binnen het beleid en/of de *status quo*.

‘Hoe kan de Code eraan bijdragen dat aandeelhouders worden gestimuleerd om het bestuur aan te zetten en te steunen om zich op lange termijn waardecreatie te richten?’, was een vraag die de Monitoring Commissie in haar slotdocument omtrent de huidige Corporate Governance Code opwierp. In dit verband zou ik willen aanbevelen dat het bestuur ook jegens activistische hedgefondsen een open houding inneemt wat inhoudt dat het bestuur de ideeën van de activisten op gedegen wijze aanhoort.³⁰³ Deze open houding volgt bovendien uit de bekendmaking van niet-financiële informatie door grote ondernemingen.³⁰⁴ In lijn met het langetermijndenken uit de Richtlijn 2014/95/EU³⁰⁵ zou ik willen beargumenteren dat het bestuur van (grote) geïntegreerde ondernemingen ook met betrekking tot het hedgefondsactivisme een zekere mate van transparantie en collaboratie toont. Het scepticisme jegens activistische hedgefondsen dient gerelativeerd te worden omdat ook haar ideeën kunnen zorgen voor waardecreatie voor de vennootschap (par. 5.2.3). De wettelijke bevoegdheidsverdeling en het leerstuk omtrent de autonomie van het bestuur (par. 6.3.1 en 6.3.2) dienen door de activisten wel gerespecteerd te worden. Van belang is dat de visies van het bestuur en de activisten tegen elkaar worden afgewogen waarbij aandacht wordt besteed aan factoren als implementatiemogelijkheden, haalbaarheid, risico’s, bedrijfsmodel, belangen van overige stakeholders en milieu, sociale, en personeelsaangelegenheden. Deze afweging zal iedere keer uniek zijn, omdat het afhankelijk is van de feiten en omstandigheden waarin de onderneming verkeert. Het startpunt zou iedere keer de open en bereidwillige houding van het bestuur moeten zijn.

6.5 Elliot Advisors

Elliot Advisors maakt onderdeel uit van het grotere *Elliot Management Corporation*. Op dit management niveau wordt er leiding gegeven aan twee *multi-strategy*³⁰⁶ fondsen die gezamenlijk een *asset under*

³⁰³ Deze coöperatieve houding zal bovendien leiden tot meer aandeelhoudersbetrokkenheid waardoor de doelstellingen uit de Herziane Aandeelhoudersrichtlijn en de stewardship-codes behaald zullen worden. Zo kunnen er interne contracten gesloten worden met institutionele beleggers waarin hen een zekere mate van betrokkenheid wordt geboden. Een oplossing vanuit het werkveld verdient naar mijn mening de voorkeur boven maatregelen van overheidswege.

³⁰⁴ RICHTLIJN 2014/95/EU VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD van 22 oktober 2014 tot wijziging van Richtlijn 2013/34/EU met betrekking tot de bekendmaking van niet-financiële informatie en informatie inzake diversiteit door bepaalde grote ondernemingen en groepen. In deze Richtlijn wordt het belang van informatievoorziening met betrekking tot sociale en milieufactoren erkend om de risico’s met betrekking tot duurzaamheid te adresseren en het vertrouwen van investeerders en consumenten te vergroten. Winstgevendheid op de lange termijn wordt hierbij gecombineerd met maatschappelijke rechtvaardigheid en milieubescherming. De open en collaboratieve houding waar in de hoofdttekst over wordt gesproken, ligt in lijn met de maatregelen uit deze richtlijn, namelijk: betere informatievoorziening (omtrent niet-financiële aspecten) en een hogere mate van transparantie. Overweging 3 en 6 en art. 19 bis.

³⁰⁵ Deze richtlijn is reeds in Nederland geïmplementeerd en ligt mede ten grondslag aan de huidige Corporate Governance Code en het lange termijn denken uit de Herziane Aandeelhoudersrichtlijn (Hoofdstuk 7). Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Rapport monitoring boekjaar 2015, p. 38.

³⁰⁶ Dit houdt kortweg in dat het fonds een divers beleggingsbeleid heeft en zich niet louter toelegt op een soort belegging. Zo investeert Elliot Management Corporation in *distressed securities, equity, commodities, private equity* en vastgoed. Hierover is meer te lezen op: <http://www.elliottmgmt.com/what-we-do/>.

management hebben van ca. 34\$ miljard.³⁰⁷ Elliot Associates L.P. vormt het vlaggenschip van het fonds en Elliot Advisors (UK) Limited – het fonds waar het in deze casestudy om gaat – vormt de Britse tak van de *Elliot Management Corporation*.

Uit het onderzoeksrapport van Rossman e.a. blijkt dat Elliot Advisors een van de meest actieve activistische hedgefonds is. Het fonds lanceerde 17 nieuwe activistische campagnes in de eerste helft van 2018 wat ca. 12% van het totale aandeelhoudersactivisme behelst.³⁰⁸ Zij startten 10 campagnes in Europese ondernemingen, hetgeen ongeveer 30% van het totaal inhoudt.³⁰⁹ Het onderzoek toont bovendien aan dat de activisten meer zetels in het bestuur hebben gewonnen in de eerste helft van 2018 dan dat zij hebben gedaan in het gehele jaar van 2017. Samen met Starboard en Icahn zorgden Elliot Advisors voor 45% van deze wijzigingen in de bestuurscompositie.³¹⁰

De actieve aanwezigheid van Elliot Advisors in het aandeelhoudersactivisme komt echter niet als een verrassing gezien de activistische campagnes in AkzoNobel,³¹¹ Hess Corporation,³¹² Telecom Italia,³¹³ ThyssenKrupp³¹⁴ en nog vele andere. Ondanks de agressieve aanpak die het hedgefonds aan haar activisme ten grondslag legt, streeft het volgens haar oprichter en president, Paul Singer, niet louter naar winstbejag op de korte termijn. Hij stelt: *‘Unfortunately, as soon as an activist shows up at an underperforming company with an idea for creating value, the company’s advisers frequently seek to make the debate about the time horizon’*.³¹⁵ Dit citaat van de heer Singer komt overeen met de bevindingen uit par. 5.4.3 en 5.3.4, namelijk dat hedgefondsactivisme in de kern een verschil van inzicht is op welke manier en in welke tijdsperiode de onderneming (in grotere mate) winstgevend kan zijn.³¹⁶ Voorts: *‘There is a fair debate to be had about the appropriate balance of power between public corporations and their shareholders. But the debate has been badly skewed by a false narrative. ‘Anti-activist’ advisers have attempted to drive a wedge between activist investors and index funds by suggesting that activist are interested only in short-term gains at the expense of long-term value. This divisive framing is objectively false and has done harm to the goal of generating sustainable returns for all investors.*³¹⁷ Deze stellingname komt overeen met de bevindingen

³⁰⁷ Ontleend aan de website van Elliot. Te raadplegen via: <http://www.elliottmgmt.com/about-elliott/>.

³⁰⁸ Het onderzoek van Rossman e.a. ziet op het bredere aandeelhoudersactivisme en niet louter op hedgefondsactivisme. Dit maakt het feit dat Elliot Advisors een dergelijk hoog percentage van het totale activisme uit de eerste helft van 2018 in beslag neemt, des te opmerkelijker. Rossman e.a. (2018).

³⁰⁹ Idem.

³¹⁰ Idem.

³¹¹ Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965.

³¹² <https://dealbook.nytimes.com/2013/01/29/elliott-management-calls-for-board-shake-up-at-hess/>.

³¹³ <https://www.businesswire.com/news/home/20180426006737/en/Elliott-Advisors-UK-Limited-Statement-Telecom-Italia>.

³¹⁴ <https://fd.nl/ondernemen/1260409/thyssenkrupp-waardeverschil-met-tata-steel-europe-niet-zo-groot-als-elliott-meent>.

³¹⁵ Singer (2017).

³¹⁶ Singer adresseert ook deze problematiek en stelt: *‘Rather than ‘short-term vs. long-term’, how about ‘good ideas vs. bad ideas’? (...) Far too often companies hide behind ‘long-term’ as a way to justify prolonged underperformance. (...) The benefits of fixing a broken strategy, getting rid of a bad acquisition, redeploying an ineffective management team or board may show up right away in a company’s stock price, but that immediate result doesn’t diminish the long-term benefits.’* Idem.

³¹⁷ Idem. Verder in het artikel verwijst Singer ter onderbouwing van mijn standpunt naar het onderzoek van Bebchuk e.a. (2015).

uit par. 5.3, namelijk dat short-termisme – vanuit de economische studies bekeken – niet het juiste argument is om te oordelen over de wenselijkheid van hedgefondsactivisme. Noch in theorie, noch op basis van empirische bewijsgronden kan gesteld worden dat hedgefondsactivisme op systematische wijze leidt tot short-termisme.³¹⁸ Sterker nog: de literatuur is verdeeld met betrekking tot de vraag of een kortetermijnvisie daadwerkelijk schadelijk is voor een onderneming.³¹⁹ Bovendien is het lastig te bepalen of de wijzigingen die voorgesteld worden door activistische hedgefondsen gebaseerd zijn op korte- dan wel langetermijnoverwegingen. Singer vervolgt: *‘If our activism did not create long- and short-term value, we would have a hard time persuading management, boards and other shareholders even to listen to us, much less implement our ideas. Activists who push for solely ‘short-term’ solutions are themselves going to be ‘short-term’ players.’* Met name de laatste zinsnede geeft stof tot nadenken. Zouden activistische hedgefondsen nog bestaansrecht hebben indien zij zich louter richten op winstbejag op de korte termijn?

6.6 Kwalificatie van het activisme

Zoals reeds in par. 4.3.3 is uiteengezet gaat hedgefondsactivisme gepaard met bepaalde motieven en doelstellingen. Het beoogde doel van Elliot kwalificeert als een poging om de ondernemingsstrategie in het bijzonder in een M&A-deal als doelvennootschap, te wijzigen (categorie 3 uit het onderzoek van Brav e.a.).³²⁰ In lijn met de bevindingen van de genoemde onderzoekers heeft Elliot primair getracht haar wensen kenbaar te maken door de dialoog aan te gaan met het bestuur van AkzoNobel. Uit de beschikking volgt namelijk dat er twee besprekingen hebben plaatsgevonden tussen genoemde partijen. Of dit in werkelijkheid meer zijn geweest, blijft een vraag, maar dat lijkt wel aannemelijk.

Elliot Advisors was een *event driven*-activist in de AkzoNobel-zaak, omdat het speculeerde op een gebeurtenis (de overname door PPG) die mogelijk plaats zou vinden, waardoor hun aandelenpakket (significant) in waarde zou stijgen.³²¹ Het fonds speculeerde op een stijging van de beurskoers van AkzoNobel indien het overgenomen zou worden door PPG. De beurskoers van AkzoNobel steeg echter al rondom het moment dat PPG haar eerste bod uitbracht op AkzoNobel (zie Tabel 2). De markt percipieerde (onder andere) het overnamebod van PPG – dat op 2 maart bekend werd gemaakt – erg positief. De beurskoers piekt tussen 7 en 9 maart 2017 door naar €76,75 per aandeel en bereikt haar hoogtepunt op 25 april 2017 met een waarde van €82,65. Terughoudendheid is echter geboden met het volledig toeschrijven

³¹⁸ Paces (2016)

³¹⁹ Hopt (2015), p. 26.

³²⁰ Brav e.a. (2008), p. 1742. Zie tevens Klein & Zur (2009), p. 198.

³²¹ Een *event-driven* strategie houdt in dat voordeel behaald wilt worden in een gebeurtenis (*event*) die in de nabije toekomst plaats zal vinden, bijvoorbeeld een fusie of een overname. Deze strategie wordt louter toegepast door grote hedgefondsen en private equity fondsen omdat zij de vereiste expertise in huis hebben om de vele *events* die wereldwijd plaatsvinden te analyseren. Barclay Hedge, Understanding Event-Driven Investing. Te raadplegen via: <https://www.barclayhedge.com/research/educational-articles/hedge-fund-strategy-definition/hedge-fund-strategy-event-driven.html>.

van deze koersstijging aan het eerste bod van PPG. Het vormt wel – samen met diverse andere factoren – een factor van invloed op de beurskoers.

Als *event-driven* activist was het voor AkzoNobel gunstig geweest als de overname van PPG doorgang had gevonden. In de woorden van Singer was deze overname ‘*a good idea*’ dat gunstig zou uitpakken voor de aandeelhouders van AkzoNobel. Een verdere analyse van het activisme van Elliot Advisors laat – eveneens in lijn met Brav e.a. – zien dat haar activisme haar activisme gradueel toenam in agressiviteit. Onlogisch is dit niet, aangezien het hedge fund keer op keer nul op rekest heeft gekregen vanuit de vennootschapsleiding. Zoals reeds in par. 4.4.4 is besproken, neemt de mate van agressiviteit dan toe. Voor een verder overzicht van de activistische activiteiten verwijst ik naar Tabel 3.

6.7 Geslaagd in haar activisme?

Ondanks in de inzet van haar activistische instrumentarium is Elliot Advisors er uiteindelijk niet in geslaagd om AkzoNobel te overtuigen van de potentiële voordelen die een fusie met PPG zou hebben gehad. Elliot Advisors heeft het pleit echter niet verloren, aangezien AkzoNobel heeft besloten om haar chemicaliën-tak volledig af te stoten. Op 27 maart 2018 is de deal met het Amerikaanse *private equity*-huis Carlyl Group beklonken. De onvrede onder de aandeelhouders vanwege de afwijzingen van de PPG-biedingen door de vennootschapsleiding van AkzoNobel, heeft niet op de laatste plaats haar invloed hierop gehad. Onder aanvoering van het hedgefonds, Elliot Advisors, vormden een significant deel van het aandeelhoudersbestand van AkzoNobel een front dat haar ongenoegen uitte over de beslissingen die het bestuur in het biedingsproces heeft genomen.

Om de vrede te herstellen splitste AkzoNobel haar *Special Chemicals*-tak af, schroefde het zijn financiële doelstellingen op en beloofde het meer dividend uit te keren. Tijdens de Bijzondere Vergadering van Aandeelhouders van 30 november 2017 met 99,87% van de stemmen voor de afsplitsing van de chemietak.³²² Hierbij heeft AkzoNobel bevestigd dat het ‘overgrote deel’ van de netto-opbrengst van de chemietak naar de aandeelhouders gaat.³²³ Men kan hierbij stellen dat de chemicaliëndivisie een inefficiëntie binnen de onderneming vormde, waar Elliot Advisors op heeft gewezen. Dit punt moet echter worden genuanceerd, omdat het bestuur van AkzoNobel deze inefficiëntie reeds maandengeleden had erkend en sindsdien bezig is geweest om een geschikte overnamepartner hiervoor te vinden. Desalniettemin ziet men hierin een belangrijke monitoringsrol van de betrokken aandeelhouders terug. Elliot Advisors heeft uiteindelijk dus toch succes weten te boeken binnen AkzoNobel. Ook het feit dat het bestuur een wapenstilstand heeft

³²² Meer te lezen op: <https://www.akzonobel.com/for-media/media-releases-and-features/akzonobel-shareholders-support-separation-specialty-chemicals>.

³²³ Media Release, AkzoNobel to sell Specialty Chemicals to The Carlyle Group and GIC for €10.1 billion, 27 maart 2018.

gesloten met Elliot, duidt op een veranderd denkbeeld omtrent hedgefondsen. Daar waar men in de Europese bestuurskamer eerst erg sceptisch was omtrent het agressieve Amerikaanse hedgefondsactivisme, is dit beeld aan het veranderen, doordat bestuurders steeds vaker de dialoog aangaan met de activisten.³²⁴

6.8 Standpunten van relevante partijen

Het activisme van Elliot Advisors heeft de nodige impact gehad op AkzoNobel. AkzoNobel won weliswaar de juridische strijd, maar dit heeft te gelden als een pyrrhusoverwinning. Het verloor op 19 juli 2017 de topman waarmee AkzoNobel de financiële malaise uit 2012 overkwam. Büchner kon de druk – die mede werd opgevoerd door Elliot Advisors – niet meer aan. De top van AkzoNobel stond namelijk maandenlang onder hevige druk als gevolg van het – uiteindelijk falend – overnameproces van PPG en de hevige onvrede die onder de groot deel van de aandeelhouders leefde.³²⁵ Naast het verlies van de topman, Ton Büchner, heeft de AkzoNobel zaak op diverse andere fronten haar impact gehad. De belangrijkste gebeurtenissen zullen hieronder worden besproken.

6.8.1 De VEB

*'Ik denk dat ze niet de deur kunnen dichtgooien bij een bod van een serieuze partij met een serieuze achtergrond in dezelfde industrie', liet Paul Koster (directeur van de VEB) optekenen tegen BNR. De vrees van het bestuur dat de overname ten koste zou gaan van het personeel en andere stakeholders, de schuldenlast van PPG, de cultuurverschillen en mededingsrechtelijke bezwaren werden niet door de directeur van de VEB gedeeld. 'Dat zie ik niet helemaal. Dit is een partij die heel lang op dit bod heeft gestudeerd, dat hebben ze ook in hun eerste persbericht meegedeeld. Dan moet je, vind ik, als management van een beursgenoteerde onderneming, jezelf openstellen voor een discussie. Dat ze dat bij de eerste bieding niet hebben gedaan, begrijp ik, maar nu komt er weer een serieuze poging en heb je de plicht om toch te gaan praten.'*³²⁶

Deze onvrede bleef doorwoekeren nadat PPG in november 2017 afhaakte als overnamekandidaat. Naar aanleiding hiervan heeft de VEB een uitgebreide en kritische brief met 25 vragen naar het bestuur van AkzoNobel gestuurd. Het credo van VanLancker was dat hij zou vasthouden aan de aangescherpte winstdoelstellingen van AkzoNobel³²⁷ en zou kiezen voor een autonome (*stand alone*) groei. Zeggen en doen is echter twee. Op basis van een aantal omstandigheden die volgens de VEB nauwelijks als een

³²⁴ Zie hierover het volgende artikel in de Financial Times: Opinion Lex, Elliot Advisors: activism ascendants, 16 augustus 2017. Met name de laatste alinea uit het artikel verwoordt het treffend: *'The rough tactics of activists make chairmen nostalgic for old-school investors whose interventions were polite and private. But the incomers are servants of the market too. Their influence can only grow. The barbarians are not just at the gate. Increasingly, they are camped out in the boardroom too.'*

³²⁵ Op 8 september 2017 werd Thierry VanLancker als nieuwe voorzitter van de raad van bestuur benoemd. Deze benoeming werd goedgekeurd door 98,01% van de stemmen.

³²⁶ VEB vindt dat AkzoNobelom tafel moet met PPG, FD 22 maart 2017.

³²⁷ AkzoNobel verwacht hogere winst in 2017 na 'fantastisch eerste kwartaal', FD 19 april 2017.

verassing voor de onderneming had moeten komen, werd het robuuste vertrouwen in de winstverwachtingen in de knop gebroken. Ook de fusieonderhandelingen met Axalta viel niet in goede smaak, gezien de luid verkondigde *stand alone*-strategie.³²⁸ Gezien de heibel die rond het bestuur en de raad van commissarissen in die periode komt het volgens de VEB aan op één kwestie: ‘*zijn het bestuur en de raad van commissarissen wel opgewassen is tegen de dynamiek die in en rond de onderneming speelt*’.³²⁹

Dezelfde kritische houding is door de VEB aangenomen tijdens de bijzondere vergadering van aandeelhouders van 30 september 2017 waarin gestemd werd over de benoeming van de heer De Vries tot lid van de Raad van Bestuur.³³⁰ De reactie van de voorzitter van de vergadering op de kritiek van de VEB is bondig. De voorzitter geeft aan dat de heer De Vries zich zowel binnen als buiten de onderneming op de markt en het strategische beleid van AkzoNobel heeft georiënteerd. Aannemelijk is dat hiermee de onvrede onder de VEB niet is weggenomen.

6.8.2 De werknemers

In de overnamestrijd met PPG heeft het bestuur van AkzoNobel zichzelf opgesteld als hoeder van alle stakeholders van de onderneming, waarbij het meerdere malen het werknemersbelang als argument aangevoerd om de biedingen van PPG af te wijzen.³³¹ De vakbonden konden zich echter niet vinden in het afstoten van de *Special Chemicals*-tak van AkzoNobel.

Deze afsplitsing heeft tot onvrede onder de vakbonden geleid. De vakbonden beschuldigen AkzoNobel namelijk van ‘wegkijken’ en zijn van mening dat het concern geen oog heeft voor de werknemersbelangen

³²⁸ Op 30 oktober 2017 bevestigde AkzoNobel dat het ‘constructieve discussies’ voert met Axalta met het oog op een potentiële fusie. AkzoNobel heeft sinds 2012 haar ogen gericht op een fusie met Axalta, maar zag er iedere keer van af. Meer te lezen op: <https://www.akzonobel.com/for-media/media-releases-and-features/akzonobel-confirms-constructive-discussions-axalta-regarding>. Volgens de VEB waren deze fusiegesprekken echter niet te rijmen met de op 19 april 2017 uitgestippelde *stand alone*-strategie.

³²⁹ VEB deelt zorgen met AkzoNobel via uitgebreide brief met vragen, 3 november 2017. Beknopt raad te plegen via: <https://www.veb.net/artikel/06386/veb-deelt-zorgen-met-akzonobel-via-uitgebreide-brief-met-vragen> en uitgebreid via: <https://www.veb.net/media/3823/akzonobel-brief-bava-20170111.pdf>.

³³⁰ De heer Keyner merkt namens de VEB het volgende op: ‘*Er is twijfel in de markt of AkzoNobel datgene wat u heeft aangekondigd op eigen kracht kan gaan halen. Daarover kunnen we discussiëren, maar dat gaan we nu niet doen. Die twijfel is er bij anderen ook; ook bij de VEB. De vraag die ik heb is: in welke mate heeft de heer De Vries zich georiënteerd op AkzoNobel en de markt? De eerste vraag is: ik neem aan dat hij zich conformeert aan het reeds gecommuniceerde beleid alsmede de doelstellingen die met name voor tweeduizendtweintig zijn geformuleerd. Maar ik ben met name benieuwd in welke mate en hoe de heer De Vries zijn onderzoek heeft gedaan om daarbij vertrouwen te hebben.*’ Notulen Bijzondere vergadering van aandeelhouders 30 november 2017, p. 5

³³¹ Zo zou het tweede bod van PPG niet zijn ingegaan op de op fundamentele zorgen en onzekerheden van de belanghebbenden, noch bevat het enige tastbare oplossingen in relatie tot onder meer R&D, pensioenen en werknemers. Bij het derde bod is PPG uitdrukkelijk op het werknemersbelang ingegaan. ‘*PPG onderkent het belang van werknemers voor het lange termijn succes van het bedrijf en met betrekking tot de werknemers zal PPG de bestaande rechten respecteren, is PPG bereid toe te zeggen dat geen werknemer van AkzoNobel die momenteel in een Nederlandse Specialty Chemicals fabriek werkt zijn baan zal verliezen als direct gevolg van de acquisitie, dat het bestaande sociaal plan zal worden gerespecteerd en dat het beperkte structuurregime van AkzoNobel Nederland BV zal blijven bestaan*’. Ondanks de pogingen van PPG om aan deze belangen tegemoet te komen, heeft AkzoNobel ook het derde bod afgewezen. Zie hiervoor r.o. 2.2, 2.44 en 2.56 van de OK-beschikking.

bij de afstoting van de chemietak.³³² *‘De geluiden zijn niet mals’*, laat recent benoemde bestuurder De Vries in het FD optekenen. *‘We horen van boosheid, teleurstelling en gevoelens van in de steek te worden gelaten. Acties zijn niet uitgesloten.’*³³³ De vakbonden vroegen het bestuur van AkzoNobel – onder verwijzing naar de steun die de werknemers gaven bij de dreigende overname van PPG – om bij de onderhandelingen omtrent de verkoop van de chemiedivisie aandacht te besteden aan de werknemersbelang. Hierop is uiteindelijk geen openbare respons gekomen vanuit de vennootschapsleiding. Indirect heeft het activisme van Elliot Advisors ook zijn weerslag gehad op de positie van de werknemers, doordat Elliot het bestuur onder druk zetten omtrent de verkoop van de chemiedivisie. Deze verkoop – die inmiddels is beklonken –³³⁴ was een gewin voor de aandeelhouders, maar wel met een simultaan verlies voor de werknemers.

6.8.3 De politiek

In Nederland is de trend waarneembaar op basis waarvan aandeelhouders eerder op afstand worden gezet dan dat de dialoog met hen wordt opgezocht. De in de Corporate Governance Code opgenomen responstijd³³⁵ en de plannen omtrent een (wettelijke) bedenktijd³³⁶ vormen de illustraties hiervan. Met name het laatstgenoemde punt vormt een uitvloeisel van de de overnamebiedingen van PPG en het activisme van Elliot Advisors binnen AkzoNobel. Het kabinet heeft besloten om met maatregelen te komen om Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen te beschermen tegen vijandige overnames, volgend op de consternatie die ontstonden bij AkzoNobel.^{337 338} Met name de plannen van minister Kamp springen hierbij in het oog.³³⁹

Kamp wilt het primaire instrumentarium van de activisten neutraliseren door een afkoelingsperiode van een jaar door te voeren, waarbij aandeelhouders geen bestuurders kunnen benoemen of ontslaan, en niet kunnen

³³² In reactie op de brief van AkzoNobel van 13 maart 2018 aan de vakbonden. Te raadplegen op: <file:///Users/ismetoncu/Downloads/Brief%20AkzoNobel%20van%2013%20maart%202018%20aan%20vakbonden.pdf>.

³³³ Vakbonden boos over ‘wegkijken’ AkzoNobel, FD 14 maart 2018.

³³⁴ Meer te lezen op: <https://www.akzonobel.com/for-media/media-releases-and-features/akzonobel-sell-specialty-chemicals-carlyle-group-and-gic-cu101>. Zie tevens de notulen en stemresultaten bij de Bijzondere Vergadering van Aandeelhouders van 30 november 2017.

³³⁵ Best practice bepalingen 4.1.6 en 4.1.7.

³³⁶ Kamerbrief overnames van bedrijven. Te raadplegen op: <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2017/05/20/kamerbrief-overnames-van-bedrijven>.

³³⁷ Kabinet besluit tot bescherming bedrijfsleven, FD 20 mei 2017.

³³⁸ Minister Kamp heeft in dit opzicht een opmerkelijke wending gemaakt aangezien hij twee maanden voor indiening van zijn voorstel liet optekenen dat ‘bedrijven in eerst plaats zelf over hun eigen bescherming gaan’. Kamp laat bescherming tegen vijandige overnames aan bedrijfsleven over, FD 24 maart 2017.

³³⁹ Zo heeft Minister Kamp vier mogelijkheden overwogen om Nederlandse beursfondsen te beschermen. De eerste mogelijkheid is de bedenktijd van een jaar op ongewenste overnames dan wel op verstekende plannen van aandeelhouders, zoals het ontslaan van bestuurders of commissarissen, de verkoop van bedrijfsonderdelen of het opheffen van beschermingsconstructies. De tweede mogelijkheid is de 95%-regeling die inhoudt dat een overname pas slaagt als tenminste 95% van de aandeelhouders hun stukken hebben aangemeld waardoor vijandige overnames worden bemoeilijkt. De derde mogelijkheid is om ondernemingen gemakkelijker in staat te stellen preferente aandelen uit te geven en de vierde mogelijkheid is het bieden van een minimumbedenktijd aan het bestuur om te reageren op een biedingsbericht van een belager. De vier opties die minister Kamp heeft overwogen, FD 20 mei 2017.

stemmen over overnames.³⁴⁰ Hierbij heeft de VVD-minister zijn keuze laten vallen op een bedenktijd van één jaar voor ondernemingen waartegen een vijandige overname is gericht. Het voorstel tot een wettelijke bedenktijd kan bovendien op brede steun in de Tweede Kamer rekenen.³⁴¹ Huub Willems, voormalig voorzitter van de Ondernemingskamer, heeft zich echter zeer kritisch opgesteld tegen deze plannen.³⁴²

Of de vrees voor een activistische golf gegrond is, valt echter te betwijfelen aangezien het aantal activistische campagnes zowel op Europees als mondiaal niveau sinds vorig jaar lager zijn. De voorstellen om een nationale verdedigingswal op te werpen valt bovendien niet in goede smaak onder buitenlandse³⁴³ en grote nationale institutionele beleggers.³⁴⁴ Indien de voorstellen van minister Kamp doorkomen en er een wettelijke bedenktijd wordt ingevoerd dan kan dat nadelige gevolgen hebben voor activistische hedgefondsen binnen Nederland. Het bestuur wordt dan namelijk een extra ‘redmiddel’ geboden bij verstreckende aandeelhoudersvoorstellen en/of (vijandige) overnamebiedingen.³⁴⁵

Vanuit het vennootschappelijk belang van de onderneming is het goed te rechtvaardigen dat het een overnamevoorstel weigert met het oog op de eigen, zelfstandige langetermijnwaardcreatie. Wanneer men de cijfers van AkzoNobel bekijkt (Tabel 4), valt het recordverlies van 2,1 miljard uit 2012 en de zeer negatieve ROA en ROE op. Met de komst van Ton Büchner op 23 april 2012 als CEO van AkzoNobel is het financieel gezien steeds beter gegaan met AkzoNobel. Op basis hiervan kan er een steunargument worden gevonden voor het vasthouden aan de *stand alone*-strategie. De Amerikaanse zakenbank Goldman

³⁴⁰ Offensief activisten valt wel mee, FD 18 juli 2017.

³⁴¹ PPV, CDA, D66, Groenlinks, SP en PvdZ zijn de voorstanders voor invoering van deze maatregel. De VVD keer zich echter tegen het initiatief van haar eigen minister. Wettelijke bescherming voor bedrijfsleven maakt grote kans in de Tweede Kamer, FD 9 mei 2017. VVD tegen plan van Kamp voor bescherming van bv Nederland, FD 23 mei 2017.

³⁴² *‘Wat mij een beetje stoort in die hele discussie is dat die toch vaak gevoerd wordt op basis van algemene veronderstellingen en nogal vage indrukken die in de feiten niet echt een grondslag vinden. In de formulering zijn ze demagogisch zelfs. Nauwkeurige detailanalyses van hoe het allemaal precies zit, ontbreken. Dat is mijn grote bezwaar. Bovendien zoekt men zijn heil in heel algemene regelingen op een terrein waar je dat nu niet algemeen moet doen. Het is zaak dat je ieder geval afzonderlijk bekijkt en je op grond van analyse en argumenten van alle betrokkenen de vraag stelt: waar gaat het precies over?’*, liet Willems optekenen aan het FD. Hij vervolgt met: *‘Wetgeving formuleert iets als algemeenheid, maar zegt niets over het concrete geval dat zich in de praktijk voordoet. Nauwkeurigheid en precisie verschillen per geval en zijn altijd zaakgebonden. Ten aanzien van overnamesituaties is er een lange lijn van continuïteit in de rechtspraak. In de afgelopen zestien jaar hebben de uitspraken van de Ondernemingskamer en de arresten van de Hoge Raad een betrekkelijk overzichtelijk en evenwichtig bouwwerk opgeleverd. In essentie is dat een vrij consistent proces geweest. Dat kun je wel aan de rechter toevertrouwen, want die kan goed analyseren en dat heel evenwichtig doen. Er wordt dus per zaak beslist. Je kunt het ook anders zeggen: rechters hebben maar één verplichting en dat is niet te doen aan willekeur.’* Zie voor het uitgebreide interview ‘We hoeven niet bang te zijn voor het al te grove kapitalisme’, FD 20 mei 2017.

³⁴³ Dit deed de International Corporate Governance Network (ICGN) per directe brief aan minister Kamp. Zo valt uit de brief af te leiden dat het ICGN meent dat de negatieve gevolgen van deze afkoelingsperiode de efficiëntie van de financiële markten zullen verminderen, ineffectieve bestuurders in het zadel zullen houden en institutionele beleggers zullen afschrikken. Hierbij denken zij dat het negatieve economische gevolgen met zich mee zal brengen en dat Nederlandse bedrijven en de Nederlandse markt in een slecht daglicht zal worden geplaatst vanuit het perspectief van de internationale beleggingsgemeenschap. Zie voor een beknopte bespreking Buitenlandse beleggers hakken in op plannen voor overnamebescherming, FD 15 juni 2017. De brief is te raadplegen via:

https://www.icgn.org/sites/default/files/9.%20ICGN%20Letter%20Dutch%20anti%20takeover%20bill%20May%202017_1.pdf.

³⁴⁴ Zie hierover Abma, directeur van Eumedion, in Grote beleggers noemen beschermingsvoorstel Kamp ‘onjuist en naïef’, FD 20 mei 2017.

³⁴⁵ Supra noot 342.

Sachs stelt echter dat met de verkoop van de chemiedivisie AkzoNobel nog steeds een overnameprooi is.³⁴⁶ Hoe het met AkzoNobel zal aflopen is vooralsnog koffiedikkijken.

6.9 Ten besluite

‘Welke impact heeft het activisme van Elliot Advisors gehad op AkzoNobel en hoe is het hedgefondsactivisme in te passen in het Nederlandse vennootschapsrecht?’, is de deelvraag van dit hoofdstuk. Par. 6.2 heeft laten zien dat AkzoNobel de juridische strijd van Elliot Advisors heeft gewonnen. Het bestuur van AkzoNobel is gerechtvaardigd in haar keuze om te kiezen voor een *stand alone*-strategie. Deze strategie heeft echter de nodige impact gehad op diverse betrokkenen. De VEB is kritisch gebleken in dit overnameproces en heeft hierna ook haar vraagtekens gezet bij de fusieonderhandelingen met Axalta en de winstverwachtingen van AkzoNobel. De werknemers voelen zich benadeeld doordat er te weinig met haar belangen rekening werd gehouden in het verkoopbesluit van de chemie-afdeling door het bestuur. Deze verkoop was echter vereist om de vrede onder de aandeelhouders te doen terugkeren. Op dit punt ziet men het sterkst de impact van het activisme van Elliot Advisors terugkomen. Onder druk van het aandeelhoudersfront dat door het hedgefonds werd geleid, voelde het bestuur van AkzoNobel zich in versterkte mate genoodzaakt om de chemie-afdeling van de hand te doen. Bovendien heeft het biedingsproces van PPG en het activisme van Elliot Advisors op wetgevingsniveau tot voorstellen geleid op basis waarvan overnamekandidaten en aandeelhouders op afstand worden gezet. Deze plannen zullen haar weerslag vinden in het hedgefondsactivisme binnen Nederland.

Een belangrijk stuk van dit Hoofdstuk wordt gevormd door de inpassing van het hedgefondsactivisme in het Nederlandse vennootschapsrecht. In par. 6.3.1 en 6.3.2 zijn de wettelijke en jurisprudentiële muren omschreven waartegen activistische hedgefondsen aan zullen lopen in ondernemingsrechtelijk Nederland. In beginsel is het hedgefondsactivisme lastig in te passen in het Nederlandse ondernemingsrechtelijke dogma waarin het stakeholdersmodel en de autonomie van het bestuur hoog in het vaandel staan. Desalniettemin is er in par. 6.3.3 een poging gedaan om aan de hand van verschillende citaten uit een Code van Manen te pleiten voor een plek voor activistische hedgefondsen in het Nederlandse bestel van corporate governance. Naar mijn mening zouden de deuren niet *linea recta* gesloten moeten worden jegens activistische hedgefondsen gezien de waardecreatie waar haar activisme (Hoofdstuk 5) voor kan zorgen. Welke koers gevaren dient te worden blijft echter afhankelijk van de feiten en omstandigheden van het geval.

³⁴⁶ ‘We plakken nu een fusie- en overnameranking van 1 op Akzo, omdat we denken dat de rationale voor consolidatie in coatings nog steeds sterk is en dat Akzo een aantrekkelijker doelwit kan worden na afronding van de afsplitsing van de divisie Specialty Chemicals’, aldus de analisten. Zie hiervoor Goldman Sachs: AkzoNobel is overnameprooi, 21 juni 2017 FD.

HOOFDSTUK VII: INSTITUTIONELE BELEGGEREN EN HEDGEFONDSEN

7.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zal een potentiële vennootschapsrechtelijke remedie voor het hedgefondsactivisme worden besproken. Paces merkt in het kader van de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn³⁴⁷ namelijk op dat: *‘the SRD includes a number of curbs to hedge fund activism for want of a longer-term engagement by institutional investors (...)’*.³⁴⁸ De tendens om aan institutionele beleggers een belangrijke rol toe te bedelen in het bestel van corporate governance speelt ook op nationaal niveau.³⁴⁹ Aan de institutionele beleggers werd voor het eerst een belangrijke rol toebedeeld in de interne corporate governance van beursgenoteerde bedrijven in het Verenigd Koninkrijk met de invoering van de *Stewardship Code*.³⁵⁰ Aandeelhoudersbetrokkenheid (oftewel: *stewardship*) vormt de moderne manier om de behartiging van de lange termijn door het bestuur van beursondernemingen te bevorderen hetgeen in potentie mitigerende werkt jegens hedgefondsactivisme.

Voor dit hoofdstuk geldt de volgende leeswijzer: Par. 7.2 bespreekt de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn, par. 7.3 de voorstellen op nationaal niveau waarbij gekeken zal worden naar Nederland, Engeland en Frankrijk en in par. 7.4 zal de rol van institutionele beleggers in het licht van het hedgefondsactivisme worden geplaatst. In par. 7.5 zal geconcludeerd worden of een actieve rol voor institutionele beleggers zal slagen in het mitigeren van het hedgefondsactivisme waarmee de deelvraag uit dit hoofdstuk zal worden beantwoord.

7.2 De Herziene Aandeelhoudersrichtlijn

7.2.1 Impact Assessment

*‘Institutional investors and asset managers have, generally speaking, not sufficiently engaged with companies they invest in, while the advice from proxy advisors to institutional investors and asset managers gave rise to doubts on its quality and reliability, thereby compromising the voting and engagement of shareholders. (...) The main objectives in the area of corporate governance are enhancing shareholder engagement and improving transparency between companies and investors.’*³⁵¹ Onder

³⁴⁷ Richtlijn 2017/828 van het Europese Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft.

³⁴⁸ Paces (2017b). De institutionele beleggers vormen een prominente spelers in het Europese beleggingslandschap. Het overgrote deel van beleggers in Britse vennootschappen wordt gevormd door institutionele beleggers. Voorts houdt dit type beleggers 85% van de aandelen van Zweedse beursfondsen, 40% van de aandelen van ondernemingen die aan de CAC 40 zijn genoteerd en een vergelijkbaar percentage voor de Zwitserse beursgenoteerde ondernemingen. Davies e.a. (2013), p. 62.

³⁴⁹ Vletter-Van Dort (2018), p. 285.

³⁵⁰ Davies e.a. (2013), p. 63, Cheffins (2010) en Arsalidou (2012)

³⁵¹ Impact Assessment, Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement and COMMISSION RECOMMENDATION on the quality of corporate governance reporting ('comply or explain'), p. 6.

aandeelhoudersbetrokkenheid (*shareholder engagement*) wordt volgens de Impact Assessment verstaan: de actieve monitoring door aandeelhouders, het voeren van een constructieve dialoog met het bestuur van de vennootschap en het gebruikmaken van haar aandeelhoudersrechten waaronder het stemrecht, met het oog op de verbetering van de corporate governance en de financiële prestaties van de vennootschap. Het succes van de corporate governance van een beursgenoteerde onderneming is hierbij – onder andere – afhankelijk van de betrokkenheid van aandeelhouders.³⁵² Institutionele beleggers hebben volgens de Europese Commissie niet de prikkels om actief betrokken te zijn binnen de vennootschap waarin zij beleggen, onder meer vanwege de diversiteit van haar beleggingsportfolio.³⁵³ Dit is betreurenswaardig aangezien diverse academische studies hebben aangetoond dat actievere betrokkenheid door aandeelhouders leidt tot verbeterde financiële prestaties.³⁵⁴ Uit het Green Paper van de Europese Commissie uit 2010 volgde reeds dat de disclosure van het stembeleid door institutionele beleggers wordt aangemoedigd door stakeholders uit diverse lidstaten.³⁵⁵ In navolging van deze Green Paper beoogt de Herziane Aandeelhoudersrichtlijn de corporate governance verhoudingen binnen de beursgenoteerde vennootschappen te versterken en om de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouder in het bijzonder te bevorderen.³⁵⁶ Met betrekking tot institutionele beleggers doet het dit door een betrokkenheidsbeleid voor te schrijven (artikel 3 octies Herziane Aandeelhoudersrichtlijn).

7.2.2. Betrokkenheidsbeleid

Voorgesteld wordt dat institutionele beleggers een beleid inzake aandeelhoudersbetrokkenheid moeten ontwikkelen en openbaar maken, dan wel toelichten waarom zij beslissen om dit niet te doen.³⁵⁷ Tevens dient omschreven te worden hoe zij hun beleggingsstrategie in dit beleid hebben geïntegreerd en welke andere activiteiten zij in het kader van deze betrokkenheid hebben besloten te ontplooiën (artikel 3 octies lid 1 onder a en b).³⁵⁸ In deze disclosure-verplichting door de institutionele beleggers ligt ook hun

³⁵² Idem, p. 16.

³⁵³ Idem, p. 17-25. Zie tevens het onderzoek van de OECD waarin werd geconcludeerd dat het monitoringsniveau door institutionele beleggers sub-optimaal is. OECD, *The role of institutional investors in promoting good corporate governance*. Te raadplegen via: <http://www.oecd.org/daf/ca/theroleofinstitutionalinvestorsinpromotinggoodcorporategovernance.htm>. Hiernaast wijst de *Kay Review* erop dat ontevreden aandeelhouders eerder optreden voor de *exit*- dan de *voice*-mogelijkheid, met als gevolg dat het bestuur niet actief wordt gemonitord. Kay (2012), p. 10.

³⁵⁴ Impact Assessment, Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement and COMMISSION RECOMMENDATION on the quality of corporate governance reporting ('comply or explain'), p. 17-25.

³⁵⁵ European Commission, Green Paper, COM (2010) 284 Final, p. 8. Feedback Statement Summary Of Responses To Commission Green Paper On Corporate Governance In Financial Institutions, SEC (2010) 0669 Final, p. 16-17.

³⁵⁶ Zie hiervoor de voorstellen uit het Actieplan betreffende Europees vennootschapsrecht en corporate governance, COM (2012) 0740 final.

³⁵⁷ Herziane Aandeelhoudersrichtlijn, ov. 17. Art. 3 nonies lid 1 en sub 17 vormen de codificatie van de motiveringsplicht bij niet-naleving van deze norm.

³⁵⁸ Idem. Elion merkt in dit verband op dat het betrokkenheidsbeleid aanzienlijk verder gaat dan het stembeleid dat institutionele beleggers volgens de Corporate Governance Code 2016 jaarlijks dienen te publiceren. Elion (2018), p. 1.

stemgedrag besloten.³⁵⁹ Met de openbaarmaking van deze informatie wordt getracht de dialoog en de betrokkenheid tussen institutionele beleggers en de vennootschap te bevorderen.³⁶⁰ Of het benadrukken van de rol en verantwoordelijkheid van institutionele beleggers om actief te participeren in de aandeelhoudersvergadering tot het gewenste resultaat zal leiden, wordt echter betwijfeld.³⁶¹ The UK Corporate Governance Code July 2018.

7.3 Voorstellen op nationaal niveau

Institutionele beleggers verkrijgen onder de Herziane Aandeelhoudersrichtlijn dus een belangrijke monitoringsfunctie jegens het bestuur.³⁶² Deze *stewardship*-gedachte ligt reeds besloten in diverse nationale codes en/of voorstellen om tot een code voor institutionele beleggers te komen. Het houdt in dat op regelmatige basis dialogen plaatsvinden tussen institutionele beleggers en de vennootschapsleiding betreffende aspecten als de strategie, risicobeheersing, kapitaalstructuur en cultuur van de vennootschap. Aan de institutionele beleggers werd voor het eerst in het Verenigd Koninkrijk met de invoering van de *UK Stewardship Code* een belangrijke rol toebedeeld in de interne corporate governance van beursgenoteerde bedrijven.³⁶³ Vergelijkbaar met de Herziane Aandeelhoudersrichtlijn schrijft *Principle 1* uit de *UK Stewardship Code* voor dat institutionele beleggers een openbare verklaring betreffende de mate van betrokkenheid opstellen en rust er op hen op grond van *Principle 6* een rapportageverplichting met betrekking tot het *stewardship*- en stemgedrag.³⁶⁴ De *Stewardship code* geldt als aanvulling op de UK Corporate Governance Code die onlangs in herziene vorm in werking is getreden.³⁶⁵ Met de Herziane Corporate Governance Code 2018 wordt een plicht op het bestuur gelegd om de dialoog aan te gaan met de tegenstemmende aandeelhouders indien er voor meer dan 20% van de uitgebrachte stemmen tegen aan agendapunt is gestemd.³⁶⁶ De beleggers reageerden enthousiaster op de nieuwe UK Corporate Governance

³⁵⁹ Herziane Aandeelhoudersrichtlijn, ov. 18.

³⁶⁰ Idem, ov. 16.

³⁶¹ Abma e.a. zij wijzen op twee redenen voor het falen in deze participatietaken door institutionele beleggers. Het is volgens de schrijvers voor institutionele beleggers namelijk niet altijd eenvoudig om invulling te geven aan het gebruik van haar stemrecht. Abma e.a. (2017), p. 167-169.

³⁶² Kleine aandeelhouders in grote beursgenoteerde ondernemingen zullen namelijk niet de prikkels hebben om op geïnformeerde wijze jaarlijks aan de aandeelhoudersvergaderingen deel te nemen. Hieraan liggen meerdere economische redenen ten grondslag. Lafarre (2017), p. 6-11.

³⁶³ Deze code doet op *comply-or-explain*-basis aanbevelingen aan institutionele beleggers op grond waarvan zij een actieve rol kunnen innemen in hun portfolio-ondernemingen. Deze actieve houding ziet niet enkel op een actieve stem tijdens de jaarvergadering, maar ook op actieve bemoeienis met het beleid van vennootschap. Davies betoogt in kritische zin dat een sterke aandeelhoudersbetrokkenheid door institutionele beleggers nooit tot volledige wasdom is gekomen in het Verenigd Koninkrijk ondanks dat de focus onder het Britse recht in sterke mate op deze beleggersgroep is gelegd. Davies (2013), p. 715 e.v.

³⁶⁴ Zie voor een nadere bespreking van deze principes Roach (2011), p. 463-493. In de Engelse ondernemingsrechtelijke literatuur gaan echter de meningen op dat de UK *Stewardship code* in diens huidige vorm weinig effectief is. Cheffins (2010), 73, p. 1004-1025, Arsalidou (2012), p. 342-379 en Reisberg (2015), p. 217-253.

³⁶⁵ The UK Corporate Governance Code July 2018. Te raadplegen via: <https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.PDF>.

³⁶⁶ Op grond van *Provision 6* dient de vennootschap, na bekendmaking van de stemmingsuitslag, aan te kondigen op welke wijze het de dialoog zal aangaan met deze tegenstemmers. Volgens Vletter-Van Dort en Keijzer zal dit geschieden in de vorm van een algemene verklaring. Vletter-Van Dort & Keijzer (2018), p. 323.³⁶⁶ In de aandeelhoudersvergadering van het opvolgende jaar of

Code dan de Britse beursvennootschappen die een Premium Listing hebben.³⁶⁷ Naar mijn mening wordt met deze dialoogverplichting een interventiemogelijkheid geboden voor activistische hedgefondsen die erin slagen om juist samen met institutionele beleggers een tegenstimmend blok te vormen jegens het bestuur. Op deze samenwerking zal nader worden ingegaan in par. 6.3.

In Frankrijk heeft *Le Groupe de Travail de la Commission Europe de Club des Juristes* een voorstel gedaan om een vergelijkbare Stewardship code met *best practice*-bepalingen voor institutionele beleggers aan te nemen. Met dit voorstel wordt beoogd de monitoringsrol van de Franse institutionele beleggers te verhogen.³⁶⁸ Ook met de Nederlandse Stewardship Code – die door Eumedion naar aanleiding van de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn is opgesteld – wordt van institutionele beleggers verlangd dat zij een constructieve dialoog aangaan met de vennootschapsleiding en andere stakeholders.³⁶⁹ Net als *UK Stewardship Code* schrijft de Nederlandse Stewardship Code in Principe 10 voor dat institutionele beleggers hun stembeleid publiceren.^{370 371} Ken een versterkte rol en positie voor institutionele beleggers echter het hoofd bieden aan het hedgefondsactivisme?

7.4 Institutionele beleggers en hedgefondsen

Zoals reeds in par. 2.2 en 2.4.5 is besproken halen hedgefondsen in de regel haar kapitaal op bij rijke particulieren en institutionele beleggers. Met name de laatstgenoemde groep beleggers speelt een

in het jaarverslag van het betreffende jaar dient het bestuur een stolverklaring te geven omtrent de stappen dat het heeft ondernomen om de bewaren van de tegenstemmers te adresseren. Vletter-Dort en Keijzer stellen voorts – in mijn opinie – terecht dat *Provision 6* ervan uitgaat dat de ontevreden aandeelhouder betrokken zal blijven binnen de onderneming waarbij de *exit*-mogelijkheid niet wordt benut. De aanname dat de ontevreden aandeelhouder betrokken zal blijven binnen de onderneming is ongegrond. Bovendien kan men betogen dat het bestuur ook in dialoog dient te treden wanneer niet minstens 20% van de uitgebrachte stemmen tegen een agendapunt is. Een verwerping van een agendapunt met 17% van de uitgebrachte stemmen kan namelijk ook een reden vormen voor het bestuur om de onvrede onder deze aandeelhouders middels een goed gesprek weg te nemen.

³⁶⁷ De UK Corporate Governance Code 2018 maakt deel uit van de *Listing Rules* die gelden voor beursvennootschappen met een *Premium Listing*. Onder het Britse recht wordt namelijk een onderscheid gemaakt tussen beursvennootschappen met een *standard* en *premium listing*. Hierover in meer detail Davies (2013), p. 721.

³⁶⁸ Het voorstel houdt onder andere in dat de institutionele beleggers binnen een redelijke termijn voor de aandeelhoudersvergadering haar stembeleid en het stemadvies van haar adviseurs bekendmaakt. Pietrancosta e.a. (2013), p. 218. Voorts kent men in Frankrijk dubbele stemrechten toe aan beleggers die met hun aandelenpakket voor minstens 2 jaar geregistreerd zijn geweest binnen beursvennootschappen. Deze worden doorgaans toegekend aan institutionele beleggers. Circa 2/3 van de Franse beursvennootschappen maken gebruik van deze dubbele stemrechten. Idem, p. 219.

³⁶⁹ Eumedion, Dutch Stewardship Code Consultation Document. Te raadplegen via: <https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/best-practices/2017-09-consultatiedocument-stewardship-code.pdf>. Zo schrijft Eumedion in de Preamble van de Code als doel heeft dat (institutionele) beleggers en vermogensbeheerders uitleggen hoe zij hun *stewardship responsibilities* zullen aanwenden en op welke wijze dit zal bijdragen aan de langetermijnwaardecreatie van de vennootschap.

³⁷⁰ Deze code zal op 1 januari 2019 in werking treden voor de deelnemers van Eumedion.

³⁷¹ Minister Kamp had op 20 mei 2017 aangekondigd in gesprek te gaan met (Nederlandse) institutionele beleggers om erachter te komen of zij barrières ervaren in het participeren binnen de Nederlandse beursvennootschappen. Meer te lezen op: www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2017/05/20/kamerbrief-overnames-van-bedrijven. Minister Van der Steur wijst erop dat – gezien de actievare opstelling van sommige aandeelhouders – de Nederlandse beursvennootschappen ‘wellicht meer dan voorheen’ behoefte hebben aan aandeelhouders die zich voor langere tijd aan de onderneming verbinden. Brief van de Minister van Veiligheid en Justitie Van der Steur aan de Tweede Kamer van 9 december 2016 over de voortgang van de modernisering van het ondernemingsrecht, Kamerstukken II 2016/17, 29752, p. 9.

belangrijke rol in het businessmodel van activistische hedgefondsen (par. 4.5.4). Vanwege het geringe belang dat activistische hedgefondsen in de geïsoleerde ondernemingen innemen, hebben zij in de regel steun nodig van andere aandeelhouders, waaronder institutionele beleggers. Brav e.a. stellen namelijk dat *‘activist hedge funds often implicitly team up with other institutional investors to form so-called “wolf packs”’*.³⁷² Activistische hedgefondsen worden zelfs benaderd door institutionele beleggers waarbij eerstgenoemde gevraagd worden om in de onderneming waarin laatstgenoemde beleggen, te interveniëren. Zo stelt William Ackman, oprichter van het hedgefonds Pershing Square: *“Periodically, we are approached by large institutions who are disappointed with the performance of companies they are invested in to see if we would be interested in playing an active role in effectuating change.”*³⁷³ Het onderzoek van Kedia e.a. heeft bovendien aangetoond dat activistische hedgefondsen uit hun sample werden gesteund door institutionele beleggers in hun interventies en dat het hedgefondsactivisme betere marktreacties teweegbrengt en meer waarde voor de ondernemingen genereert, indien er institutionele beleggers in de geïsoleerde onderneming aanwezig zijn.³⁷⁴ Dit wordt volgens He bovendien verstrekt indien de institutionele beleggers ontevreden zijn over de gang van zaken binnen de vennootschap.³⁷⁵

In het huidige businessmodel van activistische hedgefondsen is het belangrijk dat de onderneming die zij voor ogen hebben, een grote institutionele beleggers in haar aandeelhouderscliënteel heeft. Dat zij de steun van de groep aandeelhouders winnen, is echter geen vanzelfsprekendheid. De institutionele beleggers – die in beginsel al voor geruime tijd in de onderneming beleggen – dienen zich te kunnen vinden in de activistische agenda. Indien er reeds onvrede leeft onder de institutionele beleggers over de koers die door het bestuur wordt gevaren, dan nemen de kansen van de activisten toe dat zij de steun van de institutionele beleggers zullen krijgen.³⁷⁶ Deze onvrede is aannemelijk, gegeven het feit dat hedgefondsen in beginsel in ondernemingen interveniëren die relatief ondermaats presteren vanwege inefficiënties die – in de ogen van de activisten – opgelost dienen te worden (par. 4.5.1). Een tweede indicatie voor de coöperatie van institutionele beleggers kan worden gevonden in haar stemgedrag. Indien er een aantal agendapunten zijn geweest tijdens de aandeelhoudersvergadering, waarvoor zij tegen hebben gestemd, dan kan men dit zien als een indicatie dat de institutionele beleggers ontevreden zijn over de huidige gang van zaken en – wellicht

³⁷² Brav e.a. (2017), p. 2.

³⁷³ Dit citaat is ontleend aan Kedia e.a. (2017), p. 11.

³⁷⁴ Kedia e.a. (2017). Zij noemen deze institutionele beleggers *‘activist friendly institutions’*. Zij tonen aan dat naar mate het belang van deze *‘activist friendly institutions’* groter is binnen de geïsoleerde onderneming de slagingskansen van de interventie door activistische hedgefondsen sterk toenemen.

³⁷⁵ *‘This gives us direct evidence that dissatisfied owners turn out to be more pro-activist and support our conjecture that a concentration of dissatisfied institutional owners will make the firm an easier target for the hedge fund activist.’* He (2017), p. 43. In het licht van de Herziane Aandeelhoudersrichtlijn stelt Elion dat institutionele beleggers weliswaar bereid zullen zijn om actiever betrokken te zijn binnen de ondernemingen waarin zij beleggen, maar dat het niet uitgesloten is dat zij zich tegen activistische aandeelhouders zullen keren. Elion (2018), p. 2.

³⁷⁶ He (2017).

– niet onwelwillend zullen staan tegenover de interventies door activistische hedgefondsen. Met het betrokkenheidsbeleid voor institutionele beleggers uit de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn en de Britse en Nederlandse Stewardship Codes wordt meer inzicht in de (on)vrede onder institutionele beleggers geboden. Het opent de deur voor een toename van hedgefondsactivisme in Europa. Dit kan in versterkte mate gelden voor het Verenigd Koninkrijk indien activistische hedgefondsen erin slagen om – in de zin van de UK Corporate Governance Code 2018 – een blok van minstens 20% tegen het bestuur te vormen.

Met betrekking tot de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn dient er echter een nuance aangebracht te worden, omdat de Richtlijn bepalingen bevat die het hedgefondsactivisme ondermijnen. Zo schrijft art. 3 bis een identificatieplicht van aandeelhouders voor, waarbij de drempel is gezet op hoogstens 0,5%.³⁷⁷ Indien een hedgefonds een aandelenbelang heeft dat groter is dan 0,5% dan heeft de vennootschap het recht om het fonds (als aandeelhouder) te identificeren. De drempels voor de identificatieplicht kan bovendien door de lidstaten worden verlaagd. Welke minimale drempel lidstaten hierbij zullen hanteren, zal van cruciaal belang zijn voor het hedgefondsactivisme. Het businessmodel van activistische hedgefondsen is er namelijk op gericht dat zij een relatief klein aandelenbelang opbouwen zonder dat de markt weet heeft over de intenties van de activisten (par. 4.4.1). Indien het fonds echter een aandelenbelang heeft genomen dat groter is dan de gehanteerde identificatie-drempel, dan komt haar strategie in gevaar.³⁷⁸ Dus ondanks het inzicht dat het betrokkenheidsbeleid van institutionele beleggers onder de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn biedt voor activistische hedgefondsen, komen laatstgenoemden er wellicht bedrogen uit.

7.5 Ten besluite

Met de *UK Stewardship Code*, de Nederlandse Stewardship code en de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn wordt er in Europa een *stewardship*-project uitgerold waarin een prominente rol is weggelegd voor institutionele beleggers. De wet- en regelgeving impliceren een onderscheid tussen ‘goede’ en ‘slechte’ aandeelhouders, waarbij een actieve monitoringsrol kennelijk alleen is weggelegd voor de ‘goede’ institutionele beleggers.³⁷⁹ Het betrokkenheidsbeleid en de bekendmaking van het stembeleid zullen – naar mijn mening – het hedgefondsactivisme in de hand werken doordat het meer inzicht zal bieden in de bereidwilligheid van institutionele beleggers om de activistische campagnes van hedgefondsen te

³⁷⁷ De Nederlandse meldingsplichten ingevolge de Wet Melding Zeggenschap (WMZ) dient strikt te worden onderscheiden van de identificatieverplichting die de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn voorschrijft. Zo is er een verschil in ratio en in de gehanteerde drempels. Paces (2017a), p. 19. Deze identificatie wordt gezien als een noodzakelijke voorwaarde voor de communicatie tussen aandeelhouders en vennootschappen en op die manier van essentieel belang voor de uitoefening van aandeelhoudersrechten en diens betrokkenheid. Zie ov. 4, 7 en Artikel 3 bis Herziene Aandeelhoudersrichtlijn.

³⁷⁸ Paces (2017a), p. 18-20.

³⁷⁹ Vletter-Van Dort (2018), p. 284. In vergelijkbare zin betogen Van der Elst en Lafarre dat: ‘the current shareholder engagement system enables different opportunities for different types of shareholders, creating inequalities and hindering shareholder democracy.’ Van der Elst & Lafarre (2018).

steunen.³⁸⁰ Deze opstelling is immers verklaarbaar aangezien institutionele beleggers een grote verantwoordelijkheid hebben jegens haar achterliggende begunstigden. Indien de plannen van hedgefondsen meer waarde genereert dan de visie die door het huidige bestuur wordt aangehangen, dan zullen de institutionele beleggers mijns inziens er eerder toe geneigd zijn om eerstgenoemde plannen te steunen. Op basis hiervan en de overige analyses uit dit hoofdstuk dient een negatieve toekomstverwachting uitgesproken te worden met betrekking tot de slagingskansen van de actieve monitoringsrol van institutionele beleggers in de mitigatie van het hedgefondsactivisme. Daar waar het betrokkenheidsbeleid door institutionele beleggers hier niet in zal slagen, zal dit stokje worden overgenomen door de identificatieplicht onder de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn.

³⁸⁰ Ook in het activisme van Elliot Advisors binnen AkzoNobel ontving het hedgefonds veel steun van de institutionele beleggers. Zie hiervoor Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, r.o. 2.35. Heel opzienbarend is dit echter niet aangezien de belangen van iedere aandeelhouder in een overnamestrijd nagenoeg gelijk is: het verzilveren van de overnamepremie. Zo merkte de directeur van het pensioenfonds Zorg en Welzijn op: ‘Als bedrijven op korte termijn een enorm hoge exit-premie hebben, dan zou je de deelnemers in ons pensioenfonds tekortdoen door te zeggen: daar gaan wij niet een meedoen. Zo zitten wij niet in de wedstrijd.’ Wij beoordelen een bedrijf op zijn winstgevendheid’. Nederlandse pensioenfondsen geven Akzo nul rekest, FD 2 juni 2017.

HOOFDSTUK VIII: CONCLUSIE

In deze scriptie is een antwoord gezocht op de vraag of het huidige Europese en Nederlandse financieelrechtelijke en vennootschapsrechtelijke stelsel voldoende in staat is om de mogelijke risico's die gepaard gaan met de activiteiten van hedgefondsen te mitigeren en of het hedgefondsactivisme wenselijk is voor de waardecreatie van Nederlandse geïsoleerde ondernemingen. Hiervoor is een juridisch-dogmatische onderzoek verricht dat heeft geleid tot de volgende bevindingen.

Financieel recht

In de Hoofdstukken 2 en 3 is er gekozen voor een financieelrechtelijke insteek, omdat de financiële activiteiten, waaronder hefboomfinanciering en short-selling, zijn weerslag vindt in de financieelrechtelijke regulering van de potentiële risico's die van deze activiteiten uitgaan. Het is namelijk niet alleen van belang om in te zien *wat* moet worden gereguleerd (te weten: de risicovolle activiteiten), maar ook om de vraag te beantwoorden *waarom* het moet worden gereguleerd.

In Hoofdstuk 2 stond de deelvraag 'Wat zijn hedgefondsen en hoe zijn deze fondsen in Nederland gereguleerd?' centraal. Een eenduidige definitie van het begrip 'hedgefondsen' was helaas niet eenvoudig te geven. Wel weten we dat het onder de AIFMD en de Wft kwalificeert als een alternatieve beleggingsinstelling. Zo heeft Hoofdstuk 2 laten zien dat met de komst van de AIFMD het regelgevende kader voor hedgefondsen in vergaande mate vorm is gegeven. Er wordt getracht om de systeemrisico's die gepaard gaan met de activiteiten van hedgefondsen in de toekomst beter te kunnen monitoren door de betrokken financiële actoren aan een regelgevend kader te onderwerpen. Het beheer van de hedgefondsen is transparanter gemaakt zodat de risico's die met deze collectieve beleggingsvehikels gepaard gaan, zoals bij het gebruik van hefboomfinanciering en short-selling, beperkt kunnen worden. Hiermee wordt tevens het beschermingsdoel jegens de beleggers bereikt.

Nadat in Hoofdstuk 3 de potentiële risico's van de activiteiten van hedgefondsen zijn gesignaleerd, kon er een oordeel worden gegeven of het huidige Europese en Nederlandse financieelrechtelijke stelsel voldoende in staat is om deze (systeem)risico's te mitigeren. Geoordeeld is dat de gehanteerde reguleringwijze niet het meest efficiënt is in het reguleren van hedgefondsen. De disclosureverplichtingen uit de Europese en Nederlandse wetgeving vormen een belemmerende factor voor de potentiële voordelen die hedgefondsen (kunnen) hebben op de financiële markt. Bovendien is het huidige stelsel eerder gericht op beleggersbescherming dan het tackelen van de (systeem)risico's die gepaard gaan met de financiële activiteiten van hedgefondsen. De gehanteerde 'beschermingslat' ligt in zekere zin te hoog gegeven het feit dat hedgefondsen haar deelnemingsrechten in de regel aan professionele beleggers en/of institutionele beleggers aanbieden. Bovendien leiden de nadere bekendmakingsverplichtingen omtrent het kapitaal,

hefboomfinanciering, short-selling tot een toevlucht naar het Britse en Amerikaanse recht (*regulatory arbitrage*). Het huidige Europese en Nederlandse financieelrechtelijke stelsel is dus onvoldoende in staat om de mogelijke risico's die gepaard gaan met het gebruik van hefboomfinanciering en short-selling te mitigeren, omdat directe regulering van hedgefondsen een ontoereikende reguleringsmethode is voor hedgefondsen. Op grond van deze bevindingen wordt geoordeeld dat het huidige Europese en Nederlandse financieelrechtelijke stelsel onvoldoende in staat is om de potentiële risico's in de activiteiten van hedgefondsen te mitigeren.

Vennootschapsrecht

Het voorgaande hoofdstuk maakte echter nog onderdeel uit van de overkoepelde deelvraag aan de hand van welke activiteiten hedgefondsen waarde genereren. De hedgefondsen van vandaag te dag werken met geavanceerde computerprogramma's en complexe financiële analyses waarmee ze de financiële markten afspeuren naar onvolkomenheden waar te vervolgens hun geld op zetten. Dit kunnen zij doen in neerwaartse markten door short te gaan op aandelen. Een andere methode waarmee hedgefondsen het rendement van haar beleggingen pogen te vergroten geschiedt door gebruikmaking van hefboomfinanciering. Middels additionele geleende bedragen wordt er een hefboom gecreëerd waarmee de positieve beursfluctuaties tot grotere opbrengsten kunnen leiden, maar dat neerwaartse fluctuaties het verlies ook verergeren.

De laatste methodes die in deze scriptie zijn besproken is het activisme en het daarmee samenhangende fenomeen van empty voting. Hedgefondsen analyseren de markt voor potentiële doelvennootschappen, bouwen vervolgens in relatieve stilte buiten de geldende bekendmakingsverplichtingen een gering aandelenbelang opbouwen, trachten hierna de gesignaleerde inefficiënties (in de te varen koers, de bestuurscompositie, de werkzaamheden etc.) op te lossen om tot slot de ingekochte aandelen met winst van de hand te doen. Door gebruikmaking van het fenomeen van empty voting zijn activistische hedgefondsen in staat om de stemming tijdens aandeelhoudersvergaderingen als het ware te manipuleren.

Resumerend is de deelvraag voor de Hoofdstukken 3 en 4 beantwoord door te stellen dat hedgefondsen onder andere door gebruikmaking van hefboomfinanciering, short-selling en het aandeelhoudersactivisme waaraan empty voting dienst kan doen, waarde genereert voor het fonds. De hierop volgende hoofdstukken hebben het hedgefondsactivisme nader uitgediept.

Zo stond in Hoofdstuk 5 de vraag of hedgefondsactivisme leidt tot waardecreatie binnen de geïsoleerde ondernemingen en de vraag naar de gegrondheid van de beschuldigingen inzake het short-termisme aan het adres van activistische hedgefondsen, centraal. Het begrip 'waardecreatie' is in dit hoofdstuk op twee manieren ingevuld: i) waardecreatie voor de aandeelhouders en ii) waardecreatie voor de onderneming als geheel. Men zou kunnen stellen dat activistische hedgefondsen enkel oog hebben op de waardecreatie voor

de aandeelhouders van de geïsoleerde ondernemingen, aangezien zij per slot van rekening zelf ook aandeelhouders zijn. Diverse empirische studies hebben hierover aangetoond dat haar activistische campagnes abnormaal rendement op de aandelen genereren, in het bijzonder rond het moment dat bekend wordt dat zij binnen de onderneming zullen interveniëren. Het grootschalige onderzoek onder leiding van Harvard professor Lucian Bebchuk heeft echter laten zien dat hedgefondsactivisme ook zorgt voor een verbetering van de operationele prestaties (gemeten aan de hand van Tobin's Q en ROA) van de geïsoleerde onderneming op de lange termijn (een periode van 5 jaar na de interventie). Op grond van deze bevindingen is er gesteld dat de verbetering van de operationele prestaties komt niet enkel ten goede aan de aandeelhouders van de doelvennootschap, maar ook aan overige stakeholders zoals werknemers en crediteuren. Op basis hiervan is geconcludeerd dat hedgefondsactivisme ook zorgt voor waardecreatie voor de onderneming als geheel. Op empirische gronden is aangetoond dat hedgefondsactivisme ook op de lange termijn leidt tot waardecreatie binnen de geïsoleerde ondernemingen, waardoor het eerste deel van de deelvraag van dit hoofdstuk bevestigend is beantwoord. Deze bevindingen leverden tevens gronden op om de stelling met betrekking tot het short-termisme onder activistische hedgefondsen te weerleggen. Par. 5.3 heeft laten zien dat de problematiek rondom het hedgefondsactivisme spitst zich toe op een verschil in ondernemerschap. Het werkelijke pijnpunt is gelegen in de conflicterende visies tussen de activisten en het zittende bestuur met betrekking tot de tijdspanne waarin de onderneming winstgevend zal worden. Op voorhand kan men echter niet oordelen over de wenselijkheid van het hedgefondsactivisme. Dit blijft afhankelijk van de feiten en omstandigheden van het geval.

Dit bleek ook expliciet uit de casestudy van Hoofdstuk 6. In Hoofdstuk 6 is de vraag beantwoord welk impact het activisme van Elliot Advisors heeft gehad op AkzoNobel en hoe het hedgefondsactivisme is in te passen in het Nederlandse vennootschapsrecht. We hebben gezien dat met de beschikking van de Ondernemingskamer de autonomie van het bestuur wederom is bevestigd, hetgeen de keuze van het bestuur van AkzoNobel voor de *stand alone*-strategie rechtvaardigt. Deze strategie en de biedingen van PPG heeft echter het nodige teweeggebracht onder de VEB, de werknemers en op wetgevingsniveau. Bovendien voelde het bestuur van AkzoNobel zich in versterkte mate genoodzaakt om haar *Special Chemicals*-afdeling van de hand te doen, omdat het stevig onder druk werd gezet door de ontevreden aandeelhouders (onder leiding van Elliot Advisors). Dus ondanks dat Elliot de juridische strijd heeft verloren, zien we haar impact op AkzoNobel op dit punt sterk naar voren komen.

Een belangrijk deel van Hoofdstuk 6 wordt gevormd door de inpassing van het hedgefondsactivisme in het Nederlandse vennootschapsrecht. In beginsel is het hedgefondsactivisme lastig in te passen in het Nederlandse ondernemingsrechtelijke dogma waarin het stakeholdersmodel en de autonomie van het bestuur hoog in het vaandel staan. Desalniettemin zijn er handvaten geboden aan de hand waarvan het

hedgefondsactivisme kan worden ingepast in het Nederlandse bestel van corporate governance. Naar mijn mening zouden de deuren niet *linea recta* gesloten moeten worden jegens activistische hedgefondszen gezien de waardecreatie waar haar activisme (Hoofdstuk 5) voor kan zorgen. Welke koers gevaren dient te worden blijft – nogmaals – afhankelijk van de feiten en omstandigheden van het geval.

Hoofdstuk 7 vormt het laatste inhoudelijke hoofdstuk van deze scriptie en bespreekt de vennootschapsrechtelijke remedies in de vorm van een versterkte rol van institutionele beleggers, voor het mitigeren van het hedgefondsactivisme. Met de *UK Stewardship Code*, de Nederlandse Stewardship code en de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn wordt er in Europa namelijk een *stewardship*-project uitgerold waarin een prominente rol is weggelegd voor institutionele beleggers. Het betrokkenheidsbeleid dat ten grondslag ligt aan deze wet- en regelgeving zal naar mijn verwachting het hedgefondsactivisme eerder in de hand werken dan dat het zal mitigeren. Dit beleid zal namelijk meer inzicht bieden in de bereidwilligheid van institutionele beleggers om de activistische campagnes van hedgefondszen te steunen. De identificatieplicht uit de Herziene Aandeelhoudersrichtlijn zal echter een rem vormen op deze rooskleurige toekomstverwachtingen. Welke drempels hiervoor door de lidstaten zullen worden gehanteerd en welk daadwerkelijk effect dit zal hebben op het hedgefondsactivisme, is iets wat de toekomst zal uitwijzen. Zo brengt de dynamiek van de rechtsleer en rechtspraktijk voortdurend nieuwe onderzoeksideeën voort die door de rechtswetenschap uitgediept kunnen worden.

Aanbevelingen

Financieel recht: Een vraag die ik naar aanleiding van Hoofdstuk 2 en 3 wil opwerpen is of men daadwerkelijk in staat is om een bepaalde beleggingsfilosofie te verbieden. Op de werkwijze van hedgefondszen is namelijk de nodige kritiek geuit en zowel op nationaal als op internationaal niveau is men het eens dat deze fondsen aan striktere regelgeving onderworpen moeten worden. Men dient zich hierbij bewust te zijn van de effectiviteit en werking van het recht op de financiële wereld. Een complete beteugeling van de risicovolle werkwijze van hedgefondszen zal naar mijn mening nooit mogelijk zijn waarbij het irrelevant is of men kiest voor een directe dan wel indirecte benadering. Ook is het geen gemakkelijke opgaven om haar beleggingsstrategieën op non-discriminatoire wijze (dat wil zeggen: zonder andere ‘onschuldige’ marktpartijen tevens te benadelen door het aan striktere regelgeving te binden) binnen de grenzen te houden, temeer omdat er binnen de marktgeoriënteerde denkkaders nauwelijks steekhoudende argumenten gevonden kunnen worden om investeringsstrategieën (van hedgefondszen) te verbieden of te bestrijden.³⁸¹ Mocht het huidige financieelrechtelijke stelsel in de toekomstig aan een hervormingsproces worden onderworpen, dan zou de (Europese en) Nederlandse wetgever naar de werking van de *Volcker-*

³⁸¹ Hellebuyck (2014), p. vii.

rule in de Verenigde Staten kunnen kijken, omdat een indirecte reguleringswijze van hedgefondsen de voorkeur verdient boven het huidige directe regelgevende stelsel.

Vennootschapsrecht: Er zijn diverse aanknopingspunten waarop deze vennootschapsrechtelijke aanbeveling kan worden gebaseerd. Zo is in december 2016 de huidige Corporate Governance Code gepubliceerd waarin de focus nadrukkelijker is gelegd op de lange termijn waardecreatie door de vennootschap, is in dezelfde periode de Nota Voortgang modernisering ondernemingsrecht³⁸² uitgekomen met – onder andere – als pijler de heroriëntatie inzake de verhouding tussen aandeelhouders en bestuurders en wordt er met Richtlijn 2014/95/EU meer aandacht besteed aan de niet-financiële aspecten van het ondernemen. In het licht van deze ontwikkelingen wordt er een voortdurend fundamenteel debat gevoerd over de toekomst van het Nederlandse ondernemingsrecht. De gemeenschappelijke deler wordt hierbij gevormd door het duurzame voortbestaan van de onderneming die met interne gezonde verhoudingen, waardecreatie op zowel de korte als lange termijn nastreeft. Aan dit debat zou ik willen bijdragen door te wijzen op de potentiële positieve effecten die van het hedgefondsactivisme uit kunnen gaan. In het licht van Principe 2.4 waarin wordt gesteld dat het bestuur het bestuur rekening houdt met de belangen van stakeholders, Principe 4.1 op basis waarvan aandeelhouders een zodanige invloed moeten kunnen uitoefenen op het beleid van het bestuur opdat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van *checks and balances* van de onderneming en – meer fundamenteel – de lange termijn waardecreatie uit Principe 1.1, wordt er op grond van deze scriptie bepleit voor een openlijkere houding van het bestuur jegens activistische hedgefondsen. In plaats van deze activisten *linea recta* te brandmerken als kortetermijnbeleggers zou er op een gedegen en constructieve wijze geluisterd kunnen worden naar en/of lering kunnen worden getrokken uit de ervaring en expertise van deze fondsen. De manier waarop deze fondsen inefficiënties binnen ondernemingen weten aan te kaarten, kan van waardevolle betekenis zijn voor Nederlandse beursfondsen die behoefte hebben aan interventies door hedgefondsen. Daar waar het bestuur enerzijds een zekere mate van bereidwilligheid dient te tonen jegens hedgefondsen, dienen deze fondsen anderzijds het bestuurlijk domein te respecteren. Desalniettemin voorzie ik de mogelijkheid dat het bestuur op constructieve wijze samenwerkt met activistische hedgefondsen in de bepaling van de strategie van de vennootschap. De visies van het bestuur en het hedgefonds dienen tegen elkaar afgewogen te worden waarbij aandacht wordt besteed aan factoren als implementatiemogelijkheden, haalbaarheid, risico's, bedrijfsmodel, belangen van overige stakeholders en milieu, sociale, en personeelsaangelegenheden. Deze afweging zal iedere keer uniek zijn, omdat het afhankelijk is van de feiten en omstandigheden waarin de onderneming verkeert. Het startpunt zou iedere keer de open en bereidwillige houding van het bestuur moeten zijn.

³⁸² Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht, *Kamerstukken II*, 2016/17, 29 752, nr. 9 en De Kluiver (2017).

LITERATUURLIJST

Literatuur

AIMA 2016

AIMA, Made to measure, Understand the use of leverage in alternative investment funds, Paper 3 (februari 2016).

Allaire 2014

Y. Allaire, 'Does Hedge Fund 'Activism' Create Long Term Shareholder Value?' (november 2014). Presented at the Annual Meeting of the Center for Corporate Governance, Conference Board of New York, on November 14th, 2014. Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=2530594>.

Anderson 2015

R. Anderson, 'The Long and Short of Corporate Governance', 23 Geo. Mason Law Review 19 (2015); Pepperdine University Legal Studies Research Paper No. 6. Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=2596871>.

Ang e.a. 2011

Ang e.a., 'Hedge Fund Leverage', Working Paper 16801 (2011). Te raadplegen via: <http://www.nber.org/papers/w16801>.

Aragon e.a. 2011

Aragon e.a., 'Onshore and Offshore Hedgefondsen: Are They Twins?' (2011). Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=2014402>.

Armour & Cheffins 2009

J. Armour & B. R. Cheffins, 'The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds', ECGI - Law Working Paper No. 136/2009. Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=14893366>.

Arsalidou 2012

D. Arsalidou, 'Shareholders and Corporate Scrunity: the role of the UK Stewardship Code' European Company and Financial Law Review (2012).

Atanasov & Black 2015

V.A. Atanasov & S. Black, 'Shock-based casual inference in corporate finance research', ECGI-Finance Working Paper No. 448 (2015). Te raadplegen via: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1718555.

Athanassiou 2009

P. Athanassiou, 'Hedge Fund Regulation In The European Union: Current Trends And Future Prospects', Wolters Kluwer: Deventer 2009.

Aviram 2006

A. Aviram, 'The Placebo Effect of Law: Law's Role in Manipulating Perceptions', George Washington Law Review, Vol. 75 (2006). Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=784646>.

Awrey (2011)

D. Awrey, 'The Limits of EU Hedge Fund Regulation', Law and Financial Market Review (2011). Te raadplegen via: <http://ssrn.com/abstract=1757719>.

Beale & Fernando 2009

F. Beale & M. Fernando, 'Short-termism and Genuineness in Environmental Initiatives: A Comparative Case Study of Two Oil Companies', Volume 27, Issue 1 (2009).

Bebchuk e.a. 2015

L.A. Bebchuk e.a., 'The long-term effects of hedge fund activism', Columbia Law Review 115 (2015).

Becht e.a. 2009

M. Becht e.a., 'Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund', ECGI - Finance Working Paper No. 138/2006; London Business School Finance Working Paper No. FIN462 (april 2008). Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=934712> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.934712>.

Becht e.a. 2010

M. Becht e.a., 'Hedge Fund Activism in Europe', ECGI - Finance Working Paper No. 283/2010 (May 26, 2010). Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=1616340>.

Becht e.a. 2014

M. Becht et al., 'The Returns to Hedge Fund Activism: An International Study', Review of Financial Studies, Forthcoming; European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 402/2014 (revision 15 September 2016). Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=2376271>.

Becht e.a. 2015

M. Becht e.a., 'Hedge fund activism in Europe: does privacy matter?', in: Research Handbook on Shareholder Power. Te raadplegen via: <https://doi.org/10.4337/9781782546856.00016>.

Ben-David e.a. 2013

Ben-Davis e.a., 'Do Hedge Funds Manipulate Stock Prices?', The Journal of Finance, Vol. XVII, No. 6, December 2013.

Bizjak & Marguette 1998

J. M. Bizjak & C. J. Marguette, 'Are shareholder proposals all bark and no bite? Evidence from shareholder resolutions to rescind poison pills', Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 33, No. 4 (december 1998).

Boot & Cools 2007

A.W.A. Boot & K. Cools, 'Private equity en activistische aandeelhouders: Bestuur onder vuur', in: S.C.W. Eijffinger & C.G. Koedijk (red.), Private Equity en aandeelhoudersactivisme (Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde), Amsterdam: Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 2007.

Boyson & Mooradian 2007

N. M. Boyson & R. M. Mooradian, 'Review of Derivatives Research', Vol. 14, No. 2, 2011. Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=992739>.

Bratton 2007

W. W. Bratton, 'Hedge funds and governance targets', working paper no. 80/2007, Brussels: European Corporate Governance Institute (2007).

Brav e.a. 2008

A. Brav e.a. 'Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance', Journal of Finance, 63(4):1729–1775, 2008.

Brav e.a. 2017

A. Brav e.a., 'Wolf Pack Activism', Robert H. Smith School Research Paper No. RHS 2529230, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 501/2017. Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=2529230>.

Briggs 2007

T.W. Briggs, 'Corporate governance and the new hedge fund activism: an empirical analysis', The Journal of Corporation Law, Vol. 32, No. 4 (2007).

Buchanan e.a. 2014

Buchanan e.a., 'Agency Theory in Practice: A Qualitative Study of Hedge Fund Activism in Japan', Corporate Governance: An International Review, 2014, 22(4): 296–311.

Buchman & Yang 2009

B. Buchanan & A.T. Yang, 'A comparative analysis of shareholder activism in the US and UK: Evidence from shareholder proposals', Paper presented at the European Financial Management Association symposium, Cambridge, UK (2009). Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=1969606>.

Cheffins 2010

B. Cheffins, 'The Stewardship Code's Achilles' Heel', Modern Law Review 73 (2010).

Cheffins & Armour 2012

B.R. Cheffins & J. Armour, 'The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds', Journal of Corporation Law 2012, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 38/2011. Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=1932805>.

Choi e.a. 2016

Choi e.a., 'A First Glimpse into the Short Side of Hedgefondsen', HKUST Finance Symposium 2016: Active Investing and Arbitrage Capital. Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=2799423>.

Clark 2011

G.L. Clark, 'Myopia and the global financial crisis: Context-specific reasoning, market structure, and institutional governance', *Dialogues in Human Geography* 2011.

Coffee & Palia 2015

C.F. Coffee & D. Palia, 'The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications', *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 266/2014 Columbia Law and Economics Working Paper No. 489*. Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=2496518>.

Clifford 2008

C. P. Clifford, 'Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists', *Journal of Corporate Finance*, 14:323–336 (2008).

Cole e.a. 2007

R.T. Cole e.a., 'Hedge Funds, credit risk transfer and financial stability', *Banque de France Financial Stability Review* 10 (april 2007).

Cools 2006

S. Cools, 'The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers', *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 30, No. 3, pp. 697-766, 2006; *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 490*. Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=89394>.

Cornish & Mason 2009

M. Cornish & I. Mason, 'International Guide to Hedge Fund Regulation', *Bloomsbury Professional* (2009).

Cremers e.a. 2016

K.J.M. Cremers e.a., 'Hedge Fund Activism and Long-Term Firm Value', *Working Paper* (Januari 2016). Te raadplegen via: https://law.yale.edu/system/files/area/workshop/leo/leo16_sepe.pdf.

Cremers e.a. 2017

M. Cremers e.a., 'Activist Hedge Funds and the Corporation', *Washington University Law Review*, Vol. 94, Issue 2 (2017). Te raadplegen via: http://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol94/iss2/5.

Cziraki e.a. 2010

P. Cziraki e.a., 'Shareholder Activism through Proxy Proposals: The European Perspective', *European Financial Management*, 16(5): 738- 777, (2010).

Dardanelli 2011

G.T. Dardanelli, 'Direct or Indirect Regulation of Hedge Funds: A European Dilemma', *Symposium on the Financial Crisis in the EU Part 2* (2011).

Davies 2013

P. Davies, 'Corporate Boards in the United Kingdom', in: Corporate Boards in Law and Practise, A comparative analysis in Europe, Oxford etc.: Oxford University Press (2013).

Dent 2010

G. W. Dent, 'The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism', 35 Delaware Journal of Corporate Law 97 (2010); Case Legal Studies Research Paper No. 09-22. Te raadplegen via: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1435400>.

Duruigbo 2011

E. Duruigbo, 'Tackling Shareholder Short-Termism and Managerial Myopia' (April 2011). Te raadplegen: <https://ssrn.com/abstract=1802840>.

Elion 2018

B. Elion, 'De herziene Richtlijn Aandeelhoudersrechten in Nederland: Tijd voor heroriëntatie op de bevoegdheidsverdeling binnen Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen?', MvO, afl. 1-2, 2018.

Fama 1970

E.F. Fama, 'Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work', Journal of Finance (1970).

Fink 2010

A. Fink, 'Conducting research literature review: from the internet to paper', London: Sage (2010).

Fried 2015

J.M. Fried, 'The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders', 124 Yale Law Journal (2015). Te raadplegen via: <http://digitalcommons.law.yale.edu/ylj/vol124/iss5/3>.

FSA 2005

FSA, 'Hedge funds: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement' (DP 05/04).

Fund Associates 2008

FA Fund Associates, 'Offshore Hedgefondsen vs. Onshore Hedgefondsen, A Fund Associates White Paper', December 2008. Te raadplegen via: http://fundassociates.com/pdfs/Offshore_vs_Onshore_Funds_Whitepaper.pdf.

Garbaravicius & Dierick 2005

T. Garbaravicius & F. Dierick, 'Hedgefondsen and financial stability', Occasional Paper Series, No. 34/augustus 2005, European Central Bank.

Giannetti & Yu 2016

M. Giannetti & X. Yu, 'Adapting to Radical Change: The Benefits of Short-Horizon Investors' European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 467/2016 (revised version 15 January 2017).

Gillan & Stark 2007

S. L. Gillan & L. T. Starks, 'The evolution of shareholder activism in The United States', *Journal of Applied Corporate Finance*, 19:55–73 (2007).

Gilson & Gordon 2013

R.J. Gilson & J.N. Gordon, 'The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and Revaluation of Governance Rights', *Columbia Law Review*, nr. 113 (2013).

Gilson & Kraakman 1984

R.J. Gilson & R.H. Kraakman, 'The Mechanisms of Market Efficiency', *70 Virginia Law Review*. 549.

Gilson & Kraakman 2014

R.J. Gilson & R.H. Kraakman, 'Market Efficiency after the financial crisis: It's Still a Matter of Information Costs', *Virginia Law Review*, 100 (2014).

Gray & Kern 2009

W.R. Gray & A.E. Kern, 'Do Hedge Fund Managers Have Stock-Picking Skills?', 1 (november 2009).

Greenwood & Schor 2007

M. Schor & R. Greenwood, 'Investor Activism and Takeover', *Journal of Financial Economics* 92 (3). Te raadplegen via: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1003792.

Haldane 2010

A.G. Haldane, 'Patience and Finance', (speech september 2010). Te raadplegen via: <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2010/patience-and-finance-speech-by-andy-haldane>.

Haldane & Davies 2011

A.G. Haldane & R. Davies, 'The short long', 19th Société Universitaire Européenne de Recherches Financières Colluquium: New Paradigms in Money and Finance? (Brussel, 2011).

Hansmann & Kraakman 2009

H. Hansmann & R. Kraakman, 'What is Corporate Law?', in: R. Kraakman e.a., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford: Oxford University Press 2009.

He 2017

Y. He, 'Dissatisfied Investors and Hedge Fund Activism' (September 2017). Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=3038393>.

Heaton 2017

J.B. Heaton, 'The "Long Term" in Corporate Law', Vol. 72, Nr. 2, *Business Lawyer* 353 (2017).

Hermes e.a. 2017

Hermes e.a., 'Long-term Short-term Governance, Focusing on the Short or Long term? The Causes and Consequences of the Time Horizon of Management of Dutch Listed Companies', *Institute for Governance and Organizational Responsibility (iGOR)*, juli 2017.

Hermes e.a. 2018

Hermes e.a., ‘Kortetermijgerichtheid in de Nederlandse bestuurskamer?’, TvOB 2018/1.

Hill & McDonnell 2015

C.A. Hill & B. McDonnell, ‘Short and Long Term Investors (and Other Stakeholders Too): Must (and Do) Their Interest Conflict?’, in: C.A. Hill and S.D. Solom (eds.) Research Handbook on Mergers and Acquisitions.

Hirschman 1970

A.O. Hirschman, ‘Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms’, Organizations, and States. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press (1970).

Hoogewerf 2006

C.L. Hoogewerf, ‘Juridische onderzoeksvaardigheden’, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2006.

Hopt 2015

K.J. Hopt, ‘Corporate Governance in Europe: A Critical Review of the European Commission’s Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance’, Law Working Paper No. 296/2015. Te raadplegen via: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2644156.

Howell 2016

E. Howell, ‘Short Selling Restrictions in the EU and the US: A Comparative Analysis’, 16 Journal of Corporate Law Studies 333 (2016). Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=2793812>.

Hu & Black 2006a

H.T.C. Hu & B.S. Black, ‘Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications and Reforms’, European Corporate Governance Institute, Law Research Paper No. 64/2006 (februari 2006).

Hu & Black 2006b

H.T.C. Hu & B.S. Black, ‘The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership’, Southern California Law Review, Vol. 79 (mei 2006)

Hu & Black 2006c

H.T.C. Hu & B.S. Black, Hedge Fund Insiders, and Empty Voting: Decoupling of Economic and Voting Ownership in Public Companies, European Corporate Governance Institute, Law Research Paper No. 56/2006 (augustus 2006).

Jank & Smajbegovic 2017

S. Jank & E. Smajbegovic, ‘Dissecting Short-Sale Performance: Evidence from Large Position Disclosures’ (augustus 2017). Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=2631266>.

Jensen 1986

M.C. Jensen, ‘Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers’, American Economic Review 1986, Vol. 76, No. 2, Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=99580>.

Jiang e.a. 2010

W. Jiang e.a., 'Hedge Fund Activism: A Review', *Foundations and Trends in Finance* 2010, Vol. 4, No. 3. Te raadplegen via: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1947049.

De Jong e.a. 2007

A. de Jong e.a., 'Hedgefondsen en Private Equity in Nederland', onderzoeksrapport RSM Erasmus University, opgesteld in opdracht van het Ministerie van Financiën, 31 oktober 2007, *Kamerstukken II*, 2007/08, 31 083.

Johnson 2018

J. Johnson, 'Direct Regulation of Hedge Funds: An analysis of Hedge Fund Regulation After the Implementation of Title IV of the Dodd-Frank Act', 16 *DePaul Bus. & Com. Law Journal* (2018).

Kaal 2014

W.A. Kaal, 'Private Fund Disclosures under the Dodd-Frank Act', *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law* 9:2 (2014). Te raadplegen via: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2447306.

Kaal & Krause 2016

W.A. Kaal & T.A. Krause, 'Hedge funds and Systematic Risk, Handbook on Hedge funds, Oxford University Press (2016). Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=2748096>.

Kaal & Oesterle 2016a

W.A. Kaal, 'What Drives Dodd-Frank Act Compliance Cost for Private Funds?', Working Paper, University of St. Thomas (Minnesota) Legal Studies Research Paper No. 15-13. *Journal of Alternative Investments* (2016). Te raadplegen via: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2629386.

Kaal & Oesterle 2016b

W.A. Kaal, 'The Post Dodd-Frank Act Evolution of the Private Fund Industry: Comparative Evidence from 2012 and 2015', *The Business Lawyer*, Vol. 71 (2016). Te raadplegen via: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2739479.

Kahan & Rock 2007

M. Kahan & E.B. Rock, 'Hedge funds in corporate governance and corporate control', *University of Pennsylvania Law Review* (2007).

Katelouzou 2013

D. Katelouzou, 'Myths and Realities of Hedge Fund Activism: Some Empirical Evidence', *Fortcoming, Virginia Law & Business Review*, Vol. 7:3 (2013).

Katelouzou 2015

D. Katelouzou, 'Worldwide Hedge Fund Activism: Dimensions and Legal Determinants', *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, *Forthcoming King's College London Law School Research Paper No. 2014-8*. Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=2357547>.

Kay 2012

J. Kay, 'The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making', Final Report, 112 (2012). Te raadplegen via:

https://www.theinvestmentassociation.org/assets/components/ima_filesecurity/secure.php?f=c.

Kedia e.a. 2017

S. Kedia e.a., 'Institutional Investors and Hedge Fund Activism', Working paper, Rutgers Business School and UT Austin (2017).

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=913362.

Kim 2009

H. Kim, 'Agency, investment, and corporate governance', Working Paper, Duke University (2009).

Klein & Zur 2009

A. Klein & E. Zur, 'Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors', The Journal of Finance 2009, 64, 1. Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=913362>.

De Kluiver 2017

H. J. De Kluiver, 'Modernisering Ondernemingsrecht; waarheen, waarvoor?', Ondernemingsrecht 2017/118.

Laura & Ul Fazad 2017

M.R. Laura & N. Ul Fazad, 'Would Hedge Fund Regulation Mitigate Systemic Risk? Direct vs. Indirect Regulation Approach', International Business Research: Vol. 10, No. 8: 2017, Canadian Center of Science and Education.

Lee 2007

M. Lee, 'Empty voting: a private solution to a private problem', Columbia Business Law Review (2007).

Liekefett & Austin 2018

K.H. Liekefett & S. Austin, 'The Hypocrisy of Hedge Fund Activists', Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation (juni 2018). Te raadplegen via:

<https://corpgov.law.harvard.edu/2018/06/04/the-hypocrisy-of-hedge-fund-activists/>.

Lipton 2013

M. Lipton, 'The Bebchuk Syllogism' (2013) Te raadplegen via:

<https://corpgov.law.harvard.edu/2013/08/26/the-bebchuk-syllogism/>.

Maatman 2002

R.H. Maatman, Disclosure van beleggingen in Amerika, Ondernemingsrecht 2002/9.

Maatman & Raaijmakers 2006

R.H. Maatman & G.T.M.J. Raaijmakers, 'Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?', Ondernemingsrecht 2006/77.

McGuire & Tsatsoronis 2008

P. McGuire & K. Tsatsoronis, 'Estimating hedge fund leverage', BIS Working Paper (2008).

Melnick e.a.

Melnick e.a., 'Prime Broker Insolvency Risk, After the fall: what next?', Commentary, Issue 42, The Hedge Fund Journal. Te raadplegen via: <https://thehedgefundjournal.com/prime-broker-insolvency-risk/>.

Mendel & Oostwouder 2013

R. Mendel & W. Oostwouder, 'Het vennootschappelijk belang na recente uitspraken van de Hoge Raad: een onvoldoende opgemerkte, ingrijpende ontwikkeling', NJB 2013/1776.

Mietzner & Schweizer 2008

M. Mietzner & D. Schweizer, 'Hedge Funds versus Private Equity Funds as Shareholder Activists - Differences in Value Creation'. Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=1100945> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1100945>.

Murphy 2011

P. Murphy, 'Is Deleveraging Bad For The Economy?', Mises Institute (2011). Te raadplegen via: <https://mises.org/library/deleveraging-bad-economy-0>.

Nowak 2013

R.G.J. Nowak, 'Corporate Boards in the Netherlands', in: P. Davies e.a, Corporate boards in law and practice: A comparative analysis in Europe, Oxford etc.: Oxford University Press (2013).

Olaerts 2017

M. Olaerts, 'Is de aandeelhouder gebonden aan het belang van de vennootschap?', Ondernemingsrecht 2017/113.

Overkleeft 2017

Overkleeft, 'AkzoNobel, PPG en de Ondernemingskamer', MvO 2017, afl. 5-6.

Pacces 2016

A.M. Pacces, 'Exit, Voice and Loyalty from the Perspective of Hedge Funds Activism in Corporate Governance', Erasmus Law Review, Vol. 9, Nr. 4 (2016), European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 320/2016. Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=2805982>.

Pacces 2017a

A. M. Pacces, 'Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive'. European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 353/2017. Te raadplegen: <https://ssrn.com/abstract=2953992>.

Pacces 2017b

A.M. Pacces, 'Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive', Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation (2017). Te raadplegen via:

<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/19/hedge-fund-activism-and-the-revision-of-the-shareholder-rights-directive/>.

Payne 2011

J. Payne, 'Private Equity and its Regulation in Europe', Oxford Legal Studies Research Paper No. 40/2011.

Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=1886186>.

Payne 2012

J. Payne, 'The Regulation of Short Selling and Its Reform in Europe', European Business Organization Law Review, Vol. 13, No. 3, Oxford Legal Studies Research Paper No. 24/2012. Te raadplegen via:

<https://ssrn.com/abstract=2030249>.

Partnoy 2015

F. Partnoy, 'U.S. hedge fund activism', in J.G. Hill and R.S. Thomas (eds.), *Research Handbook on Shareholder Power* 99 (2015).

Partnoy & Thomas 2007

F. Partnoy & R. S. Thomas, 'Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation'. In: Y. Fuchita, R. E. Litan (eds), *Brookings-Nomura Papers on Financial Services*, Washington, D.C.: Brookings Institution Press (2007). Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=931254>.

Pietrancosta e.a. 2013

A. Pietrancosta e.a., 'Corporate Boards in France', in: P. Davies e.a, *Corporate boards in law and practice: A comparative analysis in Europe*, Oxford etc.: Oxford University Press (2013).

La Porta e.a. 1998

R. La Porta e.a., 'Law and Finance'. *Journal of Political Economy* (1998), 106(6), pp. 1113-1155.

Raaijmakers 2007a

G. T. M. J. Raaijmakers, 'Hedge Funds in the Netherlands', in : *Hedge Fund Journal* 27 (2007).

Raaijmakers 2007b

G.T.M.J. Raaijmakers, 'Synthesisische aandelenbelangen in beursvennootschappen: empty voting, vote stripping, hidden ownership en vote trading', in G.T.M.J Raaijmakers en R. Abma (eds.), *Achter de schermen van beursaandeelhouders (Preadvies van de Vereniging Handelsrecht)*, Deventer: Kluwer (2007).

Raaijmakers 2017b

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Bestuursautonomie in beurs-NV: behoud stand-alone-strategie en afwijzing overnamevoorstel', *Ars Aequi* september 2017.

Reisberg 2015

A. Reisberg, 'The UK Stewardship Code: On the Road to Nowhere', *Journal of Corporate Law Studies* 15 (2015).

Renneboog & Szilagyi 2006

L. Renneboog & P. G. Szilagyi, 'The success and relevance of shareholder activism through proxy proposals', The European Perspective, TILEC Discussion Paper No. 2009-019; ECGI - Finance Working Paper No. 252/2009. Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=1413125>.

Rhee 2018

R.J. Robert, 'Corporate Short-Termism and Intertemporal Choice', Washington University Law Review, Vol. 96 (2018). Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=3115962>.

Roach 2011

L. Roach, 'The UK Stewardship Code', Journal of Corporate Law Studies 11 (2011).

Roe 2013

M.J. Roe, 'Corporate Short-Termism – In the Boardroom and in the Courtroom', Business Lawyer, 68, 977 (2013).

Rossman e.a. 2018

J. Rossman e.a., 'Review of Shareholder Activism: 1H 2018', Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation. Te raadplegen via: https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/30/review-of-shareholder-activism-1h-2018/?utm_content=buffer1c2bd&utm_medium=social&utm_source=linkedin.com&utm_campaign=buffer.

Singer 2017

P. Singer, 'Efficient Markets Need Guys Like Me', The Wall Street Journal (oktober 2017). Te raadplegen via: <http://www.elliottmgmt.com/content/uploads/2018/02/EfficientMarketsNeedGuysLikeMe.pdf>.

Spindler & Bednarz 2006

G. Spindler & S. Bednarz, 'Die regulierung von Hedge – Fonds im Kapitalmarkt und Gesellschaftsrecht', Arbeitspapiere des Instituts für Unternehmensrecht (januari 2006).

Stevens 2006

T. Stevens, 'Hedgefondsen en marktmanipulatie', O&F nr. 73 (2006).

Stokman 2008

N.W.A. Stokman, 'Influences of hedge fund activism on the medium term target firm value', Working Paper, Erasmus University Rotterdam (2008).

Strine 2014

L.E. Strine Jr., 'Can We Do Better by Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law', Columbia Law Review 2014, 114. Te raadplegen via: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2421480.

Strine 2017

L.E. Strine Jr., 'Who Bleeds When the Wolves Bite? A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System', Faculty Scholarship. 1727 (2017). Te raadplegen via: http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/1727.

Stulz 2007

R.M. Stulz, 'Hedgefondsen: Past, Present, and Future, Journal of Economic Perspectives'. Volume 21, Number 2 (2007).

O'Sullivan & Kinsella 2012

K.P.V. O'Sullivan & S. Kinsella, 'Short Selling Restrictions in the EU', Financial Regulation International (juli 2012). Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=2122410>.

Tabaksblat 2006

M. Tabaksblat, 'De rol van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen na drie jaar Nederlandse corporate governance code; enkele observaties', Ondernemingsrecht 2006/192.

Uchida & Xu 2008

K. Uchida & P. Xu, 'U.S. barbarians at the Japan gate: Cross border hedge fund activism', Working Paper, The Bank of Japan (2008).

Van der Elst & Lafarre 2018

C.F. Van der Elst & A.J.F. Lafarre, 'Blockchain and Smart Contracting for the Shareholder Community', European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 412/2018. Te raadplegen via SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3219146>.

Verdam 2006

A.F. Verdam, 'Vennootschappelijk belang: op de korte termijn?', NTBR 2006.

Vermeulen 2006

E.P.M. Vermeulen, 'De rol van hedge funds: symbiose of parasiet', Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk 2006.

Vletter-Van Dort 2018

H.M. Vletter-Van Dort, 'De aandeelhouder als hoeksteen van de beursvennootschap?', Ondernemingsrecht 2018/45.

Vletter-Van Dort & Keijzer 2018

H.M. Vletter-Van Dort & T.A. Keijzer, 'Herziene Briste Corporate Governance Code: stof tot nadenken', Ondernemingsrecht 2018/56.

Yermack 2016

D. Yermack, 'Shareholder Voting and Corporate Governance, Annual Review of Financial Economics', Vol. 2 (2016).

Zanoni 2009

A. Zaroni, 'Hedge Funds' Empty Voting In Mergers And acquisitions : A Fiduciary Perspective', Global Jurist, Vol. 9, No. 4, Advances, Article 4 (2009). Te raadplegen via: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1285589.

Zingales 2009

L. Zingales, 'The Future of Securities Regulation', Journal of Accounting Research Vol. 47 No. 2 (mei 2009).

Boeken

Abma e.a. 2017

R. Abma e.a., 'De algemene vergadering van beursvennootschappen', Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Davies e.a. 2013

P. Davies e.a., 'Corporate boards in law and practice: A comparative analysis in Europe', Oxford etc.: Oxford University Press 2013.

Grundmann-Van de Krol 2016

C.M. Grundmann-van de Krol, 'Koersen door de Wet op het financieel toezicht: regelgeving rondom uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen, ICBE's en beleggingsondernemingen in de Wet op het financieel toezicht en aanverwante regelgeving: Deel III - belegginsinstellingen en ICBE's', Vijfde Druk. Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2016.

Hellebuyck 2014

E. Hellebuyck, 'Hedge Funds', Reeks Instituut Financieel recht 16, Antwerpen: Intersentia.

Raaijmakers 2017a

M.J.C.G. Raaijmakers, 'Ondernemingsrecht', Deventer: Wolters Kluwer 2017.

De Serière 2018

V.P.G. de Serière, Asser 2-IV Effectenrecht. Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IV. Effectenrecht, Deventer: Wolters Kluwer 2018.

Silvertand e.a. 2015

Silvertand e.a., 'Hoofdlijnen Wft', Derde druk: Recht en Praktijk, Deventer: Wolters Kluwer 2015.

Slagter 2005

W.J. Slagter, 'Compendium van het ondernemingsrecht, Deventer: Wolters Kluwer 2005.

Proefschriften

Abraham 2011

S.H. Abraham, 'Hedge Funds and Sytemic Risk: A Modest Proposal', Doctorian dissertation, University of Toronto. Te raadplegen via:

De Jongh 2014

J.M. D. Jongh, 'Tussen societas en universitas: De beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief (Uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Rijksuniversiteit te Groningen, 94; Uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Rijksuniversiteit Groningen, 94)'. Rotterdam: Instituut voor Ondernemingsrecht & Erasmus Universiteit Rotterdam 2014.

Goodwin 2015

S. Goodwin, 'Corporate Governance and Hedge Fund Activism' (2015). Te raadplegen via: <https://ssrn.com/abstract=2646293>.

Kemp 2015

B. Kemp, 'Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: de positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut te Nijmegen, deel 129)', Deventer: Wolters Kluwer 2015.

Kim 2014

E. J. Kim, 'Rethinking Hedge Fund Regulation: Focusing on the US, the UK, and Korea', Doctoral Dissertations 2014, Indiana University School of Law Bloomington.

Lafarre 2017

A.J.F. Lafarre, 'The AGM in Europe: Closing the gap between theory and practice', Emerald Publishing 2017.

Nabilou 2014

H. Nabilou, 'The Law and Economics of Hedge Fund Regulation: A Comparison Between the U.S. and the EU', Rotterdam Institute of Law and Economics 2014.

Oosterhoff 2017

G. Oosterhoff, 'Belang zonder aandeel en aandeel zonder belang (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut te Nijmegen, deel 144)', Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Schouten 2012

M.C. Schouten, 'The decoupling of voting and economic ownership' (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 2012.

Wetgeving

Kamerstukken

Nota voortgang modernisering ondernemingsrecht, *Kamerstukken II*, 2016/17, 29 752, nr. 9.

Brief van de Minister van Justitie Van der Steur aan de Tweede Kamer van 9 december 2016 over de voortgang van de modernisering van het ondernemingsrecht, *Kamerstukken II* 2016/17, 29752, nr. 9.

Kamerbrief overnames van bedrijven. Te raadplegen op:
<https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2017/05/20/kamerbrief-overnames-van-bedrijven>.

Europese wetgeving

Aandeelhoudersrichtlijn

Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen.

European Commission, Green Paper, COM (2010) 284 Final.

Feedback Statement Summary of Responses To Commission Green Paper On Corporate Governance In Financial Institutions, SEC (2010) 0669 Final.

Actieplan betreffende Europees vennootschapsrecht en corporate governance, COM (2012) 0740 final.

Voorstel voor een RICHTLIJN VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/34/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft, COM (2014) 213 final.

Impact Assesment, Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement and COMMISSION RECOMMENDATION on the quality of corporate governance reporting ('comply or explain').

Richtlijn 2017/828 van het Europese Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft.

AIFMD

Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC, COM (2009) 207 final.

Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010.

VERORDENING (EU) Nr. 236/2012 VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD van 14 maart 2012 betreffende short selling en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps.

GEDELEGEERDE VERORDENING (EU) Nr. 919/2012 VAN DE COMMISSIE van 5 juli 2012 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 236/2012 van het Europees Parlement en de Raad betreffende

shortselling en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps ten aanzien van definities, de berekening van netto shortposities, gedekte kredietverzuimswaps op overheidsschuld, meldingsdrempels, liquiditeitsdrempels voor het opschorten van beperkingen, aanmerkelijke dalingen in de waarde van financiële instrumenten en ongunstige gebeurtenissen.

GEDELEGEERDE VERORDENING (EU) Nr. 694/2014 VAN DE COMMISSIE van 17 december 2013 tot aanvulling van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen voor het vaststellen van de soorten beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen.

Overig

VERORDENING (EU) Nr. 596/2014 VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (Verordening marktmisbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijn.

High Level Group on Financial Supervision in the EU, Report, Brussel, 2009.

Codes

Nederlandse Corporate Governance Code, 8 december 2016. Te raadplegen via www.corpgov.nl.

The UK Corporate Governance Code July 2018. Te raadplegen via: <https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.PDF>.

Eumedion, Dutch Stewardship Code (conceptgedragscode) van 18 september 2017.

Eumedion, Dutch Stewardship Code Consultation Document. Te raadplegen via: <https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/best-practices/2017-09-consultatiedocument-stewardship-code.pdf>.

Jurisprudentie

HR 21 januari 1955, NJ 1959,43 (Forumbank).

HR 13 juli 2007, JOR 2007,178 en OK 17 april 2008, JOR 2008, 445 (ABN AMRO), m.nt. Maeijer.

HR 9 juli 2010, NJ 2010, 544 (ASMI), m.nt. Schilfgaarde.

Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 29 mei 2017, [ECLI:NL:GHAMS:2017:1965](https://www.eclinet.nl/zoek?q=ECLI:NL:GHAMS:2017:1965), JOR 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten, AA 2017/9, m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers.

Media

Een vleugje Dijsselbloem bij de kwartaalcijfers, 24 februari 2018, FD.

VEB vindt dat AkzoNobelom tafel moet met PPG, FD 22 maart 2017.

AkzoNobel verwacht hogere winst in 2017 na ‘fantastisch eerste kwartaal’, FD 19 april 2017.

Vakbonden boos over ‘wegkijken’ AkzoNobel, FD 14 maart 2018.

De vier opties die minister Kamp heeft overwogen, FD 20 mei 2017.
Kabinet besluit tot bescherming bedrijfsleven, FD 20 mei 2017.
Kamp laat bescherming tegen vijandige overnames aan bedrijfsleven over, FD 24 maart 2017.
Offensief activisten valt wel mee, FD 18 juli 2017.
Wettelijke bescherming voor bedrijfsleven maakt grote kans in de Tweede Kamer, FD 9 mei 2017.
VVD tegen plan van Kamp voor bescherming van bv Nederland, FD 23 mei 2017.
We hoeven niet bang te zijn voor het al te grove kapitalisme, FD 20 mei 2017.
Abma, directeur van Eumedion, in Grote beleggers noemen beschermingsvoorstel Kamp ‘onjuist en naïef’, FD 20 mei 2017.
Buitenlandse beleggers hakken in op plannen voor overnamebescherming, FD 15 juni 2017.
Goldman Sachs: AkzoNobel is overnameprooi, 21 juni 2017 FD.
Financial Times: Opinion Lex, Elliot Advisors: activism ascendants, 16 augustus 2017.

Overig

Barclay Hedge

Barclay Hedge, ‘Understanding Event-Driven Investing’. Te raadplegen via:
<https://www.barclayhedge.com/research/educational-articles/hedge-fund-strategy-definition/hedge-fund-strategy-event-driven.html>.

IFLS Research 2009

IFLS Research 2009, Te raadplegen via: https://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-docs/2009-04-00%20IFSL%20Research%20-%20Hedge%20Funds%202009.pdf.

IOSCO 2006

IOSCO, ‘The Regulatory Environment for Hedgefondsen: a Survey and Comparison’, maart 2006.

IOSCO 2010

IOSCO Technical Committee, ‘Private Equity Conflicts of Interest’ (FR11/10, november 2010).

IOSCO 2017

IOSCO, ‘Report on the Fourth IOSCO Hedge Funds Survey’, Final Report, november 2017.

OECD

OECD, ‘The role of institutional investors in promoting good corporate governance’. Te raadplegen via:
<http://www.oecd.org/daf/ca/theroleofinstitutionalinvestorsinpromotinggoodcorporategovernance.html>.

Richtsnoeren ESMA AIFMD

Richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFMD van 13 augustus 2013 en geldend vanaf 13 oktober 2013 (ESMA/2013/611).

Q&A AFM AIFM-Richtlijn

Veelgestelde vragen/Q&A over de AIFM-richtlijn van de AFM.

SEC 2003

SEC, 'Implications of the growth of hedge funds', Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission, september 2003.

Staatscourant 2013

Staatscourant, Regeling van de Minister van Financiën van 3 juli 2013, FM 2013/507 M, directie Financiële Markten, tot wijziging van de Uitvoeringsregeling Wft, de Vrijstellingsregeling Wft en de Regeling grensoverschrijdende samenwerking financiële toezichthouders in verband met de implementatie van richtlijn nr. 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) Nr. 1060/2009 en (EU) Nr. 1095/2010 (PbEU 2011, L 174), Nr. 19608 van 15 juli 2013.

Staatsblad 2013

Staatsblad, Besluit van 4 juli 2013 tot wijziging van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft, het Besluit markttoegang financiële ondernemingen, het Besluit prudentiële regels Wft en enige andere besluiten in verband met implementatie van richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) Nr. 1060/2009 en (EU) Nr. 1095/2010 (PbEU 2011, L 174), 18 juli 2013, nr. 293.

Zucchi 2018

K. Zucchi, 'Derivatives 101'. Te raadplegen via:
<https://www.investopedia.com/articles/optioninvestor/10/derivatives-101.asp>.

Weblinks

<https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/aifm/aifm/reikwijdte>.

<http://www.dfbonline.nl/begrip/11999/abnormal-return>.

<https://www.investopedia.com/terms/a/abnormalreturn.asp>.

<http://www.elliottmgmt.com/what-we-do/>.

<http://www.elliottmgmt.com/about-elliott/>.

<https://dealbook.nytimes.com/2013/01/29/elliott-management-calls-for-board-shake-up-at-hess/>.

<https://www.businesswire.com/news/home/20180426006737/en/Elliott-Advisors-UK-Limited-Statement-Telecom-Italia>.

<https://fd.nl/ondernemen/1260409/thyssenkrupp-waardeverschil-met-tata-steel-europe-niet-zo-groot-als-elliott-meent>.

<https://www.akzonobel.com/for-media/media-releases-and-features/akzonobel-confirms-constructive-discussions-axalta-regarding>.

<https://www.veb.net/artikel/06386/veb-deelt-zorgen-met-akzonobel-via-uitgebreide-brief-met-vragen>

<https://www.veb.net/media/3823/akzonobel-brief-bava-20170111.pdf>.

<https://www.akzonobel.com/for-media/media-releases-and-features/akzonobel-shareholders-support-separation-specialty-chemicals>.

<https://www.akzonobel.com/for-media/media-releases-and-features/akzonobel-sell-specialty-chemicals-carlyle-group-and-gic-eu101>

www.kabinetsformatie2017.nl.

https://www.icgn.org/sites/default/files/9.%20ICGN%20Letter%20Dutch%20anti%20takeover%20bill%20May%202017_1.pdf.

www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2017/05/20/kamerbrief-overnames-van-bedrijven.

BIJLAGES CASESTUDY

Tabel 1 AkzoNobel: het hele verhaal

Datum	Gebeurtenis
2 maart 2017	Eerste bod PPG: een ongevraagd, niet-bindend en voorwaardelijk voorstel tot verwerving van de gewone aandelen in Akzo Nobel. Dit bod behelsde een waarde van €83,- per aandelen tegen een slotkoers van €63.31 (€52 in contanten en 0.3 in aandelen PPG).
9 maart 2017	Het bestuur van Akzo Nobel verwerpt (unaniem) het Eerste bod. ³⁸³ Akzo Nobel kondigt aan haar Speciality Chemicals-tak af te stoten. ³⁸⁴
15 maart 2017	Elliot deelt het bestuur van Akzo Nobel mede dat ook zij zich niet konden vinden in de hoogte van het Eerste bod van PPG, maar geeft wel aan teleurgesteld te zijn dat het bestuur niet in gesprek is gegaan met PPG.
20 maart 2017	Verhoogd bod van PPG (Tweede bod): € 57,50 in contanten en 0,331 aandelen PPG. Dit bod behelst een waarde van €90 (cum dividend) voor de aandelen van Akzo Nobel.
22 maart 2017	Het bestuur van Akzo Nobel verwerpt (unaniem) het Tweede bod van PPG. ³⁸⁵ Elliot dringt erop aan dat het bestuur direct in overleg treedt met PPG. ³⁸⁶
24 en 29 maart 2017	Het bestuur is de dialoog met Elliot aangegaan.
10 april 2017	<i>Shareholder request</i> van Elliot ³⁸⁷
19 april 2017	Akzo Nobel presenteert haar <i>stand alone</i> -strategie middels een <i>Investor Update</i>
21 april 2017	Het bestuur heeft wederom met Elliot gesproken.
22 april 2017	<i>Shareholder request</i> is afgewezen door het bestuur ³⁸⁸
24 april 2017	Derde bod van PPG: € 61,50 in contanten en 0,357 aandelen PPG met een waarde van € 96,75 (cum dividend) per aandeel

³⁸³ De bezwaren jegens het bod waren dat het vanuit aandeelhoudersperspectief ondergewaardeerd is en dat er bepaalde issues, zoals de hoge schulden/leverage die ermee gepaard gingen. Verder kleefden er qua timing en realisatie (mededigingskwesties, pensioenplannen en haalbaarheid) de nodige risico's aan. Bovendien was het bod niet in het belang van de stakeholders van Akzo Nobel, waaronder de klanten, aandeelhouders en medewerkers, en had het slechts in beperkte mate oog voor de de langetermijndoelstellingen van Akzo Nobel, zoals het duurzaamheidsbeleid en R&D-investeringen. Het laatste argument wordt gevormd door de – volgens het raad van bestuur – aanwezige cultuurverschillen tussen Akzo Nobel en PPG. Akzo Nobel hield uiteindelijk vast aan haar *stand alone*-strategie.

³⁸⁴ Deze beslissing is versneld genomen vanwege het Eerste bod van PPG.

³⁸⁵ Ondanks de nadere toelichting die PPG van dit Tweede bod had gegeven, waren de bezwaren die onder het bestuur leefden nog niet weggenomen. Het bestuur zag geen aanknopingspunten om de dialoog met PPG te starten.

³⁸⁶ Hierbij voert Elliot aan dat het bestuur de aandeelhoudersbelangen negeert en kondigt het aan maatregelen te zullen nemen. Saillant detail: de COR en de Europese Ondernemingsraad van Akzo Nobel staan wel achter de beslissingen van het bestuur.

³⁸⁷ Per brief heeft Elliot samen met Franklin Templeton, Causeway Capital, York Capital Management en een tweetal andere fondsen (gezamenlijk >10%) een BAVA-verzoek aan het bestuur en de raad van commissarissen voorgelegd, met als agendapunt een stemming over het ontslag van Burgmans als lid en voorzitter van de raad van commissarissen.

³⁸⁸ Akzo Nobel heeft te kennen geven dat het Burgmans steunt als voorzitter van de raad van commissarissen en dat diens ontslag onverantwoord, disproportioneel, schadelijk en niet in het belang van Akzo Nobel is.

25 april 2017	Algemene vergadering van aandeelhouders 2017 Akzo tijdens deze vergadering een presentatie gegeven over haar <i>stand alone</i> -strategie. Hiernaast heeft het laten weten dat het verzoek om een bijzondere vergadering van aandeelhouders af te wijzen, omdat het ontslag van Burgmans niet in het belang is van Akzo Nobel en haar stakeholders. Een stemming over dit ontslag is derhalve overbodig volgens het bestuur.
28 april 2017	Per brief uit Elliot haar bezwaren over de afwijzing tot bijeenroeping van een bijzondere vergadering van aandeelhouders. Dit heeft zij ook tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders besproken. Voort heeft het hedgefondskritiek geuit op de <i>Investor Update</i> . Op vier onderdelen (<i>value, timing, certainty</i> en <i>stakeholders</i>) zou het bod van PPG superieur zijn aan de <i>stand alone</i> -strategie van Akzo Nobel.
6 mei 2017	Afgevaardigden van PPG (McGarry en Grant) hebben met Büchner en Bugmans gesproken.
8 mei 2017	Akzo Nobel wijst het Derde bod van PPG af. Op vier onderdelen (<i>value, timing, certainty</i> en <i>stakeholders consideration</i>) en in vergelijking tot de <i>stand alone</i> -strategie acht het bestuur dat het bod niet in het belang is van Akzo Nobel en haar <i>stakeholders</i> . Dit belang is volgens het bestuur het best gediend bij hantering van het beleid zoals uiteengezet in de <i>Investor Update</i> .
9 mei 2017	Elliot International L.P. maakt een enquêteprocedure aanhangig bij de Ondernemingskamer
29 mei 2017	Beschikking van de Ondernemingskamer
8 juli 2017	Büchner (voormalig lid van de raad van bestuur) treedt af
8 september 2017	BAVA I: Vanlancker wordt benoemd als opvolger van Büchner; Maëlys Castella (CFO) treedt wegens gezondheidsproblemen uit het bestuur ³⁸⁹
30 november 2017	BAVA II
N.v.t.	Druk uitgeoefend door Elliot, PPG en andere aandeelhouders in de media op het bestuur van Akzo Nobel. Akzo Nobel heeft in en buiten de media altijd haar visie verdedigd.

³⁸⁹ De raad van het bestuur bestond hiervoor uit twee leden: Büchner en Castella. Beiden zijn opgestapt.

Bronnen: Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 en R.A. Wolf,
Overnameperikelen: Elliott International, L.P. c.s., AkzoNobel en PPG Industries. Een analyse, TvOB,
2017/5, p. 165-166.³⁹⁰

³⁹⁰ Voor het literaire debat over de beslissing van de Ondernemingskamer: F.M. Peters & F. Eikelboom, 'De strijd over het agenderingsrecht tussen Elliott en Akzo', WPNR 2017/7156, p. 496-503 (hierna: Peters & Eikelboom 2017), F.G.K. Overkleef, l. 'AkzoNobel, PPG en de Ondernemingskamer', MvO 2017, afl. 5/6, p. 137 (hierna: Overkleef 2017), en M.J.G.C. Raaijmakers, 'AkzoNobel. Bestuursautonomie in de beurs-NV: behoud stand alone strategie en afwijzing overnamevoorstel', Ars Aequi 2017, afl. 9, p. 713-722 (hierna: Raaijmakers 2017).

Tabel 2 Beurskoers



Tabel 3 Vorm van activisme

Datum	Gebeurtenis
15 maart 2017	Brief van Elliot aan Burgmans (afwijzing eerste bod PPG)
20 maart 2017	Tweede brief van Elliot, maar dit keer aan het bestuur (overname van Axalta Coating Systems Ltd. en onderzoeksnotitie van Bernstein)
22 maart 2017	Persbericht van Elliot (over de afwijzing van het tweede bod), waarin het aandringt dat AkzoNobel in overleg treedt met PPG
24 maart 2017	Ontmoeting Elliot en het bestuur van AkzoNobel
24 maart 2017	<i>Investor Sentiment Study</i> gestart door Boudicca Proxy Consultants op verzoek van Elliot. Aan dit onderzoek hebben 38 aandeelhouders met een aandelenkapitaal van 62.087.351 (24,6% van het geplaatste kapitaal) deelgenomen. Uit dit onderzoek bleek volgens Boudicca een duidelijke trend dat het bestuur van AkzoNobel ten minste in overleg zou moeten treden met PPG ('94,12% van de respondenten) en dat de kwesties omtrent de mogelijke gevolgen van de overname op de overige stakeholders niet onoverkomelijk zijn.
29 maart 2017	Persbericht van Elliot waarin het ingaat op bovenstaand onderzoek en het bestuur van AkzoNobel nogmaals oproept om (onmiddellijk) in onderhandelingen te treden met PPG.
10 april 2017	Het <i>Shareholder Request</i> : Elliot c.s. hebben een verzoek gedaan om een bava bijeen te roepen (art 2:220 BW). Hierbij voeren Elliot c.s. aan dat het bestuur en de raad van commissarissen hun corporate governance verplichtingen jegens de aandeelhouders hebben verzaakt door niet in onderhandelingen te treden met PPG. ³⁹¹ Burgmans wordt hiervoor verantwoordelijk gehouden en om die reden wordt een stemming over haar ontslag geagendeerd.
13 april 2017	Per brief reageert Elliot kritisch op de reactie van AkzoNobel op het <i>Shareholder Request</i> .
21 april 2017	Wederom een bespreking tussen het bestuur en Elliot
28 april 2017	Per brief aan de raad van commissarissen uit Elliot haar ongenoegen uit over de gang van zaken tijdens de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering. Bij deze brief

³⁹¹ In de literatuur wordt kritiek geuit op gebruikmaking van de kapstok 'corporate governance' door activistische hedgefondsen. De activisten doen zich voor als de hoeders van corporate governance (vanuit aandeelhoudersperspectief), terwijl er meningen in de literatuur opgaan dat zij juist de belagers hiervan zijn. Zo stellen Liekfelt & Austin (2018) dat: *'This claim to having "best practices of corporate governance" at heart is hollow—even hypocritical (...). So why are activists so focused on corporate governance in their campaigns? For the same reason why politicians kiss babies during political campaigns: it plays well with the voters. Most institutional investors and the proxy advisory firms ISS and Glass Lewis care deeply about governance issues. That is because they believe, with some justification, that good corporate governance will create shareholder value in the long-term. The long term, of course, is rarely the game of activist hedgefondsen.'*

heeft Elliot zijn visie op AkzoNobel uiteengezet³⁹² en wederom haar onvrede over de meerdere afwijzingen van de voorstellen van PPG kenbaar gemaakt.

29 mei 2017

Elliot stapt naar de Ondernemingskamer en verzoekt een enquête te gelasten en onmiddellijke voorzieningen te treffen inhoudende dat i) een bijzondere vergadering van aandeelhouders wordt bijeengeroepen ter stemming over het ontslag van de voorzitter van de raad van commissarissen (Burgmans) en ii) een commissaris te benoemen die toezicht houdt op deze vergadering en een beslissende stem heeft.

10 augustus 2017

Elliot stapt naar de voorzieningenrechter.

³⁹² Dit is het verschil in ondernemerschap waar Paces (2017) over schrijft. In beginsel past dit niet in de Nederlandse rechtscultuur, omdat aandeelhouders geen inmenging hebben in de bepaling van de strategie. Desalniettemin menen de activisten dat de koers die door de vennootschapsleiding wordt gevaren, niet de juiste is en treedt het activistisch op teneinde dit bij te sturen.

Tabel 4: Cijfers AkzoNobel

Financiële data (in € mln)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Net income (in € mln)	477	-2.169	724	546	979	970	832
Total assets (in € mln)	16.449	15.039	14.972	13.864	11.794	12.236	11.687
Shareholders' equity (in shares)	9.212	6.892	5.594	5790	6.484	6.553	5.865
Return on assets³⁹³	2,90%	-14,42%	8,84%	3,94%	8,30%	7,93%	7,12%
Return on equity³⁹⁴	5,18%	-31,47%	12,94%	9,43%	15,10%	14,80%	14,19%
Outstanding share at year-end (in shares)	234,7	239	242,6	246	349	252	253
Year-average share price (in €)	42,2	42,23	49,32	54,87	64,91	58,83	74,42
Average market value³⁹⁵	9.904,34	10.092,97	11.965,03	13.498,02	16.162,59	14.825,16	18.828,26
Tobin's Q³⁹⁶	0.60	0.67	0.80	0.97	1.37	1.21	1.61

³⁹³ Net income/total assets

³⁹⁴ Net income/shareholders' equity

³⁹⁵ Outstanding shares * year-average share price

³⁹⁶ Average market value/total assets