

Faculteit Rechtsgeleerdheid  
Universiteit Gent  
Academiejaar 2008-09

## **Aandeelhoudersactivisme en Corporate Governance**

Masterproef van de opleiding  
'Master in de rechten'

Ingediend door

***Bob Van den Bossche***

(studentennr. 20040269)  
(major: Sociaal en economisch recht)

Promotor: Prof. dr. M. Tison

# **AANDEELHOUDERSACTIVISME EN CORPORATE GOVERNANCE**

**BOB VAN DEN BOSSCHE**

*“It seems that active participation, rather than conventional passivity, may in fact be the  
“rational choice”.”*

(McConvill)

## WOORD VOORAF

Deze Masterproef is tot stand gekomen in het kader van mijn studies Rechten.

De opdracht tot het schrijven van een Masterproef kwam als een welkome afwisseling na het recht gedurende de ‘Bachelorjaren’ slechts in hoofdlijnen te hebben doorgrond. Doorheen de Masterproef kan men als student voor het eerst proeven van de manier waarop men in de praktijk het recht dient te ontrafelen. Een proces dat allerminst eenvoudig maar des te interessanter is.

Het onderzoek dat men dient te ondernemen om het voorwerp van diens Masterproef in al zijn facetten te kunnen bevatten stelt de student daarenboven voor een geheel nieuwe uitdaging. Een uitdaging die van de student vergt dat hij zich op een zelfstandige basis een bepaald aspect van het recht eigen maakt. Ik ben hiermee deze uitdaging aangegaan en geloof dat ik in zijn opzet geslaagd ben.

Het grootste deel van mijn interesse is altijd uitgegaan naar die rechtsregelen die het ondernemingsleven *in globo* omkaderen. De rechten van minderheidsaandeelhouders maken een wezenlijk deel uit van dit rechtskader. Daarnaast is corporate governance en de manier waarop het aandeelhoudersactivisme kan bijdragen tot een deugdelijker bestuur meer dan ooit een ‘*hot topic*’. Door de mogelijkheden *naar recht* bloot te leggen waarover minderheidsaandeelhouders beschikken om hun stem te verheffen ten opzichte van het bestuur dan wel ten opzichte van de meerderheidsaandeelhouders van een onderneming hoopt dit werk een bijdrage te kunnen leveren in de discussie omtrent de vraag in hoeverre het recht voorziet in een adequate bescherming van minderheidsaandeelhouders en of zij door zich actief op te stellen een optimaler ondernemingsbestuur kunnen bevorderen. De financieel-economische crisis die in al zijn hevigheid losbarstte in de zomer van 2008 en waar we wellicht nog lang de gevolgen van zullen dragen drukt ons met de neus op het onaardige feit dat we op governance vlak nog voor heel wat uitdagingen staan. Onderzoek naar mechanismen zoals het aandeelhoudersactivisme die een belangrijke rol te vervullen hebben in corporate governance en in het bijzonder naar de vraag of het recht dergelijke mechanismen voldoende ondersteuning biedt is dan ook cruciaal.

Er rest mij niets meer dan een woord van dank uit te spreken jegens al diegenen die mij hebben gesteund doorheen mijn studies en in het bijzonder bij het vervolmaken van dit werk. De mensen waarover ik spreek dienen niet bij naam te worden genoemd. Zij weten zichzelf te identificeren. Moge dit werk hen met trots vervullen.

Bob Van den Bossche

# INHOUDSTAFEL

WOORD VOORAF .....	3
INLEIDING.....	8
I. AANDEELHOUDERSACTIVISME EN CORPORATE GOVERNANCE. EEN INTRODUCTIE	10
§ 1. Algemeen.....	10
§ 2. Begripsbepaling .....	10
A. Aandeelhoudersactivisme.....	10
B. Corporate governance.....	11
§ 3. Motieven voor aandeelhoudersactivisme.....	13
§ 4. Geviseerde ondernemingen.....	15
§ 5. Aandeelhoudersactivisme en corporate governance vanuit historisch perspectief benaderd .....	17
A. Aandeelhoudersactivisme: een recent fenomeen?.....	17
1. Evolutie van het aandeelhoudersactivisme in Europa .....	18
2. Evolutie van het aandeelhoudersactivisme in de VS.....	21
B. Corporate governance.....	25
1. Corporate governance: een eeuwenoude discussie.....	26
2. Het Europees vs. het Anglo-Amerikaans corporate governance model .....	29
3. De rol van activistische aandeelhouders in corporate governance .....	31
§ 6. Samenvatting en besluit.....	32

II. AANDEELHOUDERSACTIVISME BINNEN EUROPA EN DE VS: EEN ANALYSE VAN DE MOGELIJKHEDEN .....	35
§ 1. Algemeen.....	35
§ 2. Aandeelhoudersactivisme in het licht van de Europese en Amerikaanse rechtsomgeving .....	35
A. Algemeen .....	35
B. LA PORTA e.a. vs. COOLS .....	37
1. Het kwaliteitsverschil in aandeelhoudersbescherming herzien .....	38
2. De uitgangspunten van het Continentaal Europees en Amerikaans vennootschapsrecht.....	43
3. De verdeling van de bevoegdheden binnen Europese en Amerikaanse vennootschappen en zijn gevolgen .....	45
4. Besluit.....	48
C. Op naar meer aandeelhoudersdemocratie? Een aantal beperkingen en hervormingen van naderbij bekeken .....	49
1. Continentaal Europese beperkingen en hervormingen .....	51
1.1. Het EU Actieplan Vennootschapsrecht 2003.....	52
1.2. De Richtlijn Aandeelhoudersrechten .....	58
2. Amerikaanse beperkingen en hervormingen .....	63
2.1. Shareholder vs. Director primacy .....	64
2.2. Beperkingen op de rechten van aandeelhouders in het Amerikaans recht.....	68
2.2.1. Regel 14a-8 SEC .....	68
2.2.2. Verdere beperkingen .....	73
2.3. Hervormingen .....	74
§ 3. Aandeelhoudersactivisme in detail. Het optreden van hefboomfondsen van naderbij bekeken .	77

A. Hefboomfonds. Het begrip.....	78
B. Ontstaansgeschiedenis.....	80
C. Regulering .....	80
1. Europese hefboomfondsenregulering .....	81
1.1. Britse recht.....	82
1.2. Duitse recht.....	83
1.3. Belgische recht.....	85
2. Amerikaanse hefboomfondsenregulering.....	87
3. Positieve en negatieve aspecten van het hefboomfondsenactivisme .....	92
3.1. Hefboomfondsen vs. ‘mainstream’ institutionele investeerders .....	93
3.2. De keerzijde van de medaille.....	97
4. De hefboomfondsen in het nauw gedreven. Op naar meer regelgeving.....	100
III. AANDEELHOUDERSACTIVISME EN CORPORATE GOVERNANCE: UITDAGINGEN VOOR HET BELGISCHE RECHT.....	106
§ 1. Algemeen.....	106
§ 2. Aandeelhoudersactivisme: een oplossing voor het Belgische corporate governance probleem? .....	107
§ 3. Aandeelhoudersactivisme in België: een analyse vanuit vennootschapsrechtelijk oogpunt ....	110
A. Mogelijkheden en beperkingen .....	110
1. Aandeelhoudersactivisme buiten de algemene vergadering en de rechtbank om.....	111
2. Aandeelhoudersactivisme op de algemene vergadering.....	114

3. Aandeelhoudersactivisme voor de rechtbank .....	117
B. Hervormingen.....	121
1. De Wet Corporate Governance.....	122
2. De Richtlijn Aandeelhoudersrechten.....	125
IV. SAMENVATTING EN BESLUIT .....	129
BIBLIOGRAFIE .....	133



# INLEIDING

Wetenschappelijk onderzoek aangaande het fenomeen aandeelhoudersactivisme richt zich voornamelijk op de motieven die ten grondslag liggen aan een activistisch optreden vanwege aandeelhouders alsook op de kenmerken van de door de aandeelhoudersactivisten geviseerde ondernemingen. Daarnaast wordt ook nog steeds heel wat onderzoek verricht naar de gevolgen van activistisch aandeelhoudersgedrag op de door de aandeelhoudersactivisten geviseerde ondernemingen.<sup>1</sup> Dit werk zal het meer bepaald hebben over de mogelijkheden die het recht aandeelhouders biedt zich actief op te stellen. Heel wat problemen zullen daarbij worden blootgelegd waarmee kan aangetoond worden dat het aandeelhoudersactivisme als een corporate governance mechanisme niet optimaal benut wordt.

Er dient op gewezen te worden dat de invloed van de discussie die aan de andere kant van de Atlantische Oceaan woedt met betrekking tot datgene wat in dit werk vervat ligt zeer groot is.<sup>2</sup> Eén van de redenen die hieraan ten grondslag ligt is dat wetenschappelijk onderzoek met betrekking tot het fenomeen aandeelhoudersactivisme en de invloed ervan op het ondernemingsbestuur veel sneller op gang is gekomen in de VS dan in Europa. De bevindingen uit heel wat Amerikaans onderzoek zijn daarenboven gewoonweg te belangrijk om hier links te laten liggen. Zoals verder zal blijken kunnen uit deze bevindingen in Europa heel wat lessen worden getrokken. De vergelijking tussen de manier waarop het aandeelhoudersactivisme in Europa en in de VS is geëvolueerd laat ons bovendien toe tot belangrijke besluiten te komen.

Een groot deel van dit werk zal ook mede gekleurd worden door het onderzoek dat de laatste decennia voornamelijk naar het hefboomfondsenactivisme in het bijzonder is gebeurd. Tengevolge van het immer toenemende belang binnen onze economieën van het optreden van deze entiteiten is het onderzoek van de voorbije tien jaar zich immers voornamelijk gaan richten op deze vorm van aandeelhoudersactivisme.<sup>3</sup> Hier kan moeilijk aan voorbij gegaan worden.

Dit werk gaat van start door de begrippen aandeelhoudersactivisme en corporate governance te duiden binnen een begripsmatig en historisch perspectief. Daarna worden de mogelijkheden die het Europees en Amerikaans recht aandeelhouders bieden om een bijdrage te leveren binnen het ondernemingsbestuur onderzocht. Ook de discussie omtrent de zin of onzin van meer

---

<sup>1</sup> E. ZUR, "The Power of Reputation: Hedge fund Activists", Baruch College - The City University of New York, *AAA 2009 Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Paper*, 15 december 2008, 5.

<sup>2</sup> U zult ongetwijfeld opmerken dat in voetnoot veel zal worden verwezen naar onderzoekspapers van Amerikaanse origine.

<sup>3</sup> E. ZUR, *l.c.*, 5.

aandeelhoudersinvloed in corporate governance wordt aangehaald, evenals een reeks hervormingen die er in Europa en in de VS zijn gekomen teneinde aandeelhouders meer stem te verlenen. Het optreden van hefboomfondsen als activistische aandeelhouders wordt eveneens geanalyseerd. Na het Europese en Amerikaanse rechtskader waarbinnen de voornaamste der aandeelhoudersactivisten opereren uiteengezet te hebben komt het Belgische recht aan bod. De instrumenten die activistische aandeelhouders er kunnen aanwenden worden aangehaald evenals de beperkingen die hen daaraan in de weg staan. Daarna volgt een korte samenvatting en zal worden besloten.

# I. AANDEELHOUDERSACTIVISME EN CORPORATE GOVERNANCE. EEN INTRODUCTIE

## *§ 1. Algemeen*

Het eerste deel van dit werk zal trachten de begrippen aandeelhoudersactivisme en corporate governance te definiëren en hun onderlinge samenhang te duiden, waartoe de begrippen ook binnen hun historische context zullen worden geplaatst. De nodige aandacht zal daarbij ook uitgaan naar de motieven op basis waarvan aandeelhoudersactivisten ageren, en naar de kenmerken van de ondernemingen die door hen worden gevisieerd. Daarnaast beoogt deze inleiding echter ook de uitgangspunten van dit werk nader toe te lichten en de kernelementen die het hedendaagse debat inzake aandeelhoudersactivisme en corporate governance beheersen uiteen te zetten. Daarmee zullen de fundamenten worden gelegd voor datgene wat het verdere voorwerp van dit werk zal uitmaken.

## *§ 2. Begripsbepaling*

### **A. Aandeelhoudersactivisme**

In het algemeen kan aandeelhoudersactivisme gedefinieerd worden als de wijze waarop aandeelhouders, door gebruik te maken van hun rechten als aandeelhouder, de handelswijze van een onderneming actief trachten te beïnvloeden, zonder daarbij fundamentele wijzigingen te willen aanbrengen aan de zeggenschapsverhoudingen binnen de onderneming.<sup>4</sup> Aandeelhoudersactivisme kan diverse vormen aannemen: privaat overleg met het bestuur, openlijk overleg met andere aandeelhouders, publieke campagnes, het agenderen van welbepaalde punten op de algemene vergadering, het aanwenden van het stemrecht, het voeren van rechtszaken tegen het bestuur...<sup>5</sup> Welke vorm aandeelhoudersactivisme echter ook aanneemt, het doel blijft steeds hetzelfde, het trachten te beïnvloeden van het gedrag van die onderneming.

GILLAN en STARKS plaatsen het begrip aandeelhoudersactivisme in een bredere context. Een aandeelhouder kan volgens hen op drie manieren reageren wanneer hij ontevreden is met de prestaties

---

<sup>4</sup> S.L. GILLAN en L.T. STARKS, "The Evolution of Shareholder Activism in the United States", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 19, Issue 1, winter 2007, 5-6; S.L. GILLAN en L.T. STARKS, "A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence", *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2, No. 3, herfst 1998, 3; "Shareholder Activism", onuitg., European Corporate Governance Institute; "LSA: L'activisme responsabilise les entreprises", onuitg., L'Association Française de Gouvernement d'Entreprise

<sup>5</sup> K. HOPT en E. WYMEERSCH, *Capital Markets and Company Law*, Oxford, University Press, 2003, 372; S.L. GILLAN en L.T. STARKS, "A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence", 4.

van de onderneming waarvan hij aandeelhouder is. Hij kan reageren door zijn aandelen te verkopen ('*exit*'), door zijn aandelen te behouden maar dan wel zijn ongenoegen kenbaar te maken ('*voice*') of door zijn aandelen te behouden en niets te doen ('*loyalty*').<sup>6</sup> Als ontevreden aandeelhouder kan men aldus op diverse wijzen zijn ongenoegen laten blijken. Volgens GILLAN en STARKS kan aandeelhoudersactivisme dan ook aanzien worden als de vertegenwoordiging van een continuüm van mogelijke ontevreden reacties op de prestaties van een onderneming. In dat continuüm bevinden zich aan de ene zijde de aandeelhouders die simpelweg handelen in de aandelen van een onderneming. De beslissing aandelen van een onderneming aan te kopen en de daaropvolgende beslissing een deel daarvan vervolgens te houden dan wel te verkopen kan immers reeds gezien worden als een reactie op de prestaties van die onderneming. Aan de andere zijde van dat continuüm bevinden zich diegenen die actief zijn op de zogenaamde '*market for corporate control*'. Dit zijn diegenen die via een overname-initiatief of een *leveraged buy-out* fundamentele wijzigingen trachten tot stand te brengen in een onderneming. Daartussenin bevinden zich diegenen die via een minderheidsbelang in een onderneming diezelfde wijzigingen trachten tot stand te brengen.<sup>7</sup>

De definitie van GILLAN en STARKS is zeer ruim. Ruimer dan wat binnen het kader van dit werk aan bod zal komen. Meer bepaald zal aan het optreden van aandeelhouders die *exit*-strategieën hanteren en aan het optreden van diegenen actief op de *market for corporate control* in dit werk geen verdere aandacht worden besteed. Dit werk beperkt zich tot een analyse van de mogelijkheden waarover minderheidsaandeelhouders beschikken om wijzigingen binnen ondernemingen te bewerkstelligen.

## **B. Corporate governance**

Het Cadbury rapport<sup>8</sup> definieert het begrip corporate governance als "*the system by which companies are directed and controlled*". Het begrip corporate governance wordt echter op talloze plaatsen op immer van elkaar verschillende wijzen omschreven.<sup>9</sup> De ene keer wordt het begrip eng omschreven, waarbij dan vooral de nadruk wordt gelegd op de controle die aandeelhouders dienen uit te oefenen op het bestuur opdat het de belangen van de onderneming beter zou dienen<sup>10</sup>, de andere keer ruim,

---

<sup>6</sup> Deze redenering gaat terug op de theorie van HIRSCHMAN. Zie A. HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge, Harvard University Press, 1970, 176.

<sup>7</sup> S.L. GILLAN en L.T. STARKS, "The Evolution of Shareholder Activism in the United States", 5-6; S.L. GILLAN en L.T. STARKS, "A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence", 2-5.

<sup>8</sup> Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1 december 1992, 13 p.

<sup>9</sup> Zie o.m. K. BYTTEBIER, A. FRANCOIS en J. DELVOIE (eds.), *De Wet Corporate Governance ont(k)leed*, Mechelen, Kluwer, 2004, 6-8; OECD, *Principles of Corporate Governance*, editie 2004, 11.

<sup>10</sup> Voor een voorbeeld zie: D.K. DENIS en J.J. McCONNELL, "International Corporate Governance", *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 1, maart 2003, 1-2.

waarbij dan weer de nadruk wordt gelegd op de rol die de verschillende *stakeholders*<sup>11</sup> spelen in het besluitvormingsproces binnen de onderneming. In het Nederlandstalige debat wordt de term meestal niet vertaald. Gebeurt dit toch dan wordt doorgaans gesproken van ‘deugdelijk bestuur’.<sup>12</sup>

Of het begrip nu eng dan wel ruim wordt omschreven, in essentie gaat corporate governance steeds terug op hetzelfde probleem, zijnde het ‘agency’-probleem, waarvoor het een oplossing tracht aan te reiken.<sup>13</sup> Het kan voorlopig volstaan erop te wijzen dat *agency*-problemen (doorgaans) voortvloeien uit de principiële scheiding van de controle over en de eigendom van de onderneming.<sup>14</sup> De controle over een onderneming berust doorgaans bij het bestuur. De eigendom steevast bij de aandeelhouders. In sommige gevallen echter berust ook de controle bij één of meerdere van de aandeelhouders, die in een dergelijk geval dan ook de ‘controlerende aandeelhouders’ worden genoemd. De scheiding tussen controle en eigendom doet in hoofdzaak belangenconflicten ontstaan in de relatie tussen het bestuur en de aandeelhouders.<sup>15</sup> Daar waar controlerende aandeelhouders de plak zwaaien zullen belangenconflicten zich dan weer eerder in de relatie tussen deze aandeelhouders en de andere, minderheids-, aandeelhouders manifesteren.

Het *agency*-probleem ligt ook aan de grondslag van het aandeelhoudersactivisme.<sup>16</sup> In die zin wordt aandeelhoudersactivisme dan ook als een corporate governance mechanisme beschouwd.<sup>17</sup> Een onderscheid dringt zich op tussen interne en externe governance controlemechanismen. De bestuurs- en eigendomsstructuur van een onderneming zijn interne controlemechanismen, de wetgeving aan dewelke ondernemingen zichzelf onderwerpen en de (overname)markt zijn externe controlemechanismen.<sup>18</sup> Aandeelhoudersactivisme is een extern controlemechanisme. Een juiste balans tussen interne en externe controlemechanismen is volgens HOPT en LEYENS essentieel teneinde een deugdelijk bestuur van de onderneming te kunnen waarborgen.<sup>19</sup>

---

<sup>11</sup> Aandeelhouders, werknemers, schuldeisers, leveranciers...

<sup>12</sup> K. BYTTEBIER, A. FRANCOIS en J. DELVOIE (eds.), *o.c.*, 6, 8-11.

<sup>13</sup> H. DE WULF, *Documentatiebundel Grondige Studie Vennootschapsrecht*, onuitg., 2008, Eerste lessen: overzicht van governance thema's; M. BECHT, P. BOLTON en A. RÖELL, “Corporate Governance and Control”, *ECGI Finance Working Paper No. 02/2002*, 2005, 8.

<sup>14</sup> Verder in dit werk wordt namelijk nog uitgebreid op het *agency*-probleem teruggekomen. Zie *infra*, deel I, §3.

<sup>15</sup> D.K. DENIS en J.J. McCONNELL, *l.c.*, 1.

<sup>16</sup> Zie *infra*, deel I, §3.

<sup>17</sup> K. BYTTEBIER, A. FRANCOIS en J. DELVOIE (eds.), *o.c.*, 24-25.

<sup>18</sup> D.K. DENIS en J.J. McCONNELL, *l.c.*, 2-41.

<sup>19</sup> K.J. HOPT en P.C. LEYENS, “Board Models in Europe. Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France and Italy”, *ECGI Law Working Paper No. 18/2004*, 2004, 3.

Het besluit van WYMEERSCH in zijn presentatie van 17 oktober 2007 te Lissabon<sup>20</sup> is dat het debat inzake corporate governance zich heeft verschoven in de richting van de positie van de aandeelhouder. Dit blijkt ook uit recente handboeken inzake corporate governance waarin talloze bijdragen zijn gewijd aan de steeds groter wordende invloed van activistische aandeelhouders op het bestuur van ondernemingen. Dat deze invloed allerminst negatief hoeft te zijn zal terdege blijken uit dit werk. Ook de leden van het European Corporate Governance Forum zijn het er in het algemeen trouwens over eens dat aandeelhoudersactivisten zoals hefboomfondsen een essentieel positieve rol spelen ten aanzien van het bestuur van onze ondernemingen.<sup>21</sup> Een analyse van de mogelijkheden die het recht aandeelhouders biedt om via het hanteren van een activistische strategie bij te dragen tot de oplossing van het *agency*-probleem is in dat opzicht meer dan nuttig. Een dergelijke analyse kan wat dat betreft immers ook de beperkingen blootleggen en aangeven of het recht evolueert in de juiste richting.

### **§ 3. *Motieven voor aandeelhoudersactivisme***

De redenen waarom aandeelhouders de handelswijze van een onderneming trachten te beïnvloeden zijn in de meeste gevallen van economische aard. Ook sociale beweegredenen vormen echter in sommige gevallen de grondslag van een activistisch optreden vanwege de aandeelhouders van een onderneming.<sup>22</sup>

In het algemeen kan evenwel gesteld worden dat het motief van elke activistische aandeelhouder, ongeacht de economische dan wel sociale aard hiervan, erin bestaat de handelswijze van een onderneming op een dusdanige wijze te gaan beïnvloeden dat diens visie omtrent de wijze waarop de onderneming zou moeten handelen zoveel als mogelijk ingevuld raakt.<sup>23</sup>

In de praktijk ontstaat tussen aandeelhouders en bestuurders soms een conflicterende visie aangaande de wijze waarop de onderneming zou moeten handelen. Dit tengevolge van het feit dat de controle over en de eigendom van een vennootschap principieel gescheiden zijn. Deze scheiding leidt ertoe dat er potentieel belangenconflicten kunnen ontstaan tussen de aandeelhouders, die eigenaar zijn van de vennootschap, en de bestuurders, die de vennootschap controleren.<sup>24</sup> Dit probleem staat overigens

---

<sup>20</sup> E. WYMEERSCH, *Corporate Governance – Good Governance – What Control?*, presentatie, 6<sup>th</sup> European Law and Corporate Governance Conference, Lissabon, 17 oktober 2007.

<sup>21</sup> European Corporate Governance Forum Annual Report 2007, 3.

<sup>22</sup> P. SANTELLA, E. BAFFI, C. DRAGO en D. LATTUCE, "A Comparative Analyses of the Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in Europe and in the US", onuitg., 24 mei 2008, 12-13; S.L. GILLAN en L.T. STARKS, "The Evolution of Shareholder Activism in the United States", 6; S.L. GILLAN en L.T. STARKS, "A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence", 6-7.

<sup>23</sup> S.L. GILLAN en L.T. STARKS, "The Evolution of Shareholder Activism in the United States", 11; S.L. GILLAN en L.T. STARKS, "A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence", 13.

<sup>24</sup> D.K. DENIS en J.J. McCONNELL, *l.c.*, 1.

bekend als het ‘agency- of “principaal-agent’ probleem. JENSEN en MECKLING definiëren de principaal-agent relatie als een contract op basis waarvan één of meer personen (de principa(a)l(en)) een andere persoon (de agent) aannemen om voor hun rekening diensten te verlenen. Dit laatste impliceert onder meer dat een gedeelte van de beslissingsbevoegdheid gedelegeerd wordt onder de verantwoordelijkheid van de agent. Het probleem ligt hem er in het bijzonder in de agent (in deze het bestuur van de vennootschap) op een dusdanige wijze te gaan motiveren zodat hij gestimuleerd wordt te handelen in het belang van de principaal (in deze de aandeelhouders van de vennootschap), eerder dan in zijn eigen belang.<sup>25</sup> Niet enkel in de relatie tussen de aandeelhouders en het bestuur kunnen we een dergelijk probleem ontwaren. Ook in de relatie tussen de meerderheids- en de minderheidsaandeelhouders en in de relatie tussen de vennootschap zelf en zijn *stakeholders*, andere dan zijn aandeelhouders (zoals werknemers, schuldeisers en klanten) worden we met gelijksoortige moeilijkheden geconfronteerd. Het probleem ligt hem er in het eerste geval in ervoor te zorgen dat de meerderheidsaandeelhouders, als agenten, de belangen van de minderheidsaandeelhouders, als principalen, voldoende dienen, en niet enkel handelen in hun eigen belang. In het laatste geval ligt het probleem hem er dan weer in ervoor te zorgen dat de vennootschap op zich, als agent van haar *stakeholders*, voldoende rekening houdt met de belangen van deze laatste en haar klanten bijvoorbeeld niet gaat misleiden.<sup>26</sup> Binnen het corporate governance debat zoekt men constant naar oplossingen voor deze problemen. Het *agency*-probleem dat zich in de relatie tussen het bestuur en de aandeelhouders stelt dan wel in de relatie tussen de meerderheids- en de minderheidsaandeelhouders opgelost krijgen vormt daarnaast ook het primaire motief van elke activistische aandeelhouder.<sup>27</sup> In die zin is aandeelhoudersactivisme, zoals reeds vermeld, dan ook te beschouwen als een corporate governance mechanisme.

Uiteraard zijn er ook voordelen verbonden aan de scheiding van de controle over en de eigendom van de vennootschap. Het zou onwaarschijnlijk zijn dat deze constructie heden ten dage nog zou bestaan indien dat niet het geval was. De mogelijkheid controle en eigendom te scheiden laat bijvoorbeeld toe aan investeerders rendementen te behalen op investeringen in ondernemingsactiviteiten zonder dat zij daarenboven over enig bestuurders- of managementtalent hoeven te beschikken. Het laat m.a.w. toe kapitaal en talent in één hand te verenigen.

Het trachten op te lossen van het *agency*-probleem brengt zekere kosten met zich mee (de zogenaamde *agency costs*). Zoals de kost die voortvloeit uit de controle die de principaal (in deze de aandeelhouder)

---

<sup>25</sup> M. C. JENSEN en W.H. MECKLING, “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, V. 3, No. 4, Oktober 1976, 5.

<sup>26</sup> V. DRAGOMIR, Highlights for a History of Corporate Governance, *European Journal of Management*, 2008, 3-4.

<sup>27</sup> S.L. GILLAN en L.T. STARKS, “The Evolution of Shareholder Activism in the United States”, 11; S.L. GILLAN en L.T. STARKS, “A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence”, 13.

moet uitoefenen op de agent (in deze het bestuur) teneinde zichzelf ervan te verzekeren dat de agent wel degelijk zoveel als mogelijk handelt in diens belang en niet in het belang van zichzelf.<sup>28</sup> De omvang van de kosten verbonden aan het trachten op te lossen van het agency-probleem door middel van het hanteren van een activistische aandeelhoudersstrategie doet in vele gevallen aandeelhouders afzien van hun eventuele voornemen zich activistisch te gaan opstellen. Studies hebben aangetoond dat de kosten van activistisch aandeelhoudersgedrag bij het trachten op te lossen van het *agency*-probleem zeer hoog kunnen oplopen en dientengevolge aandeelhouders er soms de voorkeur aan geven hun belang in een onderneming te verkopen wanneer zij niet langer tevreden zijn over de prestaties of het gevoerde beleid van de onderneming, dan wel zich activistisch te gaan opstellen.<sup>29</sup> Dit is voornamelijk het geval in de VS, waar het grootste gedeelte van de beslissingsmacht in handen is van het bestuur.<sup>30</sup> Het bestuur aldaar trachten te dwingen tot een koerswijziging via het uitlokken van een zogenaamde ‘*proxy-contest*’ bijvoorbeeld is bijzonder kostelijk en zal alleen worden aangewend in zeer ernstige gevallen waar de uitlokkers van de *proxy-contest* zich meestal meteen ook richten op het verwerven van de controle over de vennootschap.<sup>31</sup> Deze kosten reduceren tot een aanvaardbaar niveau is een eerste van vele maatregelen die zich opdringen wil men het potentieel van het aandeelhoudersactivisme als een corporate governance mechanisme ten volle benutten.

#### **§ 4. Geviseerde ondernemingen**

Oorspronkelijk richtten aandeelhoudersactivisten hun pijlen hoofdzakelijk op ondernemingen die, naar economische maatstaven, zwak presteerden. Later gingen zij zich evenwel ook meer en meer richten op ondernemingen wiens bestuurs- of beslissingsstructuur van een twijfelachtige kwaliteit getuigde of simpelweg inadequaat functioneerde. Sinds 1990 is die aandacht voor het corporate governance aspect echter wat verslapt. Het recente hefboomfondsenactivisme heeft de focus dan weer volledig verlegd. Zij richt zich namelijk vooral op de economisch meest rendabele ondernemingen.<sup>32</sup>

BRAV, JIANG, THOMAS en PARTNOY hebben belangrijk onderzoek verricht naar de kenmerken waaraan de door activistische hefboomfondsen geviseerde ondernemingen in het bijzonder

---

<sup>28</sup> M. C. JENSEN en W.H. MECKLING, *l.c.*, 5-6.

<sup>29</sup> S.L. GILLAN en L.T. STARKS, “The Evolution of Shareholder Activism in the United States”, 14; D. T. MITCHELL, “Shareholders As Proxies: The Contours Of Shareholder Democracy”, *Washington and Lee Law Review*, Vol. 63, No. 4, 2006, 1507.

<sup>30</sup> S. COOLS, “The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers”, *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 490*, september 2004, 6-7.

<sup>31</sup> S. COOLS, *l.c.*, 48.

<sup>32</sup> S.L. GILLAN en L.T. STARKS, “The Evolution of Shareholder Activism in the United States”, 15; E. ZUR, *o.c.*, 8; A. BRAV, W. JIANG, R. THOMAS en F. PARTNOY, “Hedge fund activism, Corporate Governance, and Firm Performance, *ECGI Finance Working Paper No. 139/2006*, 2006, 2; A. KLEIN en E. ZUR, “Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors, *ECGI - Finance Working Paper No. 140/2006*, 2006, 45.



beantwoorden. Hefboomfondsen als activistische aandeelhouders richten zich volgens hun onderzoek voornamelijk op, vanuit economisch perspectief beschouwd, ondergewaardeerde ondernemingen waarvan het opwaarts potentieel hoog is.<sup>33</sup> De actuele beurskoers van de aandelen van deze ondernemingen zal vaak niet het volledige potentieel van de onderneming weerspiegelen of zal vaak aanzienlijk lager liggen dan die van hun sectorgenoten. Het gaat vaak ook om ondernemingen die een veel lager dividend uitbetalen in vergelijking met de andere ondernemingen in hun sector en die bovendien, wederom in vergelijking met hun sectorgenoten, significant minder middelen spenderen aan onderzoek en ontwikkeling.<sup>34</sup>

Op het governance - vlak gaat het vaak om ondernemingen die over relatief veel anti-overnamemechanismen beschikken<sup>35</sup> en over een aandeelhouderschap dat in grote mate bestaat uit institutionelen. Dit laatste element is een belangrijke factor voor activistische hefboomfondsen daar hun strategie meestal berust op de steun van de andere aandeelhouders van de onderneming teneinde veranderingen binnen diezelfde onderneming te kunnen bewerkstelligen. De steun van de andere aandeelhouders van de onderneming hebben zij *quasi* altijd nodig daar zij er zelf meestal slechts in slagen een minderheidsbelang op te bouwen in de door hen geviseerde ondernemingen. Daarom richten zij zich vaak ook tot relatief kleinere ondernemingen. Binnen een dergelijke onderneming is het namelijk veel eenvoudiger een betekenisvol belang op te bouwen dan bij de grotere ondernemingen, de zogenaamde '*large caps*'. Ook de liquiditeit van de ondernemingen die door activistische hefboomfondsen worden gevisieerd ligt daarom vaak vrij hoog. Dit maakt het voor hen eenvoudiger snel een betekenisvol belang te kunnen opbouwen.

Bij deze is overigens meteen ook gewezen op een fundamenteel verschil tussen het activistische aandeelhoudersgedrag uitgaande van hefboomfondsen en dit uitgaande van andere activistische aandeelhouders. Het institutionele activisme uit het verleden richtte zich namelijk in hoofdzaak slechts op, naar economische maatstaven, zwak presterende ondernemingen.<sup>36</sup> KLEIN en ZUR concluderen op basis van dit verschil in aanpak dat het hefboomfondsenactivisme wellicht een geheel nieuwe vorm van activisme impliceert.<sup>37</sup>

Er mag aangenomen worden dat ondernemingen die kennis krijgen van het feit dat ze beantwoorden aan één of meerdere van de hierboven beschreven kenmerken er *ex ante* zullen toe aangezet worden veranderingen te bewerkstelligen. Bewerkstelligen zij deze veranderingen niet, dan stellen zij zich

---

<sup>33</sup> Zgn. '*value*' firms. Activistische hefboomfondsen kunnen in die optiek volgens hen dan ook beschouwd worden als zgn. '*value*' investors. Zie A. BRAV, W. JIANG, R. THOMAS en F. PARTNOY, *l.c.*, 2,21.

<sup>34</sup> E. ZUR, *l.c.*, 8; A. BRAV, W. JIANG, R. THOMAS en F. PARTNOY, *l.c.*, 2-4;20-24;37-38.

<sup>35</sup> E. ZUR, *l.c.*, 8.

<sup>36</sup> Zie A. BRAV, W. JIANG, R. THOMAS en F. PARTNOY, *l.c.*, 21-22.

<sup>37</sup> A. KLEIN en E. ZUR, *l.c.*, 45.

bloot aan het risico ooit ten prooi te vallen aan aandeelhoudersactivisme, wat, *ex post*, de nodige veranderingen dan zelf in de hand zal trachten te werken. Hierin ligt overigens het belang onderzoek te verrichten naar de specifieke kenmerken waaraan de door aandeelhoudersactivisten geviseerde ondernemingen beantwoorden. Op die manier kunnen ondernemingen die kennis krijgen van het feit dat zij potentieel binnen een voor aandeelhoudersactivisme vatbaar profiel vallen preventief actie ondernemen. Zo zal veelal reeds *ex ante* tegemoetgekomen kunnen worden aan talloze verzuchtingen van aandeelhouders. Verzuchtingen die hun grondslag vinden in het *agency*-probleem<sup>38</sup>, zoals lage dividenduitkeringen of voorgenomen investeringen die misschien niet altijd in het belang zijn van de aandeelhouders.<sup>39</sup> Zo stellen BRAV, JIANG, THOMAS en PARTNOY dat de loutere aanwezigheid van activistische hefboomfondsen en hun potentiële macht te interveniëren binnen ondernemingen reeds druk uitoefent op het bestuur van die ondernemingen om voldoende rekening te houden met de belangen van de aandeelhouders. Volgens hen kan het hefboomfondsenactivisme binnen deze context overigens gezien worden als het nieuwe midden tussen de wijze waarop grootaandeelhouders intern de onderneming monitoren en de wijze waarop de corporate raiders de onderneming van buitenaf monitoren.<sup>40</sup> GILLAN en STARKS wijzen op het talrijke zowel substantieel theoretische als empirische bewijsmateriaal dat reeds voorhanden is ter staving van deze monitoring rol.<sup>41</sup>

## ***§ 5. Aandeelhoudersactivisme en corporate governance vanuit historisch perspectief benaderd***

### **A. Aandeelhoudersactivisme: een recent fenomeen?**

In de VS is aandeelhoudersactivisme allerm minst een recent fenomeen.<sup>42</sup> In Europa daarentegen dateert het wel van een recentere datum. De doorbraak van het openbare overnamebod heeft hierin een belangrijke rol gespeeld.<sup>43</sup> Ook al is het fenomeen in Europa recenter, het is evenwel allerm minst zo dat het zich pas het laatste decennium manifesteert. De heisa die nu al een paar jaren heerst omtrent het optreden van hefboomfondsen doet bij velen het tegendeel vermoeden. Uitgaand van een dergelijke misvatting dit onderwerp doornemen is allerm minst bevorderlijk voor een goed begrip van al zijn facetten. Daarom zal het aandeelhoudersactivisme, na de notie begripsmatig te hebben verduidelijkt, hier ook geschiedkundig worden toegelicht.

---

<sup>38</sup> Zie *supra*, deel I, §3.

<sup>39</sup> A. BRAV, W. JIANG, R. THOMAS en F. PARTNOY, *l.c.*, 23-24.

<sup>40</sup> A. BRAV, W. JIANG, R. THOMAS en F. PARTNOY, *l.c.*, 37.

<sup>41</sup> S.L. GILLAN en L.T. STARKS, "The Evolution of Shareholder Activism in the United States", 12 e.v.

<sup>42</sup> E. ZUR, *l.c.*, 5; S.L. GILLAN en L.T. STARKS, "The Evolution of Shareholder Activism in the United States", 3.

<sup>43</sup> E. WYMEERSCH, "Shareholders in action", *Working Paper Series Instituut Financieel Recht Universiteit Gent*, 14 februari 2007, 3.

Zowel de manier waarop het aandeelhoudersactivisme in Europa als in de VS doorheen de geschiedenis is geëvolueerd komt aan bod. De bevindingen die voortvloeien uit deze en de hiernavolgende historische ‘schets’ betreffende de wijze waarop het corporate governance debat tot ontwikkeling is gekomen geven de kernelementen weer die het hedendaagse debat inzake aandeelhoudersactivisme en corporate governance beheersen.

### ***1. Evolutie van het aandeelhoudersactivisme in Europa***<sup>44</sup>

Het overheersende Europese vennootschapsrechtelijke bestuursmodel is er gedurende jaren één geweest waarbij de bevoegdheden binnen de onderneming duidelijk verdeeld waren tussen enerzijds de aandeelhouders en anderzijds het bestuur van de onderneming. De aandeelhouders beschikken er weliswaar in beginsel over de ultieme macht, als finale risicodragers van de voorgenomen ondernemingsactiviteiten, maar het merendeel van hun bevoegdheden droegen zij steevast op aan de Raad van Bestuur. Dit orgaan nam dan het bestuur van de onderneming waar. Aandeelhouders oefenden slechts hun bevoegdheden uit op de algemene vergadering van aandeelhouders alwaar zij beslisten over de benoeming, dan wel de afzetting van de bestuurders en over materies die in het algemeen voorbehouden waren aan de algemene vergadering omwille van het feit dat zij de relatieve positie van de aandeelhouders beïnvloeden.<sup>45</sup> Tengevolge van deze duidelijk afgelijnde bevoegdheidsverdeling werd van de aandeelhouders niet verwacht dat zij zich gingen mengen in het bestuur van de onderneming. Deze taak was voorbehouden aan de Raad van Bestuur en zo de aandeelhouders niet tevreden waren met de manier waarop hun onderneming werd geleid konden zij steeds van zich laten horen op de algemene vergadering of konden zij hun aandelen verkopen.<sup>46</sup>

De doorbraak van het openbare overnamebod, de evolutie in de regelgeving, de *shareholder value*-beweging en de opkomst van de institutionele investeerders zijn echter allen elementen die volgens WYMEERSCH verschuivingen binnen dat klassieke Europese governance model, in het voordeel van de aandeelhouders, hebben teweeggebracht, of althans daartoe aanleiding hebben gegeven.

Het is pas met de doorbraak van het openbare overnamebod, in de jaren '80 van vorige eeuw, dat (minderheids-)aandeelhouders in Europa zich bewust zijn beginnen worden van de waarde van hun rechten. Voorheen werden hun stemrechten, en dus ook hun potentiële macht de koers van de onderneming van dewelke zij aandeelhouders waren wezenlijk te beïnvloeden, altijd *de facto* geneutraliseerd door (een) controlerende aandeelhouder(s). Een dergelijke aandeelhouder bezit meestal de meerderheid van de stemrechten. In andere gevallen vloeit zijn machtspositie binnen de

---

<sup>44</sup> E. WYMEERSCH, “Shareholders in action”, 1-11.

<sup>45</sup> Zoals kapitaalverhogingen, en –verlagingen, de inkopen van eigen aandelen...

<sup>46</sup> Wat men ook wel het ‘stemmen met de voeten’ of ‘*The Wall Street walk*’ noemt.

onderneming voort uit door hemzelf opgezette (vaak piramidale) juridische of feitelijke constructies. Investeerders kunnen daardoor de beslissingen op de algemene vergadering van aandeelhouders niet beïnvloeden. Continentaal Europese ondernemingen zijn lange tijd in hoofdzaak gekenmerkt gebleven door een dergelijke aandeelhoudersstructuur. Omwille van het feit dat deze aandeelhouderstructuur in vele gevallen echter een succesvolle formule bleek en bovendien ook bijdroeg tot economische en sociale stabiliteit binnen Europa werd zij door de onderscheiden Europese overheden en door haar regelgeving in stand gehouden. Tot de jaren '80 is de aandeelhouder/investeerder daarom in Europa aan de zijlijn blijven staan.<sup>47</sup> Met de doorbraak van het openbare overnamebod kwam er echter drastisch verandering in de passiviteit van de Europese aandeelhouder. Aandeelhouders werden er zich van bewust dat ze de uitkomst van een biedstrijd met hun stemrechten sterk konden beïnvloeden. Naar de stem van de minderheidsaandeelhouders werd daardoor voor het eerst ook echt geluisterd.

De laatste jaren is binnen Europa overigens een duidelijke evolutie waar te nemen in de richting van een meer dispers aandeelhouderschap. Toch blijven ook vandaag de dag nog het merendeel van de Europese ondernemingen gekenmerkt door een aandeelhouderstructuur met een hoog niveau van eigendomsconcentratie.

Daarenboven werden ook op wetgevend vlak nogal wat inspanningen gedaan. Zo moesten ondernemingen gaandeweg steeds meer informatie over hun verrichtingen aan de markt bekend maken en kwamen er onder meer ook regels inzake marktmanipulatie en misbruik van voorkennis teneinde het investeren in diezelfde markten 'veiliger' te maken. Controlerende aandeelhouder(s), of de door hen benoemde bestuurder, waren hierdoor plots veel meer verantwoording verschuldigd. Een positief gevolg van deze verruimde informatieplichten was dat de andere aandeelhouders hierdoor beter beschermd werden tegen controlerende aandeelhouder(s) die enkel met hun eigen belangen rekening hielden. Het instellen van ruime informatieplichten heeft er met name toe geleid dat de aandeelhouders de zogenaamde controlegroep<sup>48</sup> voortaan beter konden monitoren. Tengevolge van de stijgende welvaart nam ook de belangstelling van het grote publiek in de kapitaalmarkten in die periode sterk toe. Dit alles werkte een toenemende interesse van investeerders in hun rechten als aandeelhouders in de hand. Ook dit zorgde er mee voor dat meer en meer rekening werd gehouden met *alle* aandeelhouders.

In de jaren '90, met de opkomst van de *shareholder value*-beweging, raken de onderscheiden belangen van aandeelhouders en management nog meer op elkaar afgestemd. De *shareholder value*-beweging huldigde als opvatting dat het ultieme doel van de onderneming er één is van winstmaximalisatie.

---

<sup>47</sup> Wat in schril contrast staat met de wijze waarop het aandeelhoudersactivisme in de VS is geëvolueerd. Daar slaagden investeerders al sinds het begin van vorig eeuw erin hun stem te laten horen. Zie *supra* deel I, §5, A, 2.

<sup>48</sup> Bestaande uit de controlerende aandeelhouder(s) en de door hem (hen) aangeduide bestuurders.

Tengevolge van deze opvatting werd de remuneratie van de Europese managers vanaf de jaren '90 gekoppeld aan de (financiële) prestaties van de onderneming. Dit maakte een belangrijke stimulans uit voor de Europese managers, wiens aandacht hierdoor in belangrijke mate verschoof naar het creëren van zoveel mogelijk beurswaarde. Zowel de belangen van de aandeelhouders als diegene van de managers waren hiermee immers gediend. Het agency-probleem was hiermee voor een stuk opgelost. De druk op managers teneinde zoveel mogelijk *shareholder value* te creëren heeft in sommige gevallen echter geleid tot excessen, die op hun beurt dan weer hebben geleid tot 's werelds grootste faillissementen, waarbij van enige aandeelhouderswaarde plots maar weinig sprake meer was.<sup>49</sup> “*Greed, for lack of a better word, is not good.*”<sup>50</sup>

In diezelfde jaren '90 kregen ondernemingen in Europa, net zoals die in de VS, ook te maken met de opkomst van de institutionele investeerders. Deze investeerders traden voor het eerst ‘activistisch’ op teneinde op het corporate governance vlak wijzigingen te bewerkstelligen bij de ondernemingen in dewelke zij belangen hadden. In vele gevallen bleef hun invloed echter vrij beperkt omdat hun aandeel in de onderscheiden ondernemingen vaak te klein bleek om de algemene vergadering te kunnen beïnvloeden. Ook de aandeelhoudersstructuur in Europa, waardoor institutionele investeerders zichzelf vaak tegenover controlerende aandeelhouders geplaatst zagen, beperkte vaak hun mogelijkheden. Bovendien durfden zij vaak niet samen te werken uit vrees een verplicht openbaar overnamebod uit te lokken. Dit zorgde ervoor dat institutionele investeerders zich in het merendeel van de gevallen toch vrij gedeisd hielden en veranderingen dan maar probeerden te bewerkstelligen in overleg met het bestuur. Tot op dit punt bleef de rol van de aandeelhouder en die van de bestuurder dus nog vrij sterk gescheiden.<sup>51</sup>

Het begin van de 21<sup>e</sup> eeuw zag echter de opkomst van een geheel nieuwe vorm van institutioneel aandeelhoudersactivisme, met name het hefboomfondsen- (en *private equity*) activisme. Daar waar de hierboven besproken elementen allen elementen waren die voor een stuk aanleiding hebben gegeven tot, lijken deze (institutionele) aandeelhoudersactivisten als eersten ook daadwerkelijk geslaagd te zijn in het teweeg brengen van verschuivingen binnen het klassieke Europese governance model in het voordeel van de aandeelhouders.

---

<sup>49</sup> H. DE WULF, *Documentatiebundel Grondige Studie Vennootschapsrecht*, Eerste lessen: overzicht van governance-thema's.

<sup>50</sup> De originele quote luidt als volgt; “*Greed, for lack of a better word, is good.*” en komt uit de film *Wall Street* uit diezelfde jaren '90. De door acteur Michael Douglas gespeelde beursmagnaat ‘Gordon Gecko’ spreekt er deze gevleugelde woorden in uit, alvorens later zelf ten onder te gaan aan de door hem zo geprezen hebzucht.

<sup>51</sup> Ook al werden hun mogelijkheden zich activistisch te kunnen opstellen als aandeelhouders in vele gevallen nog danig beperkt toch word soms gezegd dat zonder de opkomst van de institutionele investeerders de corporate governance beweging in Europa nooit het opmerkelijke succes zou gekend hebben zoals ze dat tot nu toe gekend heeft.

Nieuw aan dit type van investeerders/aandeelhouders is dat zij de traditionele scheidingslijn tussen de aandeelhouders en het management vaak gaan overschrijden teneinde hun doelstellingen<sup>52</sup> te kunnen bereiken. Ze interveniëren hierbij actief in het beleid van de ondernemingen van dewelke zij aandeelhouder zijn, het *agency*-probleem als het ware opzijschuivend. Dit evenwel via de bestaande vennootschapsrechtelijke technieken<sup>53</sup>. In die zin zij ze te beschouwen als de hedendaagse monitoren van het bedrijfsleven. Ook de wijze waarop ze hun visie opdringen aan de Raad van Bestuur en het management is nieuw. Hefboomfondsen in het bijzonder gaan vaak vrij agressief te werk. Het sturen van dreigbrieven naar de bestuurders of het management, het dreigen in te stellen van aansprakelijkheidsvorderingen tegen de bestuurders of het management, het publiekelijk bekritisieren van het management... zijn allen technieken die zij al meer dan eens hebben aangewend teneinde hun standpunt duidelijk te maken. Alhoewel zij georganiseerd zijn als fondsen dienen zij zich daarenboven niet te houden aan dezelfde regelgeving als die waaraan andere fondsen, zoals de Belgische ICB's bijvoorbeeld, zich wel dienen te houden. Zo dienen zij niet aan risicospreiding te doen en mogen zij ook werken met geleend geld. De aantrekkingskracht van dergelijke fondsen ligt er dan ook voornamelijk in dat zij door het wegvallen van dergelijke restricties meer risico's kunnen nemen dan de gereglementeerde fondsen, wat hen dan weer toelaat veel hogere winsten te behalen dan die laatste.

Wat de toekomst zal brengen is koffiedikkijken. Enerzijds heeft men op Europees vlak, heel recentelijk nog, een voorstel gelanceerd die ook hefboomfondsen aan strengere regelgeving moet doen gehoorzamen. Anderzijds is er de Richtlijn Aandeelhoudersrechten<sup>54</sup> die er op gericht is de uitoefening van de stemrechten van aandeelhouders verder te vereenvoudigen. Ondanks deze vaststellingen lijkt de Europese Commissie een evolutie in de zin van meer aandeelhoudersinvloed binnen het Europese governance model wel genegen.<sup>55</sup>

## ***2. Evolutie van het aandeelhoudersactivisme in de VS***

De eerste sporen van aandeelhoudersactivisme in de VS vinden we terug in de vroege jaren 1900. Amerikaanse financiële instellingen zoals banken, verzekeringsmaatschappijen en beleggingsinstellingen participeerden toen al actief in het bestuur van de ondernemingen in dewelke

---

<sup>52</sup> Het opleggen van corporate governance regelen aan de onderneming, het blokkeren van overnames en fusies, het bewerkstelligen van overnames en fusies, de verkoop van delen van de onderneming...

<sup>53</sup> Meerderheidsbeslissingen op de algemene vergadering van aandeelhouders, het ondernemen van gezamenlijke acties met de andere aandeelhouders tegen het bestuur of het management...

<sup>54</sup> Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders van beursgenoteerde vennootschappen, *PB*. L 184/17 van 14 juli 2007; hierna: 'Richtlijn Aandeelhoudersrechten'.

<sup>55</sup> COMMISSIE VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAPPEN, *Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees parlement - Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie - Een actieplan*; hierna: 'EU Actieplan Vennootschapsrecht', Brussel, 21 mei 2003, 9-10, 17

zij belangen hadden.<sup>56</sup> Bepaalde institutionele investeerders werden dus al vrij vroeg actief op het corporate governance vlak. In de jaren die volgden werden evenwel vooral wetten aangenomen ter beperking van hun macht, en dus ook ter beperking van hun mogelijkheden actief te zijn op datzelfde corporate governance vlak.<sup>57</sup>

De eerste poging om aandeelhouders, gedurende de jaren 1910-1920, een betekenisvolle stem te geven in het besluitvormingsproces binnen de onderneming zorgde volgens MITCHELL weliswaar voor regelgeving die een grotere bescherming bood aan de (minderheids-)aandeelhouders maar niet voor regelgeving die erop gericht was hen ook daadwerkelijk enige macht te verlenen binnen de onderneming. In de jaren 1910 hield de wetgever zich namelijk in hoofdzaak bezig met het opleggen van dwingende openbaarmakingsverplichtingen aan ondernemingen. En in het decennium dat daarop volgde benadrukten hervormers weliswaar de rol die minderheidsaandeelhouders als een groep konden spelen teneinde te verhinderen dat de controlegroep<sup>58</sup> de onderneming teveel zou domineren.<sup>59</sup> Maar dit leidde er uiteindelijk niet toe dat ook daadwerkelijk enige macht werd verleend aan de minderheidsaandeelhouders ter inperking van de macht van die controlegroep. Men bleef immers sceptisch ten aanzien van het verlenen van een daadwerkelijke macht aan aandeelhouders. Een macht die hen de mogelijkheid zou geven de koers van hun onderneming wezenlijk te beïnvloeden. In de plaats daarvan koos men ervoor de uitoefening van de beslissingsmacht door de controlegroep aan zekere beperkingen te onderwerpen. Dit via het invoeren van een systeem van ‘*checks and balances*’.<sup>60</sup>

Door de beurscrash van 1929 en de daaropvolgende Depressie was de aandacht van de wetgever vooral gericht op het herstellen van het vertrouwen in de markt. Fraude, manipulatie en corruptie hadden mee bijgedragen tot die beurscrash. Het doel van de wetgever bestond er in de eerste jaren die volgden op de beurscrash dan ook in eerste instantie in het idee van een gezonde, vrije markt opnieuw te introduceren. De rol van de overheid bleef er dan ook hoofdzakelijk toe beperkt ervoor te zorgen dat zowel investeerders als consumenten volledig en juist werden geïnformeerd omtrent de ondernemingen in dewelke zij wensten te investeren dan wel de producten die zij zich wensten aan te schaffen. Door hen toegang te verlenen tot volledige en juiste informatie dienaangaande zouden zij de markt helpen zich te bevrijden van fraude en manipulatie.<sup>61</sup>

---

<sup>56</sup> E. ZUR, *l.c.*, 5; S.L. GILLAN en L.T. STARKS, “The Evolution of Shareholder Activism in the United States”, 3.

<sup>57</sup> S.L. GILLAN en L.T. STARKS, “The Evolution of Shareholder Activism in the United States”, 3; S.L. GILLAN en L.T. STARKS, “A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence”, 6.

<sup>58</sup> Die in de jaren 1920 vooral bestond uit een groep van aandeelhouders of investeringsbanken, niet noodzakelijkerwijze uit het management van de onderneming.

<sup>59</sup> Voortvloeiende uit enerzijds de bezorgdheid om mogelijke misbruiken van de beslissingsmacht binnen de onderneming en anderzijds uit de hiermee contrasterende wil van de hervormers de beslissingsmacht van het management van diezelfde onderneming te legitimeren.

<sup>60</sup> D. T. MITCHELL, *l.c.*, 1510-1511.

<sup>61</sup> D. T. MITCHELL, *l.c.*, 1512.

De wetgeving uit de jaren '30 bouwde dus niet voort op hetgeen in jaren 1910-1920 reeds werd bereikt in termen van de bescherming van de (minderheids-)aandeelhouders tegen een al te grote macht van de controlegroep. Ook probeerde zij op geen enkele wijze meer bevoegdheden te verlenen aan de aandeelhouders.<sup>62</sup> Dit laatste diende nog te gebeuren opdat zij als volwaardige actoren binnen het besluitvormingsproces van de onderneming zouden kunnen participeren.

Het idee van de aandeelhouder als een volwaardige participant binnen het besluitvormingsproces van de onderneming was hiermee echter nog niet verloren gegaan. Een aantal rechtsgeleerden reïntroduceerden namelijk de ideeën uit de jaren 1910-1920<sup>63</sup> en in 1942 introduceerde de SEC<sup>64</sup> regel 14a-8.<sup>65</sup>

Het huidige aandeelhoudersactivisme in de VS wordt door GILLAN en STARKS aanzien als daterend van de introductie van die regel.<sup>66</sup> Deze regel houdt in dat ondernemingen het opnemen van aandeelhoudersvoorstellen in hun '*proxy materials*'<sup>67</sup> moeten toelaten voor zover aan een aantal basisvoorwaarden is voldaan. Deze regel werd door de SEC inderdaad uitgevaardigd met als doelstelling de betrokkenheid van de aandeelhouders bij het besluitvormingsproces binnen de onderneming te vergroten.<sup>68</sup> Er kan echter niet voorbij gegaan worden aan een aantal beperkingen (zoals in eerste instantie de uitzonderingen op de algemene regel opgenomen in regel 14a-8 zelf) van zowel juridische als feitelijke aard die maken dat door de invoering van deze regel van een echte 'aandeelhoudersdemocratie'<sup>69</sup> nog niet onmiddellijk sprake was.<sup>70</sup>

Ondanks de vele beperkingen inherent aan regel 14a-8 SEC heeft de invoering ervan er wel voor gezorgd dat in de decennia die volgden de aandeelhouders wederom erg actief werden op het corporate

---

<sup>62</sup> D. T. MITCHELL, *l.c.*, 1512.

<sup>63</sup> Waaronder W. O. DOUGLAS. Zie D. T. MITCHELL, *l.c.*, 1512.

<sup>64</sup> U.S. Securities and Exchange Commission. Het gaat hier om een federaal toezichtsorgaan vergelijkbaar met de Commissie voor het Bank Financie- en Assurantiewezen (CBFA) in België en de Autoriteit Financiële Markten (AFM) in Nederland. Zie <http://www.sec.gov/>

<sup>65</sup> D. T. MITCHELL, *l.c.*, 1512.

<sup>66</sup> S.L. GILLAN en L.T. STARKS, "The Evolution of Shareholder Activism in the United States", 3.

<sup>67</sup> Het systeem van het stemmen bij volmacht ('*proxy voting*') neemt een belangrijke plaats in binnen het Amerikaans vennootschapsrecht. Wanneer men als aandeelhouder voorstellen wil laten opnemen in de '*proxy materials*' die ingaan tegen de voorstellen van het bestuur spreekt men van een '*proxy fight*' of '*proxy contest*'. Ook wanneer aandeelhouders, naast de onderneming zelf, overgaan tot het solliciteren van volmachten ('*proxy solicitation*') om de andere aandeelhouders te kunnen horen over hun voorstellen, die in een dergelijk geval meestal rechtlijnig ingaan tegen die van het bestuur, spreekt men wel eens van een '*proxy fight*'.

<sup>68</sup> R.B. AHDIEH, "From Federal Rules to Intersystemic Governance in Securities Regulation", *Emory Law Journal*, Vol. 57, No. 1, 2007, 234; R.B. AHDIEH, "The Dialectical Regulation of Rule 14a-8: Intersystemic Governance in Corporate Law", *Journal of Business & Technology Law*, Vol. 2, 2007, 171; S.L. GILLAN en L.T. STARKS, "The Evolution of Shareholder Activism in the United States", 6; D. T. MITCHELL, *l.c.*, 1512.

<sup>69</sup> Deze term komt van D. T. MITCHELL. Zie D. T. MITCHELL, "Shareholders As Proxies: The Contours Of Shareholder Democracy", *Washington and Lee Law Review*, Vol. 63, No. 4, 2006, 1503-1578.

<sup>70</sup> Zie *supra*, punt 2.2.1 onder §2, punt C van deel II.



governance-vlak. Vanaf 1943 lanceerden aandeelhouders opnieuw voorstellen gericht op het verbeteren van het bestuurlijk beleid en de prestaties van de ondernemingen van dewelke zij aandeelhouder waren.

Van 1943 tot midden de jaren '80 waren het vooral individuele investeerders die via hun aandeelhoudersvoorstellen veel van zich lieten horen teneinde veranderingen op het corporate governance vlak, dan wel op andere vlakken te bewerkstelligen.<sup>71</sup> Vanaf midden de jaren '80 zijn talloze aandeelhoudersactivisten gaan samenwerken en zijn zij zich gaan verenigen teneinde hun eisen kracht bij te zetten. Organisaties zoals de United Shareholders Association (USA) en The Investors for Director Accountability werden hiertoe opgericht.<sup>72</sup>

Een belangrijk element in de geschiedenis van het aandeelhoudersactivisme, in het bijzonder in het licht van een bespreking zoals deze, is de toenemende rol, tegen het einde van de jaren '80, van de institutionele investeerders als aandeelhoudersactivisten. Zij lieten namelijk voornamelijk op het corporate governance vlak van zich horen, mede tengevolge van het feit dat hun belangen in de Amerikaanse ondernemingen gestadig bleven toenemen en tegen eind jaren '80 al van een aanzienlijke omvang waren.<sup>73</sup>

Het huidige institutionele aandeelhoudersactivisme in de VS is terug te brengen tot de vorming, in 1985, van de Council of Institutional Investors (hierna: CII)<sup>74</sup> door Jesse Unruh, toenmalig schatbewaarder van de Staat Californië. Als schatbewaarder was hij verantwoordelijk voor de prestaties van twee Californische pensioenfondsen, met name CalPERS<sup>75</sup> en CalSTRS<sup>76</sup>. Beider fondsen hadden een aanzienlijk belang in Texaco. Wanneer Unruh vernam dat de Bass broers hun aandelenpakket in Texaco terug aan Texaco hadden verkocht voor een bedrag dat aanzienlijk hoger lag dan de toen geldende marktprijs voor die aandelen, en met name zonder dat de andere aandeelhouders hiervan op de hoogte werden gebracht besloot Unruh actie te ondernemen en richtte hij de Council of Institutional Investors op, als lobbygroep voor de rechten van aandeelhouders.<sup>77</sup> Het belang van de CII valt nauwelijks te overschatten. John S. R. Shad, voorzitter van de SEC in 1988 sprak wellicht profetische woorden toen hij in datzelfde jaar zei: *“The Council of Institutional Investors may prove to be one of the most important developments in investor representations since*

---

<sup>71</sup> De zgn. ‘gadfly’ investors. Zie S.L. GILLAN en L.T. STARKS, “The Evolution of Shareholder Activism in the United States”, 7; S.L. GILLAN en L.T. STARKS, “A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence”, 7.

<sup>72</sup> S.L. GILLAN en L.T. STARKS, “The Evolution of Shareholder Activism in the United States”, 7.

<sup>73</sup> S.L. GILLAN en L.T. STARKS, “The Evolution of Shareholder Activism in the United States”, 8.

<sup>74</sup> Zie <http://www.cii.org/>

<sup>75</sup> California Public Employees Retirement System. Zie <http://www.calpers.ca.gov/>

<sup>76</sup> California State Teachers Retirement System. Zie <http://www.calstrs.com/>

<sup>77</sup> S.L. GILLAN en L.T. STARKS, “The Evolution of Shareholder Activism in the United States”, 8; S.L. GILLAN en L.T. STARKS, “A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence”, 8.

*the inception of the SEC (Securities and Exchange Commission).*” Meer dan 140 publieke, vakbonds- en bedrijfspensioenfondsen zijn op de dag van vandaag aangesloten bij de CII, een gezamenlijk bezit vertegenwoordigend van meer dan 3 triljoen \$. Haar doelstellingen blijven in hoofdzaak gericht op het verbeteren van het deugdelijk bestuur van de ondernemingen in dewelke haar leden een belang hebben.<sup>78</sup>

Tot eind jaren '90 van vorige eeuw waren de meeste activistische institutionele investeerders publieke pensioenfondsen en vakbondspensioenfondsen.<sup>79</sup> Het begin van de 21<sup>e</sup> eeuw zag evenwel ook in de VS de opkomst van een geheel nieuwe vorm van institutioneel aandeelhoudersactivisme, met name het hefboomfondsenactivisme. De mate waarin deze vorm van aandeelhoudersactivisme verschilt van de voorgaande werd, althans voor een stuk, hierboven reeds uiteengezet.<sup>80</sup> Binnen dit kader is het belangrijk aan te stippen dat ook de activistische hefboomfondsen in belangrijke mate oog hebben voor de corporate governance aspecten van de door hen geviseerde ondernemingen. Op dat vlak is er dus weinig gewijzigd.

Van het ideaal van de aandeelhoudersdemocratie is volgens MITCHELL heden ten dage echter weinig overgebleven. Al wat er volgens haar van overblijft is de mogelijkheid van de aandeelhouders hun bestuurders te verkiezen, bestuurders die veelal weinig in de pap te brokken hebben over hoe het management de onderneming leidt, dan wel hun aandelen te verkopen, zo zij zich niet langer kunnen vinden in de koers die de onderneming in dewelke zij een belang hebben van plan is te varen.<sup>81</sup> De opvatting in de Amerikaanse rechtsleer die de rol van de aandeelhouder als een loutere investeerder benadrukt heeft het volgens haar gehaald op de opvatting die de rol van de aandeelhouder als een actieve participant binnen de onderneming benadrukt.<sup>82 83</sup>

## **B. Corporate governance**

De opvattingen over hoe een deugdelijk bestuur bij ondernemingen moet afgedwongen worden zijn doorheen de jaren aan talloze wijzigingen onderhevig geweest. Op een vrijwel constante basis, en dit reeds geruime tijd, wordt onderzoek verricht naar het (al dan niet deugdelijk) bestuur van ondernemingen en alle daarmee verwante aspecten. Dit onderzoek levert telkenmale nieuwe inzichten

---

<sup>78</sup> De doelstelling van de CII wordt op volgende manier verwoord op haar website: “*The Council works to elevate corporate governance awareness, advocate policies that protect shareowners and champion core issues of interest to our members*”. Zie [http://www.cii.org/about/who\\_we\\_serve](http://www.cii.org/about/who_we_serve)

<sup>79</sup> S.L. GILLAN en L.T. STARKS, “The Evolution of Shareholder Activism in the United States”, 9.

<sup>80</sup> Zie *infra*, deel I, §4.

<sup>81</sup> D. T. MITCHELL, *l.c.*, 1514.

<sup>82</sup> D. T. MITCHELL, *l.c.*, 1509, 1514.

<sup>83</sup> MITCHELL drukt dit uit als volgt: “*The participating shareholder is the investor shareholder.*” Zie D. T. MITCHELL, *l.c.*, 1514.

op en heeft de opvattingen met betrekking tot de inhoud van het begrip en de wijze waarop de concrete afdwinging ervan zou moeten gebeuren dan ook al veelvuldig gewijzigd. Daarnaast hebben ook heel wat financiële schandalen een niet te onderschatten impact gehad op de opvattingen omtrent corporate governance. Desalniettemin dient ook nog heel wat onderzoek te gebeuren. Omtrent een aantal aspecten, zoals de invloed die activistische aandeelhoudersgedrag heeft op de door haar geviseerde ondernemingen, en in het bijzonder op het deugdelijk bestuur van deze laatste, heerst namelijk nog altijd een zweem van onduidelijkheid.

In wat volgt zullen de hoofdlijnen geschetst worden van datgene wat het debat inzake corporate governance doorheen de jaren is gaan beheersen. De nadruk zal hierna echter slechts liggen op die elementen die in zekere zin kunnen gelinkt worden aan het fenomeen aandeelhoudersactivisme en daarenboven als basis kunnen dienen voor datgene wat verder in dit werk aan bod zal komen. Het hierna volgende overzicht beoogt dan ook allerminst historische volledigheid noch absolute accuraatheid.

Daarnaast zullen ook de verschillen tussen het Europese en het Anglo-Amerikaanse corporate governance model kort aan bod komen.

In laatste instantie zal gewezen worden op de bekommernissen van institutionele beleggers binnen het corporate governance debat.

### ***1. Corporate governance: een eeuwenoude discussie***

Al meer dan 400 jaar tracht het vennootschapsrecht het *agency*-probleem voortvloeiende uit de principiële scheiding van controle over en eigendom van de onderneming op te lossen. In Europa is corporate governance echter maar een aparte onderzoekdiscipline geworden tegen het einde van vorige eeuw.<sup>84</sup> Vanuit de VS kwam baanbrekend onderzoek inzake corporate governance reeds in de jaren '30 van vorige eeuw tot stand.<sup>85</sup>

Dat het vennootschapsrecht al zo een geruime tijd bezig is met corporate governance blijkt uit menig geschriften in verband met de Verenigde Oost-Indische Compagnie (VOC).<sup>86</sup> Deze onderneming, opgericht in 1602, had een zogenaamde '*one-tier-board structure*'. De implicaties (op het (deugdelijke) bestuur) van een '*one-*' dan wel een '*two-tier-board structure*' zijn veelbesproken. Het

---

<sup>84</sup> K.J. HOPT en P.C. LEYENS, *l.c.*, 2.

<sup>85</sup> Met het boek *The Modern Corporation and Private Property* van BERLE en MEANS. Zie V. DRAGOMIR, *l.c.*, 3.

<sup>86</sup> Waaronder dat van K.J. HOPT en P.C. LEYENS, *l.c.*, 30 p.

maakt trouwens ook een element uit die de hedendaagse discussie inzake corporate governance nog ten volle beheerst.<sup>87</sup> Ook activistische aandeelhouders hebben er in het verleden bij bepaalde ondernemingen al op aangedrongen hun bestuursstructuur te wijzigen, in zoverre zij die als inefficiënt beschouwden.<sup>88</sup>

In 1932 wezen BERLE en MEANS in hun baanbrekende boek *The Modern Corporation and Private Property* als eersten op de principiële scheiding tussen de controle over (die berust bij de managers) en de eigendom van (die berust bij de aandeelhouders) de onderneming.<sup>89</sup> Deze scheiding vormt zoals reeds gezegd de basis voor het principaal-agent probleem. In Europa doet zich de klassieke scheiding tussen controle en eigendom echter niet voor. Een andere scheiding met andere belangenconflicten en eigen governance problemen treedt er op de voorgrond, met name die tussen de controlerende aandeelhouders en de minderheidsaandeelhouders.<sup>90</sup> Ook binnen deze relatie wordt men echter geconfronteerd met het *agency*-probleem.

JENSEN en MECKLING concludeerden op basis van hun in 1976 ontwikkelde *theory of the firm* dat kapitaalmarkten een minder sterke groei zouden kennen in landen met een zwakke (minderheids-)aandeelhoudersbescherming en dat in dergelijke landen het niveau van eigendomsconcentratie ook hoger zou zijn. Hoe zwakker de (minderheids-)aandeelhoudersbescherming in een land, hoe hoger de *agency costs* immers komen te liggen en hoe minder de oprichters van een onderneming gestimuleerd worden aandelen van hun onderneming te gaan uitgeven.<sup>91</sup> De bevindingen van JENSEN en MECKLING waren baanbrekend. Heel wat wetenschappelijk onderzoek valt er dan ook op terug.

In diezelfde jaren '70 van vorige eeuw verschuift de aandacht, ingevolge een reeks van schandalen, binnen academische kringen naar de rol die de Raad van Bestuur binnen de onderneming zou moeten spelen teneinde een optimaal bestuur van die onderneming te kunnen waarborgen. Teneinde dit laatste te kunnen bewerkstelligen dient de Raad van Bestuur ingevolge het gedachtegoed uit de jaren '70 vooral een monitoringtaak uit te oefenen op basis waarvan zij in het belang van de aandeelhouders toezicht uitoefent op het management.<sup>92</sup>

---

<sup>87</sup> Voor een voorbeeld van een recente bespreking met betrekking tot deze twee bestuursstructuren en diens implicaties inzake corporate governance zie: K.J. HOPT en P.C. LEYENS, "Board Models in Europe. Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France and Italy", *ECGI Law Working Paper No. 18/2004*, 2004, 30 p.

<sup>88</sup> Zie *infra*, voetnoot 121.

<sup>89</sup> V. DRAGOMIR, *l.c.*, 3.

<sup>90</sup> K. BYTTEBIER, A. FRANCOIS en J. DELVOIE (eds.), *o.c.*, 33.

<sup>91</sup> V. DRAGOMIR, *l.c.*, 3-4.

<sup>92</sup> H. DE WULF, *Documentatiebundel Grondige Studie Vennootschapsrecht*, Eerste lessen: overzicht van governance thema's.

In de jaren '70 en '80 stelde men evenwel vast dat een hele reeks van factoren de Raad van Bestuur ervan weerhielden zijn monitoringfunctie goed waar te nemen. In de jaren '80, ingevolge het neoliberalisme en diens geloof in de markt om governance problemen op te lossen, werden vijandige overnames (of de dreiging ervan) daarom voortaan aanzien als de monitor bij uitstek van het management.<sup>93</sup>

In de jaren '90 stortte de overnamemarkt evenwel (tijdelijk) in en begon men over andere governance mechanismen na te denken. De nadruk kwam te liggen op de rol die institutionele investeerders konden spelen als monitoren. Desalniettemin stonden wederom een reeks beperkingen<sup>94</sup> eraan in de weg opdat zij als optimale monitoren van het management zouden kunnen gaan functioneren.<sup>95</sup>

Het aandeelhoudersactivisme van het voorbije decennium, en dan met name het soort van aandeelhoudersactivisme tentoon gespreid door hefboomfondsen, heeft de rol van de pensioenfondsen en andere institutionele investeerders die haar voorafgingen, als monitoren van het management, echter kunnen overnemen. Het aandeelhoudersactivisme is dan ook één van de belangrijkste topics binnen het hedendaagse corporate governance debat en is één van de redenen die de immense hedendaagse belangstelling voor het onderwerp corporate governance mee helpen verklaren.<sup>96</sup> In welke zin activistische aandeelhouders op vandaag effectief als monitoren van het management kunnen optreden en waar de beperkingen in deze liggen zijn dé vragen waarop ik de nodige antwoorden zal trachten te formuleren verder dit werk.

Financiële schandalen hebben meerdere vennootschapsrechtelijke en kapitaalmarktenrechtelijke hervormingen teweeggebracht, niet enkel in de jaren '70 maar ook heel recentelijk nog, in de afgelopen twee decennia. Binnen dit kader dient (nogmaals) gewezen te worden op het Cadbury rapport uit 1992, wat binnen Europa een proliferatie van corporate governance codes met zich heeft meegebracht en de Sarbanes-Oxley Act (SOX) van 2002 die er in de VS is gekomen onder meer als een reactie op datgene wat bij Enron en Worldcom was gebeurd. SOX bevat een aantal hervormingen die erop gericht zijn de accuraatheid en de betrouwbaarheid van financiële informatie door ondernemingen naar buitengebracht te verhogen.<sup>97</sup> Aandeelhoudersactivisme heeft ook binnen die optiek een belangrijke rol gespeeld. Talloze schandalen zijn immers aan het licht gekomen naar aanleiding van het optreden van aandeelhoudersactivisten.

---

<sup>93</sup> H. DE WULF, *Documentatiebundel Grondige Studie Vennootschapsrecht*, Eerste lessen: overzicht van governance thema's.

<sup>94</sup> Zoals de hoge *agency-costs* verbonden aan institutioneel aandeelhoudersactivisme bijvoorbeeld.

<sup>95</sup> H. DE WULF, *Documentatiebundel Grondige Studie Vennootschapsrecht*, Eerste lessen: overzicht van governance thema's.

<sup>96</sup> M. BECHT, P. BOLTON en A. RÖELL, *l.c.*, 2005, 5-6.

<sup>97</sup> V. DRAGOMIR, *l.c.*, 8.

## ***2. Het Europees vs. het Anglo-Amerikaans corporate governance model***

Het Europese en Anglo-Amerikaanse corporate governance model verschillen fundamenteel van elkaar. Het Europese model wordt geacht voornamelijk te zijn tot stand gekomen door de belangrijke invloed die op wetgevend vlak uitging van de verschillende Europese lidstaten die via hun optreden vaak tussenbeide kwamen in het marktproces. Het bestaande Anglo-Amerikaanse model wordt dan weer geacht in hoofdzaak het resultaat te zijn van het marktproces op zich.<sup>98</sup> Traditioneel wordt een onderscheid gemaakt tussen de volgende categorieën van corporate governance systemen; (1) het onderscheid tussen de *common* en *civil law* systemen, (2) het onderscheid tussen markt- en bankgedreven systemen en (3) het onderscheid tussen aandeelhouder- dan wel stakeholdergedreven governance-systemen.<sup>99</sup>

ZETZSCHE levert nogal wat kritiek op deze traditionele classificatie.<sup>100</sup> Met betrekking tot de visie van HANSMANN en KRAAKMAN<sup>101</sup> bijvoorbeeld, op basis waarvan het Amerikaanse corporate governance model wordt aanzien als een in hoofdzaak aandeelhoudergedreven model, het Franse model als een in hoofdzaak staatsgedreven model en het Duitse model als een model waarbinnen werknemersbelangen ondernemingsbeslissingen in een zelfde mate beïnvloeden als aandeelhoudersbelangen<sup>102</sup>, wijst ZETZSCHE op een aantal belangrijke tekortkomingen.<sup>103</sup> Tekortkomingen die van een aard zijn de classificatie van het Amerikaanse corporate governance model als een strikt aandeelhoudergedreven model, het Franse model als een strikt staatsgedreven model en het Duitse model als een strikt *stakeholder*-model niet langer houdbaar te maken.

ZETZSCHE levert echter niet alleen kritiek. Hij levert ook een interessant, en mijn inziens ook juister, alternatief. Hij maakt namelijk het onderscheid tussen impliciete en expliciete corporate governance systemen. Dit laatste gebaseerd op de middelen die aandeelhouders binnen een bepaald systeem te hunner beschikking hebben staan teneinde het management te kunnen beïnvloeden. In een impliciet systeem oefenen aandeelhouders vooral op een indirecte wijze invloed uit op het management. In expliciete systemen oefenen zij op een directe wijze invloed uit op het management, meerderheidsaandeelhouders door het bestuur van de onderneming te controleren, minderheidsaandeelhouders via hun optreden op de algemene vergadering van aandeelhouders. Het vennootschapsrecht in expliciete systemen veronderstelt dat aandeelhouders en bestuurders de macht binnen de vennootschap delen. In impliciete systemen wordt de ultieme macht binnen de

---

<sup>98</sup> D. A. ZETZSCHE, "An Ethical Theory of Corporate Governance History", *CBC-RPS No. 0026*, 2007, 4-5.

<sup>99</sup> D. A. ZETZSCHE, *l.c.*, 6-7.

<sup>100</sup> D. A. ZETZSCHE, *l.c.*, 6-15.

<sup>101</sup> Zie H. HANSMANN en R. KRAAKMAN, *The End of History for Corporate Law*, *Yale Law School Working Paper No. 235*, 2001, 35 p.

<sup>102</sup> D. A. ZETZSCHE, *l.c.*, 6-7.

<sup>103</sup> D. A. ZETZSCHE, *l.c.*, 11-15.

vennootschap steevast opgedragen aan het bestuur. Het bestaande Anglo-Amerikaanse corporate governance model wordt op basis van dit onderscheid geclassificeerd als een impliciet corporate governance systeem, het Europese corporate governance model als een expliciet corporate governance systeem.<sup>104</sup>

Het interessante van de classificatie van ZETZSCHE is dat ze onder meer toelaat de traditionele Amerikaanse verklaring voor de minder ontwikkelde kapitaalmarkten in Continentaal Europa<sup>105</sup> voor een stuk in vraag te stellen. Traditioneel worden de minder ontwikkelde kapitaalmarkten in Continentaal Europa in de VS verklaard door het gebrek aan bescherming die de Continentaal Europese wetgeving biedt aan minderheidsaandeelhouders tegen het risico op ‘*expropriation*’<sup>106</sup> door de controlegroep (zijnde het management, dan wel de meerderheidsaandeelhouders van de onderneming).<sup>107</sup> ZETZSCHE is van oordeel dat in deze traditionele verklaring echter te weinig rekening gehouden wordt met de invloed die minderheidsaandeelhouders ook impliciet<sup>108</sup> kunnen uitoefenen op het bestuur dan wel de meerderheidsaandeelhouders in een expliciet corporate governance systeem zoals het Europese.<sup>109</sup> Een studie uitgevoerd door COOLS lijkt deze bevinding te staven.<sup>110</sup>

Grondige analyses van deze corporate governance “modellen” kunnen ons heel wat leren. Zo analyseert COFFEE de redenen die ten grondslag liggen aan de vaststelling dat de golf van financiële schandalen die in de VS losbrak in de periode 2001-2002 niet werd gevolgd door een gelijkaardige golf van schandalen in Europa. COFFEE komt daarbij tot de vaststelling dat de talrijke verschillen tussen het Europese en Anglo-Amerikaanse corporate governance model potentieel aanleiding geven tot verschillende soorten van misbruiken binnen de onderneming. Het Europese model, in hoofdzaak nog steeds gekenmerkt door een sterk geconcentreerd aandeelhouderschap, geeft vooral aanleiding tot misbruiken vanwege de controlerende aandeelhouders.<sup>111</sup> Het Anglo-Amerikaanse model, gekenmerkt door een sterk versnipperd aandeelhouderschap, geeft dan weer vooral aanleiding tot misbruiken vanwege de managers.<sup>112</sup> Hieruit concludeert COFFEE dat bepaalde mechanismen, erop gericht dergelijke misbruiken tegen te gaan, die werken in het ene corporate governance model mogelijks

---

<sup>104</sup> D. A. ZETZSCHE, *l.c.*, 15-18.

<sup>105</sup> Dit in vgl. met de Amerikaanse kapitaalmarkt.

<sup>106</sup> Letterlijk vertaald betekent de term ‘*expropriation*’ ‘onteigening’. Binnen deze context kan de term wellicht beter worden vertaald als ‘benadeling’.

<sup>107</sup> Een gebrek aan bescherming, wat op zijn beurt dan weer resulteert in hogere *agency costs* wat de oprichters van een onderneming demotiveert om ze naar de beurs te brengen. Zie *infra*.

<sup>108</sup> Impliciet, d.i. buiten de algemene vergadering om.

<sup>109</sup> D. A. ZETZSCHE, *l.c.*, 17-18.

<sup>110</sup> S. COOLS, *l.c.* 78 p. Deze studie komt hier nog uitgebreid aan bod. Zie *infra*, deel II, §2.

<sup>111</sup> Misbruik in hoofdzaak bestaande uit het uitbuiten van diens machtsoverwicht binnen de onderneming.

<sup>112</sup> Misbruik in hoofdzaak bestaande uit boekhoudkundige fraude.

inadequaaf zullen werken in het andere.<sup>113</sup> Aandeelhoudersactivisme, als een corporate governance mechanisme, is uiteraard aan dezelfde wetmatigheden onderworpen als elk ander corporate governance mechanisme en zal door de Europese en Amerikaanse wetgever dan ook op een verschillende wijze moeten benaderd worden wil men er het volle potentieel uithalen.

### ***3. De rol van activistische aandeelhouders in corporate governance***

Het is verbazingwekkend dat sommige van de onderwerpen die het corporate governance debat in zijn beginperiode beheersten het debat doorheen de geschiedenis zijn blijven beheersen en vandaag de dag daarbinnen nog steeds een centrale plaats innemen.<sup>114</sup> Dat is onder meer het geval voor wat betreft het onderzoek aangaande de monistische dan wel dualistische bestuursstructuur van ondernemingen en de invloed hiervan op het ondernemingsbestuur. In 1999 gaf WYMEERSCH aan dat de aandacht binnen het corporate governance debat nog steeds was toegespitst op de werking van de Raad van Bestuur.<sup>115</sup> Zoals hijzelf al aangaf in 2007<sup>116</sup> is die aandacht nu weliswaar verschoven in de richting van de positie van de aandeelhouder. De vraag rijst dan ook welke hun bekommernissen zijn op het corporate governance vlak.

In de bespreking met betrekking tot de kenmerken waaraan de door aandeelhoudersactivisten geviseerde ondernemingen beantwoorden werden enkele van deze bekommernissen al meegegeven. Zo stellen activistische aandeelhouders vaak het dividendbeleid van een onderneming in vraag, verzoeken ze ondernemingen soms meer middelen te spenderen aan onderzoek en ontwikkeling en laten ze maar al te graag hun licht schijnen op door het ondernemingsbestuur voorgenomen transacties. Transacties die misschien niet altijd in het voordeel van de aandeelhouders zijn.

De Autoriteit Financiële Markten<sup>117</sup> signaleert onder meer het uitkeren van overtollig kasgeld, het voorkomen van waardevernietigende overnames of fusies, het verkopen van *underperforming assets*, in zijn algemeenheid het verhogen van de ‘*corporate discipline*’ evenals het afdwingen van een meer

---

<sup>113</sup> J.C. COFFEE, “A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ”, *Columbia Law and Economics Working Paper No. 274*, 2005, 1.

<sup>114</sup> M. BECHT, P. BOLTON en A. RÖELL, *l.c.*, 4.

<sup>115</sup> H. DE WULF, A. LEVRAU, D. MEEUWS e.a., *Corporate Governance. Het Belgisch perspectief*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 209.

<sup>116</sup> E. WYMEERSCH, *Corporate Governance – Good Governance – What Control?*, presentatie, 6<sup>th</sup> European Law and Corporate Governance Conference, Lissabon, 17 oktober 2007.

<sup>117</sup> De Autoriteit Financiële Markten is een gouvernementeel toezichtsorgaan vergelijkbaar met de CBFA in België dat toezicht houdt op ondernemingen die actief zijn in sparen, lenen, beleggen, pensioenen en verzekeren zowel als toeziet op een eerlijke en efficiënte werking van de kapitaalmarkten in Nederland. Zie <http://www.afm.nl/>



effectieve verantwoording door de ondernemingsleiding en het verbeteren van de prestaties van de ondernemingsleiding als bekommernissen van activistische aandeelhouders op governance vlak.<sup>118</sup>

Ook een streven naar meer objectiviteit in het ondernemingsbestuur kenmerkt in bepaalde gevallen het activistisch optreden van aandeelhouders. Zo hebben institutionele beleggers er in het buitenland al meerdere malen voor gezorgd dat meer ‘onafhankelijke’ bestuurders werden benoemd en zijn zij ook bij acties die als doel hadden de functie van CEO en voorzitter van de Raad van Bestuur te scheiden al meerdere keren succesvol geweest.<sup>119</sup>

In laatste instantie kan vermeld worden dat aandeelhoudersactivisten er bij ondernemingen ook al meerder malen op aangedrongen hebben dat zij hun bestuursstructuur wijzigen daar zij die als inefficiënt beschouwden.<sup>120</sup>

Of aandeelhoudersactivisme als een overwegend positief dan wel negatief fenomeen moet worden beschouwd is voorwerp van discussie. Er bestaat dan ook geen consensus over het nut van het aandeelhoudersactivisme als een corporate governance mechanisme. Zo staan een aantal van de technieken die zij bij hun optreden vaak aanwenden ter discussie.<sup>121</sup> Aangetoond zal worden dat echter niet zozeer de technieken die zij aanwenden dan wel het recht dat hen vaak in de weg staat oorzaak van vele problemen is.

## **§ 6. Samenvatting en besluit**

Er is geen sluitende definitie van het begrip aandeelhoudersactivisme voorhanden. GILLAN en STARKS verschaffen ons wel een zeer ruime begripsbepaling. Het voorwerp van dit werk is echter beperkt. Alleen het activistisch optreden van minderheidsaandeelhouders komt hier aan bod. Desalniettemin kunnen ook diegenen die *exit*-strategieën hanteren en diegenen actief op de *market for corporate control* beschouwd worden als activistische aandeelhouders.

Daarnaast valt ook het begrip corporate governance maar moeilijk te definiëren. Het gaat echter terug op hetzelfde probleem als dat waarvoor het aandeelhoudersactivisme een oplossing tracht te vinden,

---

<sup>118</sup> AUTORITEIT FINANCIËLE MARKTEN, *Ruim een jaar toezicht op marktmisbruik*, Rapport, Amsterdam, 2007, 22.

<sup>119</sup> H. DE WULF, A. LEVRAU, D. MEEUWS e.a., *o.c.*, 210.

<sup>120</sup> Zo moest Royal Dutch Shell onder impuls van het activistische hefboomfonds Knight Vincke Asset Management zijn *two-tier-board* omvormen tot een *one-tier-board*. Zie

<http://managementscope.nl/magazine/artikel/42-hedgefund-tabaksblat-aandeelhouders>

<sup>121</sup> Zoals de *empty voting*-techniek en de techniek van het *shorten*.

namelijk het *agency*-probleem. In die zin is het aandeelhoudersactivisme te beschouwen als een (extern) corporate governance mechanisme.

Activistische aandeelhouders zijn op diverse terreinen actief. Zo trachten ze de prestaties van de ondernemingsleiding te verbeteren, de objectiviteit van het ondernemingsbestuur te verhogen en te voorkomen dat transacties in het nadeel van de aandeelhouders plaats kunnen vinden. In die zin treden ze op als de hedendaagse monitoren van het management.

Belangrijke beperkingen staan er echter aan in de weg opdat aandeelhoudersactivisten hun rol naar behoren kunnen vervullen. Hoog oplopende *agency costs* verbonden aan het trachten op te lossen van het *agency* probleem zijn hier maar één voorbeeld van. Wil men het potentieel van het aandeelhoudersactivisme als een corporate governance mechanisme ten volle benutten dan dient de wetgever hier komaf mee te maken.

De Europese en Amerikaanse wetgever dienen de eigenheid van hun corporate governance model in gedachten te houden. Zo wordt het Europese model gekenmerkt door een sterk geconcentreerd aandeelhouderschap wat vooral belangenconflicten tussen minderheids- en meerderheidsaandeelhouders doet ontstaan. Het Amerikaanse model daarentegen wordt gekenmerkt door een sterk versnipperd aandeelhoudersschap waardoor zich vooral belangenconflicten in de relatie tussen het bestuur en de aandeelhouders vormen. Aandeelhoudersactivisme als een corporate governance mechanisme moet dan ook op een verschillende wijze worden benaderd daar het in Europa de reactie is op een *agency*-probleem dat in de VS bijna niet voorkomt, en omgekeerd.

De Europese Commissie lijkt een evolutie in de zin van meer aandeelhoudersinvloed binnen het Europese governance model wel genegen en ook in de VS heeft het aandeelhoudersactivisme na de introductie van regel 14a-8 SEC wederom de vlucht genomen. Toch is MITCHELL van oordeel dat van het ideaal van de 'aandeelhoudersdemocratie' in de VS maar weinig is overgebleven.<sup>122</sup> Het voornemen van de Commissie om hefboomfondsen aan strengere regelgeving te onderwerpen lijkt daarenboven strijdig met de evolutie die binnen Europa kon worden waargenomen en haar genegenheid in de richting van meer aandeelhoudersinvloed. Welke richting de Europese en Amerikaanse regelgeving in de toekomst zal uitgaan is dan ook moeilijk te voorspellen. In het licht van de huidige financieel-economische crisis waarin al talloze bestuurlijke tekortkomingen naar de oppervlakte zijn gekomen en die zowel de Europese als de Amerikaanse economie bijzonder hard treft wordt het nochtans steeds duidelijker dat noch het Europees noch het Amerikaans corporate

---

<sup>122</sup> Zie *supra*, deel I, punt 2 onder §5, punt A.

governance model reeds op punt staat. Een mechanisme zoals het aandeelhoudersactivisme dat kan bijdragen tot het optimaliseren van een dergelijk model mag dan ook geen kansen ontzegd worden.

## II. AANDEELHOUDERSACTIVISME BINNEN EUROPA EN DE VS: EEN ANALYSE VAN DE MOGELIJKHEDEN

### *§ 1. Algemeen*

Deel I heeft de begrippen aandeelhoudersactivisme en corporate governance vanuit een begripsmatig en historisch perspectief nader toegelicht. Het heeft ook de samenhang tussen beide begrippen geduid.

Dit werk wil het echter, zoals reeds vermeld, in essentie hebben over de vraag of het recht minderheidsaandeelhouders voldoende mogelijkheden biedt zich actief op te stellen. Minderheidsaandeelhouders kunnen zich maar actief opstellen in zoverre hen van rechtswege voldoende bescherming wordt geboden.<sup>123</sup> Daarom wordt hierna een onderzoek ondernomen naar de mate waarin het Europees en Amerikaans (vennootschaps-)recht in een dergelijke bescherming voorzien. Fundamentele verschillen zullen hierbij worden blootgelegd. Verschillen die mee aan de basis hebben gelegen van de onderscheiden manier waarop het aandeelhoudersactivisme in Europa en in de VS historisch is geëvolueerd en waarmee rekening zal moeten gehouden worden wil men doorheen hervormingen in Europa en in de VS meer aandeelhoudersdemocratie creëren. Bijzondere aandacht zal ook uitgaan naar een aantal specifieke bestanddelen van het recht van aard aandeelhouders er binnen het Europees en Amerikaanse rechtssysteem van te weerhouden actief op te treden. De wijze waarop activistische hefboomfondsen dergelijke beperkingen omzeilen zal worden belicht in paragraaf drie.

### *§ 2. Aandeelhoudersactivisme in het licht van de Europese en Amerikaanse rechtsomgeving*

#### **A. Algemeen**

De traditionele opvatting stelt dat aandeelhouders in *common law* landen, zoals de VS en het VK, een beter bescherming genieten tegen het risico op *expropriation* door de controlerende partijen dan die in de *civil law* landen. Deze opvatting gaat terug op een onderzoek, getiteld *Law and Finance*, door LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER en VISHNY ondernomen in 1996.<sup>124</sup>

---

<sup>123</sup> Bescherming tegen het risico op *expropriation* door de controlerende partijen, met name het bestuur dan wel de meerderheidsaandeelhouders van een onderneming. Zie L. VAN DEN STEEN, “De Richtlijn Aandeelhoudersrechten in Genoteerde Vennootschappen: Toekomstperspectieven voor het Belgisch Vennootschapsrecht”, *T.R.V.* 2008, nr. 2.

<sup>124</sup> R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER en R.W. VISHNY, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, december 1998, 32 p.

In hun baanbrekende werk brachten LA PORTA e.a. de kwaliteit van de (minderheids-) aandeelhoudersbescherming in de *common* en *civil law* landen in verband met de kenmerken van het aandeelhoudersschap uit die landen. Ze stelden vast dat in de *common law* landen, naast de betere bescherming die de wetgever er in hun ogen bood aan de aandeelhouders, de eigendomsrechten van de ondernemingen er steevast in de handen van een sterk verspreid publiek terug te vinden waren. De *civil law* landen daarentegen scoorden minder goed op hun ‘*anti director-index*’<sup>125</sup>. Daarenboven stelden ze vast dat de eigendomsrechten van de ondernemingen uit de *civil law* landen, in tegenstelling tot die in de *common law* landen, vaak voor het grootste deel in de handen van slechts één of slechts een handvol personen terug te vinden waren. Deze vaststellingen brachten hen er toe te concluderen dat het aandeelhoudersschap van de ondernemingen uit de *common* en *civil law* landen wordt gedetermineerd door de kwaliteit van de aandeelhoudersbescherming die het recht van er biedt.<sup>126</sup>

Rechts- en andere geleerden hebben verdergaand op de bevindingen van LA PORTA e.a. overigens ook verbanden ontdekt tussen de kwaliteit van de aandeelhoudersbescherming in een land en de ontwikkeling van de kapitaalmarkten aldaar.<sup>127</sup> Verbanden die de conclusies van JENSEN en MECKLING bevestigen.<sup>128</sup>

Heel wat auteurs hebben de bevindingen van LA PORTA e.a. als uitgangspunt genomen voor hun verdere onderzoek. In die mate zelfs dat *Law and Finance* als een standaardwerk moet worden beschouwd binnen het kader van de rechtsvergelijking.<sup>129</sup> Velen hebben ook kritiek geleverd op de studie, om tal van redenen.<sup>130</sup> Weinigen zijn echter tot nu toe met alternatieven gekomen die ons de ondertussen traditioneel geworden bevindingen uit *Law and Finance* naar de achtergrond kunnen doen verwijzen. COOLS komt wel met een dergelijk alternatief naar voren waardoor ze een kentering teweegbrengt in de traditionele opvattingen.

In wat volgt zullen de belangrijkste elementen uit het onderzoek van COOLS worden geduid. Onderstaande uiteenzetting zal daarmee het kader schetsen waarbinnen activistische aandeelhouders in Europa en in de VS opereren en hun rechtsbescherming uiteenzetten. Het zal de mythe van de machtige Amerikaanse aandeelhouder doorprikken.<sup>131</sup>

---

<sup>125</sup> D.i. de index op basis waarvan zij de kwaliteit van de aandeelhoudersbescherming in een land maten.

<sup>126</sup> S. COOLS; K. BYTTEBIER, A. FRANCOIS en J. DELVOIE (eds.), *o.c.*, 29.

<sup>127</sup> S. COOLS, *l.c.*, 3.

<sup>128</sup> Zie *infra*, punt 3 onder B, §2, deel II.

<sup>129</sup> S. COOLS, *l.c.*, 3.

<sup>130</sup> K. BYTTEBIER, A. FRANCOIS en J. DELVOIE (eds.), *o.c.*, 29-33; C. VAN DER ELST, “Economic View on Corporate Law in Europe”, *onuitg.*, juli 2006, 25.

<sup>131</sup> Deze zinspeling is afkomstig van BAKKER. Zie B. BAKKER, “Machtige Amerikaanse aandeelhouder is mythe”, *de Accountant*, juni 2007, 42-45.

Ook bij de discussie omtrent de vraag of aandeelhouders al of niet meer rechten zouden moeten toebedeeld krijgen zal worden stilgestaan. Een discussie die vooral in de VS, en dat zowel in economische als in rechtsgeleerde middens, al heel wat stof heeft doen opwaaien. Nogal wat beperkingen staan er in de VS immers nog steeds aan in de weg opdat aandeelhouders er in de bestuurlijke schijnwerpers zouden kunnen treden. Ook in Europa dienen wat dat betreft echter nog tal van obstakels te worden weggewerkt. Toch zijn er, mede onder impuls van het aandeelhoudersactivisme, al hervormingen in gang gezet. Hervormingen die hier eveneens zullen worden belicht.

## **B. LA PORTA e.a. vs. COOLS<sup>132</sup>**

De bevindingen van LA PORTA e.a. hebben ertoe geleid dat men de onderscheiden wijze waarop aandeelhouders in de *common* en *civil law* landen van de wetgever bescherming hebben verkregen traditioneel is gaan zien als het fundamentele kenmerk van onderscheid tussen het vennootschapsrecht van deze landen.

Bij het beoordelen van de kwaliteit van de aandeelhoudersbescherming die het recht van de *common* en *civil law* landen biedt baseerden LA PORTA e.a. zich evenwel enkel op de wetgeving van die landen. COOLS toont aan dat men echter niet alleen op wetgeving mag afgaan bij de kwaliteitsbeoordeling van een rechtssysteem. Ook met de rechtspraak en rechtspraktijk moet rekening worden gehouden, evenals en vooral met de verschillende uitgangspunten van het vennootschapsrecht van de landen die men aan zijn beoordeling onderwerpt. Ook BYTTEBIER e.a. klagen de gebrekkige methodologie aan waarvan LA PORTA e.a. zich bij hun onderzoek bedienen.<sup>133</sup>

COOLS komt op basis van haar bevindingen tot het besluit dat de (juridische) verdeling van de bevoegdheden binnen de vennootschappen in Europa op een fundamenteel verschillende wijze is georganiseerd van die in de VS en dat het bestaan van dit verschil de onderscheiden wijze waarop aandeelhoudersbescherming in Europa en in de VS is geconcipieerd, evenals een hele reeks andere aspecten van het ondernemingsleven, kan helpen verklaren. Het verband dat LA PORTA e.a. leggen tussen de kwaliteit van de aandeelhoudersbescherming die het recht van een land biedt en het aandeelhouderschap van de ondernemingen daar stelt COOLS op basis van haar bevindingen in vraag. COOLS ziet dan ook eerder de manier waarop de bevoegdheden tussen het bestuur en de aandeelhouders binnen een vennootschap zijn verdeeld als hét fundamentele kenmerk van onderscheid tussen het vennootschapsrecht van de *common* en *civil law* landen.

---

<sup>132</sup> S. COOLS, *l.c.*, 1-78.

<sup>133</sup> K. BYTTEBIER, A. FRANCOIS en J. DELVOIE (eds.), *o.c.*, 29-33.

Het onderzoek van COOLS bestaat uit drie belangrijke elementen. In eerste instantie stelt ze de methodologie van LA PORTA e.a. in vraag. In tegenstelling tot LA PORTA e.a. betreft ze ook het suppletieve recht, rechtsbronnen andere dan de vennootschapsrechtelijke en de rechtspraak in de vergelijking, resulterend in een aanzienlijke nuancering van de bevindingen van LA PORTA e.a. als zou het recht van de *civil law* landen een heel wat minder kwaliteitsvolle bescherming bieden aan minderheidsaandeelhouders dan het recht van de *common law* landen. Daarna ontsluit COOLS twee verschillende uitgangspunten in de verdeling van de bevoegdheden in vennootschappen in Continentaal Europa en in de VS en toont ze aan dat deze verschillen wellicht een sterker onderscheidend karakter hebben dan de kwaliteit van de aandeelhoudersbescherming. In laatste instantie legt COOLS de link tussen de verschillen in de manier waarop de bevoegdheden in de vennootschappen in Continentaal Europa en in de VS zijn verdeeld en een aantal gevolgen die voorheen steeds werden verklaard op basis van de verschillen in de kwaliteit van de aandeelhoudersbescherming die het recht van die landen biedt.

### ***1. Het kwaliteitsverschil in aandeelhoudersbescherming herzien***

De *anti director-index* van LA PORTA e.a. bevatte een zestal variabelen. Wanneer kon vastgesteld worden dat de wetgeving van één van de onderzochte landen voldeed aan één van de voorwaarden van die variabelen verkreeg men één punt. Men kon aldus een maximale score behalen van 6 punten. De VS behaalden een score van 5, België behaalde een score van 0. De *common law* landen behaalden over het algemeen een betere score (een gemiddelde van 4.00) dan de *civil law* landen (een gemiddelde van 2.33). Dit deed LA PORTA e.a. dan ook besluiten dat het recht van de *civil law* landen een veel minder goede bescherming bood aan de aandeelhouders dan het recht van de *common law* landen.

De eerste variabele uit de index van LA PORTA e.a. betreft het al of niet aanwezig zijn van een recht voor de aandeelhouder om via een naar de onderneming doorgestuurde volmacht, of '*proxy*' zoals dat ook wel wordt genoemd in de Engelstalige literatuur, te kunnen stemmen op de algemene vergadering van aandeelhouders (hierna: AVA). De VS verkregen een punt van LA PORTA e.a., België niet. Dat de VS een punt toegekend kregen spreekt voor zich. Het recht in de staat Delaware<sup>134</sup> laat het

---

<sup>134</sup> Het vennootschapsrecht in de Verenigde Staten is een staatsaangelegenheid (*state law*) en geen federale aangelegenheid (*federal law*). De overgrote meerderheid van Amerikaanse ondernemingen zijn opgericht (*incorporated*) en formeel gevestigd in de staat Delaware, ook al bevindt hun hoofdkwartier zich meestal in een andere staat. De reden hiervoor is niet ver te zoeken. Door zichzelf te 'incorporeren' in Delaware valt men onder de jurisdictie van Delaware. Aangezien de meeste Amerikaanse ondernemingen het recht van Delaware als het voor hen meest gunstige recht beschouwen 'incorporeren' de meesten zich dan ook daar. Het vennootschapsrecht van de staat Delaware is gebaseerd op de Model Business Corporation Act (MBCA) die model heeft gestaan voor het vennootschapsrecht van maar liefst 24 Amerikaanse staten. Zowel internationaal rechtsvergelijkend als nationaal Amerikaans vennootschapsrechtelijk onderzoek focust daarom in het merendeel van de gevallen op het

voorgaande namelijk uitdrukkelijk toe.<sup>135</sup> Dat België geen punt toegewezen kreeg valt echter moeilijk te verklaren. Art. 547 W.Venn. bepaalt immers uitdrukkelijk dat alle stemgerechtigde aandelen in persoon of bij volmacht kunnen stemmen. Het Belgische volmachtensysteem wordt weliswaar minder vaak gebruikt en het verschilt op een aantal vlakken ook van dat van de VS, onder meer omdat het Belgische gebaseerd is op de rechtsfiguur van de vertegenwoordiging. Desalniettemin had België op basis van Art. 547 W.Venn. een punt moeten gekregen hebben.

COOLS wijst ook heel terecht op een aantal tekortkomingen in het Amerikaanse stelsysteem. Op basis van die tekortkomingen kan de vraag gesteld worden of het eerste door LA PORTA e.a. behandelde recht wel zo een grote relevantie heeft als mechanisme ter bescherming van de aandeelhouders. COOLS geeft aan dat deze vraag in een aantal landen alvast negatief is beantwoord.<sup>136</sup>

De tweede variabele betreft de vraag of aandelen voorafgaand aan een AVA al of niet, door een beslissing van de onderneming kunnen of moeten geblokkeerd worden opdat men als aandeelhouder op de AVA zijn stem rechtsgeldig kan uitbrengen. Door een blokkering van de aandelen voorafgaand aan een AVA wordt de verkoop gedurende een aantal dagen van diens aandelen verhinderd wat de rechten van de aandeelhouder uiteraard aantast. In Delaware kan een onderneming geen voorafgaande blokkering eisen. In België wordt het recht om deel te nemen aan de AVA, van een vennootschap die een publiek beroep op het spaarwezen doet of heeft gedaan, voor diegenen die in het bezit zijn van aandelen aan toonder evenwel slechts verleend op grond van de neerlegging van die aandelen binnen de statutaire, zoniet wettelijk voorziene, termijn<sup>137</sup>, wat gecombineerd met het strafrechtelijk gesanctioneerde verbod stemrechten verbonden aan aandelen die men niet langer bezit uit te oefenen aldus neer komt op een blokkering van die aandelen tussen de dag van de neerlegging en de dag waarop de AVA plaatsvindt. Het voorgaande leverde de VS dan ook een punt en België een 0 score op in de index.

Diegene die het papier kan voorleggen (tonen) in hetwelke het aandeel aan toonder is gematerialiseerd wordt beschouwd als de eigenaar van het aandeel. Vandaar de term aandelen ‘aan toonder’. Aandelen aan toonder zijn dus anoniem. Aangezien de identiteit van de eigenaar van een aandeel aan toonder voorafgaand aan de AVA niet gekend is door de onderneming is de neerlegging ervan vereist voor de

---

recht van de staat Delaware en op de MBCA. Ook in de onderzoeken van LA PORTA e.a. en COOLS richt de focus zich op het recht van de staat Delaware. Zie ook: L. BEBCHUK, “The Case for Increasing Shareholder Power”, *Harvard Law Review*, Vol. 118, No. 3, 2005, 843.

<sup>135</sup> Title 8, § 212 Delaware Code

<sup>136</sup> Op bovenvermelde tekortkomingen komen we *in concreto* nog terug bij de bespreking van een aantal beperkingen die activistisch aandeelhoudersgedrag in de VS bemoeilijken. Zie *infra*, punt 2.2, onder C., §2, deel II.

<sup>137</sup> Art. 536, lid 1 W.Venn.



identificatie van de eigenaar en is de blokkering of het verschijnen in persoon met zijn aandelen op de AVA nodig om er zeker van te zijn dat de geregistreerde aandeelhouder nog steeds eigenaar is van de aandelen op het tijdstip dat de AVA plaatsvindt. Zolang er geen uitzondering wordt gemaakt op de regel dat aandeelhouders op het moment dat ze hun stemrechten uitoefenen ook eigenaar moeten zijn van de aan die stemrechten verbonden aandelen<sup>138</sup> is een blokkering onvermijdelijk.

In België hebben dit soort van aandelen lange tijd een belangrijke rol gespeeld. De eigenaar ervan staat nergens geregistreerd. Dit liet de Belg toe Belgische belastingen, met name de roerende voorheffing die op dividenden moet worden betaald in België, te ontduiken door zijn dividenden in Luxemburg of een andere staat met een lagere belastingdruk te innen. Dit verklaart waarom van het recht diens aandelen aan toonder om te zetten in geregistreerde (aandelen op naam of gedematerialiseerde) aandelen<sup>139</sup>, dewelke voorafgaand aan de AVA niet hoeven geblokkeerd te worden<sup>140</sup>, weinig gebruik wordt gemaakt. Vanaf 1 januari 2008 zullen echter geen aandelen aan toonder meer kunnen worden uitgegeven en ten laatste op 1 januari 2014 moeten alle aandelen aan toonder omgevormd zijn in aandelen op naam of gedematerialiseerde aandelen.<sup>141</sup> Een blokkering van diens aandelen voorafgaand aan de AVA zal vanaf 1 januari 2014 dan ook niet langer nodig zijn, wat de rechten van de aandeelhouders ten goede zal komen.<sup>142</sup> Voorlopig verdient België op basis van de tweede variabele echter terecht nog steeds geen punt op de *anti-director-index*.

Met betrekking tot de derde variabele uit de index van LA PORTA e.a. toont COOLS het belang aan van de rechtspraak in rechtsvergelijkend onderzoek. Op basis van de derde variabele kreeg België opnieuw geen punt toegekend daar het Wetboek Vennootschappen cumulatief stemmen of een proportionele representatie van aandeelhouders in de Raad van Bestuur niet expliciet toelaat. Rechtspraak en rechtsleer zijn het er echter over eens dat, mits aan een aantal voorwaarden is voldaan, de statuten hier wel degelijk in kunnen voorzien. Ze baseren daarbij hun redenering op Art. 63 W.Venn. België had hier dus net zoals de VS, waar de Delaware Code cumulatief stemmen uitdrukkelijk toelaat<sup>143</sup>, een punt moeten gekregen hebben.

Opnieuw stelt COOLS de relevantie van deze variabele als een *anti-director right* echter ter discussie. Zowel in de VS als in België kan cumulatief stemmen immers enkel wanneer dat in de oprichtingsakte

---

<sup>138</sup> Art. 651 W.Venn.

<sup>139</sup> Art. 462 W.Venn.

<sup>140</sup> Art. 536, lid 2 W.Venn.

<sup>141</sup> Wet 14 december 2005 houdende afschaffing van effecten aan toonder, *B.S.* 23 december 2005 – err. *B.S.* 6 februari 2006. Deze wet kadert in de strijd van de Europese Unie en internationale organisaties zoals de OESO om de belastingontduiking waartoe aandelen aan toonder aanleiding geven uit te sluiten.

<sup>142</sup> De Richtlijn Aandeelhoudersrechten verbiedt zelfs het blokkeren van aandelen. In de plaats daarvan wordt op algemene wijze het systeem van de registratiedatum ingevoerd. Deze Richtlijn dient echter nog in Belgisch recht te worden omgezet. Zie *infra* deel 3, §3. ,B., punt 2.

<sup>143</sup> Title 8, § 214 Delaware Code.

(VS) of in de statuten (België) is voorzien. In de VS speelt cumulatief stemmen dan ook geen significante rol in private ondernemingen. Bovendien heeft cumulatief zijn stem mogen uitbrengen weinig waarde voor een aandeelhouder wanneer het, zoals dat in de VS voornamelijk het geval is, als aandeelhouder zeer moeilijk is om zelf kandidaat-bestuurders voor te dragen ter stemming op de AVA.<sup>144</sup>

Een vierde punt kon op de *anti-director index* gescoord worden in zoverre het vennootschapsrecht van een land voorzag in een adequate bescherming van de minderheidsaandeelhouders<sup>145</sup>. Dergelijke bescherming kon dan bestaan in het verschaffen van een mogelijkheid aan minderheidsaandeelhouders om beslissingen van het bestuur of de AVA aan te vechten of in een recht om uit de onderneming te stappen door de onderneming te dwingen diens aandelen over te kopen wanneer men zich als minderheidsaandeelhouder niet kan vinden in fundamentele koerswijzigingen van de onderneming zoals fusies, verkopen van bedrijfsonderdelen en wijzigingen in de oprichtingakte of statuten. De VS was het enige land dat door LA PORTA e.a. een punt toegekend kreeg. Zoals COOLS evenwel aantoonde bestaan er ook in België gelijkaardige mechanismen als diegene die uit de VS om te voorzien in een bescherming van minderheidsaandeelhouders. Het gaat dan met name om de regeling inzake bestuurdersaansprakelijkheid<sup>146</sup>, de vennootschapsvordering<sup>147</sup>, de minderheidsvordering<sup>148</sup> en een aantal wettelijke bepalingen die niet in het Wetboek Vennootschappen maar in bijzondere wetgeving zijn opgenomen<sup>149</sup>.

Wat voor deze uiteenzetting van een bijzonder belang is, is dat COOLS er binnen dit kader op wijst dat aan een mechanisme van afgeleide vorderingen ('*derivative actions*' zoals ze die in de Engelstalige literatuur ook wel noemen) om minderheidsaandeelhouders bescherming te verlenen in België minder belang moet worden gehecht dan in de VS. Belgische ondernemingen worden immers in grote mate gecontroleerd door meerderheidsaandeelhouders. Het zijn zij die in feite de controle uitoefenen over de onderneming terwijl in Amerikaanse ondernemingen de controle over de onderneming stevast door het bestuur wordt uitgeoefend. Het zijn dan ook vaak eerder de meerderheidsaandeelhouders die in Belgische ondernemingen de minderheidsaandeelhouders benadelen dan de bestuurders. Belgische minderheidsaandeelhouders zijn tengevolge van de Belgische eigendomsstructuur van haar ondernemingen feitelijk gezien dan ook veel meer met de in de Belgische rechtspraak ontwikkelde theorie van het rechtsmisbruik<sup>150</sup> dan met de wettelijke bepalingen die hen toelaten afgeleide vorderingen in te stellen tegen bepaalde beslissingen. Aangezien binnen de Belgische rechtsorde

---

<sup>144</sup> Zie *infra*, punt 2.2.2 onder C. van §2, deel II.

<sup>145</sup> Gedefinieerd als elke aandeelhouder die 10% of minder van het maatschappelijk kapitaal in handen heeft.

<sup>146</sup> Art. 527-530 W.Venn.

<sup>147</sup> Art. 561 W.Venn.

<sup>148</sup> Art. 562 W.Venn.

<sup>149</sup> S. COOLS, *l.c.*, 33.

<sup>150</sup> Zie Art. 64 W.Venn. voor een wettelijke verwijzing naar de theorie van het rechtsmisbruik.

hiermee bescherming wordt verleend aan minderheidsaandeelhouders verdiende België ook hier een punt.

Het Belgische vennootschapsrecht voorziet in Art. 592, lid 1 W.Venn. uitdrukkelijk in een voorkeurrecht voor de aandeelhouders, op basis waarvan aandelen bij een kapitaalverhoging uitgegeven eerst moeten aangeboden worden aan de bestaande aandeelhouders naar evenredigheid van het deel van het kapitaal dat hun aandelen vertegenwoordigen. Daar dit voorkeurrecht ingevolge het Belgische vennootschapsrecht daarenboven niet bij de statuten kan worden beperkt of opgegeven<sup>151</sup> had België op basis van de vijfde variabele wederom een punt verdient. Dat België hier geen punt scoorde is te wijten aan de Nederlandse vertaling van de Engelse term ‘*preemptive right*’. Deze term wordt vertaald als ‘voorkooprecht’, een recht dat binnen de context van de uitgifte van nieuwe aandelen door een kapitaalverhoging geen relevantie vertoont, terwijl men in de Engelstalige literatuur met de term ‘*preemptive right*’ in feite doelt op wat wij in het Engels vertalen als zijnde een ‘*preference right*’, met name het hiervoor besproken voorkeurrecht. Een recht waarover Belgische aandeelhouders dus wel degelijk beschikken. In deze heeft een banale taalkwestie de beoordeling van de Belgische rechtsorde dus parten gespeeld.

In laatste instantie nemen LA PORTA e.a. in hun *anti director-index* het minimum percentage van het maatschappelijk kapitaal dat men als aandeelhouder moet vertegenwoordigen om een algemene vergadering bijeen te roepen onder de loep. Zo dit percentage de 10 procent niet overschrijdt verkrijgt men een punt. Het is merkwaardig dat de VS in deze een punt toebedeeld kregen daar ingevolge § 211 (d) van de *Delaware Code* aandeelhouders enkel gerechtigd zijn de algemene vergadering bijeen te roepen in zoverre dat recht in de oprichtingsakte of de statuten van de onderneming werd voorzien.<sup>152</sup> Het komt echter bijzonder weinig voor dat de oprichtingsakte of de statuten van ondernemingen onderworpen aan het recht van Delaware aan aandeelhouders die 10 of minder dan 10 procent van het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen het recht verlenen om de algemene vergadering bijeen te roepen. Wat nog belangrijker is, is dat de *Delaware Code* evenals het Belgische vennootschapsrecht<sup>153</sup> ondernemingen daarenboven toelaten aandeelhouders die 10 procent of minder van het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen het recht te ontzeggen om de algemene vergadering bijeen te roepen. Zowel § 211 (d) van de *Delaware Code* als Art. 532 W.Venn. zijn immers niet-dwingend van aard. Dat de Belgische rechtsorde geen punt kreeg kan aldus worden gejustifieerd, dat de VS hier wel een punt kregen echter niet.

---

<sup>151</sup> Art. 595 W.Venn.

<sup>152</sup> “*Special meetings of the stockholders may be called by the board of directors or by such person or persons as may be authorized by the certificate of incorporation or by the bylaws.*”

<sup>153</sup> Art. 532 W.Venn.

De bevindingen van COOLS leiden tot de conclusie dat de kwaliteit van de aandeelhoudersbescherming in het Belgische recht (maar ook in Franse recht, hetwelke COOLS in haar onderzoek eveneens in de vergelijking betreft) tot nog toe serieus onderschat is. Ingevolge de bemerkingen van COOLS had België net zoals de VS immers een score van 4 in de index van LA PORTA e.a. moeten gekregen hebben. Haar bevindingen nuanceren daarmee ook de traditionele visie als zouden aandeelhouders in de VS veel machtiger zijn dan die in de *civil law* landen, waartoe ook België behoort. Verder in dit werk zal deze visie overigens nog verder onderuitgehaald worden wanneer wordt ingegaan op een aantal tekortkomingen van het Amerikaanse systeem tot bescherming van de aandeelhouders.<sup>154</sup>

## ***2. De uitgangspunten van het Continentaal Europees en Amerikaans vennootschapsrecht***

Na het verschil in aandeelhoudersbescherming tussen de *common* en *civil* landen aanzienlijk genuanceerd te hebben gaat COOLS verder en wijst ze in tweede instantie op twee compleet van elkaar verschillende uitgangspunten door de Continentaal Europese en Amerikaanse wetgever gehanteerd bij het uittekenen van de bevoegdheidsverdeling binnen de vennootschap. Daarnaast wijst ze ook op een aantal bevoegdheidsbeperkingen die van de mythe van de machtige Amerikaanse aandeelhouder maar weinig overlaten. In wat volgt zal ik de hierboven aangehaalde uitgangspunten duiden. Slechts sporadisch zal ik reeds op één van de voormelde bevoegdheidsbeperkingen ingaan. Op de andere door COOLS aangehaalde beperkingen kom ik later, binnen het kader van een volgende punt, terug.<sup>155</sup>

In eerste instantie kan er op gewezen worden dat het Amerikaans vennootschapsrecht uitgaat van het principe dat de aandeelhouders enkel beschikken over de bevoegdheden die hen uitdrukkelijk door de wet of door de statuten zijn toegewezen (toegewezen bevoegdheid). Het bestuur beschikt er over de residuaire bevoegdheid.<sup>156</sup> COOLS wijst erop dat dit door het Amerikaanse vennootschapsrecht gehanteerde uitgangspunt fundamenteel verschilt van datgene gehanteerd door het Continentaal Europees vennootschapsrecht. In Continentaal Europa berust de residuaire bevoegdheid in het merendeel van de gevallen namelijk bij de AVA, terwijl het bestuur er meestal dan ook slechts beschikt over de toegewezen bevoegdheid.<sup>157</sup> In Continentaal Europa beschikken aandeelhouders dientengevolge over een aanzienlijk groter arsenaal aan bevoegdheden dan in de VS.

---

<sup>154</sup> Zie *infra*, punt 2.2. onder C. van §2, deel II.

<sup>155</sup> Zie *infra*, punt 2 onder C. van §2, deel II.

<sup>156</sup> MBCA § 8.01(b); Title 8, § 141(a) Delaware Code; L. BEBCHUK, *l.c.*, 843-844.

<sup>157</sup> Het Belgische vennootschapsrecht vormt hierop een uitzondering. Zie *infra*, §2, deel III.

Voor het merendeel van de beslissingen waarvoor Amerikaanse aandeelhouders de bevoegdheid hebben verkregen zich erover uit te spreken, ingevolge de wet of de statuten, dienen zij daarenboven overigens, voorafgaand, nog de goedkeuring te verkrijgen van het bestuur om er zich ook daadwerkelijk over te kunnen uitspreken. Dit geldt niet bij een door de aandeelhouders voorgenomen voorstel tot het wijzigen van de zogenaamde *bylaws*<sup>158</sup>, noch bij de verkiezing van de bestuurders. COOLS geeft voornoemde bevoegdheden dan ook aan als de belangrijkste bevoegdheden van de Amerikaanse aandeelhouders.<sup>159</sup> En dan nog zijn deze bevoegdheden verre van even ruim geconcipieerd als hun Europese tegenhangers. Amerikaanse aandeelhouders beschikken bijvoorbeeld weliswaar over het recht een voorstel tot het wijzigen van de *bylaws* te doen, maar het bestuur, ingevolge haar vetorecht ten opzichte van de *bylaws*, evenzeer. Er dient ook op gewezen te worden dat het hier bovendien enkel gaat om het recht van de Amerikaanse aandeelhouders om een voorstel tot het wijzigen van de *bylaws* te doen. Alhoewel voorgestelde wijzigingen aan het charter ook steeds nog ter goedkeuring moeten worden voorgelegd aan de AVA beschikt enkel het bestuur over het recht wijzigingen aan het *charter* voor te stellen. In de meeste Continentaal Europese landen, zoals in België, dient elke statutenwijziging, ook diegene met betrekking tot elementen die in de VS in het charter zijn opgenomen, ter goedkeuring worden voorgelegd aan de AVA en kan deze zowel op voorstel van de aandeelhouders als op voorstel van de Raad van Bestuur plaatsvinden. Daarenboven mogen Europese aandeelhouders zich op de AVA over heel wat meer aangelegenheden uitspreken dan hun Amerikaanse collega's. Zo dienen Europese aandeelhouders aan door het bestuur voorgestelde dividenduitkeringen steeds hun goedkeuring te verlenen op de AVA terwijl het dividendbeleid ingevolge de *Delaware Code* een exclusieve bevoegdheid is van het bestuur.

In tweede instantie zij er op gewezen dat men in Continentaal Europa op een dwingende wijze de bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en de aandeelhouders vastlegt. Behoudens in het geval waarin de wetgeving uitdrukkelijk voorziet in deze mogelijkheid, kunnen de statuten aan het bestuur geen bevoegdheden toekennen die door de wet op een dwingende wijze zijn voorbehouden aan de AVA. In de meeste *common law* landen, zoals de VS bijvoorbeeld, laat men de bevoegdheidsverdeling daarentegen voor een groot stuk over aan de vrije wil van de contractspartijen bij het vennootschapscontract. Men regelt er de bevoegdheidsverdeling niet op een dwingende, maar in hoofdzaak slechts op een suppletieve wijze. Ingevolge de *Delaware Code* mag het *charter* bepalingen die de bevoegdheden van de onderneming, het bestuur en de aandeelhouders creëren, definiëren, limiteren of reguleren bevatten.<sup>160</sup> Aangezien het bestuur ingevolge de *Delaware Code* evenwel

---

<sup>158</sup> De *bylaws* vormen samen met het zgn. (*corporate*) *charter* in Europa meestal één document, met name de statuten van de onderneming. De oprichtingsakte staat in het Amerikaanse vennootschapsrecht bekend als het *certificate of incorporation*.

<sup>159</sup> Met verwijzing naar S.M. BAINBRIDGE, "Director v. Shareholder Primacy in the Convergence Debate", *UCLA, School of Law Research Paper*, No. 02-04, januari 2002, 22 p.

<sup>160</sup> Title 8, § 102(b)(1) Delaware Code

beschikt over een vetorecht ten opzichte van elke charter wijziging wordt het *de facto* aan het bestuur overgelaten haar residuaire bevoegdheden te beperken wat er in de praktijk toe leidt dat het bestuur, ondanks het suppletieve karakter van de bevoegdheidsregeling, alle bevoegdheden blijft behouden die niet op een dwingende wijze zijn toebedeeld aan de aandeelhouders.

### ***3. De verdeling van de bevoegdheden binnen Europese en Amerikaanse vennootschappen en zijn gevolgen***

We hebben gezien dat in het eerste deel van haar redenering COOLS aantoonde dat de manier waarop LA PORTA e.a. de kwaliteit van de aandeelhoudersbescherming in een land hebben gemeten, met name via hun zogenaamde *anti-director-index*, niet geheel onfeilbaar was. Aan de invloed van diverse belangrijke elementen (zoals de rechtspraak en rechtspraktijk van een land), eveneens van aard een zekere mate van aandeelhoudersbescherming te bieden of het ogenschijnlijke gebrek eraan te compenseren, ging de *anti-director-index* immers voorbij. In het tweede deel van haar redenering toonde zij aan dat vennootschapsrechtelijk Europa en Amerika op basis van hun uitgangspunten fundamenteel van elkaar verschillen. Het betreft hier in hoofdzaak de wijze waarop en aan welke actor binnen de onderneming het residu van de juridische bevoegdheden wordt toegekend. COOLS vervolgt haar redenering door de gevolgen van haar bevindingen op een aantal rechten (of variabelen zo u wilt) uit de index van LA PORTA e.a. na te gaan. Daarnaast argumenteert ze ook dat het fundamentele verschil in de manier waarop de juridische bevoegdheden binnen de onderneming in Europa en in de VS zijn verdeeld een aantal andere juridische en economische verschilpunten tussen beide continenten beter kan helpen verklaren dan de mate waarin op deze continenten bescherming wordt verleend aan de aandeelhouders. Ze eindigt haar betoog door haar *distributions of power* theorie te kaderen binnen de context van de onderliggende principes van elk vennootschapsrechtelijk systeem.

Hieronder gaan we voorlopig enkel in op de relatie tussen de manier waarop de juridische bevoegdheden binnen de onderneming in Europa en in de VS zijn verdeeld en een aantal belangrijke juridische en economische verschilpunten tussen beider continenten.

Ongetwijfeld betreft één van de belangrijkste verschilpunten die Europese en Amerikaanse ondernemingen kenmerken hun onderscheiden aandeelhoudersschap. De eigendomsrechten van Amerikaanse ondernemingen zijn over het algemeen in een breed verspreide hand terug te vinden terwijl bij Europese ondernemingen het merendeel van die rechten nog zeer vaak in één enkele hand terug te vinden zijn. LA PORTA e.a. schrijven dit verschil toe aan de verschillen inzake aandeelhoudersbescherming in beider continenten. COOLS schrijft dit verschil toe aan de manier waarop de juridische bevoegdheden binnen de onderneming in Europa en in de VS zijn verdeeld.

Een vennootschapsrechtelijk systeem zoals het Amerikaanse maakt het mogelijk voor de oprichters van een onderneming om, wanneer zij extra financiële middelen willen ophalen via de kapitaalmarkten, nagenoeg alle aandelen (aandelen die het gehele vermogen van de door hen opgerichte onderneming vertegenwoordigen) aan de beleggers te koop aan te bieden zonder daarbij de controle over hun onderneming te verliezen. Het residu van de bevoegdheid ligt zoals we gezien hebben in de VS namelijk bij het bestuur, die daardoor *de facto* nagenoeg de volledige controle over de onderneming heeft. Om de controle over de onderneming te behouden hoeven de oprichters daarom slechts zichzelf of hun eventuele stromannen tot bestuurders in de Raad van Bestuur te benoemen. Zelf dienen zij hiervoor geen enkel belang aan te houden in de onderneming. In Europa liggen de kaarten anders. Daar zijn het de aandeelhouders die meestal de controle over de onderneming in handen hebben daar in het merendeel van de gevallen de residuaire bevoegdheid niet aan het bestuur maar aan de aandeelhouders wordt toegekend. In Europa zullen de oprichters van een onderneming bijgevolg zelf steeds nog een zeker belang moeten aanhouden in de onderneming willen ze er de controle over kunnen behouden. COOLS concludeert op basis van deze bevinding dat de mate waarin de eigendomsrechten van een onderneming al of niet in een verspreide hand terug te vinden zijn dan ook eerder wordt gedetermineerd door de manier waarop het recht de bevoegdheden binnen de onderneming verdeeld dan door de bescherming die door dat recht aan de aandeelhouders wordt verleend. LA PORTA e.a. leggen wel die link. Zij argumenteren dat aandeelhouders enkel een belang in een onderneming willen nemen in zoverre zij voldoende worden beschermd tegen het risico op *expropriation* door de controlerende partijen. Indien zo een bescherming niet of slechts in mindere bestaat reken ze dat volgens LA PORTA e.a. door in de prijs die ze bereid zijn te betalen voor de aangeboden aandelen en hebben ze nood aan een monitor van de controlegroep. Aandeelhouders zouden daarom in een systeem dat hen slechts een zwakke bescherming biedt ook een groter belang willen kunnen verwerven om het risico op *expropriation* te verkleinen. De analyse die COOLS maakt toont het probleem aan met de link tussen aandeelhoudersbescherming en eigendomsstructuren. LA PORTA e.a. gaan er namelijk vanuit dat aandelenbezit controle veronderstelt. Dit is inderdaad juist met betrekking tot Europa maar niet met betrekking tot de VS, zoals hierboven geïllustreerd. Een zwakke aandeelhoudersbescherming zal daarom in Europa een geconcentreerde eigendomstructuur inderdaad wellicht nog versterken volgens COOLS, maar in de VS zal ze een dergelijk proces niet aanmoedigen.

De manier waarop juridisch gezien de bevoegdheden binnen de onderneming in Europa en in de VS zijn verdeeld biedt volgens COOLS ook een verklaring voor de vaststelling dat bepaalde vennootschapsrechtelijke mechanismen in het ene systeem beter ontwikkeld zijn dan in het andere. Ze geeft hiermee aan dat bovenstaande redenering ook in de omgekeerde richting werkt, in die zin dat het kenmerkende aandeelhouderschap van het merendeel van de ondernemingen in Europa en in de VS er

op haar beurt de aldaar toepasselijke wetgeving beïnvloedt. Van zodra er zich een geconcentreerd aandeelhoudersschap heeft gevormd zullen meerderheidsaandeelhouders druk trachten uit te oefenen op de wetgever om wetgeving te creëren die hen bevoordeligt. Van zodra er zich een verdeeld aandeelhoudersschap heeft ontwikkeld het de bestuurders zijn die druk zullen trachten uit te oefenen op de wetgever om wetgeving te creëren die hen bevoordeligt. Het stemmen bij volmacht bijvoorbeeld is in de VS veel beter ontwikkeld dan in Europa. Dit is logisch aangezien een dergelijk systeem, zoals we hierna zullen zien, het bestuur bevoordeligt. In Europa hebben referentieaandeelhouders er dan weer alle belang bij een dergelijk systeem in Europa niet ten volle tot ontwikkeling te laten komen. Hoe meer aandeelhouders hun stem komen uitbrengen op de AVA hoe moeilijker het voor hen immers wordt beslissingen door te drukken.

Het hierboven geïllustreerde samenspel tussen de manier waarop de bevoegdheidsverdeling binnen de onderneming is georganiseerd en het aandeelhoudersschap van diezelfde ondernemingen heeft ervoor gezorgd dat Continentaal Europa en de VS in een verschillende richting zijn geëvolueerd, zowel op het juridische als op het economische vlak. Aan de basis van deze evolutie liggen de verschillende uitgangspunten die de Europese en Amerikaanse wetgever hebben gehanteerd bij het vormgeven van het vennootschapsrecht. Dit heeft *in concreto* geleid tot volkomen verschillende regelen, zoals het absolute principe uit de *common law* bijvoorbeeld wat het onmogelijk maakt voor aandeelhouders om bestuurders te ontslaan zonder reden dat diametraal tegenover een minstens even fundamenteel principe staat uit het Europees vennootschapsrecht dat stelt dat aandeelhouders bestuurders steeds *ad nutum*<sup>161</sup> kunnen afzetten.

COOLS' *distributions of power* theorie helpt ook de onderontwikkelde Europese kapitaalmarkt verklaren. Eveneens een verschilpunt tussen Europa en de VS dat traditioneel wordt toegeschreven aan de ogenschijnlijk veel zwakkere bescherming die aandeelhouders in Europa van de wetgever hebben verkregen. De noodzaak in Europa een meerderheidsbelang aan te houden in de onderneming welke men publiek wil laten gaan om controle over die onderneming te kunnen behouden, wat een sterke financiële inspanningen van de oprichters die de controle wensen te behouden vergt, verhindert in eerste instantie al vele van die oprichters ervan hun onderneming ooit te laten noteren. In tweede instantie, wanneer in Europa wel tot een notering wordt overgaan, verhindert het bestaan van meerderheidsbelangen in genoteerde ondernemingen ook sterk de liquiditeit (*free-float*) van de verhandelde aandelen. Binnen een dergelijk bestel is het inderdaad moeilijk een kapitaalmarkt tot volle ontwikkeling te laten komen. Mede daarom wordt, zoals we hierna zullen zien, gepleit voor meer aandeelhoudersrechten.

---

<sup>161</sup> D.i. louter op basis van de wil van de aandeelhouders, zonder dat daarbij een geldige reden moet worden aangetoond.



#### 4. Besluit

Hetgeen het onderzoek van COOLS ons leert is dat de aandeelhoudersbescherming die het Belgische recht, evenals het recht van vele andere *civil law* landen, biedt tot nog toe zwaar onderschat is. Daarnaast duidt haar onderzoek de verschillende uitgangspunten van het Europese en Amerikaanse vennootschapsrecht en legt het onder meer ook de link tussen deze verschillen en het geconcentreerd, dan wel verspreid aandeelhouderschap van ondernemingen in Europa en in de VS.

Wat dit onderzoek ons hier in het bijzonder bijbrengt is dat gegeven de kwaliteitsvolle aandeelhoudersbescherming geboden door het recht van de *civil law* landen<sup>162</sup> het potentieel van het aandeelhoudersactivisme als een corporate governance mechanisme binnen een Continentaal Europese context wellicht groter is dan door velen gedacht. Binnen een Amerikaanse context ligt dat potentieel wellicht iets lager dan algemeen aangenomen. De discussie omtrent meer aandeelhoudersinvloed in corporate governance woedt wellicht juist daarom veel heviger in de VS dan in Europa. Voornamelijk met het oog op het stimuleren van de groei van de Europese kapitaalmarkten besteedt men echter ook in Europa steeds meer aandacht aan het onderwerp van de aandeelhoudersrechten.

In wat volgt komen enkele van de belangrijkste initiatieven aan bod die binnen Europa en de VS tot een versterking van de rechten van de aandeelhouders hebben geleid. Doorheen, dan wel voorafgaand aan, de bespreking van die initiatieven zullen ook de beperkingen die aandeelhouders er in Europa en in de VS aan in de weg stonden, dan wel nog steeds staan, en waaraan deze initiatieven hoopten te verhelpen nader worden belicht. Op die manier zal beter begrepen worden waar het pleidooi voor meer aandeelhoudersdemocratie naar toe wil en waarom. Ook de effectiviteit van deze initiatieven zal er gemakkelijker door kunnen beoordeeld worden. Ook in dat opzicht is het onderzoek van COOLS wederom een grote meerwaarde. Het toont aan dat vooral op het vlak van de uitgangspunten grote verschillen tussen het Europese en Amerikaanse vennootschapsrecht waar te nemen zijn, wat op zijn beurt belangrijke verschilpunten tussen beider continenten helpt verklaren. Dit betekent dat niet alleen op het vlak van de aandeelhoudersbescherming maar ook op het vlak van de fundamentele uitgangspunten van het Europees en Amerikaans vennootschapsrecht mogelijks aanpassingen vereist zullen zijn om daadwerkelijk meer aandeelhoudersinvloed te kunnen bewerkstelligen. Vooral het Amerikaanse vennootschapsrecht lijkt op basis van zijn uitgangspunten voor de zwaarste aanpassingen te staan wil men in de VS het potentieel van het aandeelhoudersactivisme ten volle benutten. In de VS beschikt het bestuur immers over de residuaire bevoegdheid, wat het bestuur, in combinatie met een reeks ander factoren, waarvan er een aantal hierna nog nader aan bod komen, de machtigste speler binnen *corporate America* maakt.

---

<sup>162</sup> Kwaliteitsvoller dan aanvankelijk gedacht.

## C. Op naar meer aandeelhoudersdemocratie? Een aantal beperkingen en hervormingen van naderbij bekeken

Een grondige studie van het Europees en Amerikaans vennootschapsrecht leert dat de Europese en Amerikaanse corporate governance ‘modellen’ er op talloze punten fundamenteel van elkaar verschillen. Over de aard van die verschillen is men het echter niet altijd eens. In deel I werd reeds aangegeven dat het Europese corporate governance model door sommigen wordt aanzien als een stakeholdergedreven model en het Amerikaanse als een aandeelhoudergedreven model. ZETZSCHE maakte een ander onderscheid.<sup>163</sup> Ook COOLS bekritiseert dit ondertussen traditioneel geworden onderscheid.

Het Europese bestuursmodel wordt traditioneel inderdaad aanzien als een stakeholdergedreven model en het Amerikaanse als een aandeelhoudergedreven model.<sup>164</sup> Voorgaande uiteenzetting gaf echter reeds in beperkte mate aan dat onder Amerikaans vennootschapsrecht aandeelhouders slechts in een beperkt aantal gevallen de mogelijkheid hebben deel te nemen aan het bestuur van de onderneming. Is dit strijdig met de traditionele visie? Wel, zoals COOLS aangeeft, hangt alles af van de manier waarop men het begrip ‘*shareholder primacy*’<sup>165</sup> definieert. BAINBRIDGE geeft aan dat het begrip *shareholder primacy* enerzijds op de winstmaximalisatienorm kan doelen, die de Raad van Bestuur verplicht in zoverre zij beslissingen neemt deze uitsluitend te baseren op het lange termijn winstperspectief van de aandeelhouders. Anderzijds kan het ook op een theorie uit de rechtsleer wijzen die de aandeelhouder ziet als eigenaar van de onderneming van dewelke hij aandeelhouder is en op basis daarvan pleit voor een grotere macht van de aandeelhouder binnen de onderneming. De traditionele visie die het Amerikaanse bestuursmodel bestempelt als een aandeelhoudergedreven model hanteert duidelijk de winstmaximalisatienorm bij haar invulling van het begrip *shareholder primacy*. Deze norm wordt nog steeds vooropgesteld in het Amerikaans vennootschapsrecht. Al is het de Raad van Bestuur die er de invulling aan moet geven, niet de aandeelhouders. Op basis van deze invulling van het begrip kan het Amerikaanse bestuursmodel inderdaad worden bestempeld als een aandeelhoudergedreven model. Tengevolge van de vaststelling dat het de Raad van Bestuur is en het niet de aandeelhouders zelf zijn die de winstmaximalisatie moeten bewerkstelligen bestempelt men volgens BAINBRIDGE het Amerikaanse bestuursmodel echter beter als een ‘*director primacy*’ – model.

Aangezien in Europa de residuaire bevoegdheid meestal wordt toegekend aan de aandeelhouders en niet aan de Raad van Bestuur, zoals in de VS, hebben de aandeelhouders er *de facto* de grootste macht

---

<sup>163</sup> Zie *supra*, punt 2 onder B., §5, deel I.

<sup>164</sup> B. BAKKER, *l.c.*, 42.; Zie *supra*, punt 2 onder B., §5, deel I.

<sup>165</sup> Een term die uitdrukking geeft aan de centrale rol die de aandeelhouder inneemt binnen Amerikaanse ondernemingen.

in handen. Toch kan ook binnen het Europees bestuursmodel maar moeilijk gesteld worden dat *shareholder primacy* er de hoogste norm uitmaakt. Diverse *stakeholders* hebben in vele Europese landen namelijk ook een belangrijke zeg verkregen binnen de onderneming. Het Europees bestuursmodel dan maar bestempelen als een *stakeholder* model gaat echter voorbij aan de vennootschapsrechtelijke realiteit. *Stakeholder* input maakt namelijk evenmin de allerhoogste norm uit binnen vennootschapsrechtelijk Europa. Het zou daarenboven ook inconsistent zijn met de bevindingen van COOLS die aangeven dat het gezag dat aandeelhouders in Europa kunnen uitoefenen veel groter is dan het gezag dat zij in de VS kunnen uitoefenen.

COOLS geeft aan dat het Europese en Amerikaanse bestuursmodel gewoonweg niet kunnen vergeleken worden op basis van voorgaande termen. Het ultieme verschil tussen vennootschapsrechtelijk Europa en de VS ligt hem volgens COOLS daarentegen in de mate van tussenkomst die een bestuur moet tolereren van diverse actoren. In Europa kan vrijwel iedereen die een belang heeft in een onderneming wel op een of andere manier tussenkomen in het bestuur van die onderneming. In de VS is het bestuur onafhankelijker en moet ze voor slechts een beperkt aantal beslissingen (zoals de verkoop van een bedrijfstak, fusies en overnames...) de instemming van de aandeelhouders verkrijgen.

Zoals gezegd zijn in de VS de mogelijkheden voor aandeelhouders om in de bestuurlijke spotlights te treden dus vrij beperkt. Dit in tegenstelling tot wat de gangbare opvatting lijkt te zijn. Alhoewel in Europa aandeelhouders ruimere bevoegdheden hebben gekregen beperkt het geconcentreerde aandeelhouderschap er dan weer sterk de mogelijkheden van minderheidsaandeelhouders om naar voren te treden. In Europa en in de VS zijn, al dan niet rekening houdende met de eigenheden van elk systeem, daarom talloze voorstellen gelanceerd om aandeelhouders een actievere rol toe te bedelen binnen onze economieën. Deze zouden de *agency-costs* tengevolge van de scheiding van de controle over en de eigendom van de onderneming en tengevolge van de belangentegenstelling tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders moeten reduceren.

Hierna zal dieper ingegaan worden op een aantal van die initiatieven waarlangs ook enkele van de meest belangrijkste beperkingen nader geduid kunnen worden. Dat deze initiatieven zich soms op een zelfde terrein begeven<sup>166</sup> zal gegeven hetgeen hierboven juist werd uiteengezet misschien verbazen. Of we het Europese en Amerikaanse corporate governance model namelijk als een *stakeholder*gedreven dan wel een aandeelhoudergedreven, een expliciet dan wel een impliciet<sup>167</sup> model of als een model

---

<sup>166</sup> Het betreft o.m. in Europa en in de VS genomen initiatieven om de interesse van aandeelhouders in het stemmen op de AVA vergroten en de stemprocedure te reorganiseren evenals initiatieven om aandeelhouders simpelweg ruimere rechten toe te kennen. Zie C. VAN DER ELST, "Economic View on Corporate Law in Europe", 24.

<sup>167</sup> Zie *supra*, punt 2 onder B., §5, deel I.

waarbinnen het bestuur nogal wat interferentie van diverse partijen dient te dulden ten opzichte van een model waarbinnen dat geenszins het geval is bestempelen, één ding is duidelijk, het Europese en Amerikaanse corporate governance model verschillen fundamenteel van elkaar. De fundamenteel van elkaar verschillende uitgangspunten die de Europese en Amerikaanse wetgever hebben gehanteerd bij de conceptie van het vennootschapsrecht, resulterend in het kenmerkende Europese en Amerikaanse aandeelhoudersschap van ondernemingen die er op zijn beurt voor heeft gezorgd dat (minderheids-)aandeelhouders in Europa eerder tegen al te dominante (meerderheids)aandeelhouders dan tegen het bestuur bescherming dienen te verkrijgen van de wetgever, liggen aan de basis van dit onderscheid. De verschillen tussen het Europese en Amerikaanse corporate governance model brengen verschillende problemen met zich mee. En verschillende problemen vergen een verschillende oplossing.<sup>168</sup> Zoals ook ENRIQUES en VOLPIN aangeven blijken niettegenstaande deze vaststelling vele Europese corporate governance hervormingen niet meer dan een kopie te zijn van Amerikaanse regelgeving. Hervormingen die daardoor misschien hun doel voorbij schieten.<sup>169</sup>

### ***1. Continentaal Europese beperkingen en hervormingen***

In Europa worden de meeste ondernemingen *de facto* gecontroleerd door een dominante aandeelhouder<sup>170</sup>, meestal een familie of een individu, die het merendeel van de stemrechten kan uitoefenen. Vaak heeft een dergelijke aandeelhouder niet de meerderheid van de aandelen in handen maar slaagt die erin door allerlei constructies wel het overgrote deel van de stemrechten te controleren. Het voordeel van een dergelijke ‘*setting*’ bestaat erin dat een controlerende aandeelhouder de stimulans en de macht heeft het bestuur correct te monitoren. De andere aandeelhouders hoeven zich om deze taak dan alvast niet meer te bekommeren. Het nadeel bestaat er echter in dat de controlerende aandeelhouder zijn machtsverwicht zal uitbuiten in het nadeel van de andere aandeelhouders. Het *agency*-probleem stelt zich, tengevolge van het vaak niet op elkaar afgestemd zijn van de belangen van de dominante aandeelhouder en de overige aandeelhouders, in Europa dan ook vaak eerder in de verhouding tussen deze partijen dan in de verhouding tussen de aandeelhouders en het bestuur. Een bestuur wat zich, in gevolge het vigerend Europese vennootschapsrecht, blijkbaar gemakkelijk door controlerende aandeelhouders laat domineren.<sup>171</sup>

---

<sup>168</sup> Zie *supra*, punt 2 onder B., §5, deel I.

<sup>169</sup> L. ENRIQUES en P. F. VOLPIN, “Corporate Governance Reforms in Continental Europe”, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 21, Number 1, winter 2007, 138.

<sup>170</sup> Deze ontleent zijn dominantie aan het feit dat hij de meerderheid van de stemrechten op de AVA controleert. Bestuurders kunnen in Europa door de AVA *ad nutum* en bij gewone meerderheid worden ontslaan. Dit besef in hoofde van de bestuurders maakt diegenen die hun job willen behouden uiteraard zeer luisterbereid naar de mening van die aandeelhouder die de meerderheid van de stemrechten op de AVA controleert.

<sup>171</sup> L. ENRIQUES en P. VOLPIN, *l.c.*, 117.

Het trachten op te lossen van voorgaand beschreven conflict maakt hét corporate governance probleem bij uitstek uit waarvoor men in Europa naar oplossingen dient te zoeken.<sup>172</sup>

Volgens ENRIQUES en VOLPIN kan enkel via wetgevend werk verhinderd worden dat controlerende aandeelhouders in de verleiding worden gebracht minderheidsaandeelhouders te benadelen. Ze onderscheiden 4 juridische instrumenten die hiertoe kunnen aangewend worden; het versterken van de interne bestuurlijke controle, aandeelhouders meer bevoegdheden toekennen, strengere openbaarmakingsverplichtingen opleggen en de openbare handhaving versterken.<sup>173</sup> Of men in Europa door gebruik te maken van het tweede door ENRIQUES en VOLPIN aangehaalde instrument ertoe heeft bijgedragen ‘hét Europese corporate governance probleem bij uitstek’ op te lossen zal hierna moeten blijken.

De Europese Commissie stelde naar het einde van 2001 toe een groep van deskundigen op hoog niveau op het gebied van het vennootschapsrecht aan het werk om een actieplan te ontwikkelen voor de modernisering van het Europees vennootschapsrecht en corporate governance binnen de EU.<sup>174</sup> Op 4 november 2002 presenteerde deze groep van deskundigen haar eindverslag, met als titel "*A modern regulatory framework for company law in Europe*".<sup>175</sup> De aanbevelingen uit dit eindverslag werden door de Commissie geëvalueerd en vormden de basis voor het EU Actieplan 2003 betreffende de "*Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie*"<sup>176 177</sup>.

Hierna volgt een uiteenzetting over datgene wat de Commissie ertoe heeft aangezet actie te ondernemen op het vlak van het vennootschapsrecht, in het bijzonder op het vlak van het verstevigen van de rechten van aandeelhouders binnen de EU. Een aantal van de beperkingen waarmee activistische aandeelhouders in de EU werden, of nog steeds worden, geconfronteerd worden binnen dat kader ook blootgelegd. In laatste instantie zal ook de Richtlijn Aandeelhoudersrechten aan bod komen.

### **1.1. Het EU Actieplan Vennootschapsrecht 2003**

---

<sup>172</sup> L. ENRIQUES en P. VOLPIN, *l.c.*, 117.

<sup>173</sup> L. ENRIQUES en P. VOLPIN, *l.c.*, 125-127.

<sup>174</sup> T. BAUMS, "European Company Law beyond the 2003 Action Plan", *ECGI Law Working Paper N° 28/2007*, 1-2; EU Actieplan Vennootschapsrecht, 4.

<sup>175</sup> EU Actieplan Vennootschapsrecht, 4.

<sup>176</sup> Zie *supra*, voetnoot 57.

<sup>177</sup> T. BAUMS, *l.c.*, 2.

Traditioneel wordt het vennootschapsrecht van de diverse Continentaal Europese landen geacht minder ‘aandeelhoudersvriendelijk’ te zijn dan het Amerikaanse vennootschapsrecht.<sup>178</sup> In 2003 lanceerde de Europese Commissie een actieplan tot modernisering van het Europees vennootschapsrecht en corporate governance binnen de EU, mede om binnen EU context hieraan te verhelpen, en in 2007, in uitvoering van dit actieplan, de Richtlijn Aandeelhoudersrechten. Beide documenten kaderen in de evolutie die men binnen Europa wil bewerkstelligen in de richting van meer aandeelhoudersdemocratie.<sup>179</sup> Al zou de traditionele opvatting dus waar zijn<sup>180</sup>, de EU kan alvast niet beschuldigd worden van enige passiviteit op dit vlak.

De Europese Commissie geeft in haar actieplan blijk van de wil het harmonisatieproces op het gebied van het EU-vennootschapsrecht een nieuwe en ambitieuze impuls te willen geven. De Commissie geeft daarbij een aantal redenen op waarom zij nieuwe initiatieven op dit vlak noodzakelijk acht. Eén van die redenen is de noodzaak om binnen een Europese context tot een verdere integratie van de kapitaalmarkten te kunnen overgaan. Dynamische effectenmarkten zijn volgens de Commissie van het grootste belang voor de toekomst van Europa. *“Om dergelijke markten tot stand te brengen moeten zowel emittenten als beleggers veel actiever kunnen zijn op andere kapitaalmarkten in de EU en erop kunnen vertrouwen dat de ondernemingen waarin zij investeren aan gelijkwaardige regelgeving inzake corporate governance zijn onderworpen. Beursgenoteerde ondernemingen hebben behoefte aan een meer samenhangend, dynamisch en flexibel Europees rechtskader.”* Ook de reeks financiële schandalen waarmee men in Europa in de periode rond 2003 werd geconfronteerd worden door de Commissie aangehaald. Volgens de Commissie zorgen dergelijke schandalen voor wantrouwen in de markt. Een herstel van het vertrouwen ziet de Commissie als een reden te meer om nieuwe initiatieven te ontplooiën. De Commissie besluit met volgend ‘statement’:

*“Zowel grote als kleine beleggers hebben behoefte aan meer transparantie en beter informatie over ondernemingen, en willen meer invloed hebben op de wijze waarop de vennootschappen waarvan zij mede-eigenaar zijn, worden geleid. De aandeelhouders, en niet het bestuur, zijn de eigenaars van de onderneming - en toch worden hun rechten maar al te vaak met voeten getreden door onwaardig, inhalig en soms frauduleus gedrag. Een nieuw gevoel voor verhoudingen en eerlijkheid is onontbeerlijk.”*<sup>181</sup>

---

<sup>178</sup> Zie *supra*, punt B., §2, deel II.

<sup>179</sup> EU Actieplan Vennootschapsrecht, 17.

<sup>180</sup> Wat in dit werk, in navolging van COOLS, wordt gecontesteerd. Zie *supra*, punt 1 onder B., §2, deel II.

<sup>181</sup> EU Actieplan Vennootschapsrecht, 7-8.

Bovenstaand *statement* geeft aan dat de Commissie aandeelhouders aanziet als de eigenaars van de ondernemingen van dewelke zij aandelen in bezit hebben. Dat aandeelhouders meer invloed willen hebben op de wijze waarop vennootschappen worden geleid lijkt zij op basis van die zienswijze niet meer dan gerechtvaardigd te vinden. Deze visie op de rol van de aandeelhouder wordt evenwel niet door iedereen gedeeld. De ‘*shareholder primacists*’ delen deze visie. (Amerikaanse) Rechtsgeleerden zoals BAINBRIDGE daarentegen niet.<sup>182</sup> In welke mate men, vennootschapsrechtelijk, hervormend optreedt of wil optreden hangt nauw samen met de visie die men heeft op de rol van de aandeelhouder. In de VS lijkt de wetgever nogal terughoudend te staan ten aanzien van pleidooien, zoals die van BEBCHUK<sup>183</sup>, om aandeelhouders meer bevoegdheden toe te bedelen. Een pleidooi zoals dat van BAINBRIDGE<sup>184</sup>, dat hiertegen ingaat, past dan ook veel beter binnen wijze waarop de juridische bevoegdheden in de VS binnen de onderneming zijn verdeeld.<sup>185</sup> De verwachting is dan ook dat de Europese vennootschapsrechtelijke hervormingen aandeelhouders heel wat meer genegen zullen zijn dan de eventuele Amerikaanse. Tot op een zekere hoogte is dat ook zo. Anderzijds is de aandacht die, via de Richtlijn Aandeelhoudersrechten, naar het hervormen van de stemprocedure is gegaan misschien een teken dat de EU teveel is uitgegaan van de traditionele opvatting als zou het Continentaal Europese recht vooral op dat vlak te weinig waarborgen bieden aan de aandeelhouders en te weinig is uitgegaan van de specifieke problemen waarmee aandeelhouders worden geconfronteerd in de EU. Problemen die inherent zijn aan het fundamenteel van de VS verschillende corporate governance model waarbinnen aandeelhouders binnen de EU functioneren. Dit helpt wellicht mede verklaren dat ondanks de genegenheid van de Commissie ten aanzien van het idee dat een sterkere aandeelhoudersinvloed het ondernemingsbestuur kan helpen verbeteren haar hervormingen een dergelijke invloed nog niet op grote schaal hebben kunnen waarmaken.

Dat het zeker en vast de doelstelling is van de Commissie via vennootschapsrechtelijke hervormingen in eerste instantie de rechten van aandeelhouders te versterken kan echter niet worden miskend. Dit is namelijk één van de twee, als dusdanig ook uitdrukkelijk geformuleerde, beleidsdoelstellingen die de Commissie aangeeft in haar actieplan.<sup>186</sup> Een doeltreffende en evenredige bescherming van aandeelhouders en derden moet volgens de Commissie de kern vormen van alle beleid op het gebied van het vennootschapsrecht.<sup>187</sup>

---

<sup>182</sup> Zie *supra*, punt 1.1 onder §2, C., 2., deel II.

<sup>183</sup> Zie L. BEBCHUCK, *l.c.*, 833-917.

<sup>184</sup> S.M. BAINBRIDGE, “Shareholder Activism and Institutional Investors”, *UCLA, School of Law-Econ Research Paper No. 05-20*, september 2005, 18 p.

<sup>185</sup> Waarbij het aan de Raad van Bestuur toekomt om de onderneming te besturen (omdat verondersteld wordt dat die dit ook het beste kan) en slechts in een zeer beperkt aantal gevallen aan de aandeelhouders hierbij om inspraak moet worden gevraagd.

<sup>186</sup> EU Actieplan Vennootschapsrecht, 9-10.

<sup>187</sup> EU Actieplan Vennootschapsrecht, 9.

Op basis van een vergelijkende studie van de belangrijkste codes op het corporate governance gebied die relevant zijn voor de EU, in opdracht van de Commissie uitgevoerd door Weil, Gotshal & Manges LLP en het advies van de groep van deskundigen op hoog niveau op het gebied van het vennootschapsrecht komt de Commissie tot het besluit dat er weliswaar geen nood is aan een EU corporate governance code.<sup>188</sup> Het belangrijkste terrein waarop de Europese Commissie haar inspanningen zou moeten richten is volgens de studie van Weil, Gotshal & Manges LLP de vermindering van de wet- en regelgeving die voor aandeelhouders een belemmering vormen om grensoverschrijdend te stemmen ('participatiebeperkingen') evenals de reductie van regelingen die het aandeelhouders moeilijk maken zich een oordeel te vormen over het bestuur van ondernemingen ('informatiebeperkingen').<sup>189</sup> De Richtlijn Aandeelhoudersrechten focust zich in hoofdzaak op het wegwerken van dit soort van beperkingen.

In verregaande overeenstemming met de voorstellen van de groep op hoog niveau was de Commissie in 2003 voornemens om maatregelen te nemen om de rechten van aandeelhouders te versterken, onder meer door de toegang tot informatie voor de aandeelhouders te vergemakkelijken. Aandeelhouders van beursgenoteerde ondernemingen moeten volgens de Commissie voor de algemene vergadering langs elektronische weg toegang hebben tot de relevante informatie. Ook de uitoefening van een reeks van andere rechten van aandeelhouders van beursgenoteerde ondernemingen moest worden verbeterd (recht om vragen te stellen, resoluties in te dienen, te stemmen *in absentia*, om langs elektronische weg deel te nemen aan algemene vergaderingen...). In laatste instantie gaf de Commissie ook de specifieke problemen in verband met het grensoverschrijdend stemmen aan als een van de onderwerpen waarvoor dringend een oplossing moest worden gevonden.<sup>190</sup>

Naast de versterking van de rechten van de aandeelhouders gaf de Commissie in haar actieplan van 2003 daarnaast ook aan maatregelen te willen nemen op het vlak van de informatieverstrekking over corporate governance. Meer bepaald nam de Commissie zich in 2003 voor institutionele beleggers te verplichten om a) hun beleggingsbeleid en hun beleid met betrekking tot de uitoefening van hun stemrechten in ondernemingen waarin zij beleggen, bekend te maken en b) aan hun economische eigenaren op verzoek mede te delen hoe deze rechten in een specifiek geval zijn gebruikt. Dergelijke verplichtingen zouden volgens de Commissie niet alleen het interne bestuur van de institutionele beleggers zelf verbeteren, maar zouden ook de deelname van deze beleggers aan de activiteiten van de ondernemingen waarin zij investeren, verhogen. Aan institutionele beleggers dergelijke openbaarmakingsverplichtingen opleggen zou volgens de Commissie echter maar doeltreffend zijn

---

<sup>188</sup> EU Actieplan Vennootschapsrecht, 13.

<sup>189</sup> EU Actieplan Vennootschapsrecht, 13.

<sup>190</sup> EU Actieplan Vennootschapsrecht, 14,16-17.



wanneer de problemen in verband met het grensoverschrijdend stemmen zijn opgelost.<sup>191</sup> Ondertussen zijn via de Richtlijn Aandeelhoudersrechten een groot deel van die problemen opgelost. Aan institutionele beleggers zijn in Europa evenwel ondertussen nog steeds geen openbaarmakingsverplichtingen opgelegd zoals men zich dat had voorgenomen te doen in 2003.<sup>192</sup> Een nieuwe richtlijn is weliswaar onderweg die de beheerders van alternatieve investeringsfondsen, zoals hefboomfondsen, aan een hele reeks verplichtingen, waaronder openbaarmakingsverplichtingen zal onderwerpen.<sup>193</sup> Belangrijk is nog dat de Commissie erkent dat institutionele beleggers een belangrijke rol te vervullen hebben bij het bestuur van de ondernemingen waarin zij investeren en dat zij aangeeft deze rol ook te willen versterken.<sup>194</sup>

Belangrijk zijn ook de bemerkingen van de Commissie met betrekking tot groepen en piramidestructuren.<sup>195</sup> De Commissie wijst erop dat het gebrek aan transparantie van piramidestructuren, die door de groep op hoog niveau worden omschreven als ketens van holdingvennootschappen waarbij de uiteindelijke controle dankzij een groot aantal minderheidsaandeelhouders berust op een kleine totale investering, een aantal problemen doen rijzen.<sup>196</sup> Eén van die problemen, weliswaar niet in herinnering gebracht door de Commissie in haar actieplan, is uiteraard de beperkte invloed die de, andere dan de controlerende, aandeelhouders binnen een dergelijk bestel maar kunnen uitoefenen op de manier waarop een onderneming in dewelke zij een belang hebben wordt geleid. De Commissie stelt een aantal concrete maatregelen voor in haar actieplan.<sup>197</sup> De Commissie wees er in 2003 op dat elk initiatief waarbij het beginsel van de evenredigheid tussen kapitaal en controle verder zou worden versterkt een voorafgaande studie vereist. De Commissie gaf dan ook aan van plan te zijn om op korte tot middellange termijn een studie te laten uitvoeren over de gevolgen van een dergelijke benadering. Deze studie heeft de Commissie ondertussen laten uitvoeren.<sup>198</sup> Concrete maatregelen zijn hier evenwel nog niet uit voortgekomen. Daar piramidale structuren vaak maar kunnen worden opgezet met behulp van de uitgifte van aandelen met beperkte of zonder stemrechten is het ‘one share one vote’ debat binnen deze context uitermate belangrijk. Een dergelijke regel kan binnen een Europese context ongetwijfeld mede zorgen voor dé oplossing van het kenmerkende Europese principaal-agent probleem.<sup>199</sup> Meer nog dan regels, zoals die

---

<sup>191</sup> EU Actieplan Vennootschapsrecht, 15-16.

<sup>192</sup> T. BAUMS, *l.c.*, 21.

<sup>193</sup> Directive on Alternative Investment Fund Managers (AIFMs) : Frequently Asked Questions, *EU RAPID Press Releases*, 29 april 2009, Brussel, 8 p.; “Europa wil controle op hefboomfondsen versterken”, *De Tijd*, 29 april 2009.

<sup>194</sup> EU Actieplan Vennootschapsrecht, 16.

<sup>195</sup> EU Actieplan Vennootschapsrecht, 22-24.

<sup>196</sup> EU Actieplan Vennootschapsrecht, 23.

<sup>197</sup> EU Actieplan Vennootschapsrecht, 23-24.

<sup>198</sup> T. BAUMS, *l.c.*, 5.

<sup>199</sup> Dat zich in Europa voornamelijk stelt in de relatie tussen de minderheidsaandeelhouders en de controlerende aandeelhouders die vaak via piramidale structuren controle uitoefenen over ondernemingen.

uit de Richtlijn Aandeelhoudersrechten, die de stemprocedure ‘aandeelhoudersvriendelijker’ trachten te maken.

Een aantal beperkingen die aandeelhouders er in Europa van weerhouden (of weerhielden) te wegen op het ondernemingsbeleid werden al vermeld. Het betreft onder meer de zogenaamde participatie en informatiebeperkingen, piramidestructuren en de daarmee samenhangende afwijkingen op de *one share one vote* – regel. Ook de onzekerheid die de richtlijn betreffende het openbaar overnamebod<sup>200</sup> met zich meebrengt, voor aandeelhouders die gezamenlijk een strategie willen ontwikkelen over de manier waarop ze zich gaan opstellen ten opzichte van het bestuur van een onderneming, kan hier nog vermeld worden. Deze richtlijn bepaalt dat wanneer een natuurlijke of rechtspersoon die, ten gevolge van eigen verwerving of verwerving door in onderling overleg met hem handelende personen, effecten van een vennootschap in zijn bezit krijgt welke rechtstreeks of middellijk een bepaald percentage van de stemrechten in de vennootschap vertegenwoordigen waarmee de zeggenschap over de vennootschap wordt verkregen, verplicht is een bod uit te brengen ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders van de vennootschap.<sup>201</sup> Deze verplichting richt zich naar de bescherming van de minderheidsaandeelhouders van de onderneming toe. De verplichting verschaft minderheidsaandeelhouders namelijk het recht om uit het kapitaal van de onderneming te stappen tegen redelijke voorwaarden wanneer een andere aandeelhouder de zeggenschap wil verwerven. De richtlijn verschaft evenwel geen duidelijkheid over de inhoud van het begrip ‘zeggenschap’. Het wordt aan de lidstaten zelf overgelaten om aan dit begrip een concrete invulling te geven. Het begrip ‘zeggenschap’ wordt op zijn beurt dan wel weer gebruikt om invulling te geven aan het begrip ‘handelen in onderling overleg’. Dit heeft tot gevolg dat aandeelhouders die gezamenlijk een strategie willen ontwikkelen over de manier waarop ze zich gaan opstellen ten opzichte van het bestuur van een onderneming, zonder daarbij weliswaar ‘in hun ogen’ de controle over de onderneming te beogen, tengevolge van de verschillende criteria die binnen Europa worden gehanteerd om het begrip ‘zeggenschap’ af te bakenen, zich blootstellen aan het risico ooit ongewild een openbaar overnamebod te moeten lanceren. Deze juridische onzekerheid vormt een belangrijke hinderpaal voor het aandeelhoudersactivisme.<sup>202</sup>

De vraag die zich hier stelt is uiteraard hoe de Commissie tot nog toe heeft gehandeld rekening houdende met haar goede voornemens uit 2003. In 2005 en 2006 werd het actieplan uit 2003 alvast geëvalueerd om nogmaals de relevantie en de gepastheid van de in 2003 voorgestelde maatregelen na

---

<sup>200</sup> Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *PB*. L 142 van 30/04/2004, 0012 – 0023; hierna: ‘Richtlijn Openbaar Overnamebod’.

<sup>201</sup> Art. 5, lid 1 Richtlijn Openbaar Overnamebod

<sup>202</sup> P. SANTELLA, E. BAFFI, C. DRAGO en D. LATTUCA, *l.c.*, 19-20.

te gaan.<sup>203</sup> Deze evaluaties hebben ervoor gezorgd dat het plan uit 2003 op een aantal punten is aangepast. Ook een aantal nieuwe doelstellingen werden vooropgesteld.<sup>204</sup> Tot nog toe is wat de versterking van de rechten van de aandeelhouders betreft de Richtlijn Aandeelhoudersrechten in ieder geval de belangrijkste verwezenlijking.<sup>205</sup> Het *one share one vote* debat woedt nog in alle hevigheid<sup>206</sup> en ook aan de juridische onzekerheid die de richtlijn betreffende het openbaar overnamebod met zich meebrengt is nog niet gesleuteld. De voorgestelde maatregelen aangaande groepen en piramidestructuren bleken dan weer te weinig publiek draagvlak te kennen.<sup>207</sup> In wat volgt zal dan ook enkel nog aandacht worden besteedt aan de Richtlijn Aandeelhoudersrechten.

## 1.2. De Richtlijn Aandeelhoudersrechten

De EU ontleent haar bevoegdheid om harmoniserend op te treden ten aanzien van het vennootschaprecht aan het Verdrag van Rome van 1957. De meeste initiatieven uitgaande van de EU in het kader van het vennootschapsrecht zijn gebaseerd op de artikelen 43 en 44 van het EG-Verdrag. Artikel 43 proclameert de vrijheid van vestiging die voor vennootschappen opgericht in de ene lidstaat het recht inhoudt om zich ook in een andere lidstaat te vestigen en daar handel te drijven overeenkomstig de bepalingen welke door de wetgeving van het land van vestiging voor de eigen onderdanen zijn vastgesteld. Art. 44 bepaalt dat de Raad en de Commissie, bij wege van richtlijnen, maatregelen moeten nemen om de vrijheid van vestiging te waarborgen. Een aantal vennootschapsrechtelijke EU-initiatieven zijn er specifiek op gericht deze vrijheid te waarborgen door bijvoorbeeld de minimumvoorwaarden waaronder vennootschappen kunnen worden opgericht in de EU-lidstaten te harmoniseren. Daarnaast verleent ook Art. 95 EG-Verdrag soms de wettelijke basis voor het Europees vennootschapsrecht. De bevoegdheid om maatregelen te nemen teneinde aandeelhouders de mogelijkheid te bieden hun rechten overal in de EU effectief te kunnen uitoefenen ontleent de EU aan de artikelen 44, 95 en 5 van het EG-Verdrag. Artikel 5 van het EG-Verdrag bevat het zogenaamde subsidiariteitsbeginsel dat bepaalt dat de Gemeenschap slechts optreedt indien en voor zover de doelstellingen van het overwogen optreden niet voldoende door de lidstaten zelf kunnen worden verwezenlijkt. Het optreden van de Gemeenschap gaat in een dergelijk geval niet verder dan wat nodig is om de doelstellingen van het EG-Verdrag te bewerkstelligen. Wanneer op basis van Art. 5 normen worden opgelegd gaat het dan ook stevast slechts om minimumnormen. De lidstaten mogen dus gerust verder gaan en hun nationale wetgeving nog strenger maken maar zijn hier geenszins toe

---

<sup>203</sup> T. BAUMS, *l.c.*, 7.

<sup>204</sup> Voor een overzicht zie: T. BAUMS, *l.c.*, 12-16.

<sup>205</sup> Voor een volledig overzicht van alle verwezenlijking sinds 2003 zie: T. BAUMS, *l.c.*, 3-8.

<sup>206</sup> Er bestaat vooralsnog geen Europese *one share one vote* - regel, al wordt daar wel volop discussie over gevoerd. Zie: F. FERRARINI, "One Share One Vote, A European Rule?", *ECGI Law Working Paper No. 58/2006*, januari 2006, 27 p.

<sup>207</sup> T. BAUMS, *l.c.*, 5.

verplicht.<sup>208</sup> Ook de Richtlijn Aandeelhoudersrechten bevat slechts een set van minimumnormen. Dit wordt uitdrukkelijk zo bepaald in Artikel 3 van de richtlijn.

In haar overwegingen bij de richtlijn worden enkele van de voornemens die al voorkwamen in het actieplan van de Commissie van 2003 herhaald, zij het in andere bewoordingen. Zo wordt gesteld dat effectieve zeggenschap van de aandeelhouders een eerste vereiste is voor een goede corporate governance en dat deze bijgevolg dient te worden vergemakkelijkt en aangemoedigd. Belemmeringen die aandeelhouders ontmoedigen om te stemmen, bijvoorbeeld door de uitoefening van de stemrechten afhankelijk te stellen van de blokkering van de aandelen gedurende een bepaalde periode voorafgaand aan de algemene vergadering, dienen daarom te worden opgeheven.<sup>209</sup> Ook op de tot voor de richtlijn bestaande problemen inzake het grensoverschrijdend stemmen wordt nogmaals gewezen. Zo wordt er gesteld dat niet-ingezetene aandeelhouders hun rechten met betrekking tot de algemene vergadering even gemakkelijk moeten kunnen uitoefenen als aandeelhouders die wel ingezetene zijn van de lidstaat waar de vennootschap haar statutaire zetel heeft. Aandeelhouders dienen ook in staat te zijn op de algemene vergadering of van tevoren met kennis van zaken te stemmen, ongeacht waar zij verblijven.<sup>210</sup> Ook de bestaande mogelijkheden voor aandeelhouders om punten op de agenda van de AVA te plaatsen en vragen te stellen op de AVA worden nogmaals aangehaald als terreinen waarop op Europees vlak actie diende ondernomen te worden.<sup>211</sup> Voor een goede corporate governance is daarnaast ook een soepel en doeltreffend proces voor het stemmen bij volmacht noodzakelijk. Bestaande beperkingen en formaliteiten die stemmen bij volmacht omslachtig en duur maken, moesten daarom worden afgeschaft.<sup>212</sup> In laatste instantie mogen ook de goede voornemens inzake het wegwerken van de belemmeringen om langs elektronische weg aan de AVA deel te nemen niet worden vergeten.<sup>213</sup>

De richtlijn zelf bevat slechts een 17-tal artikelen. Art. 4 steekt van wal door het principe van de gelijke behandeling van de aandeelhouders, zowel voor wat betreft de deelneming aan als de uitoefening van de stemrechten in de AVA, te proclameren. De richtlijn vervolgt door te stellen dat de vennootschap de oproeping tot de algemene vergadering uiterlijk op de 21<sup>ste</sup> dag voor de vergadering moet doen uitgaan.<sup>214</sup> Diezelfde bepaling stelt ook een aantal vereisten op het vlak van de informatie

---

<sup>208</sup> A.R. PINTO, "The European Union's Shareholder Voting Rights Directive From An American Perspective: Some Comparisons And Observations", *Brooklyn Law School Legal Studies Research Paper No. 117*, september 2008, 14-16; Zie ook overweging 4 en 14 Richtlijn Aandeelhoudersrechten.

<sup>209</sup> Overweging 3 Richtlijn Aandeelhoudersrechten

<sup>210</sup> Overweging 5 en 6 Richtlijn Aandeelhoudersrechten

<sup>211</sup> Overweging 7 en 8 Richtlijn Aandeelhoudersrechten

<sup>212</sup> Overweging 10 Richtlijn Aandeelhoudersrechten

<sup>213</sup> Overweging 9 Richtlijn Aandeelhoudersrechten

<sup>214</sup> Art. 5, lid 1 Richtlijn Aandeelhoudersrechten

die deze oproeping minimaal moet gaan meedelen aan de aandeelhouders.<sup>215</sup> Zo moet de oproeping onder meer de rechten van de aandeelhouders overeenkomstig de artikelen 6 en 9 van de richtlijn weergeven.<sup>216</sup> Voormelde artikelen houden respectievelijk het recht in voor de aandeelhouders om punten op de algemene vergadering te plaatsen en ontwerp-resoluties in te dienen<sup>217</sup> en het recht om vragen te stellen (en hier op een antwoord te krijgen) op de algemene vergadering<sup>218</sup>. Aan één van de belemmeringen die aandeelhouders ontmoedigt om te stemmen, zijnde de praktijk de uitoefening van de stemrechten afhankelijk te stellen van de blokkering van de aandelen gedurende een bepaalde periode voorafgaand aan de algemene vergadering, werd verholpen door Art. 7 van de richtlijn. Art. 7, lid 1, a) van de richtlijn bepaalt dat de lidstaten ervoor moeten zorgen dat de rechten van een aandeelhouder om deel te nemen aan een algemene vergadering en te stemmen op aandelen, niet langer ondergeschikt worden gemaakt aan de eis dat de aandelen voorafgaand aan de algemene vergadering worden gedeponereerd bij, of overgedragen aan, of geregistreerd op naam van een andere natuurlijke of rechtspersoon. Daarnaast dienen zij, afgezien van de eis dat de volmachthouder handelingsbekwaamheid dient te bezitten, ook alle rechtsregels die de mogelijkheid voor personen om als volmachthouder te worden aangewezen, beperken of die de vennootschappen toestaan deze mogelijkheid te beperken af te schaffen.<sup>219</sup> Wat betreft het stemmen bij volmacht worden in Europa, en dat zal ook na de implementatie van de richtlijn nog steeds zo zijn, minder sterke waarborgen geboden als in de VS. Met de artikelen 10 en 11<sup>220</sup> van de richtlijn wordt op Europees vlak in ieder geval wel een mooi initiatief genomen in de richting van sterkere waarborgen voor de aandeelhouders in Europa op dit vlak. Daarnaast bevat de richtlijn nog een bepaling inzake het stemmen per brief<sup>221</sup>, het wegnemen van bepaalde belemmeringen voor het daadwerkelijk kunnen uitoefenen van diens stemrechten<sup>222</sup> en de stemmingsresultaten<sup>223</sup>. De goede voornemens inzake het wegwerken van de belemmeringen om langs elektronische weg aan de AVA te kunnen deelnemen vinden in eerste instantie hun neerslag in Art. 8 van de richtlijn. Dit artikel bepaalt dat de lidstaten vennootschappen moeten toestaan hun aandeelhouders in de gelegenheid te stellen om langs elektronische weg aan de algemene vergadering deel te nemen.<sup>224</sup> Deze bepaling is echter niet dwingend gemaakt<sup>225</sup> omwille van de bezorgdheden van sommigen inzake de veiligheid van een dergelijk systeem.<sup>226</sup> De richtlijn

---

<sup>215</sup> Art. 5, lid 3 Richtlijn Aandeelhoudersrechten

<sup>216</sup> Art. 5, lid 3, b),i) Richtlijn Aandeelhoudersrechten

<sup>217</sup> Art. 6 Richtlijn Aandeelhoudersrechten

<sup>218</sup> Art. 9 Richtlijn Aandeelhoudersrechten

<sup>219</sup> Art. 10, lid 1, al.2 Richtlijn Aandeelhoudersrechten

<sup>220</sup> Die bepalingen inzake de procedure voor het stemmen bij volmacht bevat.

<sup>221</sup> Art. 12 Richtlijn Aandeelhoudersrechten

<sup>222</sup> Art. 13 Richtlijn Aandeelhoudersrechten

<sup>223</sup> Art. 14 Richtlijn Aandeelhoudersrechten

<sup>224</sup> Art. 8, lid 1 Richtlijn Aandeelhoudersrechten

<sup>225</sup> Let op de bewoordingen van Art. 8, lid 1 Richtlijn Aandeelhoudersrechten. Lidstaten moeten vennootschappen slechts *toestaan*, en *niet verplichten* hun aandeelhouders in de gelegenheid te stellen om langs elektronische weg aan de algemene vergadering deel te nemen.

<sup>226</sup> A.R. PINTO, *l.c.*, 21.

voorziet daarnaast dat bepaalde informatie met betrekking tot de algemene vergadering op de internetsite van de vennootschap, gedurende een ononderbroken periode die uiterlijk op de 21ste dag voor de dag van de algemene vergadering aanvangt, moet bekendgemaakt worden.<sup>227</sup> Vragen kunnen ook steeds elektronisch worden gesteld maar de lidstaten mogen bepalen dat een vraag als beantwoord mag worden beschouwd wanneer de relevante informatie op de internetsite van de vennootschap in de vorm van vraag-en-antwoord formule beschikbaar is.<sup>228</sup> Wat het wegwerken van de belemmeringen om lang elektronische weg aan de AVA te kunnen deelnemen betreft kan in laatste instantie vermeld worden dat in de richtlijn ook is bepaald dat de lidstaten de aanwijzing van volmachthouders door aandeelhouders ook langs elektronische weg moeten toestaan<sup>229</sup> en het gebruik van elektronische middelen om aandeelhouders in staat te stellen aan de algemene vergadering deel te nemen, niet aan andere verplichtingen of beperkingen mag onderworpen zijn dan die welke noodzakelijk zijn voor de verificatie van de identiteit van de aandeelhouders en de veiligheid van de communicatie, en alleen voor zover zij in verhouding staan tot de beoogde doelstellingen<sup>230</sup>.

De Richtlijn Aandeelhoudersrechten betekent voor de aandeelhouders in Europa ongetwijfeld een stap vooruit. De vraag die zich hier stelt is of de richtlijn binnen het specifieke EU corporate governance model een even grote stap vooruit betekent. Ook al zien we in Europa een evolutie in de richting van een steeds sterker verspreid aandeelhouderschap, de aanwezigheid van een controlerende aandeelhouder blijft het aandeelhouderschap van het merendeel van de Europese ondernemingen kenmerken. De uitoefening van de stemrechten van de (minderheids-)aandeelhouders vergemakkelijken biedt geen enkele oplossing voor een agency-probleem dat zich in Europa vooral stelt in de verhouding tussen de meerderheids- en minderheidsaandeelhouders.<sup>231</sup> PINTO wijst er op dat niettegenstaande de aanwezigheid van een controlerende aandeelhouder het van uitermate groot belang is dat de andere (minderheids-)aandeelhouders hun stem komen uitbrengen. Zelfs wanneer de stem van de minderheidsaandeelhouders een beslissing niet rechtstreeks kan beïnvloeden kan het feit dat zij hun stem toch komen uitbrengen de houding van diegene die de zeggenschap heeft over de onderneming beïnvloeden. Controlerende aandeelhouders zullen mogelijks ook rekening houden met de mening van de minderheidsaandeelhouders omdat dit het bewijs kan leveren van deugdelijk bestuur, wat op zijn beurt de mogelijkheden tot het aantrekken van extra kapitaal kan vergroten.<sup>232</sup> Niettegenstaande de positieve bemerkingen van PINTO kan mijn inziens niet voorbijgegaan worden aan de vaststelling dat een deel van de bepalingen uit de Richtlijn Aandeelhoudersrechten duidelijk geïnspireerd zijn op Amerikaans recht, en daardoor wellicht hun doel zullen missen. Dat de procedure

---

<sup>227</sup> Art. 5, lid 4 Richtlijn Aandeelhoudersrechten

<sup>228</sup> Art. 9 Richtlijn Aandeelhoudersrechten; A.R. PINTO, *l.c.*, 22.

<sup>229</sup> Art. 11, lid 1 Richtlijn Aandeelhoudersrechten

<sup>230</sup> Art. 8, lid 2 Richtlijn Aandeelhoudersrechten

<sup>231</sup> A.R. PINTO, *l.c.*, 29-30.

<sup>232</sup> A.R. PINTO, *l.c.*, 30.

inzake het stemmen bij volmacht bijvoorbeeld op Europees vlak wordt aangepakt is ongetwijfeld een positieve zaak, maar aan de zwakke positie van de minderheidsaandeelhouders ten opzichte van die van een controlerende aandeelhouder verandert dit vrij weinig. De conclusie lijkt dan ook eerder te zijn dat men zich in Europa heeft laten vangen aan één van de ondertussen tot traditie geworden bevindingen van LA PORTA e.a. met name dat het in Europa slechts matig ontwikkelde systeem van het stemmen bij volmacht één van de redenen is voor de minder hoogstaande bescherming die in Europa aan aandeelhouders worden geboden. In eerste instantie hebben we gezien dat de bescherming die in Europa aan aandeelhouders wordt geboden van betere kwaliteit is dan doorgaans wordt aangenomen. Daarna is gewezen op de compleet van elkaar verschillende context waarbinnen Europese en Amerikaanse aandeelhouders zich bevinden. Deze context helpt trouwens ook verklaren waarom het ‘volmachtensysteem’ in de VS beter is ontwikkeld in de VS dan in Europa. Volmachten worden in de VS door ondernemingen namelijk ‘gesolliciteerd’ net omwille van de kenmerkende aandeelhouderstructuur van Amerikaanse ondernemingen waarin de aandeelhoudersrechten steevast in een sterk verspreide hand terug te vinden zijn. Volmachten verkrijgen zijn, bij gebreke van een aanwezige controlerende aandeelhouder, vaak nodig om het quorum op de AVA te bereiken en zo welke beslissing dan ook die zich heeft opgedrongen te kunnen nemen. Doordat het gebruik van deze techniek absoluut noodzakelijk is om beslissingen te kunnen nemen binnen het Amerikaans corporate governance model is er door de jaren heen dan ook veel aandacht naartoe gegaan van de wetgever.<sup>233</sup> Binnen het Europees corporate governance model is er echter veel minder nood aan een sterk ontwikkeld volmachtensysteem. Ik betreur het dan ook dat maatregelen die wellicht veel efficiënter zouden kunnen geweest zijn om het Europese *agency*-probleem bij uitstek op te lossen tot nog toe achterwege zijn gebleven. Ik heb het dan in het bijzonder over maatregelen, waarvan ik aangegeven heb dat de Commissie ze wel voornemens was te nemen maar daar uiteindelijk toch aan verzaakt heeft, met betrekking tot piramidestructuren en een Europese one share one vote regel. Door middel van piramidestructuren en het handig gebruik maken van toegelaten afwijkingen op de one share one vote regel slagen sommige aandeelhouders er immers in een vennootschap te controleren zonder de meerderheid van het kapitaal in handen te hebben. Ook al hebben de nationale wetgevers, zoals de Duitse<sup>234</sup>, soms zelf wel al maatregelen genomen binnen dit kader, toch is een Europees optreden op dit vlak mijn inziens gewenst. Zo de onderscheiden nationale wetgevers op dit vlak ongecoördineerd maatregelen gaan treffen<sup>235</sup> is de kans immers groot dat er juridische onzekerheid ontstaat. De eerste stap die met de Richtlijn Aandeelhoudersrechten is gezet in de richting van meer aandeelhoudersinvloed binnen het kenmerkende Europese corporate governance model beschouw ik dan ook als niet meer dan een, desalniettemin van groot belang zijnde, psychologische stap. Een

---

<sup>233</sup> A.R. PINTO, *l.c.*, 22-23.

<sup>234</sup> De Duitse wetgever heeft volgens ENRIQUES en VOLPIN tot nog toe de meeste inspanningen geleverd om afwijkingen op de *one share one vote* - regel te limiteren. Zie L. ENRIQUES en P. VOLPIN, *l.c.*, 132.

<sup>235</sup> Voor een overzicht van de maatregelen die Frankrijk, Duitsland en Italië de afgelopen jaren hebben genomen om aandeelhouders meer zeggenschap te verlenen zie L. ENRIQUES en P. VOLPIN, *l.c.*, 132.

psychologische stap in die zin dat hij ons op Europees vlak misschien kan overtuigen van de positieve gevolgen van meer aandeelhoudersinvloed, zonder die ook daadwerkelijk bewerkstelligd te hebben. Wanneer men in Europa op een effectieve manier het *agency*-probleem, dat zich er voornamelijk in de verhouding tussen de meerderheids- en minderheidsaandeelhouders stelt, wil oplossen dan moet het hervormingsproces weliswaar blijven doorgaan.<sup>236</sup> Het aandeelhoudersactivisme is alvast maar weinig gebaat bij de hervormingen die tot nog toe zijn doorgevoerd.

De Richtlijn Aandeelhoudersrechten moet overigens uiterlijk tegen 3 augustus 2009 in Belgisch recht worden omgezet.<sup>237</sup> De aanpassingen die moeten gebeuren om het Belgische vennootschapsrecht met de richtlijn in overeenstemming te brengen en wat die omzetting kan betekenen voor het aandeelhoudersactivisme in België komt in deel III aan bod.

## **2. Amerikaanse beperkingen en hervormingen**

In de VS, met zijn verspreid aandeelhouderschap kampt men op het corporate governance vlak met een probleem dat zich op een ander niveau afspeelt dan in Europa. We hebben gezien dat in Europa in feite vooral naar oplossingen moet worden gezocht voor een *agency*-probleem dat zich er vaak eerder in de verhouding tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders zal stellen dan tussen aandeelhouders en bestuur. In de VS daarentegen moet echter wel vooral naar oplossingen worden gezocht voor een *agency*-probleem dat zich voornamelijk op dit laatste niveau zal stellen.<sup>238</sup>

Uit de bevindingen van COOLS volgt dat een aandeelhouder van een Amerikaanse onderneming die de meerderheid van de stemrechten controleert op de AVA daarom de onderneming zelf nog niet altijd kan controleren, aangezien, in tegenstelling tot wat het geval is in Europa, in de VS de grootste macht binnen de onderneming is toebedeeld aan het bestuur en niet aan de aandeelhouders. Om het anders te stellen, al bezit een aandeelhouder 99 % van de aandelen van een Amerikaanse beursgenoteerde onderneming dan nog zal deze zijn wil niet zomaar kunnen opdringen aan een bestuur dat onafhankelijk wil besturen. De enige mogelijkheid om controle te kunnen uitoefenen over een Amerikaanse onderneming is door een zitje te verwerven in de Raad van Bestuur ervan. In de VS is het nut van het aanhouden van een meerderheidsbelang in een onderneming vanuit controleperspectief dan ook nutteloos, wat het kenmerkende aandeelhouderschap van de meeste Amerikaanse ondernemingen overigens mee helpt verklaren.<sup>239</sup> In tegenstelling tot conflicterende belangen die in de VS aldus sneller een probleem zullen vormen op het niveau aandeelhouders/bestuur heeft een probleem van conflicterende belangen tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders er in de

---

<sup>236</sup> L. ENRIQUES en P. VOLPIN, *l.c.*, 138.

<sup>237</sup> Art. 15 en 16 Richtlijn Aandeelhoudersrechten

<sup>238</sup> L. ENRIQUES en P. VOLPIN, *l.c.*, 117.

<sup>239</sup> Zie *supra*, punt 3, onder §2, B, deel II.



regel maar weinig voedingsbodem. Hervormingen die aandeelhouders effectief meer macht willen toebedelen zullen er zich dan ook eerder moeten richten op het verstevigen van de positie van de aandeelhouder ten opzichte van het bestuur dan op een versteviging van diens positie ten opzichte van eventuele controlerende aandeelhouders.

In wat volgt zullen eerst de hoofdpunten uit de discussie die de aanhangers van de *shareholder* en de *director primacy* theorieën nu al een tijdje voeren met betrekking tot de noodzaak al of niet meer macht te verlenen aan aandeelhouders kort even worden uiteengezet.

Daarna wordt ruimte gemaakt om een aantal wettelijke beperkingen in het Amerikaanse recht aan het aandeelhoudersactivisme gesteld te duiden. Beperkingen die vooral de aanhangers van de *shareholder primacy* theorie weggewerkt willen zien, onder andere via een hervorming van regel 14a-8 SEC.

In laatste instantie volgt een kort overzicht van een reeks hervormingen die de Amerikaanse wetgever heeft doorgevoerd teneinde de positie van de aandeelhouders te verstevigen. Hervormingen die binnen dit kader uiteraard ook op hun doeltreffendheid, in termen van het kenmerkende Amerikaanse corporate governance probleem, zullen worden geëvalueerd.

## 2.1. Shareholder vs. Director primacy

In de VS heerst er al enige tijd een felle discussie tussen de aanhangers van de *shareholder primacy* theorie, waarvan BEBCHUK ongetwijfeld de felste verdediger is en de aanhangers van de *director primacy* theorie, die ontwikkeld werd door BAINBRIDGE. Beiden zijn het er volgens McCONVILL over eens dat de bestaande benadering van het Amerikaans vennootschapsrecht, ingevolge dewelke het de Raad van Bestuur is die finaal de verantwoordelijkheid draagt voor de door de onderneming gestelde handelingen en gevolgde koers (de zogenaamde ‘*default rule*’), niet moet worden gewijzigd. Voornamelijk op het vlak van de gevolgen die een grotere participatie van aandeelhouders in het bestuur van de onderneming met zich meebrengt, met name of die positief dan wel negatief zijn, bestaat echter grote onenigheid.<sup>240</sup>

De *shareholder primacists* zien de aandeelhouders als de eigenaars van de onderneming. Het bestuur van de onderneming moet winstmaximalisatie nastreven. Het is in het belang van de aandeelhouders dat de onderneming moet bestuurd worden. Een dergelijk bestuur zorgt er namelijk voor dat de onderneming het efficiëntst handelt. Deze visie wordt vaak kracht bijgezet met verwijzing naar een

---

<sup>240</sup> J. McCONVILL, “Shareholder Empowerment as an End in Itself: A New Perspective on Allocation of Power in the Modern Corporation”, *Ohio Northern University Law Review*, *Forthcoming*, te raadplegen op [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=943907](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=943907), 2006, 11.

stuk uit de uitspraak van het Michigan Supreme Court in *Dodge v. Ford Motor Company*<sup>241</sup> en een stuk uit The New York Times geschreven door Nobelprijswinnaar Milton Friedman<sup>242</sup>. Deze visie op de rol van de onderneming en de rechtspositie van de aandeelhouder daarbinnen maakt het vanzelfsprekend dat de aanhangers ervan een pleidooi voor een machtigere aandeelhouder binnen de Amerikaanse vennootschapsrechtelijke ‘*setting*’ zijn gaan ontwikkelen.<sup>243</sup> Vanuit dit oogpunt beschouwd zullen machtiger aandeelhouders ondernemingen namelijk tot verbeterde economische prestaties aanzetten. De hoofdbekommernis van zowel de shareholder als de *director primacists*.

De aanhangers van de *director primacy* theorie zijn echter minder overtuigd van de positieve correlatie tussen een machtiger aandeelhouder en verbeterde economische prestaties. Zij zien de onderneming en de rol die de aandeelhouder daarbinnen speelt dan ook volkomen anders. Zij beschouwen aandeelhouders niet als de eigenaars van de onderneming. Volgens hen kan men op de onderneming als een entiteit ook helemaal geen eigendomsrechten laten gelden. Een onderneming aanzien zij als een fictie, als een waaier die een reeks van contracten omvat tussen bestuurders, aandeelhouders, klanten, leveranciers, werknemers... Zij beschouwen het bestuur van de onderneming ook helemaal niet als de agent van de aandeelhouder-principaal. Zij zien het bestuur van een onderneming eerder als de schakel tussen de verschillende soorten van contracten waaruit de onderneming is opgebouwd. De *director primacists* zien dan ook helemaal geen geprivilegeerde rol weggelegd voor aandeelhouders, noch zien zij aandeelhoudersparticipatie binnen het bestuur van de onderneming als een noodzakelijke component voor het economisch succes van de onderneming. Indien het verlenen van meer macht aan de aandeelhouders daadwerkelijk zo een effectief middel zou zijn om de economische prestaties van de onderneming verder te helpen verbeteren, zoals de *shareholder primacists* beweren, dan zouden we volgens BAINBRIDGE, de architect van het *director primacy* model, ongetwijfeld al moeten vaststellen hebben dat ondernemingen deze macht zelf aan de aandeelhouders hebben toebedeeld via de statuten of dat ze hierom lobbyen bij de wetgever. Aangezien we tot op de dag van vandaag nog geen dergelijke vaststellingen hebben kunnen maken kan volgens BAINBRIDGE dan ook de conclusie getrokken worden dat het verlenen van meer macht aan de aandeelhouders geen door de vrije markt gewaardeerd mechanisme is om meer ondernemingswaarde te creëren. Verschillende aandeelhouders streven daarenboven vaak ook verschillende doelstellingen na, hebben verschillende voorkeuren en (financiële) mogelijkheden. Dit maakt het voor hen als groep quasi onmogelijk om een onderneming te leiden. HUTCHINSON wijst erop dat bestuurders in veel mindere mate gehinderd

---

<sup>241</sup> “A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end, and does not extend to a change in the end itself, to the reduction of profits, or to the non-distribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes.” Verwijzing vanuit J. McCONVILL, *l.c.*, 12, voetnoot 40.

<sup>242</sup> Zie M. FRIEDMAN, “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”, *The New York Times*, 13 september 1970, 32-33, 122, 124, 126. Verwijzing vanuit J. McCONVILL, *l.c.*, 12, voetnoot 41.

<sup>243</sup> J. McCONVILL, *l.c.*, 11-12.

worden door een dergelijk ('*collective action*') probleem. In tegenstelling tot de *shareholder primacists* aanzien de *director primacists* dan ook eerder het bestuur, in plaats van de aandeelhouders, als de belangrijkste katalysator voor sterke economische prestaties vanwege de ondernemingen. De vindingrijkheid en de capaciteiten van getalenteerde bestuurders is hetgeen ondernemingswaarde creëert. Het voornaamste doel van het vennootschapsrecht is ervoor te zorgen dat ondernemingen zoveel mogelijke waarde kunnen creëren. Dit dient het vennootschapsrecht te doen door zoveel mogelijk obstakels die bestuurders ervan verhinderen te besturen weg te werken. Wanneer het vennootschapsrecht bestuurders in alle vrijheid hun taken laat uitoefenen dan zal dit op de lange termijn vanzelf zorgen voor positieve rendementen op de investeringen vanwege de aandeelhouders.<sup>244</sup>

Er werd al aangegeven dat de economische prestaties van de ondernemingen de hoofdbekommernis uitmaken van zowel de *shareholder* als de *director primacists*. Beiden zien de participatie van de aandeelhouders in het bestuur van de onderneming dan ook als niet meer dan een louter instrument dat al of niet kan bijdragen tot verbeterde bedrijfsprestaties. Ze zien aandeelhoudersparticipatie in het bestuur van de onderneming met andere woorden als niets meer dan een middel dat een welbepaald doel al of niet kan bereiken.<sup>245</sup> McCONVILL daarentegen pleit ervoor aandeelhouders meer participatieve rechten toe te kennen, niet zozeer als een middel om verbeterde bedrijfsprestaties te genereren, maar als een doel op zich.<sup>246</sup> Hij argumenteert, vanuit zijn bevindingen op psycho-economisch vlak, dat, wanneer we aanvaarden dat een actieve handelwijze bijdraagt tot groter menselijk geluk en dat het nastreven van dergelijk geluk het ultieme objectief van elke mens vormt, aandeelhoudersactivisme wellicht een rationelere keuze is dan aandeelhouderspassivisme.<sup>247</sup> McCONVILL vindt daarom dat we aandeelhouders, als een doel op zich, meer stem moeten geven. Ik ben van mening dat McCONVILL in feite niets meer doet dan aangeven dat aandeelhoudersparticipatie als een middel ook andere doelen kan nastreven dan de klassieke economische, zijnde in dit geval de geluksdoelstelling. Ook al volg ik McCONVILL dus niet helemaal in zijn '*shareholder empowerment as an end in itself*'-redenering desalniettemin vind ik dat hij vanuit zijn redenering een interessante visie heeft ontwikkeld omtrent de manier waarop aandeelhouders meer stem zouden moeten krijgen binnen de onderneming.

McCONVILL is van oordeel dat aandeelhouders meer macht zouden moeten krijgen, niet via het aanpassen van de bestaande wetgeving maar op basis van contractuele afspraken gemaakt tussen de aandeelhouders en het bestuur. Zoals we hierboven gezien hebben is de juridische verdeling van de bevoegdheden binnen de onderneming in de VS slechts op een suppletieve wijze geregeld.<sup>248</sup>

---

<sup>244</sup> J. McCONVILL, *l.c.*, 14-17.

<sup>245</sup> J. McCONVILL, *l.c.*, 13, 18.

<sup>246</sup> J. McCONVILL, *l.c.*, 35 p.

<sup>247</sup> J. McCONVILL, *l.c.*, 33.

<sup>248</sup> Zie *infra*, punt 2 onder §2, B., deel II.

Contractuele afspraken hieromtrent, in tegenstelling met wat vaak het geval is in Europa, zijn hier dus perfect mogelijk. Daarnaast is McCONVILL ook geen pleitbezorger voor een aandeelhoudersdictatuur, waarin de bestuurders de ‘*puppets on the string*’ van de aandeelhouders worden. Hij pleit er daarentegen voor aandeelhouders en bestuurders als het ware ‘hand in hand’ de onderneming te laten besturen, waarbij de grens van het bestuurlijke landschap waarop aandeelhouders zich kunnen bevinden gevormd wordt door het dagelijkse bestuur, wat ook volgens McCONVILL toch stevast het best in handen van het bestuur zelf blijft. Een dergelijk ‘bestuurlijke partnerschap’ zou concreet vorm kunnen krijgen door middel van frequente briefings naar de aandeelhouders toe omtrent de door de onderneming gevolgde strategie en voorgenomen beslissingen waar ook aandeelhouders hun input kunnen leveren, de oprichting van aandeelhouderscomités die met het bestuur in dialoog kunnen treden, en mogelijks zelfs door de aandeelhouders voorstellen naar voren te laten brengen om wijzigingen aan te brengen aan de statuten, om aan een zogenaamde ‘*staggered board*’<sup>249</sup> een einde te maken, of om een overname te laten plaatsvinden. Het enige wat een dergelijke evolutie in de weg staat is de huidige bedrijfscultuur. Bestuurders zullen ervan overtuigd moeten worden dat aandeelhoudersparticipatie uiteindelijk, op de keper beschouwd, meer voordelen dan nadelen met zich meebrengt, onder meer in termen van de economische prestaties van de onderneming.<sup>250</sup> Zoniet kan een scenario zoals hierboven geduid onmogelijk doorgang vinden.

McCONVILL verdedigt met zijn uiteenzetting eigenlijk een soort van gulden middenweg tussen de visie van de *shareholder* en de *director primacists* met betrekking tot het al of niet verlenen van meer participatieve rechten aan de aandeelhouders. McCONVILL is ervan overtuigd dat in zoverre de *shareholder primacists* overtuigd kunnen worden van de stelling dat, eerder een bestuurlijk partnerschap, tot stand gebracht door de partijen op basis van een contract, dan verruimde wettelijke bevoegdheden de aandeelhouders het meeste baat opleveren, de door hem voorgestelde ‘*setting*’ ook bij hen op bijval zal kunnen rekenen. Voor de *director primacists* houdt de theorie van McCONVILL dan weer niets meer in dan een verandering van de voorwaarden in het contract op basis waarvan aandeelhouders overgaan tot de aankoop van aandelen. Wat in de door McCONVILL voorgestelde praktijk aldus een veel ruimer contract zou worden, met daarin ook de voorwaarden onder dewelke de aandeelhouders kunnen deelnemen aan het ondernemingsbestuur.<sup>251</sup>

Naar welke van de bovenstaande theorieën onze voorkeur ook uitgaat, één ding is duidelijk. Alle partijen zullen water in de wijn moeten doen. Van vandaag op morgen de fundamentele waarop het Amerikaans vennootschapsrecht is gebaseerd omgooien is schier onmogelijk. De situatie op zijn beloop laten is echter ook geen optie. De wetgevende praktijk wijst uit dat er een evolutie in de maak

---

<sup>249</sup> Voor uitleg over wat het begrip ‘*staggered board*’ inhoudt zie punt 1.2.2. onder §2, C., 2., deel II.

<sup>250</sup> J. McCONVILL, *l.c.*, 33-35.

<sup>251</sup> J. McCONVILL, *l.c.*, 35.

is die voor een stuk wil tegemoetkomen aan de wensen van die aandeelhouders die meer tegengewicht willen bieden tegen het almachtige Amerikaanse bestuur. Anderzijds maakt die evolutie ook duidelijk dat aan de fundamenteën van het Amerikaans vennootschapsrecht niet snel zal geraakt worden.<sup>252</sup>

## 2.2. Beperkingen op de rechten van aandeelhouders in het Amerikaans recht

Al een aantal keren werd in dit werk direct of indirect verwezen naar regel 14a-8 SEC. Zo werd er bij de bespreking van de geschiedenis van het aandeelhoudersactivisme in de VS op gewezen dat de introductie van de regel in 1942 aan de grondslag ligt van het huidige aandeelhoudersactivisme daar.<sup>253</sup> Desalniettemin stuit de toepassing van de regel op veel beperkingen. Beperkingen die van die aard zijn dat COOLS ze aanhaalt om de relevantie van de eerste variabele uit de *anti-director index* van LA PORTA e.a. voor het meten van de kwaliteit van de aandeelhoudersbescherming waarin het recht van een land voorziet in twijfel te trekken.<sup>254</sup>

Gegeven de talloze beperkingen waarop aandeelhouders stuiten wanneer zij hun voorstellen in de door de onderneming uitgevaardigde ‘*proxy materials*’ willen laten opnemen hoeft het niet te verwonderen dat er door de *shareholder primacists* wordt voor gepleit de regel aan te passen in het voordeel van diezelfde aandeelhouders. Een pleidooi dat de *director primacists* dan weer contesteren.<sup>255</sup> Alhoewel de regel tot op heden nog niet fundamenteel werd aangepast in het voordeel van de aandeelhouders heeft de SEC door de regel toch al enkele malen hervormd te hebben rekening houdend met de belangen van de aandeelhouders de deur misschien toch al op een kier wil plaatsen in de richting van een grotere invloed vanwege de aandeelhouders in het Amerikaanse bestuursmodel.

In wat volgt zal eerst regel 14a-8 SEC van naderbij worden bekeken. Daarna zullen nog een aantal elementen uit het Amerikaanse recht worden aangegeven die eveneens van aard zijn de mogelijkheden tot het ontplooiën van een activistische aandeelhouderstrategie te fnuiken.

### 2.2.1. Regel 14a-8 SEC<sup>256</sup>

---

<sup>252</sup> Zie *supra* punt 1.3 onder §2, C., 2., deel II.

<sup>253</sup> Zie *supra*, punt 2 onder §5, A., deel I.

<sup>254</sup> Zie *supra*, punt 1. onder §2, B. deel II; S. COOLS, *l.c.*, 14.

<sup>255</sup> Voor een overzicht van de discussie tussen de aanhangers van beide strekkingen aangaande regel 14a-8 SEC: zie N. AMJAD, “Securities and Exchange Commission: Transforming Rule 14a-8 To Allow Shareholder Increased Voting Power”, *The Illinois Business Law Journal*, 4 februari 2008, 9 p.

<sup>256</sup> Code of Federal Regulations (C.F.R.), Title 17, Chapter II, Part 240, 240.14a-8 - Shareholder proposals. Deze regel staat in de VS ook bekend als de ‘*town meeting rule*’. Zie S. COOLS, *l.c.*, 14.

Regel 14a-8 SEC bepaalt wanneer een onderneming ertoe gehouden is een aandeelhoudersvoorstel op te nemen in de *proxy materials*. COOLS vergelijkt de mogelijkheid tot het laten opnemen van aandeelhoudersvoorstellen in de *proxy materials* met het recht waarover aandeelhouders uit de *civil law* landen onder bepaalde voorwaarden beschikken om voorstellen op de agenda van de AVA te plaatsen.<sup>257</sup>

Uiteraard is dit een belangrijk instrument in handen van de aandeelhouders van Amerikaanse ondernemingen om hun stem ten opzichte van het bestuur te verheffen. Wanneer het bestuur niet akkoord gaat met de voorstellen van een aandeelhouder omtrent de bedrijfsvoering verleent regel 14a-8 SEC deze aandeelhouder alsnog de mogelijkheid zijn voorstellen voor te leggen aan de andere aandeelhouders, op basis waarvan hij zijn voorstellen aldus toch nog ingewilligd zal kunnen zien. Corporate governance wijzigingen kunnen op die manier tegen de wil in van het bestuur alsnog worden bewerkstelligd.

Ondanks de doelstelling van de SEC via de invoering van deze regel, in 1942, de betrokkenheid van de aandeelhouders bij het besluitvormingsproces te vergroten zorgen een aantal beperkingen ervoor dat ook die aandeelhouders die voornemens zijn zich actief te gaan opstellen om wijzigingen binnen de onderneming te bekomen vaak op hun stappen moeten terugkeren.

De belangrijkste beperking vloeit voort uit de kosten die het proces een aandeelhoudersvoorstel in de *proxy materials* opgenomen te krijgen met zich meebrengt.<sup>258</sup> Elke aandeelhouder die 2000\$ in marktwaarde of 1% van de stemgerechtigde aandelen bezit, en dit gedurende tenminste 1 jaar, te rekenen vanaf de dag waarop hij zijn voorstel indient, is gerechtigd dit voorstel in te dienen in zoverre hij zijn aandelen daarnaast ook in bezit houdt tot op de dag van de AVA.<sup>259</sup> De toegang tot de *proxy materials* wordt op basis van deze vereiste allerminst bemoeilijkt. Regel 14a-8 SEC verleent het bestuur daarnaast echter de bevoegdheid om, op basis van een aantal nader in regel 14a-8 SEC geduide gronden<sup>260</sup>, aandeelhoudersvoorstellen te weren. Dit in zoverre het bestuur daarbij ook zijn redenen duidelijk maakt aan de SEC's Division of Corporate Finance. Vaak wordt een discussie tussen aandeelhouders en bestuur omtrent het al of niet opnemen van een aandeelhoudersvoorstel in de *proxy materials* echter maar definitief beslecht via het al of niet uitgevaardigen door de SEC van een zogenaamde '*no-action letter*'. Om een dergelijke verklaring te bekomen moet het bestuur een '*no-action request*' bij de SEC indienen. Gaat de SEC mee in de argumentatie van het bestuur dan zal zij een *no-action letter* verlenen aan het bestuur, wat het bestuur machtigt het aandeelhoudersvoorstel te

---

<sup>257</sup> S. COOLS, *l.c.*, 48.

<sup>258</sup> S. COOLS, *l.c.*, 48-49; S.L. GILLAN en L. T. STARKS, "A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence", 17-18.

<sup>259</sup> C.F.R. 240.14a-8(b)

<sup>260</sup> C.F.R. 240.14a-8(i)

weren. Gaat zij niet mee in de argumentatie van het bestuur dan zal zij deze machtiging uiteraard niet verlenen en zal het desbetreffende aandeelhoudersvoorstel in de *proxy materials* moeten worden opgenomen. Voorafgaand aan een dergelijk oordeel heeft er zich meestal al een lange gerechtelijke strijd afgespeeld tussen de betrokken partijen.<sup>261</sup> Aandeelhouders die met toepassing van regel 14a-8 SEC voorstellen trachten voor te leggen aan de andere aandeelhouders van de onderneming zullen hiervoor dan ook vaak zware (financiële) inspanningen moeten leveren. Er werd in de rechtsleer dan ook al gesuggereerd dat een dergelijke strijd, die in de Engelstalige literatuur bekend staat als een zogenaamde *proxy contest*, wellicht de minst efficiënte wijze is om het bestuur te disciplineren.<sup>262</sup>

De gronden op basis waarvan het bestuur al of niet kan beslissen een welbepaald aandeelhoudersvoorstel uit de *proxy materials* te weren zijn daarnaast ook heel ruim. De gevallen waarin aandeelhouders effectief hun voorstellen in de *proxy materials* kunnen laten opnemen worden daardoor heel sterk beperkt.<sup>263</sup> De binnen het kader van dit onderzoek meest relevante worden hier kort even meegegeven. Daar een officieuze vertaling van regel 14a-8 SEC in het Nederlands niet beschikbaar lijkt zullen de bepalingen uit regel 14a-8 SEC waar ik op doel hieronder in hun originele Engelstalige vorm worden weergegeven. Regel 14a-8 SEC is opgebouwd uit een vraag en antwoord structuur. Vraag 9 binnen die structuur, zoals hierna weergegeven, bevat alle niet-procedurele uitsluitingsgronden waarop het bestuur zich kan baseren om aandeelhoudersvoorstellen uit de *proxy materials* te weren.

*“(i) Question 9: If I have complied with the procedural requirements, on what other bases may a company rely to exclude my proposal?”*

*(1) Improper under state law: If the proposal is **not a proper subject for action** by shareholders under the laws of the jurisdiction of the company's organization.*

*(2) Violation of law: If the proposal would, if implemented, **cause the company to violate any state, federal, or foreign law** to which it is subject.*

*(7) Management functions: If the proposal deals with a matter **relating to** the company's **ordinary business operations**.*

*(8) Relates to election: If the proposal **relates to an election** for membership on the company's **board of directors** or analogous governing body.*

---

<sup>261</sup> R.B. AHDIEH, “The Dialectical Regulation of Rule 14a-8: Intersystemic Governance in Corporate Law”, 176.

<sup>262</sup> S.L. GILLAN en L. T. STARKS, “A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence”, 17.

<sup>263</sup> P. SANTELLA, E. BAFFI, C. DRAGO en D. LATTUCA, *l.c.*, 15.

(9) *Conflicts with company's proposal: If the proposal **directly conflicts with one of the company's own proposals** to be submitted to shareholders at the same meeting.*<sup>264</sup>”

AHDIEH wijst op een aantal gebreken in de beoordeling van de zogenaamde *no action requests*. Zo is het voor de SEC niet altijd eenvoudig om een correcte invulling te geven aan voorgaande bepalingen. Zo vallen de onderwerpen waarvoor aandeelhouders bevoegd zijn om actie te ondernemen onder het recht van de staten waaronder zij ressorteren (“*the proper subjects of action under the laws of the jurisdiction of the company’s organization*”) vaak moeilijk te identificeren. Hetzelfde geldt voor de gevallen waarin schendingen voorliggen van het vennootschapsrecht van de staten (“*violations of state law*”). Ook de reikwijdte van het begrip dagelijks bestuur (“*the company’s ordinary business operations*”) is vaak onduidelijk. Veel heeft te maken met het gebrek aan expertise die de SEC heeft op het vlak van het recht van de verschillende Amerikaanse staten. Het gevolg hiervan is dat het antwoord van de SEC op de *no action requests* in vele gevallen slechts is gebaseerd op een enge, summiere beoordeling van de verenigbaarheid van de aan hen ter beoordeling voorgelegde aandeelhoudersvoorstellen met het recht van de relevante staat. Enige sporen van rationaliteit zijn in deze beoordelingen volgens AHDIEH soms maar moeilijk terug te vinden.<sup>265</sup> AHDIEH pleit dan ook voor meer inspraak van de staten bij de beoordeling van de verenigbaarheid van aandeelhoudersvoorstellen met hun recht. Hij verwijst naar het recht van Delaware waar de wetgever de SEC heeft toegelaten vragen betreffende de interpretatie van het recht van Delaware onmiddellijk voor te leggen aan het Delaware Supreme Court, de hoogste rechtbank in Delaware. Van zodra een vraag omtrent de verenigbaarheid van aandeelhoudersvoorstellen met het recht van Delaware wordt voorgelegd aan de SEC heeft zij aldus twee mogelijkheden. Ofwel tracht ze de beoordeling zelf te maken, ofwel richt ze zich onmiddellijk tot het Delaware Supreme Court om uitleg. Een ellenlange en dure gerechtelijke strijd tussen de betrokken partijen voorafgaand aan het definitieve oordeel van de SEC hieromtrent zou op die manier kunnen vermeden worden waardoor een enorm obstakel voor de aandeelhouders meteen weggewerkt zou zijn.<sup>266</sup>

Ook voorstellen die op een of ander punt gerelateerd zijn aan de verkiezing van de bestuurders (“*If the proposal relates to an election for membership on the company's board of directors or analogous governing body.*”) kunnen op basis van regel 14a-8 SEC door het bestuur uit de *proxy materials* geweerd worden. Het gevolg hiervan is dat wanneer een aandeelhouder andere bestuurders wil voordragen dan diegene voorgedragen door het bestuur hijzelf op eigen kosten een *proxy*

---

<sup>264</sup> C.F.R. 240.14a-8(i)

<sup>265</sup> R.B. AHDIEH, “The Dialectical Regulation of Rule 14a-8: Intersystemic Governance in Corporate Law”, 172-173.

<sup>266</sup> R.B. AHDIEH, “The Dialectical Regulation of Rule 14a-8: Intersystemic Governance in Corporate Law”, 175-176; L.F. HERZECA, “SEC Reform and Corporate Engagement Shape Shareholder Proposal Process”, *International Law Office Newsletter*, 31 maart 2008, Rule 14a-8.



*solicitation*' zal moeten ondernemen, wat zeer duur kan uitvallen.<sup>267</sup> De *ratio legis* hiervan ligt er hem in te trachten te voorkomen dat een constante dreiging van een verkiezingsstrijd om bestuurders het actieve bestuur van de onderneming zou verlammen.<sup>268</sup>

In laatste instantie kunnen ook de voorstellen van aandeelhouders die direct ingaan tegen diegene van het bestuur uit de *proxy materials* worden geweerd (“*If the proposal directly conflicts with one of the company's own proposals to be submitted to shareholders at the same meeting.*”). Aandeelhouders die met hun mening lijnrecht tegenover die van het bestuur staan maken op basis van regel 14a-8 SEC aldus weinig kans de andere aandeelhouders van hun mening te kunnen overtuigen via een opname van hun voorstellen in de *proxy materials*.

Tengevolge van deze beperkingen contesteert COOLS de relevantie van de eerste variabele uit de *anti-director-index* van LA PORTA e.a. bij het beoordelen van de kwaliteit van de aandeelhoudersbescherming waarin het recht van een land voorziet.<sup>269</sup> Het is volgens haar slechts waardevol als aandeelhouder dat de wetgeving waaraan men onderworpen is voorziet in een adequaat stelsysteem, een systeem dat tracht te bewerkstelligen dat zoveel mogelijk aandeelhouders hun stem kunnen komen uitbrengen op de AVA (onder andere via het verlenen van een volmacht), wanneer men ook over de mogelijkheid beschikt alternatieve voorstellen te lanceren. Een mogelijkheid die in de VS tengevolge van de talloze uitzonderingen opgenomen in regel 14a-8 SEC sterk wordt beperkt.<sup>270</sup> Alhoewel het Amerikaanse recht de aandeelhouders ongetwijfeld een veel beter uitgewerkte stemprocedure biedt scoort de Europese wetgeving beter op het vlak van de mogelijkheden die zij aandeelhouders biedt om zelf voorstellen aan de andere aandeelhouders voor te leggen. Wanneer aandeelhouders in Europa een algemene vergadering bijeenroepen of hebben bijeengeroepen stellen ze namelijk in het merendeel van de gevallen zelf de agenda vast. In België is het bestuur in een dergelijk geval zelfs verplicht om eventuele voorstellen van de aandeelhouders op de agenda te plaatsen. Alleen in uitzonderlijke gevallen, bijvoorbeeld het geval waarin een voorstel de onderneming schade zou kunnen toebrengen, kan het bestuur dergelijke voorstellen aanpassen.<sup>271</sup>

Het hoeft denk ik niet te verwonderen dat de pleitbezorgers voor een grotere aandeelhoudersinvloed binnen het Amerikaanse ondernemingsbestuur pleiten voor een aanpassing van regel 14a-8 SEC.<sup>272</sup>

---

<sup>267</sup> C.F.R. 240.14a-7

<sup>268</sup> P. SANTELLA, E. BAFFI, C. DRAGO en D. LATTUCA, *l.c.*, 16; COOLS, *l.c.*, 52-53.

<sup>269</sup> COOLS, *l.c.*, 16, 48; Zie ook *supra*, punt 1. onder §2, B. deel II.

<sup>270</sup> COOLS, *l.c.*, 14.

<sup>271</sup> COOLS, *l.c.*, 48-50.

<sup>272</sup> Voor een uiteenzetting over de manier waarop zij regel 14a-8 SEC aangepast zouden willen zien zie N. AMJAD, *l.c.*, 9 p.

### 2.2.2. Verdere beperkingen

Twee beperkingen, die ik eveneens relevant acht voor deze bespreking, wil ik hieronder nog even meegeven.<sup>273</sup>

Een eerste beperking waarmee aandeelhouders in de VS nog worden geconfronteerd en die ook voor elke aandeelhoudersactivist een sterke barrière vormt hangt nauw samen met een beperking uit regel 14a-8 SEC. Het betreft met name de procedure die in de VS geldt om als aandeelhouder bestuurders te kunnen voordragen.

Zoals hierboven reeds aangegeven<sup>274</sup> kunnen voorstellen die op een of ander punt gerelateerd zijn aan de verkiezing van de bestuurders op basis van regel 14a-8 SEC door het bestuur steeds uit de *proxy materials* geweerd worden. Het gevolg hiervan is dat wanneer een aandeelhouder andere bestuurders wil voordragen dan diegene voorgedragen door het bestuur hijzelf op eigen kosten een *proxy solicitation* zal moeten ondernemen.<sup>275</sup> Dit is echter een bijzonder kostelijke affaire voor een aandeelhouder. Verschillende aandeelhouders streven daarenboven vaak ook verschillende doelstellingen na, hebben verschillende voorkeuren en (financiële) mogelijkheden. Vaak zullen dus niet alle aandeelhouders kunnen overtuigd worden van de noodzaak zelf een *proxy solicitation* te ondernemen om zo zelf de gewenste bestuursleden te kunnen voordragen en zullen de kosten van een dergelijke actie dan ook in mindere mate kunnen gedeeld worden.<sup>276</sup>

Tengevolge van de ‘*plurality voting*’ techniek die vele Amerikaanse ondernemingen hanteren kunnen aandeelhouders slechts kiezen tussen het instemmen met voorstellen, of het onthouden van hun stem. Dit maakt het des te belangrijker voor aandeelhouders die niet akkoord gaan met de door het bestuur vastgestelde lijst van bestuurders om zelf een alternatieve lijst in de ‘*proxy material*’ te kunnen laten opnemen. De *plurality voting* techniek leidt er namelijk toe dat ook indien slechts een minderheid van de aandeelhouders instemt met de door het bestuur voorgestelde lijst en de rest zich heeft onthouden de benoeming toch een feit is. Theoretisch gezien zouden de aandeelhouders ook op de algemene vergadering zelf bestuurders kunnen voordragen. Aangezien de meerderheid van de stemmen op een AVA van een Amerikaanse onderneming normaal gezien bij volmacht wordt uitgebracht, op basis van

---

<sup>273</sup> Voor een vollediger overzicht van de voornaamste Amerikaanse vennootschapsrechtelijke hindernissen die aandeelhouders er in de weg staan en concrete voorstellen om die weg te werken: zie o.m. L. BEBCHUCK, “The Case for Increasing Shareholder Power”, 833-917 en P. SANTELLA, E. BAFFI, C. DRAGO en D. LATTUCA, *l.c.*, 40 p.

<sup>274</sup> Zie *supra*, punt 1.2.1 onder §2, C., 2, deel II.

<sup>275</sup> C.F.R. 240.14a-7

<sup>276</sup> P. SANTELLA, E. BAFFI, C. DRAGO en D. LATTUCA, *l.c.*, 16; S. COOLS, *l.c.*, 52-53.

uit de *proxy materials* die voor de AVA door het bestuur werden samengesteld, zal ook deze theoretische mogelijkheid de aandeelhouders echter meestal weinig opleveren.<sup>277</sup>

De SEC heeft recentelijk een voorstel gelanceerd wat aandeelhouders voor wat betreft de voordracht van bestuurders een vereenvoudigde toegang zou moeten verschaffen tot de *proxy materials*.<sup>278</sup> Zoals COOLS ook aangeeft zijn de voorwaarden die de SEC hiervoor stelt echter opnieuw te streng om als stimulerend ten opzichte van meer aandeelhoudersparticipatie binnen het bestuurlijk beslissingsproces te worden aanzien. Zo zou men als aandeelhouder slechts 1 tot maximaal 3 bestuurders kunnen voordragen<sup>279</sup> en zou men nog steeds zelf de kosten van zijn campagne moeten blijven dragen.<sup>280</sup>

Daarnaast is ook bestuurders ontslaan voor aandeelhouders in de VS geen eenvoudige zaak. Hierboven hebben we gezien dat in Europa bestuurders in het merendeel van de gevallen bij gewone meerderheid *ad nutum* kunnen ontslaan worden op de AVA.<sup>281</sup> In de VS liggen de zaken wel even anders. § 141(k) van de Delaware Code houdt in dat aandeelhouders bestuurders gedurende hun ambtstermijn enkel op basis van een geldige reden kunnen ontslaan. Daarbuiten, zijnde het moment waarop de bestuurders aan het einde van hun ambtstermijn zijn gekomen en opnieuw moeten worden verkozen, moeten aandeelhouders geen redenen opgeven waarom zij bepaalde bestuurders weg willen. Aangezien in het merendeel van de Amerikaanse ondernemingen het bestuur echter *staggered* is moet elk jaar meestal slechts één derde van de bestuurders worden voorgedragen op de AVA om te worden herverkozen.<sup>282</sup> Dit impliceert dat op één AVA nooit ineens het hele bestuur kan worden vervangen, maar meestal slechts één derde. Dan gaan er opnieuw twee jaarvergaderingen overheen alvorens de meerderheid van een zittend bestuur is vervangen. In hoef er wellicht geen tekeningetje bij te maken dat, naast de mogelijkheid voor de aandeelhouders om bestuurders voor te dragen op de AVA, in tweede instantie, ook de bevoegdheid van aandeelhouders om een bestuur af te zetten dus heel beperkt is.<sup>283</sup>

### 2.3. Hervormingen

Net zoals in Europa wordt ook in de VS de roep uitgaande van de aandeelhouders om meer macht steeds luider en luider. De hierboven geschetste discussie levert daar het bewijs van. Het spreekt voor zich dat de Amerikaanse wetgever hier niet zomaar aan kan voorbijgaan. Diegenen die het meest

---

<sup>277</sup> B. BAKKER, *l.c.*, 43-44.; S. COOLS, *l.c.*, 53.

<sup>278</sup> Zie de verwijzing vanuit S. COOLS, *l.c.*, 54.

<sup>279</sup> Afhankelijk van het aantal bestuursleden dat in de Raad van Bestuur zetelt.

<sup>280</sup> S. COOLS, *l.c.*, 53-54.

<sup>281</sup> Zie *supra*, voetnoot 172.

<sup>282</sup> S. COOLS, *l.c.*, 55.

<sup>283</sup> B. BAKKER, *l.c.*, 45.

aandringen op hervormingen, zijnde de institutionele investeerders, zijn belangrijke actoren geworden in de economie waarmee terdege rekening moet worden gehouden.

In 2003 wijzigden de twee voornaamste Amerikaanse beurzen hun noteringsregels om tegemoet te komen aan de vraag van de aandeelhouders om een versterking van hun rechten. Voortaan is vereist dat aandeelhouders hun toestemming verlenen voor op aandelen gebaseerde compensatieplannen en is het verboden voor beursmakelaars om te stemmen voor deze plannen zonder dat zij hiervoor uitdrukkelijk instructies hebben verkregen vanwege hun cliënten. Omtrent een beperking van de bevoegdheid die beursmakelaars op dit moment nog hebben om te stemmen in naam van hun cliënten met betrekking tot de verkiezing van de bestuurders wordt nog gediscussieerd.<sup>284</sup>

Een aantal wijzigingen die de schandalen rond Enron en Worldcom en de introductie van de Sarbanes-Oxley Act met zich hebben meegebracht en die van een bijzondere relevantie zijn voor de aandeelhouders worden ons meegegeven door BAKKER.<sup>285</sup> Het gaat onder meer om de benoemingsperiode van de bestuursleden die korter is gemaakt dan voorheen, zodat een niet-functionerend bestuur iets sneller kan worden vervangen.<sup>286</sup>

Er dient ook gewezen te worden op de recente hervorming van regel 14a-8 SEC.<sup>287</sup> Zo werd de inhoud in een vraag en antwoord formaat gegoten om op die manier de regel duidelijker te maken voor zowel de aandeelhouders als de ondernemingen. Daarnaast richtten een aantal van de hervormingen zich op het verduidelijken van de gronden op basis waarvan het bestuur al of niet kan beslissen een welbepaald aandeelhoudersvoorstel uit de agenda van de AVA te weren. Zo werd de zogenaamde ‘Cracker Barrel’ interpretatie van de SEC, die inhield dat aandeelhoudersvoorstellen gerelateerd aan de werkgelegenheidspraktijken binnen de onderneming door het bestuur zonder meer konden worden geweigerd op basis van (de huidige) regel 14a-8(i)(7) SEC, verlaten. Ook werden door de SEC de beschouwingen op basis waarvan men ingevolge (de huidige) regel 14a-8(i)(7) SEC *no-action letters* verleende aan ondernemingen duidelijk gemaakt. Vele van de voorstellen tot wijziging van regel 14a-8 SEC die in de rechtsliteratuur als dé belangrijkste werden aangemerkt werden in 1997 evenwel niet aangenomen.<sup>288</sup> We hebben gezien dat, ook na de hervorming uit 1997, talloze beperkingen eraan in de weg blijven staan opdat aandeelhoudersactivisten regel 14a-8 SEC zouden kunnen aanwenden teneinde een sterk tegengewicht te kunnen bieden voor de ruime macht die het bestuur binnen het

---

<sup>284</sup> P. SANTELLA, E. BAFFI, C. DRAGO en D. LATTUCA, *l.c.*, 15-16; L.F. HERZECA, *l.c.*, Broker Discretionary Voting in Director Elections; L. ENRIQUES en P. VOLPIN, *l.c.*, 131.

<sup>285</sup> B. BAKKER, *l.c.*, 42-45.

<sup>286</sup> B. BAKKER, *l.c.*, 45.

<sup>287</sup> De laatste hervorming van regel 14a-8 SEC dateert van 1997. Zie <http://www.sec.gov/rules/final/34-40018.htm>

<sup>288</sup> AKIN, GUMP, STRAUSS, HAUER & FELD, L.L.P., “Amendments To Rules Governing Shareholder Proposals”, Nieuwsbrief, 1998, 1-3.

Amerikaanse corporate governance model is toebedeeld. Desalniettemin blijft het laten opnemen van aandeelhoudersvoorstellen in de *proxy materials* het belangrijkste wapen uitmaken in handen van de Amerikaanse aandeelhoudersactivist.

Ondernemingen blijken weliswaar steeds meer luisterbereid naar hun aandeelhouders. De SEC overweegt daarom een aantal regelen aan te nemen, gerelateerd aan regel 14a-8 SEC, die een belangrijke impact zouden kunnen hebben op het aandeelhoudersactivisme van de toekomst.<sup>289</sup> Zo heeft de SEC onder meer voorgesteld aandeelhouders die 5% of meer van de aandelen van een onderneming in handen hebben toe te laten een aanpassing van de *bylaws*<sup>290</sup> voor te stellen die in een procedure zou voorzien om hen toe te laten de bestuurders van hun keuze te laten opnemen in de *proxy materials*.<sup>291</sup> Daarnaast werd door de SEC ook een voorstel gedaan om de online interactie tussen aandeelhouders te verbeteren.<sup>292</sup>

Ondanks de goede voornemens van de SEC om een aantal regelen uit te vaardigen in het belang van een grotere aandeelhoudersinvloed binnen het Amerikaanse corporate governance model blijken de hervormingen van de laatste jaren maar zeer schuchtere stappen te zijn in een dergelijke richting. Hoe beperkt de hervormingen echter ook zijn het zijn wel steeds hervormingen die erop gericht zijn voor het *agency*-probleem, dat zich in de VS in hoofdzaak tussen aandeelhouders en bestuur stelt, een verdere oplossing aan te reiken. Uit de vaststellingen dat tot nog toe telkenmale evenwel slechts minimale aanpassingen werden verricht aan het vigerende Amerikaanse vennootschapsrecht kan mijn inziens afgeleid worden dat men in de VS, hoe luid de roep van de aandeelhouders om meer macht ook mag worden, niet wil raken aan de fundamenteën van dat recht. De evolutie die het vennootschapsrecht in de VS zal uitgaan zal er daarom volgens mij wellicht één zijn in de richting van de bevindingen van VELASCO.<sup>293</sup> VELASCO is van oordeel dat de rol die de aandeelhouders binnen het Amerikaanse corporate governance model hebben toebedeeld gekregen alvast de juiste is. Het behartigen van de zaken van de onderneming moet onder de leiding van het bestuur blijven, de rechten van de aandeelhouders moeten hiertoe gelimiteerd worden. De bestaande rechten van de aandeelhouders moeten desalniettemin ten volle uitwerking kunnen hebben. Op dit punt faalt het huidige Amerikaanse recht. Terwijl het vennootschapsrecht op het niveau van de staten aandeelhouders bijvoorbeeld duidelijk het recht verleent om over bepaalde materies te stemmen beperken talloze bepalingen uit zowel het recht van deze staten als uit het federale recht dan weer de uitoefening van dit recht. VELASCO is dan ook van oordeel dat niet zozeer de rol van de

---

<sup>289</sup> L.F. HERZECA, *l.c.*, Introduction.

<sup>290</sup> Vergelijkbaar met wat bij ons de statuten van de vennootschap wordt genoemd. Zie *supra*, voetnoot 38.

<sup>291</sup> L.F. HERZECA, *l.c.*, Shareholder Access to Proxy Statements for Director Nominations.

<sup>292</sup> L.F. HERZECA, *l.c.*, Electronic Forums.

<sup>293</sup> J. VELASCO, "Taking shareholder Rights Seriously", *Notre Dame Law School Research Paper No. 06-03*, in *U.C. Davis Law Review*, Vol. 41, No. 2, 2007, 605-682.

aandeelhouder binnen het Amerikaanse corporate governance model moet worden uitgebreid maar dat de traditionele rechten van de aandeelhouders moeten worden gevrijwaard. Daartoe zijn echter hervormingen nodig.<sup>294</sup> Net zoals in Europa zijn de eerste stappen hiertoe gezet. Wil men in de VS, en dit geldt evenzeer voor Europa, een verregaande oplossing bieden voor het *agency*-probleem dan zal men echter nog veel verder moeten gaan.

### ***§ 3. Aandeelhoudersactivisme in detail. Het optreden van hefboomfondsen van naderbij bekeken***

Tot nog toe hebben we het vooral gehad over de vennootschapsrechtelijke context waarbinnen activistische aandeelhouders in Europa en in de VS dienen te opereren. We hebben gezien dat, ondanks een aantal hervormingen er nog steeds heel wat beperkingen aan in de weg staan opdat van een echte aandeelhoudersdemocratie in Europa en in de VS kan worden gesproken. Eén bepaald type van investeerders lijkt er echter in te slagen deze beperkingen te omzeilen en biedt op die manier eigenhandig een oplossing voor het *agency*-probleem aan. Met name hefboomfondsen lijken via activistische strategieën op dit vlak zeer goede resultaten te boeken. Hun optreden is echter niet onbesproken. Een bespreking van de voor- en nadelen van het hefboomfondsactivisme en de daaraan gekoppelde discussie aangaande de optimalisering van het regelgevende kader dat hun optreden vorm geeft kan binnen het kader van dit werk dan ook niet onbesproken blijven.

In de inleiding werd er al op gewezen dat een groot deel van dit werk mede zal gekleurd worden door het onderzoek dat de laatste decennia voornamelijk naar het hefboomfondsactivisme in het bijzonder is gebeurd. Er werd evenwel tot nog toe niet stilgestaan bij het profiel zelf of de regulering van de hefboomfondsen. Dit zal hieronder gebeuren. Ook bij datgene wat hefboomfondsen en andere institutionele investeerders van elkaar onderscheid zal worden stilgestaan. Veel aandacht zal uiteraard uitgaan naar de invloed die hefboomfondsen al of niet, via de mogelijkheden die hen hiertoe worden geboden door het Europese en Amerikaanse recht of die zij zelf creëren, kunnen uitoefenen op het bestuur van een geviseerde onderneming. Daar waar in een vorige punt slechts een algemeen juridisch kader werd uiteengezet waarbinnen de actoren uit dit verhaal opereren, zal hier meer aandacht uitgaan naar specifiek wetgevend werk.

Er is in feite relatief weinig data beschikbaar over hefboomfondsen daar hun optreden nog grotendeels ongereguleerd is.<sup>295</sup> Zo zijn hefboomfondsen niet gebonden aan een reeks van

---

<sup>294</sup> J. VELASCO, *l.c.*, 605, 681.

<sup>295</sup> M. KAHAN en B. ROCK, "Hedge funds in corporate governance and corporate control", *ECGI - Law Working Paper No. 76/2006*, december 2006, 30.

openbaarmakingsverplichtingen waar andere institutionele investeerders zoals pensioen- en andere beleggingsfondsen wel aan gebonden zijn. Onderzoek naar hun optreden en de onderscheiden invloed ervan wordt daardoor bemoeilijkt.<sup>296</sup> Desalniettemin levert de weinig beschikbare data omtrent het optreden van hefboomfondsen toch al een vrij scherp beeld op betreffende hun functioneren en de sleutels tot hun succes.

## A. Hefboomfonds. Het begrip

Een algemeen aanvaarde of wettelijke definitie van het begrip hefboomfonds bestaat niet. In de rechtsleer opteert men er dan ook meestal voor het begrip hefboomfonds te omschrijven aan de hand van een aantal karakteristieke kenmerken, inherent aan alle hefboomfondsen, die onder meer toelaten het onderscheid met andere fondsen zoals de *private equity* fondsen te maken.<sup>297</sup>

De twee belangrijkste kenmerken die alle hefboomfondsen, ongeacht welke strategie zij verder nastreven, delen zijn ongetwijfeld de volgende. Het betreft enerzijds het hefboomeffect dat zij allen uitspelen (vandaar de Nederlandstalige term ‘hefboomfonds’) en anderzijds de tactiek het kapitaal van het fonds te beschermen of in te dekken (*‘to hedge’* in het Engels - vandaar de Engelstalige term *‘hedge fund’*) tegen mogelijke verliezen via het aanhouden van zogenaamde *‘short-positities’*.

Het *‘shorten’* is in feite niets meer dan handel drijven in geleende aandelen. Een *shorter* speculeert op een daling van de beurskoers van een bepaald aandeel. Dit doet hij door aandelen te lenen die hij direct na het ontlenen ervan onmiddellijk weer verkoopt op de beurs. De *shorter* speculeert erop dat hij op een later tijdstip, d.i. het tijdstip waarop hij de aandelen moet teruggeven aan zijn oorspronkelijke eigenaar, de aandelen zal kunnen kopen op de beurs tegen een lagere koers dan diegene tegen dewelke hij de geleende aandelen heeft verkocht. Uit het verschil tussen de koers waartegen de *shorter* een aandeel heeft verkocht en de koers waartegen hij het aandeel op een later tijdstip terug moet inkopen om het aan zijn oorspronkelijke eigenaar terug te bezorgen haalt de *shorter* zijn winst of verlies. De techniek van het *‘naakt shorten’* gaat nog verder. In een dergelijk geval gaat men namelijk aandelen gaan verkopen zonder ze te bezitten of te lenen. Men noemt dit *‘naakt shorten’* omdat in een dergelijk geval de positie van de *shorter* ongedekt is. Zowel in Europa als in de VS zijn onlangs maatregelen genomen om *short-selling* (voor een stuk) aan banden te leggen. De techniek van het *shorten*, die

---

<sup>296</sup> A. BRAV, W. JIANG, F. PARTNOY en R. THOMAS, “The returns to hedge fund activism”, *ECGI Law Working Paper No. 098/2008*, maart 2008, 3; S.L. GILLAN en L.T. STARKS, “The Evolution of Shareholder Activism in the United States”, *l.c.*, 32;

<sup>297</sup> A. BRAV, W. JIANG, F. PARTNOY en R. THOMAS, *l.c.*, 3; T.W. BRIGGS, “Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis”, *Journal of Corporation Law*, No. 4, Summer 2007, 686; “Implications of the growth of hedge funds”, *Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission*, september 2003, 12; G. SPINDLER en S. BEDNARZ, “Die regulierung von Hedge – Fonds im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht”, *Arbeitspapiere des Instituts für Unternehmensrecht*, januari 2006, 2-3.

speculeert op koersdalingen, verergerde immers nog de problemen die onlangs gerezen zijn bij financiële instellingen over de hele wereld.<sup>298</sup>

Het hefboomeffect houdt in dat hefboomfondsen hun initiële kapitaal, verkregen door de inleg van de aandeelhouders van het fonds, steevast de hoogte trachten in te jagen via de handel in afgeleide financiële instrumenten zoals opties en *futures* of door additioneel geldleningen aan te gaan bij financiële of andere instellingen. Door die techniek worden de werkmiddelen van het fonds aanzienlijk verhoogd wat de slagkracht ervan mee doet toenemen.<sup>299</sup>

Daarnaast kunnen ook volgende karakteristieke kenmerken bij hefboomfondsen worden onderscheiden;

1. Een entiteit, investeerder in financiële instrumenten.
2. Beheerd door professionelen vergoed op basis van een percentage van de winst dat het fonds maakt.
3. Niet publiek toegankelijk.
4. Opererend buiten zoveel mogelijk regelgeving om.<sup>300</sup>

Er kan ook nog worden aangegeven worden dat hefboomfondsen, in tegenstelling tot andere beleggingsfondsen, meestal een absolute return nastreven dan wel hun prestatie gaan afmeten ten opzichte van een bepaalde referentiepunt of *benchmark*, zoals men dat in de Engelstalige literatuur ook wel noemt.

De doelstellingen die hefboomfondsen als aandeelhoudersactivisten nastreven zijn velerlei. Zo trachten activistische hefboomfondsen vaak dividenden te bekomen of de bestaande dividenduitkeringen te verhogen. Ze trachten ook vaak een zitje te bekomen in de Raad van Bestuur of een deel van de onderneming verkocht te zien. Daarnaast bewerkstelligen ze ook vaak specifieke wijzigingen op het corporate governance vlak. De overgrote meerderheid van alle hefboomfondsen

---

<sup>298</sup> Zie [http://netto.tijd.be/geld\\_en\\_gezin/sparen\\_en\\_beleggen/Shorten\\_wat\\_is\\_dat\\_eigenlijk\\_scb.8079742-1768.art](http://netto.tijd.be/geld_en_gezin/sparen_en_beleggen/Shorten_wat_is_dat_eigenlijk_scb.8079742-1768.art); "Onduidelijkheid over maatregelen CBFA", *De Tijd*, 23 september 2008; "SEC wil short selling aan banden leggen", *De Tijd*, 16 juli 2008. Voorbeeld: *Shorter X* verkoopt tegen 8 EUR 100.000 geleende aandelen en ontvangt hiervoor 800.000 EUR. De beurskoers van deze aandelen daalt vervolgens naar 5 EUR. X koopt de voorheen verkochte aandelen opnieuw in voor een bedrag van 500.000 EUR en levert ze terug aan de partij van wie hij de aandelen heeft geleend. X maakt een winst van 300.000 EUR.

<sup>299</sup> C. J. LOOMIS, "The Jones nobody keeps up with", *Fortune*, april 1966, 237; G. SPINDLER en S. BEDNARZ, *l.c.*, 2-3; M. KAHAN en B. ROCK, *l.c.*, 30.

<sup>300</sup> A. BRAV, W. JIANG, F. PARTNOY en R. THOMAS, *l.c.*, 3.



hanteert evenwel geen activistische aandeelhoudersstrategie. Slechts een minderheid van alle hefboomfondsen stelt zich ooit activistisch op als aandeelhouder.<sup>301</sup>

## B. Ontstaansgeschiedenis

Het allereerste hefboomfonds werd opgericht in 1949 door A.W. Jones in de VS. De onderliggende strategie van het fonds was dezelfde als die, die hefboomfondsen vandaag de dag nog steeds hanteren. Het kapitaal van het fonds was namelijk eveneens de hoogte ingejaagd via handel in afgeleide financiële instrumenten en door additioneel geldleningen aan te gaan bij financiële of andere instellingen ('*leveraged*') als ingedekt tegen risico's via het aanhouden van *short*-posities ('*hedged*').<sup>302</sup> Hefboomfondsen zijn dus geen creaties van de moderne geest. Integendeel, ze geven zelfs al meer dan een halve eeuw mee kleur aan het financiële landschap. Aandeelhoudersactivisme door hefboomfondsen is daarentegen van een recentere datum. Activistische strategieën zijn hefboomfondsen maar beginnen hanteren rond de eeuwwisseling.<sup>303</sup>

Het was mijn inziens belangrijk er binnen het kader van dit werk op te wijzen dat hefboomfondsen van een heel wat minder recente datum zijn dan door velen gedacht. Evenals te duiden dat aandeelhoudersactivisme als een loutere strategie door hefboomfondsen wordt gehanteerd om tot winstmaximalisatie te komen, maar hen geenszins definieert. Op de evolutie die hefboomfondsen hebben doorgemaakt doorheen de jaren zal hier verder niet dieper worden ingegaan. Een dergelijke uiteenzetting zou dit werk niet dienen. Hiervoor kan verwezen worden naar de omvangrijke literatuur aangaande dit onderwerp.

## C. Regulering

De manier waarop een entiteit wordt gereguleerd heeft uiteraard een sterke invloed op de manier waarop zij haar activiteiten kan ontplooiën. Als we het mainstream gedachtegoed mogen geloven wordt het optreden van hefboomfondsen op geen enkel punt gereguleerd. De realiteit is evenwel iets minder fraai voor de hefboomfondsen. Hefboomfondsen zijn wel degelijk, zowel in Europa als in de VS, onderworpen aan een bepaalde set van regelen. De realiteit is, zoals zo vaak, dus wel iets genuanceerder dan wat vele media ons willen doen geloven. Desondanks kunnen we ons moeilijk aan

---

<sup>301</sup> A. BRAV, W. JIANG, F. PARTNOY en R. THOMAS, *l.c.*, 5-6; K. BRENNER, Shareholder Activism and Implications for Corporate Governance, *onuitg.*, maart 2008, 7.

<sup>302</sup> C. J. LOOMIS, *l.c.*, 237-240; Zie ook *supra*, punt A, onder §3, deel II.

<sup>303</sup> J. BOGAERTS, *Aandeelhouders activisme door hedge funds*, *onuitg.*, Masterproef Master in het Bedrijfsrecht, Universiteit Gent, Faculteit Rechtsgeleerdheid, 2008, 37.

de vaststelling onttrekken dat de *setlist* van regelen waaraan hefboomfondsen zich in Europa en in de VS moeten houden al bij al vrij kort is. Onbestaande is ze evenwel niet.

Het is vooral aan die relatieve beperktheid van regelen waar hefboomfondsen aan onderworpen zijn dat een groot deel van hun succes wordt toegeschreven. De vrees bestaat dan ook dat door hefboomfondsen meer te reguleren zij niet langer zo succesvol zullen kunnen zijn in het volgen van een activistische strategie en zij hun taak als de nieuwe monitoren van het bestuur niet langer succesvol zullen kunnen uitvoeren.<sup>304</sup>

Boven werd, in onderscheiden orde, het vennootschapsrechtelijke kader geschetst waarbinnen aandeelhoudersactivisten in Europa en in de VS optreden. De Europese hefboomfondsenregulering verschilt, in navolging van het vennootschapsrechtelijke kader, uiteraard van de Amerikaanse. Daarom zal, voor alle duidelijkheid, ook nu weer in onderscheiden orde verder in detail worden getreden.

In een laatste punt volgt een uiteenzetting over de vraag van sommigen naar meer regulering rondom het optreden van hefboomfondsen na de positieve en negatieve aspecten van het hefboomfondsenactivisme belicht te hebben.

### ***1. Europese hefboomfondsenregulering***

Het regelgevende kader waarbinnen hefboomfondsen in Europa opereren is heel divers. Er bestaat in Europa weliswaar een gemeenschappelijk kader voor de verhandeling van klassieke beleggingsfondsen<sup>305</sup> maar er zijn geen specifieke EU-regelen van toepassing op hefboomfondsen als dusdanig.<sup>306</sup> Hier komt binnenkort verandering in. De Europese Commissie heeft immers een richtlijn uitgewerkt die de beheerders van alternatieve beleggingsfondsen, waaronder hefboomfondsen, aan nieuwe normen zal onderwerpen.<sup>307</sup> Deze richtlijn heeft de Europese ratificatieprocedure echter nog niet volledig doorlopen. Vooralsnog is het binnen deze context dan ook nuttiger, in plaats van het Europese recht op zich, het recht van een aantal Europese lidstaten zelf van naderbij te gaan bekijken.

---

<sup>304</sup> Een auteur zoals OESTERLE pleit er daarom, in de VS weliswaar, voor de bestaande hefboomfondsenregulering te verlichten. Zie D.A. OESTERLE, "Regulating hedge funds", *Public Law and Legal Theory Working Paper Series No. 71*, juni 2006, 1-2. Zie ook H.B. SHADAB, "The Challenge of Hedge Fund Regulation", *Regulation*, Spring 2007, 36.

<sup>305</sup> Ingesteld door de UCITS Richtlijnen.

<sup>306</sup> J. BOGAERTS, *l.c.*, 17.

<sup>307</sup> Directive on Alternative Investment Fund Managers (AIFMs) : Frequently Asked Questions, *EU RAPID Press Releases*, 29 april 2009, Brussel, 8 p.; "Europa wil controle op hefboomfondsen versterken", *De Tijd*, 29 april 2009.

Veel hefboomfondsen opereren vanuit het Verenigd Koninkrijk. Ook al is het VK geen Continentaal Europees land een bespreking van het Britse recht, gegeven bovenstaande vaststelling, met betrekking tot de bepalingen die er hefboomfondsen pogen te reguleren kan hier dan ook niet ontbreken. Ook de Duitse evenals de Belgische wetgeving zullen daarnaast aan bod komen.

## 1.1. Britse recht

In het VK wordt op de activiteiten van hefboomfondsen toegezien door de Financial Services Authority of FSA<sup>308</sup>. De FSA ziet in eerste instantie toe op de marketing voor hefboomfondsen in het VK en oefent in tweede instantie toezicht uit op de in het VK verblijvende hefboomfondsbeheerders zelf. Op zich zijn hefboomfondsen in het VK dus niet gereguleerd. Veel heeft te maken met het feit dat veel hefboomfondsen formeel gezien niet in het VK resideren, omwille van fiscale redenen, maar er wel veel hefboomfondsen in het VK beheerd of deelbewijzen ervan aan beleggers in het VK aangeboden worden.<sup>309</sup> De FSA benadrukt dat zij territoriaal gezien niet in staat is hefboomfondsen zelf te reguleren.<sup>310</sup> Het VK kiest daarom in haar poging hefboomfondsen niet geheel vrij spel te laten dan ook voor de meer pragmatische aanpak.

In eerste instantie ziet de FSA zoals gezegd toe op de marketing voor hefboomfondsen in het VK. Aangezien hefboomfondsen in het VK beschouwd worden als ‘ongereguleerde instellingen voor collectieve belegging’ mogen deelbewijzen van hefboomfondsen er niet publiek worden geplaatst. Enkel een private plaatsing van deelbewijzen is, inachtgenomen een reeks door de wet opgelegde voorwaarden, toegelaten. In tweede instantie oefent de FSA toezicht uit op de hefboomfondsbeheerders zelf. Daar zij voornemens zijn door de FSMA gereguleerde activiteiten uit te oefenen moeten hefboomfondsbeheerders, ingevolge de Financial Services and Markets Act of FSMA, toelating verkrijgen van de FSA teneinde als hefboomfondsbeheerder werkzaam te kunnen zijn. De FSA zelf heeft echter al aangegeven, in een rapport daterend van 2002, dat hefboombeheerders slechts aan zeer beperkt toezicht worden onderworpen aangezien hefboomfondsbeheerders slechts een relatief lage impact, in termen van een op risico gebaseerde benadering, lijken te hebben op de financiële markten in het VK.<sup>311</sup>

De Britse overheid is hefboomfondsen klaarblijkelijk ook goed gezind. De voordelen die de hefboomfondsenactiviteit de Britse economie jaarlijks opleveren is hier wellicht niet vreemd aan. In

---

<sup>308</sup> De FSA is een onafhankelijke organisatie verantwoordelijk voor het reguleren van de financiële dienstverlening in het VK. Zie J. HORSFIELD-BRADBURY, “Hedge Fund Self-Regulation in the US and the UK”, *onuitg.*, 28 april 2008, voetnoot 218.

<sup>309</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 37-38.

<sup>310</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 39.

<sup>311</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 38-39.

januari 2008 rapporteerden de Bank of England, de Treasury en de FSA over de kredietcrisis. De rol die hefboomfondsen hierin hebben gespeeld kwam in dit rapport bijna niet ter sprake. Dit geeft aan dat de Britse overheid de hefboomfondsenactiviteit niet als één van de oorzaken van de kredietcrisis beschouwd.<sup>312</sup> Sommigen houden er op dit punt een andere mening op na.<sup>313</sup>

Al meerdere malen heeft de FSA consultatierondes gehouden betreffende haar benadering ten opzichte van hefboomfondsen. Hierin stond telkens de vraag of zij strenger zou moeten gaan optreden ten aanzien van hefboomfondsen of niet, in haar toezicht dan wel via strengere regelgeving, centraal. Telkenmale kwam de FSA tot het besluit dat er geen nood is aan strengere regelgeving.<sup>314</sup> In 2006 stelde de FSA wel dat zij de ontwikkeling van een gedragscode, op initiatief van de hefboomfondsenindustrie tot stand gebracht, zou ‘verwelkomen’. In tegenstelling tot de zogenaamde ‘*rule-based*’ benadering van de SEC in de VS hanteert de FSA dan ook veeleer een zogenaamde ‘*principle-based*’ benadering ten opzichte van de activiteiten van diverse marktpartijen. Zo moeten bijvoorbeeld alle door de FSA gereguleerde entiteiten de ‘*Principles for Business*’ volgen.<sup>315</sup>

Op 22 januari 2008 is er ook effectief een gedragscode op initiatief van de hefboomfondsenindustrie tot stand gekomen.<sup>316</sup> Deze gedragscode tracht in eerste instantie via het opleggen van een aantal openbaarmakingsverplichtingen investeerders een betere bescherming te verlenen. Daarnaast zouden een aantal van de standaarden opgenomen in de code investeerders ook een betere bescherming moeten bieden tegen het risico dat hefboomfondsen voor het financiële systeem in zijn geheel kunnen betekenen (geduid in de Engelstalige literatuur met de term ‘*systemic risk*’). De standaarden opgenomen in de code betekenen regelgevend echter maar weinig met betrekking tot de bezorgdheden van sommigen aangaande de wijze waarop hefboomfondsen worden bestuurd (een corporate governance bezorgdheid) en de bezorgdheden van sommigen met betrekking tot bepaalde strategieën (zoals het lenen van aandelen om vervolgens het stemrecht eraan verbonden te kunnen uitoefenen op de algemene vergadering van aandeelhouders) die activistische hefboomfondsen aanwenden.<sup>317</sup>

## 1.2. Duitse recht

Tot voor kort leverde de Kapitalanlagegesellschaftsgesetz of KAGG de juridische grondslag voor de oprichting van hefboomfondsen in Duitsland. De bepalingen van deze wet waren echter zo strikt dat ook effectief een fonds oprichten dat beantwoordt aan die eigenschappen die hefboomfondsen zo

---

<sup>312</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 43-44.

<sup>313</sup> Zie *infra*, punt 4 onder C., §3, deel II.

<sup>314</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 38, 40-41.

<sup>315</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 38, 41-42.

<sup>316</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 38, 45.

<sup>317</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 48-51.

kenmerken<sup>318</sup> geheel in overeenstemming met de KAGG er in feite onmogelijk door werd gemaakt. Er werden dan ook al snel alternatieven gevonden door de promotoren van hefboomfondsen. Dit onder meer door zogenaamde index certificaten of aan de prestaties van een hefboomfonds gekoppelde deelbewijzen aan beleggers aan te bieden. Tengevolge van de op 1 januari 2004 inwerkinggetreden Investmentmodernisierungsgesetz of InvestG werd door de Duitse wetgever echter een geheel nieuw wetgevend kader voor Duitse hefboomfondsen gecreëerd.<sup>319</sup>

Een fonds wordt door de InvestG als een hefboomfonds beschouwd wanneer dit fonds hefboomen hanteert om zich te financieren dan wel aan *short-selling* doet, of beide, en niet beperkt is in de keuze van zijn activa. Hefboomfondsen worden erkend door het Duitse recht wanneer zij zich houden aan een bepaalde wettelijke standaard. Ingevolge de InvestG mogen de deelbewijzen van een hefboomfonds in Duitsland alleen privaat geplaatst worden. Ook buitenlandse promotoren mogen hefboomfondsen oprichten in Duitsland en de deelbewijzen ervan te koop aanbieden. In het prospectus dat Duitse hefboomfondsen verplicht onder hun potentiële investeerders moeten verspreiden moet onder meer de vermelding worden opgenomen dat de investering kan leiden tot verliezen en dat zelfs een totaal verlies van de investering mogelijk is. Ook de mate waarin het fonds gebruik maakt van hefboomen om zich te financieren en aan *short-selling* doet moet in het prospectus worden vermeld. De verplichtingen die de Duitse wetgever via de InvestG aan hefboomfondsen oplegt zijn daarmee heel wat strenger dan de verplichtingen waaraan andere beleggingsfondsen zich in Duitsland dienen te houden. Niettemin kunnen ook de verplichtingen opgelegd door de InvestG worden ontweken. Met name door het distribueren van alternatieve aan hefboomfondsen gerelateerde financiële producten zoals de hierboven vermelde index certificaten en aan de prestaties van een hefboomfonds gekoppelde deelbewijzen. Op dergelijke financiële producten is de InvestG namelijk niet van toepassing. Op die manier werden ook de verplichtingen in het verleden door de KAGG opgelegd ontweken.<sup>320</sup>

LANG besluit dan ook dat het Duitse recht wat betreft de regulering van hefboomfondsen nog steeds in hetzelfde bedje ziek is. Voor het eerst erkent en reguleert het Duitse recht, via de InvestG, hefboomfondsen en wordt aan beleggers ook de mogelijkheid geboden rechtstreeks te beleggen in hefboomfondsen. Doordat de draagwijdte van de InvestG zich echter niet uitstrekt tot aan de hierboven vermelde alternatieve aan hefboomfondsen gerelateerde financiële producten blijft de Duitse wetgeving tekort schieten. De Duitse wetgever blijkt daarnaast ook nog steeds bijzonder weinig vertrouwen te hebben in het vermogen van de individuele Duitse beleggers om voldoende geïnformeerd investeringsbeslissingen te maken. De Duitse hefboomfondsenregulering is wellicht om die reden nog steeds zo belemmerend. De melding, die hefboomfondsen verplicht in hun

---

<sup>318</sup> Zie *supra*, punt A, onder §3, deel II.

<sup>319</sup> N. LANG, "German hedge fund legislation: modernised but still old-fashioned", *German Law Journal*, Volume 5, No.6, 1 juni 2004, 669-671.

<sup>320</sup> N. LANG, *l.c.*, 672-674.

prospectussen dienen op te nemen, dat een investering in een hefboomfonds kan leiden tot verliezen en dat zelfs een totaal verlies van de investering mogelijk is, is volgens LANG zelfs irritant. Een investering in een hefboomfonds kan inderdaad verliezen met zich meebrengen. Maar een investering in gelijk welk ander beleggingsfonds kan dat ook. En toch zijn deze fondsen niet verplicht een dergelijke waarschuwing in hun prospectussen op te nemen.<sup>321</sup> Het mag dan ook verbazen dat ondanks de vele belemmeringen die de InvestG met zich meebrengt het opbouwen van een Duitse hefboomfondsenindustrie één van de vooropgestelde doelstellingen was van de nieuwe wet.<sup>322</sup>

### 1.3. Belgische recht

Belgische banken beschikken over de mogelijkheid om deelbewijzen van hefboomfondsen aan het publiek aan te bieden. Dit kan evenwel slechts op een indirecte wijze. Met name door particulieren op de deelbewijzen van een openbare ‘instellingen voor collectieve belegging’ of ‘ICB’ te laten intekenen die op zijn beurt via een derivatenconstructie aan een dakfonds wordt blootgesteld. Een dakfonds dat op zijn beurt dan weer belegt in één of meerdere hefboomfondsen. In dit dakfonds zelf kan de particulier weliswaar niet participeren noch kan de openbare ICB zelf een dergelijk dakfonds uitmaken.<sup>323</sup>

Voormelde ‘rompslomp’ valt echter te omzeilen. Het is namelijk perfect mogelijk om beleggingen in hefboomfondsen voor te stellen aan potentiële Belgische beleggers onder de vorm van een TAK-23 verzekering. Technisch gezien is het slechts de TAK 23-verzekering waarop men als particulier intekent. Met als gevolg dat ook enkel de TAK 23 reglementering van toepassing is, en niet de hierboven uiteengezette regelgeving, ook al belegt de TAK 23-verzekering op haar beurt wel rechtstreeks in één of meerdere hefboomfondsen. Heel wat Belgische banken bieden dergelijke TAK-23 verzekeringen, die beleggen in hefboomfondsen, aan.<sup>324</sup>

De meeste hefboomfondsen schuwen echter het publiekelijke karakter waarvan sprake in bovenstaande uiteenzetting. Hefboomfondsen waarvan de deelbewijzen publiekelijk worden aangeboden zijn immers stevast heel wat minder slagkrachtig, daar een publiek fonds meestal met heel wat meer regelgeving rekening moet houden dan een fonds waarvan de deelbewijzen privaat worden geplaatst. Dit is niet alleen in België, maar ook in vele andere landen het geval. De oplossing bestaat er voor promotoren die een hefboomfonds willen oprichten meestal in zich niet tot het grote

---

<sup>321</sup> N. LANG, *l.c.*, 676.

<sup>322</sup> N. LANG, *l.c.*, 672.

<sup>323</sup> Advies Eveline Hellebuyck, assistent Universiteit Gent, Faculteit Rechtsgeleerdheid, 13 mei 2009.

<sup>324</sup> J. BOGAERTS, *l.c.*, 18; W. BONNEUX, *Hefboomfondsen; van Jones tot vandaag, met een focus op de Belgische markt*, Eindwerk Handelswetenschappen, Hogeschool voor wetenschap en kunst, 2005, 56-57.

publiek te richten maar de deelbewijzen van hun fonds slechts bij een beperkt aantal vermogende particuliere of institutionele beleggers te plaatsen.

In België dient binnen dit kader gewezen te worden op de ICB-wet.<sup>325</sup> Deze wet is van toepassing op zowel “*Belgische instellingen met als doel de collectieve belegging van financiële middelen die instellingen in België of in het buitenland uitsluitend aantrekken bij institutionele of professionele beleggers die voor eigen rekening handelen, en waarvan de effecten uitsluitend door dergelijke beleggers kunnen worden verworven*”, ook wel de ‘institutionele instellingen voor collectieve belegging’ genoemd, als op “*Belgische instellingen met als doel de collectieve belegging van financiële middelen die instellingen in België of in het buitenland uitsluitend aantrekken bij private beleggers die voor eigen rekening handelen, en waarvan de effecten uitsluitend kunnen worden verworven door dergelijke beleggers dan wel door andere beleggers in de door de Koning bepaalde omstandigheden*”, ook wel ‘private instellingen voor collectieve belegging’ genoemd.<sup>326</sup> Opdat hefboomfondsen onder het *private placement* regime van de ICB-wet en de andere bepalingen uit het Belgische recht omtrent de institutionele en private ICB zouden gaan vallen is vereist dat zij zich naar de markt toe profileren als instelling voor collectieve belegging.<sup>327</sup> De kans dat promotoren die een hefboomfonds willen oprichten in België hier ooit toe zullen overgaan is, mijn inziens, echter bijzonder gering. Ook het *private placement* regime stelt immers vereisten<sup>328</sup> die maar moeilijk verenigbaar zijn met de kenmerken inherent aan elk hefboomfonds<sup>329</sup>. Buiten het toepassingsgebied van de bepalingen omtrent de institutionele en private ICB een hefboomfonds oprichten in België blijft weliswaar perfect mogelijk. Wanneer men een beleggingsfonds opricht in België waarvan men de deelbewijzen slechts plaatst bij een beperkt aantal vermogende particuliere of institutionele beleggers zonder zich naar de markt toe geprofileerd te hebben als een instelling voor collectieve belegging mag dit fonds gerust als een ‘typisch’ hefboomfonds in België opereren. Als dusdanig staat het Belgische recht de vorming van Belgische hefboomfondsen niet in de weg. Een specifiek wettelijk statuut voor hefboomfondsen bestaat in België weliswaar niet. Daarenboven geeft een studie van PriceWaterhouseCoopers aan dat ook het fiscale regime voor fondsen die als hefboomfonds zouden willen gaan opereren in België allerminst gunstig is. PriceWaterhouseCoopers besluit dan ook dat de

---

<sup>325</sup> Wet van 20 juli 2004 betreffende bepaalde vormen van collectief beheer van beleggingsportefeuilles, *B.S.* 9 maart 2005; hierna: ‘ICB-wet’

<sup>326</sup> Art. 4, 1°, b) en c) ICB-wet

<sup>327</sup> Advies Eveline Hellebuyck, assistent Universiteit Gent, Faculteit Rechtsgeleerdheid, 13 mei 2009.

<sup>328</sup> C. CROES en G. T’JONCK, “Institutionele instellingen voor collectieve belegging met een veranderlijk aantal rechten van deelneming” in *Financiële reglementering/Actualiteit, Larcier Financieel Forum*, 2009, 1-2.

<sup>329</sup> Zie *supra*, punt A, onder §3, deel II.

vigerende wetgeving in België het vrij onwaarschijnlijk maakt dat hefboomfondsen er ooit zullen uitgroeien tot een belangrijke klasse van investeerders.<sup>330</sup>

De kans dat Belgische dan wel buitenlandse ondernemingen eerstdaags zullen geconfronteerd worden met aandeelhoudersactivisme uitgaande van Belgische hefboomfondsen lijkt gegeven hetgeen hierboven werd uiteengezet dan ook vrij onwaarschijnlijk. Dit betekent echter niet dat Belgische ondernemingen niet door activistische hefboomfondsen kunnen worden gevisieerd. De praktijk heeft al uitgewezen dat daar waar Belgische hefboomfondsen achterwege moeten blijven diverse buitenlandse activistische hefboomfondsen de gelegenheden niet aan zich laten voorbijgaan.<sup>331</sup>

## **2. Amerikaanse hefboomfondsregulering**

We hebben gezien dat het (trachten te) opereren buiten zoveel mogelijk regelgeving om één van de karakteristieke kenmerken van hefboomfondsen uitmaakt.<sup>332</sup> In de VS opereren hefboomfondsen historisch gezien binnen de uitzonderingen en vrijstellingen van de Securities Act van 1933, de Securities Exchange Act van 1934, de Investment Company Act van 1940 en de Investment Advisers Act van 1940.<sup>333</sup>

Dit alles betekent echter niet dat hefboomfondsen in de VS buiten alle regelgeving om kunnen opereren. Hefboomfondsen zijn ook in de VS niet onderworpen aan specifiek op hen gerichte wetsbepalingen maar moeten de regels van toepassing op investeerders in het algemeen wel naleven en zijn bovendien onderworpen aan overheidstoezicht.<sup>334</sup>

Het doel van de Securities Act van 1933 is ervoor te zorgen dat beleggers juiste informatie krijgen aangaande effecten die publiekelijk te koop worden aangeboden. Om dat doel te bewerkstelligen legt de Securities Act gedetailleerde openbaarmakingsverplichtingen op aan marktpartijen die effecten publiekelijk te koop aanbieden.<sup>335</sup> Hefboomfondsen ontwijken de toepassing van de Securities Act door de deelbewijzen van het fonds niet publiekelijk aan te bieden.<sup>336</sup> Het aanbod door een hefboomfonds van haar deelbewijzen wordt als niet publiekelijk beschouwd voor zover dat aanbod voldoet aan de voorwaarden van regel 506 van Regulation D.<sup>337</sup> Eén van de voorwaarden die deze

---

<sup>330</sup> PriceWaterhouseCoopers, "The regulation and distribution of hedge funds in Europe. Changes and Challenges", *onuitg.*, juni 2005, 11, 13.

<sup>331</sup> Zie *infra*, voetnoot 456.

<sup>332</sup> Zie *supra*, punt A, onder §3, deel II.

<sup>333</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 23; H.B. SHADAB, *l.c.*, 36; D.A. OESTERLE, *l.c.*, 5-6.

<sup>334</sup> K. BRENNER, *l.c.*, 6; H.B. SHADAB, *l.c.*, 36; M. KAHAN en B. ROCK, *l.c.*, 30.

<sup>335</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 23-24.

<sup>336</sup> 15 U.S.C. § 77d(2)

<sup>337</sup> 17 C.F.R. §230.506. Zie ook <http://www.sec.gov/answers/rule506.htm>.



regel stelt is dat er geen algemene werving van deelbewijzen mag gebeuren en er geen publiciteit voor de deelbewijzen mag worden gemaakt. De regel bepaalt dat weliswaar aan een onbeperkt aantal ‘*accredited investors*’<sup>338</sup> deelbewijzen mogen worden aangeboden. De meeste hefboomfondsen bieden hun deelbewijzen enkel aan *accredited investors* (natuurlijke personen met een netto vermogen van meer dan 1 miljoen USD of een inkomen van meer dan 200.000 USD over elke van de voorbije twee jaar), institutionele investeerders of insiders aan, en voldoen op die manier aan de voorwaarden gesteld in regel 506 van Regulation D.<sup>339</sup>

Hefboomfondsen trachten daarnaast ook aan de toepassing van federale wetgeving te ontsnappen door de classificatie van gereguleerde financiële marktspeler te vermijden. Door niet als ‘*broker*’ op te treden bijvoorbeeld ontsnappen hefboomfondsen grotendeels aan de toepassing van de Securities Exchange Act die strenge registratie- en openbaarmakingsverplichtingen bevat voor marktspelers die handelen in effecten.<sup>340</sup> Daarnaast gaan hefboomfondsen ook meestal aan niet meer dan 500 personen deelbewijzen verkopen om te verhinderen dan ze onder de periodieke rapporteringsverplichtingen zouden gaan vallen opgelegd door Sectie 12 van de Securities Exchange Act en regel 12g-1 SEC.<sup>341</sup> Hefboomfondsen zijn echter wel gebonden door de openbaarmakingsverplichtingen ingevolge de secties 13(d) en (f) van de Securities Exchange Act aan investeerders opgelegd. Ook aan de zogenaamde ‘*short-swing trading rules*’ van sectie 16(b) van de Act moeten hefboomfondsen zich houden.<sup>342</sup>

Ingevolge de *short-swing trading rules* van sectie 16(b) van de Securities Exchange Act worden de mogelijkheden voor aandeelhouders die 10 % of meer van de aandelen van een onderneming bezitten om vrij in en uit het kapitaal van die onderneming te stappen beperkt.<sup>343</sup>

Sectie 13(d) van de Securities Exchange Act vereist dat elkeen die 5 % of meer van de aandelen van een beursgenoteerde onderneming heeft verworven en er belang bij heeft het bestuur van deze onderneming te beïnvloeden binnen de 10 dagen na de verwerving van deze aandelen een verklaring moet afleggen hierover bij de SEC. Deze verklaring moet de informatie bevatten die schema 13D vereist.<sup>344</sup> Plannen die men heeft of voorstellen die men zou willen lanceren met betrekking tot zaken zoals overnames en fusies, wijzigingen in de bestuursstructuur van de onderneming, buitengewone transacties, enzovoort moeten ingevolge het schema 13D eveneens bekendgemaakt worden.<sup>345</sup>

---

<sup>338</sup> Voor wat moet verstaan worden onder een ‘*accredited investor*’ zie 17 C.F.R. §230.501(a).

<sup>339</sup> D.A. OESTERLE, *l.c.*, 2-3.

<sup>340</sup> 15 U.S.C. § 78c(a)(4); J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 24.

<sup>341</sup> D.A. OESTERLE, *l.c.*, 3.

<sup>342</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 24; K. BRENNER, *l.c.*, 6; M. KAHAN en B. ROCK, *l.c.*, 30-31.

<sup>343</sup> 17 C.F.R. 240.16b; K. BRENNER, *l.c.*, 6; M. KAHAN en B. ROCK, *l.c.*, 30.

<sup>344</sup> 17 C.F.R. 240.13d-1; A. BRAV, W. JIANG, F. PARTNOY en R. THOMAS, *l.c.*, 4.

<sup>345</sup> T.W. BRIGGS, *l.c.*, 10.

Ingevolge sectie 13(f) van de Securities Exchange Act moeten investeerders ieder kwartaal informatie bekendmaken omtrent de belangen die zij aanhouden in diverse ondernemingen. Belangrijk is dat enkel informatie omtrent de belangen die men door middel van op de beurs genoteerde aandelen en opties aanhoudt moeten worden bekendgemaakt. Daarenboven moeten geen bekendmakingen worden verricht wanneer men minder dan 100 miljoen USD beheert. Dit betekent dat hefboomfondsen door het gebruik van afgeleide producten en opties die buiten de beurs worden verhandeld nog steeds belangrijke economisch belangen kunnen opbouwen in ondernemingen zonder te moeten voldoen aan de openbaarmakingsverplichtingen van sectie 13(f). Ook kleinere hefboomfondsen, met name diegene die minder dan 100 miljoen USD beheren, ontsnappen aan de verplichtingen opgelegd ingevolge sectie 13(f).<sup>346</sup>

Onderzoek naar het optreden van hefboomfondsen in de VS is overigens meestal gebaseerd op bekendmakingen die zij er ingevolge de secties 13(d) en (f) van de Securities Exchange Act moeten doen.<sup>347</sup> Niet alle hefboomfondsen ontsnappen er dus aan de verplichtingen ingevolge voormelde secties van de Securities Exchange Act aan investeerders opgelegd.

Dat hefboomfondsen daarnaast ook opereren buiten de toepassing van de Investment Company Act van 1940 is wellicht de factor die tot nog toe het meest heeft bijgedragen tot hun succes. Doordat zij geen rekening hoeven te houden met de bepalingen van deze wet kunnen zij immers investeringsstrategieën<sup>348</sup>, zoals de techniek van het *shorten*, volgen die andere door deze wet gereguleerde fondsen niet mogen volgen. Dit laat hefboomfondsen toe meer risico te nemen en vaak ook veel hogere winsten te behalen dan de traditionele fondsen. Om buiten het toepassingsgebied van de Investment Company Act te blijven moeten hefboomfondsen ervoor zorgen dat ze ofwel aan minder dan 100 personen<sup>349</sup> ofwel enkel aan zogenaamde ‘*qualified purchasers*’<sup>350</sup> hun deelbewijzen aanbieden.<sup>351</sup>

De uitzondering op basis waarvan hefboomfondsen zich traditioneel buiten het toepassingsgebied van de Investment Advisers Act wisten te houden<sup>352</sup> trachtte de Amerikaanse wetgever onlangs nog te vernauwen. Hierdoor zou het heel wat moeilijker geworden zijn voor hefboomfondsen om de regelgeving uit de Investment Advisers Act te ontwijken.<sup>353</sup> De toepassing van de Investment Advisers

---

<sup>346</sup> 17 C.F.R. 240.13f-1; K BRENNER, *l.c.*, 6; M. KAHAN en B. ROCK, *l.c.*, 31.

<sup>347</sup> Voor een voorbeeld zie A. BRAV, W. JIANG, F. PARTNOY en R. THOMAS, *l.c.*, 4.

<sup>348</sup> Voor een klein overzicht van de vele, vaak zeer gecompliceerde, investeringsstrategieën die hefboomfondsen volgen zie D.A. OESTERLE, *l.c.*, 4.

<sup>349</sup> 15 U.S.C. § 80a-3(c)(7)

<sup>350</sup> Voor wat moet verstaan worden onder een ‘*qualified purchaser*’ zie 15 U.S.C. § 80a-2(a)(51)(A).

<sup>351</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 24-25; D.A. OESTERLE, *l.c.*, 3-4.

<sup>352</sup> De zogenaamde ‘*private adviser exemption*’ - Zie Sectie 203(b)(3) van de Investment Advisers Act.

<sup>353</sup> Voor een gedetailleerde bespreking van de manier waarop de ‘*private adviser exemption*’ werd verstrengd zie D.A. OESTERLE, *l.c.*, 5-6.

Act op hefboomfondsen zou betekenen dat hefboomfondsen, net zoals alle andere fondsen die onder het toepassingsgebied van de Investment Advisers Act ressorteren, zich vanaf nu verplicht zouden moeten gaan registreren bij de SEC. Bij die registratie moet een fonds een hele boel gegevens over zichzelf bekend maken aan de SEC, zoals de omvang van de beheerde activa, de wijze waarop de beheerders van het fonds worden vergoed, algemene informatie betreffende de investeringsstrategieën van het fonds... Dit zou de SEC onder meer toegelaten hebben de beheerders van hefboomfondsen te screenen om te verhinderen dat personen met vroegere veroordelingen, wegens professioneel wangedrag bijvoorbeeld, hefboomfondsen zouden kunnen gaan leiden. Door zich verplicht te moeten gaan registreren bij de SEC ingevolge de Investment Advisers Act zou een hefboomfonds vanaf dat ogenblik ook onderworpen geweest zijn aan de discretionaire onderzoeksbevoegdheid van de SEC naar de door het fonds gevoerde boekhouding en gevolgde procedures. Sommige hefboomfondsbeheerders klaagden dan ook dat deze nieuwe plichten, waarvan er hierboven slechts enkele, bij wijze van voorbeeld, werden vermeld<sup>354</sup>, hen een pak geld en tijd zouden gaan kosten. Zij beschouwden de nieuwe regelgeving dan ook als een serieuze verstrenging ten opzichte van het voorheen op hefboomfondsen van toepassing zijnde regelgevende apparaat.<sup>355</sup>

Hefboomfondsbeheerders vonden echter al snel het achterpoortje in de nieuwe wet. Regel 203(b)(3)-1 van de Investment Advisers Act was immers aangepast met het doel *private equity* spelers en durfkapitalisten buiten de toepassing van de wet te houden. Regel 203(b)(3)-1 bepaalde daarom dat het begrip 'privaat fonds' in de zin van en geregeld door de Investment Advisers Act slechts die fondsen omvat die aan personen die deelbewijzen van het fonds in eigendom hebben toelaten dat ze binnen de twee jaar na de aankoop ervan de deelbewijzen weer laten afkopen door het fonds. *Private equity* spelers en durfkapitalisten laten dit niet toe. Hefboomfondsen verboden de afkoop van deelbewijzen voor de aanpassing van de Investment Advisers Act meestal tot ongeveer één jaar na de aankoop van de deelbewijzen (door middel van een 'lock-up' beding). Om aan de toepassing van de Investment Advisers Act te ontsnappen zijn ook hefboomfondsen deze periode initieel gaan verlengen tot 2 jaar en meer.<sup>356</sup> Op dit moment is ook dat echter geen vereiste meer om aan de toepassing van Investment Advisers Act te ontsnappen. De uitspraak van het U.S. Court of Appeal van het District of Columbia heeft in de zaak *Goldstein v. SEC* voormelde wetswijziging namelijk onwettelijk verklaard omdat de SEC er zijn regelgevende bevoegdheid mee te buiten is gegaan.<sup>357</sup> Deze mislukte poging van de Amerikaanse wetgever hefboomfondsen aan meer regulering te onderwerpen toont duidelijk aan dat overheidsregulering een veel te traag mechanisme is om hefboomfondsen effectief tot het inachtnemen van meer standaarden te dwingen.<sup>358</sup>

---

<sup>354</sup> Voor een ruimer overzicht zie D.A. OESTERLE, *l.c.*, 6-7.

<sup>355</sup> D.A. OESTERLE, *l.c.*, 5-7.

<sup>356</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 29.

<sup>357</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 26, 30.

<sup>358</sup> Zie ook *infra*, punt 4, onder §3, C, Deel II.

Aangezien hefboomfondsen zoveel mogelijk wetgeving trachten te ontwijken gaan zij overigens vaak ook hun verrichtingen vanuit die optiek vorm geven. Zo ontwijken hefboomfondsen vaak de regelgeving uit de Employee Retirement Income Security Act door het belang van voordeelplannen voor werknemers in het fonds te beperken tot minder dan 25 % van het fonds. Ook de regelgeving betreffende de ‘*commodity pools*’ van de Commodity Futures Trading Commission wordt op een gelijkaardige manier ontweken. Met name kan men door als *commodity pool* enkel te handelen met *accredited investors*, in zijn betekenis ingevolge Regulation D<sup>359</sup>, of *qualified purchasers*, in zijn betekenis ingevolge de Investment Company Act<sup>360</sup>, buiten het toepassingsgebied van de regelgeving betreffende de *commodity pools* van de Commodity Futures Trading Commission blijven.<sup>361</sup>

Ook al slagen hefboomfondsen er vaak in grotendeels te ontsnappen aan het toepassingsgebied van de Securities Act van 1933 en de Securities Exchange Act van 1934, toch blijven de anti-fraude bepalingen uit deze wetten, evenals talloze anti-fraude bepalingen uit het recht van de Staten, integraal van toepassing op de activiteiten van de hefboomfondsen.<sup>362</sup>

Er dient daarnaast ook gewezen te worden op de in de VS onrechtstreeks op hefboomfondsen van toepassing zijnde wettelijke bepalingen. Zo beperkt federale regelgeving er de mogelijkheid voor financiële instellingen om financiële middelen ter beschikking te stellen van hefboomfondsen. Financiële instellingen<sup>363</sup> moeten daarnaast ook rekening houden met de Bazelakkoorden, op basis waarvan zij zich niet ongelimiteerd aan risico’s kunnen blootstellen. Een praktijk waar ook toezicht wordt op uitgeoefend door de bevoegde toezichthouders.<sup>364</sup>

De regelgeving waaraan hefboomfondsen zich, mede uiteraard door hun pogingen zoveel mogelijk regelgeving te ontwijken, in de VS moeten houden is zoals uit bovenstaande uiteenzetting blijkt relatief beperkt. De uitgangspunten van het Amerikaanse vennootschapsrecht, dat aan het bestuur de grootste macht binnen de onderneming toebedeeld, zitten aandeelhouders in de VS niet mee. Een uitloper hiervan is regel 14a-8 SEC. Ondanks de vaststelling dat deze regel aan de basis blijkt te liggen van het aandeelhoudersactivisme in de VS hebben we gezien dat talloze beperkingen er nog steeds aan in de weg staan opdat regel 14a-8 SEC daadwerkelijk als een effectief wapen in handen van de aandeelhouders kan beschouwd worden.<sup>365</sup> Deze en andere beperkingen uit het Amerikaanse recht van aard de invloed van aandeelhouders op het bestuur van de onderneming te beperken deren er

---

<sup>359</sup> Zie *infra*, voetnoot 16.

<sup>360</sup> Zie *infra*, voetnoot 22.

<sup>361</sup> D.A. OESTERLE, *l.c.*, 4-5.

<sup>362</sup> H.B. SHADAB, *l.c.*, 36-37; D.A. OESTERLE, *l.c.*, 6; Zie ook 15 U.S.C. § 80b-6 en 15 U.S.C. § 80b-3a(b)(2)

<sup>363</sup> Die vaak ook hefboomfondsen oprichten en beheren.

<sup>364</sup> H.B. SHADAB, *l.c.*, 37.

<sup>365</sup> Zie *infra*, punt 1.2.2 onder §2, C., 2., deel II.

hefboomfondsen echter niet. Doordat hun functioneren er slechts in heel beperkte mate wordt geregeld blijken zij, ondanks de talloze beperkingen waarmee andere aandeelhouders in de VS kampen om hun stem ten opzichte van het bestuur te kunnen verheffen, slagkrachtig genoeg om de rol die hen wordt toebedeeld als zijnde de nieuwe monitoren van het bestuur met brio te vervullen.

BRIGGS geeft aan dat recente wetgevende hervormingen en rechterlijke beslissingen het voor hefboomfondsen in de VS overigens nog eenvoudiger en goedkoper hebben gemaakt een activistische strategie te hanteren.<sup>366</sup> Zo werden in 1998 de schema 13D-regels uit de Securities Exchange Act aangepast waardoor investeerders onder bepaalde voorwaarden niet langer de informatie opgelegd door schema 13D maar slechts de informatie vereist door een veel beperkter schema 13G moeten bekendmaken. Hefboomfondsen voldoen vaak aan die voorwaarden. Voormelde wetwijziging heeft de openbaarmakingsverplichtingen voor hefboomfondsen dus nog verder verlicht. De verkorte informatieplicht van schema 13G biedt hefboomfondsen ook een strategisch voordeel. Daar zij ingevolge schema 13G de doelstellingen van de verwerving van de aandelen van een beursgenoteerde onderneming niet moeten bekendmaken en bovendien slechts één maal per jaar een update moeten geven omtrent de omvang van hun belangen in beursgenoteerde ondernemingen kan niemand meer echt inschatten wat de bedoelingen zijn van een hefboomfonds. Dit stelt hefboomfondsen in staat verrassingsaanvallen op ondernemingen uit te voeren.<sup>367</sup>

### ***3. Positieve en negatieve aspecten van het hefboomfondsenactivisme***

Het regelgevende kader waarbinnen hefboomfondsen in Europa en in de VS opereren staat duidelijk nog niet op punt. Hefboomfondsen blijven zowel in Europa als in de VS te slagen in hun opzet zoveel mogelijk regelgeving te ontwijken. Dit opzet maakt trouwens ook één van de karakteristieke kenmerken van elk hefboomfonds uit.<sup>368</sup> Het begrip ‘hefboomfondsregulering’ kan in die zin dan ook als een ‘*contradictio in terminis*’ worden beschouwd. Het betekent misschien ook dat de hoop van sommigen via strengere Europese of Amerikaanse wetgeving de risico’s die hefboomfondsen betekenen voor sommige groepen te kunnen inperken of beheersen niet meer dan een ijdele hoop is. Nu al worden veel hefboomfondsen buiten Europa en de VS opgericht (de zgn. ‘*offshore*’ hefboomfondsen), fondsen die achteraf wel in Europa en/of in de VS actief worden, om de aldaar toepasselijke wetgeving zoveel mogelijk te ontwijken. Met een benadering ten aanzien van de hefboomfondsenindustrie zoals het VK toepast, de zogenaamde *principle-based approach*, die de strategie van hefboomfondsen duidelijk incalculeert en niet voorbij gaat aan wat hefboomfondsen zo kenmerkt, m.n. het trachten te ontwijken van zoveel mogelijk regelgeving, zal men net daarom

---

<sup>366</sup> T.W. BRIGGS, *l.c.*, 4, 7-17.

<sup>367</sup> T.W. BRIGGS, *l.c.*, 12-13.

<sup>368</sup> Zie *supra*, punt A, onder §3, deel II.

misschien veel betere resultaten kunnen behalen dan met een *rule-based approach* die velen nu voorstaan. Hoe snel de regelgeving ook is, hefboomfondsen zullen de regelgeving mijn inziens altijd vlugger af zijn.<sup>369</sup> Dit betekent echter niet dat er helemaal geen reflectie meer nodig is omtrent de voor- en nadelen die de activiteiten van hefboomfondsen met zich meebrengen en de oplossingen die naar voren kunnen worden gebracht met betrekking tot de nadelige gevolgen van de hefboomfondsenactiviteit. Integendeel, er is net meer reflectie nodig. In de hoop dat deze reflectie ons de beste oplossing kan weerspiegelen.

De activiteiten van hefboomfondsen brengen risico's met zich mee voor diegenen die in het fonds beleggen alsook voor het publiek en soms zelfs voor het gehele financiële systeem ('*systemic risk*'). Hierna zal echter slechts een bespreking volgen van de voor- en nadelen van het hefboomfondsenactivisme in het bijzonder. Met name hebben volgens sommigen ook de ondernemingen tegen dewelke activistische hefboomfondsen optreden meer bescherming nodig. Andere contesteren dit dan weer. Een discussie die zich duidelijk afspeelt op het corporate governance vlak. Voor een bespreking van de risico's waar hefboomfondsen beleggers, het publiek en de financiële markten in het algemeen voor plaatsen kan verwezen worden naar andere werken.<sup>370</sup> Er dient er daarnaast nogmaals op gewezen te worden dat slechts een minderheid van alle hefboomfondsen zich ooit activistisch opstelt.<sup>371</sup>

### **3.1. Hefboomfondsen vs. 'mainstream' institutionele investeerders**

Onderzoek toont aan dat '*mainstream*' institutionele investeerders zoals pensioenfondsen zich niet vaak activistisch gaan opstellen ten opzichte van ondernemingen om er corporate governance wijzigingen te bewerkstelligen en dat wanneer zij dit toch doen hun inspanningen meestal weinig impact hebben op de ondernemingen die zij viseren. Hefboomfondsen lijken op dit vlak betere prestaties neer te zetten.<sup>372</sup> Activistische hefboomfondsen worden dan ook door velen aanzien als zijnde de best geplaatste actoren om het bestuur te monitoren.<sup>373</sup>

De vraag is natuurlijk waarom hefboomfondsen zoveel beter gepositioneerd zijn om resultaten te halen uit het hanteren van een activistische aandeelhouderstrategie dan andere beleggingsfondsen. Veel heeft te maken met de juridische barrières waarmee beleggingsfondsen andere dan

---

<sup>369</sup> Zie ook M. KAHAN en B. ROCK, *l.c.*, 38.

<sup>370</sup> Zie o.m. J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 6-15; H.B. SHADAB, *l.c.*, 39-40.

<sup>371</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 15; K. BRENNER, *l.c.*, 7; P. SANTELLA, E. BAFFI, C. DRAGO en D. LATTUCA, *l.c.*, 3.

<sup>372</sup> K. BRENNER, *l.c.*, 4-5; ECGI Research Newsletter Volume 4, *Hedge Funds and Activism*, Spring & Summer 2007, 1-2, 7.

<sup>373</sup> Zie o.a. K. BRENNER, *l.c.*, 2008, 2.

hefboomfondsen worden geconfronteerd. Alsook met het feit dat hefboomfondsen absolute returns nastreven en een beloningsstructuur hebben die hefboomfondsbeheerders veel meer stimulansen geeft om het bestuur van een onderneming te monitoren. Daarnaast zijn hefboomfondsen ook veel onafhankelijker van andere, politieke dan wel financiële, instellingen.<sup>374</sup>

De juridische barrières waarmee de *mainstream* institutionele investeerders worden geconfronteerd zijn voor een stuk hierboven reeds uiteengezet.<sup>375</sup> Het betreft namelijk in hoofdzaak die bepalingen die hefboomfondsen net trachten te ontwijken. Volgens HORSFIELD-BRADBURY zijn er, samenvattend, vier redenen aan te geven waarom hefboomfondsen vanuit een regelgevend perspectief beter geplaatst zijn om actief te zijn op het corporate governance vlak dan de reguliere beleggingsfondsen. Zo zijn de reguliere beleggingsfondsen stevast onderworpen aan strenge openbaarmakingsverplichtingen en worden zij ook vaak verplicht aan risicospreiding te doen, wat hen de mogelijkheid tot het ontplooiën van een investeringsstrategie zoals het *shorten* ontzegt. Hefboomfondsen kunnen daarnaast ook meer investeren in illiquide activa. Reguliere beleggingsfondsen kunnen dit niet daar zij de deelbewijzen die beleggers hebben verworven op elk ogenblik moeten kunnen afkopen. In laatste instantie vermeld HORSFIELD-BRADBURY de beperkingen waarmee reguliere beleggingsfondsen worden geconfronteerd met betrekking tot de vergoedingen die zij kunnen aanrekenen aan beleggers. Zo moeten prestatievergoedingen die reguliere beleggingsfondsen willen aanrekenen aan beleggers meestal betrekking hebben op een periode van twaalf maanden. Dit betekent dat na een bijzonder winstgevende maand beleggers uit het fonds kunnen stappen zonder dat het volledige deel van de prestatievergoedingen die betrekking hebben op die maand aan die beleggers kunnen worden aangerekend. Hefboomfondsen daarentegen kunnen dit wel.<sup>376</sup>

Een activistische aandeelhoudersstrategie is daarenboven kostelijk en risicovol en doordat reguliere beleggingsfondsen hun prestaties meestal afmeten ten opzichte van een zeker referentiepunt of ten opzichte van hun concurrenten bestaat het risico dat andere fondsen die eveneens een belang hebben in een bepaalde onderneming mee gaan profiteren van de eventuele acties opgezet door een ander fonds zonder hiervan de lasten te dragen (free-rider probleem). HORSFIELD-BRADBURY geeft aan dat 90% van de reguliere beleggingsfondsen daarnaast slechts forfaitaire vergoedingen aanrekenen, de hoogte ervan afhankelijk van de omvang van het fonds en niet van diens prestaties. De stimulans voor beheerders van reguliere hefboomfondsen om op het corporate governance vlak actief te zijn wordt door de combinatie van beider factoren volledig gefnuikt. Doordat hefboomfondsbeheerders daarentegen meestal ook zelf een aanzienlijk belang aanhouden in het door henzelf beheerde fonds en

---

<sup>374</sup> M. KAHAN en B. ROCK, *l.c.*, 30-36; ECGI Research Newsletter Volume 4, *l.c.*, 2-3.

<sup>375</sup> Zie *infra*, punt 2 onder §3, C., deel II.

<sup>376</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 17-19.

eerder een absolute return nastreven dan wel hun prestatie gaan afmeten ten opzichte van een bepaald referentiepunt of *benchmark* is de stimulans voor hefboomfondsbeheerders om het bestuur van een onderneming te monitoren er veel meer aanwezig. Hefboomfondsbeheerders hebben namelijk, in tegenstelling tot de beheerders van het merendeel van de reguliere beleggingsfondsen, een onmiddellijk en aanzienlijk belang bij het bereiken van een hoge, absolute return en moeten zich minder zorgen maken over de mogelijkheid dat concurrerende hefboomfondsen zullen meesurfen op de golven van hun succes. KAHAN en ROCK geven ter illustratie mee dat de 25 best verdienende hefboomfondsbeheerders in 2004 een gemiddelde jaarlijkse vergoeding van 251 miljoen USD ontvingen.<sup>377 378</sup> Een aanzienlijk hogere vergoeding dan die waar de best verdienende beheerders van reguliere beleggingsfondsen doorgaans aanspraak op kunnen maken.

Doordat reguliere beleggingsfondsen vaak banden hebben met andere financiële instellingen of fondsen worden de beheerders van deze fondsen ook vaker met belangenconflicten geconfronteerd dan hefboomfondsbeheerders. Financiële instellingen die reguliere beleggingsfondsen controleren zijn vaak niet opgezet met het voornemen van een dergelijk fonds een activistische aandeelhoudersstrategie na te streven om de doelstellingen van het fonds te bereiken. Dergelijke belangenconflicten ontmoedigen de beheerders van reguliere beleggingsfondsen om zich activistisch op te stellen ten opzichte van de ondernemingen in dewelke zij investeren. Hefboomfondsen daarentegen zijn veel onafhankelijker. KAHAN en ROCK geven aan dat van de 20 grootste hefboomfondsen in 2004, er slechts één fonds banden had met een andere financiële instelling.<sup>379 380</sup> Ook op dit vlak zijn hefboomfondsen dus beter gepositioneerd dan reguliere beleggingsfondsen om als een monitor van het bestuur van een onderneming op te treden.

Hefboomfondsen kunnen weliswaar beter gepositioneerd zijn dan reguliere beleggingsfondsen om als monitor van het bestuur van een onderneming op te treden. Of dit ook daadwerkelijk tot zoveel betere resultaten leidt (voor de aandeelhouders) van die ondernemingen is een andere zaak. In de zeldzame gevallen waarin de *mainstream* institutionele investeerders zich activistisch opstelden bleken hun inspanningen achteraf meestal maar weinig impact te hebben gehad op de ondernemingen die zij viseerden. Zoals reeds vermeld lijken hefboomfondsen op dit vlak echter veel betere prestaties neer te zetten.<sup>381</sup> Onderzoek verricht door BRAV, JIANG, PARTNOY en THOMAS wijst uit dat hefboomfondsenactivisme niet alleen zeer hoge positieve rendementen oplevert op de korte termijn, maar ook op de lange termijn de aandeelhouders bevoordeligt.<sup>382</sup> Onderzoek naar de activiteiten van

---

<sup>377</sup> M. KAHAN en B. ROCK, *l.c.*, 32.

<sup>378</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 19-20; M. KAHAN en B. ROCK, *l.c.*, 33.

<sup>379</sup> M. KAHAN en B. ROCK, *l.c.*, 33.

<sup>380</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 20; M. KAHAN en B. ROCK, *l.c.*, 33-35.

<sup>381</sup> ECGI Research Newsletter Volume 4, *l.c.*, 1-2, 7.

<sup>382</sup> ECGI Research Newsletter Volume 4, *l.c.*, 3.



het Hermes UK Focus Fund, een Brits pensioenfonds dat een activistische aandeelhoudersstrategie hanteert om zijn voorgenomen doelstellingen te bereiken, toont wederom de voordelen van het aandeelhoudersactivisme in termen van financieel rendement aan. Het Hermes UK Focus Fund is weliswaar geen hefboomfonds maar bevindt zich in een rechtsomgeving waarin ook activistische hefboomfondsen gemakkelijk kunnen opereren, waardoor de studie voor deze bespreking relevant blijft.<sup>383</sup>

De hybride rol die activistische hefboomfondsen volgens BRAV, JIANG, PARTNOY en THOMAS spelen op het corporate governance vlak plaatst hen daarnaast in een unieke positie om de *agency-costs* gerelateerd aan de scheiding van de controle over en de eigendom van de onderneming te reduceren. Volgens hen kan het hefboomfondsenactivisme gezien worden als het nieuwe midden tussen de wijze waarop grootaandeelhouders intern de onderneming monitoren en de wijze waarop de corporate raiders de onderneming van buitenaf monitoren. Activistische hefboomfondsen zijn flexibeler, gemotiveerder en onafhankelijker dan de *mainstream* institutionele investeerders om actief op te treden maar kunnen door doorgaans slechts over een kleiner belang te beschikken in een onderneming hun doelstellingen maar bereiken door de steun van andere aandeelhouders en door samen te werken met het bestuur.<sup>384</sup>

Ook KAHAN en ROCK argumenteren dat het hefboomfondsenactivisme het klassieke *agency*-probleem mee kan helpen oplossen. Dit door slecht presterende managers de deur te wijzen, ondernemingsstrategieën samen met het bestuur mee in vraag te stellen en ervoor te zorgen dat transacties zoals fusies en overnames slechts in zoverre deze enig voordeel voor de aandeelhouders kunnen meebrengen worden uitgevoerd.<sup>385</sup>

BRENNER wijst in laatste instantie op onderzoek dat het succes van activistische hefboomfondsen met betrekking tot het identificeren van ondergewaardeerde ondernemingen aantoont. Ook de proactieve rol die hefboomfondsen spelen op het corporate governance vlak haalt ze aan. Hun activiteiten, die over het algemeen niet als vijandig kunnen worden beschouwd, lijken op het bestuurlijke vlak ook vaak zeer succesvol uit te pakken. Zo slagen activistische hefboomfondsen er vaak in de gemiddelde rendementen die aandeelhouders op hun investeringen tot nog toe haalden te verhogen door wijzigingen te bewerkstelligen met betrekking tot het dividendbeleid, de ondernemingsactiva te laten verkopen of door CEO's te vervangen.<sup>386</sup>

---

<sup>383</sup> De conclusie uit het onderzoek naar de activiteiten van dit fonds is dan ook dat de rechtsomgeving in een heel belangrijke mate de mogelijkheden tot het succesvol ontplooiën van een activistische aandeelhoudersstrategie bepaalt. Zie ECGI Research Newsletter Volume 4, *l.c.*, 6-7.

<sup>384</sup> BRAV, JIANG, PARTNOY en THOMAS komen tot de bevinding dat slechts één vierde van het activistisch gedrag uitgaande van hefboomfondsen vijandig is. Zie ECGI Research Newsletter Volume 4, *l.c.*, 3-4.

<sup>385</sup> ECGI Research Newsletter Volume 4, *l.c.*, 5.

<sup>386</sup> K. BRENNER, *l.c.*, 2, 7.

Als een corporate governance mechanisme bewijst het hefboomfondsenactivisme dus ongetwijfeld zijn nut. Hun aanwezigheid als monitoren van het bestuur zal daarom wellicht niet snel verdwijnen. Door het recente succes ervan is de kans echter groot dat steeds meer hefboomfondsen een zelfde strategie zullen gaan nastreven.<sup>387</sup> Daarom is het nuttig ook de nadelen die het hefboomfondsenactivisme met zich meebrengt even van naderbij te gaan bekijken. Op die manier verwerven we ook meer inzicht in de gronden waarop diegenen die voor meer regulering rondom het optreden van hefboomfondsen pleiten zich baseren.<sup>388</sup> In een volgend punt gaan we hier dieper in.

### 3.2. De keerzijde van de medaille

Er worden, naast de bejubelingen die ze van sommigen ontvangen, ook steevast heel wat bezorgdheden geuit omtrent het optreden van hefboomfondsen. Vele van die bezorgdheden vloeien voort uit de onwetendheid die bij het grote publiek nog steeds heerst omtrent de manier waarop hefboomfondsen functioneren.<sup>389</sup> En zoals het spreekwoord gaat, onbekend maakt onbemind. Dat geldt eens te meer voor de hefboomfondsenindustrie.<sup>390</sup> In eerste instantie is er dan ook vooral vraag naar meer transparantie. Zo pleit ZINGALES ervoor hefboomfondsen te verplichten hun transacties een jaar nadat deze hebben plaatsgevonden openbaar te maken.<sup>391</sup> Ook WYMEERSCH pleit voor meer openheid. Aandeelhoudersactivisten zouden moeten verplicht worden de hoeveelheid aandelen die zij op diverse tijdstippen in bezit hebben of vertegenwoordigen openbaar te maken. Strengere openbaarmakingsverplichtingen zouden daarnaast ook het hoofd kunnen bieden aan de problemen met betrekking tot het bepalen of er al dan niet sprake is van een gezamenlijk optreden.<sup>392</sup>

Van de talloze bezorgdheden omtrent het optreden van hefboomfondsen die de pleidooien voor meer hefboomfondsenregulering voeden springen er een vijftal met recht en rede boven uit. Het gaat meer bepaald om het mogelijke probleem dat enkel een korte termijn denken hefboomfondsen zou sturen in hun optreden, bezorgdheden omtrent de negatieve gevolgen die technieken zoals *empty-voting* en *short-selling* met zich meebrengen, de risico's die een al te hoge *leverage* kunnen inhouden, de implicaties van belangenconflicten waar hefboomfondsen mee te maken kunnen krijgen en het risico

---

<sup>387</sup> K. BRENNER, *l.c.*, 2, 15; ECGI Research Newsletter Volume 4, *l.c.*, 4.

<sup>388</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 21.

<sup>389</sup> Voor een overzicht van de talloze bezorgdheden omtrent het optreden van hefboomfondsen zie D.A. OESTERLE, *l.c.*, 9-12.

<sup>390</sup> Zo word naar hefboomfondsen vaak gerefereerd als zijnde een plaag sprinkhanen die in niets meer dan het kaalvreten van onze ondernemingen geïnteresseerd zijn. Zie onder meer "Flight of the locusts", *The Economist*, 8 april 2009.

<sup>391</sup> L. ZINGALES, ECGI Research Newsletter Volume 4, Hedge Funds and Activism, An academic viewpoint, Spring & Summer 2007, 8.

<sup>392</sup> E. WYMEERSCH, "Shareholders in action", *Working Paper Series Instituut Financieel Recht*, Universiteit Gent, 14 februari 2007, 10.

dat activistische hefboomfondsen, net zoals de ‘*corporate raiders*’ uit de jaren ’80, zullen toegeven aan pogingen tot omkoping uitgaande van de ondernemingen die zij viseren.

Dat hefboomfondsen zich enkel door een korte termijn denken laten sturen in hun optreden is één van de meest gehoorde en controversiële kritieken.<sup>393</sup> Het is zoals HORSFIELD-BRADBURY aangeeft onwaarschijnlijk dat hefboomfondsen gedurende jaren in een zelfde onderneming zullen blijven investeren. Het risico bestaat dan ook dat ondernemingen er door hefboomfondsen mogelijks zullen toe aangezet worden korte termijn winsten na te streven, ook al schaadt dit streven ondernemingen op de lange termijn. Tegelijkertijd lijken er maar weinig wetenschappelijke bewijzen voorhanden te zijn die deze kritiek onderbouwen. Uit een onderzoek uitgevoerd door BRAV, JIANG, PARTNOY en THOMAS komt naar voren dat activistische hefboomfondsen geen korte termijn focus hebben en dat de zeer hoge positieve rendementen die het hefboomfondsenactivisme oplevert op de korte termijn, geen nadelige effecten blijken te hebben op de lange termijn.<sup>394</sup> Daarnaast berust de kritiek dat hefboomfondsen zich enkel door een korte termijn denken laten sturen op de veronderstelling dat de financiële markten kortzichtig zijn.<sup>395</sup> Opdat een korte termijn denken in hoofde van hefboomfondsbeheerders ook effectief tot op de korte termijn gerichte investeringen zou leiden moeten de kapitaalmarkten leiden aan ‘*myopia*’, wat betekent dat de kapitaalmarkten lange termijn investeringen onderwaarden ten opzichte van korte termijn investeringen. Of en in welke omstandigheden kapitaalmarkten leiden aan *myopia* is echter nog steeds voorwerp van discussie. De tot nog toe verzamelde empirische gegevens verschaffen ons hierover nog geen duidelijk.<sup>396</sup> Dat de financiële markten kortzichtig zijn staat dan ook geenszins vast.<sup>397</sup> Op basis van het ‘*short-termism*’-argument de regelgeving waaraan hefboomfondsen onderworpen zijn verstrengen is mijn inziens, gegeven de zwakke wetenschappelijke bewijzen die voorhanden zijn om dit argument te ondersteunen, dan ook allerminst opportuun.

Wanneer hefboomfondsen stemmen uitbrengen op de algemene vergadering van aandeelhouders zonder daarbij eigenaar te zijn van de aandelen aan dewelke deze stemmen zijn verbonden wenden zij de *empty voting* techniek aan om hun voorgenomen doelstellingen te bereiken. Hefboomfondsen slagen erin *empty votes* uit te brengen door aandelen te lenen, waarna zij de stemmen verbonden aan de geleende aandelen uitbrengen en daarna de geleende aandelen teruggeven. Ook door andere meer complexe financiële methoden aan te wenden slagen hefboomfondsen er vaak in *empty votes* uit te brengen. Er zijn talloze voorbeelden te geven van gevallen waarin hefboomfondsen deze techniek aanwenden in hun voordeel maar daarbij de andere aandeelhouders van één of meer ondernemingen in

---

<sup>393</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 22; M. KAHAN en B. ROCK, *l.c.*, 46.

<sup>394</sup> A. BRAV, W. JIANG, F. PARTNOY en R. THOMAS, *l.c.*, 2.

<sup>395</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 22.

<sup>396</sup> M. KAHAN en B. ROCK, *l.c.*, 48-49.

<sup>397</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 22.

het nadeel stellen.<sup>398</sup> Stel, een door ondernemingen A en B voorgesteld plan om te fuseren. Een plan dat onderneming A, waarin hefboomfonds X een belang heeft, heel wat voordelen kan opleveren maar veel minder gunstig lijkt te zijn voor onderneming B. De kans dat de aandeelhouders van B zullen instemmen met de plannen van hun bestuur is, gezien het geringe belang dat zij lijken te hebben bij de fusie, daardoor klein. X is als aandeelhouder van A de fusie echter wel genegen. X begint daarom *empty votes* te verzamelen voor de algemene vergadering van B. X slaagt erin voldoende *empty votes* te verzamelen en krijgt daardoor op de algemene vergadering van B de fusie erdoor. In haar voordeel maar overduidelijk in het nadeel van de ‘echte’ aandeelhouders van B. Dit voorbeeld toont meteen de perverse gevolgen aan die de *empty voting* techniek met zich kan meebrengen. Regelgevend optreden is, mijn inziens, hier dan ook meer dan welkom. De kritiek aan het adres van de hefboomfondsenindustrie op dit punt is terecht.<sup>399</sup>

Over de techniek van het *shorten* hebben we het al gehad.<sup>400</sup> De techniek houdt in dat men op koersdalingen speculeert in plaats van op stijgingen om zelfs in tijden waarin aandelen over het algemeen dalen in waarde, zoals in een recessie, toch nog positieve rendementen te kunnen behalen. Managers hebben het zoals OESTERLE aangeeft niet zo voor *short sellers* daar zij een financieel motief hebben bij het ontdekken en blootleggen van negatieve gegevens omtrent ondernemingen. Daarnaast is er echter ook de veel gehoorde kritiek dat *short sellers* de markt vaak manipuleren om de aandelenkoersen van ondernemingen onder druk te zetten. Dit door valse, negatieve informatie over die ondernemingen te gaan verspreiden bijvoorbeeld.<sup>401</sup> Regelgeving op dit vlak is echter strikt. Marktmanipulatie wordt niet toegelaten.<sup>402</sup> Daarnaast zijn de regelen aangaande het *shorten* recentelijk nog verstrengd door talloze wetgevers. In sommige landen is *shorten* zelfs verboden.<sup>403</sup> Op dit vlak hoeven we ons dan ook misschien wat minder zorgen te maken.

Ook over het hefboomeffect (*‘leverage’*) hebben we het al gehad.<sup>404</sup> Het doet de slagkracht van een fonds fors toenemen maar de potentiële verliezen die een fonds erdoor kan leiden worden er eveneens sterk mee vergroot. Long Term Capital Management of ‘LTCM’, een hefboomfonds dat extreem *leveraged* was, moest in 1998 door de Amerikaanse overheid van de ondergang gered worden omdat het fonds op één van haar beleggingen zware verliezen had geleden. Verliezen die zo zwaar waren dat ook andere marktpartijen hiervan de gevolgen zouden ondervonden hebben indien de overheid niet was bijgesprongen.<sup>405</sup> Verliezen die uiteraard veel kleiner waren geweest indien het fonds niet zo

---

<sup>398</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 21.

<sup>399</sup> Al is niet iedereen het hier roerend mee eens. Zie bijvoorbeeld D.A. OESTERLE, *l.c.*, 15, 22.

<sup>400</sup> Zie *supra*, punt A, onder §3, deel II.

<sup>401</sup> D.A. OESTERLE, *l.c.*, 13.

<sup>402</sup> D.A. OESTERLE, *l.c.*, 15.

<sup>403</sup> D.A. OESTERLE, *l.c.*, 13,15.

<sup>404</sup> Zie *supra*, punt A, onder §3, deel II.

<sup>405</sup> D.A. OESTERLE, *l.c.*, 24.

extreem *leverage* was geweest. Hefboomfondsen worden desalniettemin nog steeds niet beperkt in hun mogelijkheden dienaangaande. De reguliere beleggingsfondsen ondervinden op dit vlak de beperkingen van de regelgeving aan dewelke zij in Europa en in de VS onderworpen zijn. Daar hefbomfondsen deze regelgeving simpelweg ontwijken worden zij in hun mogelijkheden *leverage* te creëren vooralsnog enkel door hun tegenpartijen in de markt beperkt.<sup>406</sup> Wat het aanwenden van hefboomen betreft en de mate waarin men hefboomen kan aanwenden wordt door sommigen dan ook gepleit voor meer restricties. Anderen wijzen dan weer op wetenschappelijk onderzoek dat uitwijst dat een grotere *leverage* de kans op falen van een hefboomfonds niet vergroot en *leverage* op zich ons bovendien weinig vertelt over het risico waaraan hefboomfondsen zijn blootgesteld.<sup>407</sup> Een auteur zoals OESTERLE pleit hier voor meer indirecte regelgeving, m.n. regelgeving die de financiële instellingen die de hefboomfondsen voorzien van hun hefboomen aanpakt, door hen minimumkapitaal- en/of openbaarmakingsvereisten op te leggen bijvoorbeeld.<sup>408</sup>

De negatieve implicaties van belangenconflicten waar hefboomfondsen mee te maken kunnen krijgen, dan wel zichzelf voor plaatsen, werden indirect al aangeraakt. Verwezen kan worden naar bovenstaand voorbeeld met betrekking tot de *empty-voting* techniek. Om een dergelijk belangenconflict te illustreren geven KAHAN en ROCK een voorbeeld uit de praktijk, wederom in de context van een door twee ondernemingen aan hun aandeelhouders voorgestelde fusie. Zij komen dienaangaande tot het besluit dat met uitzondering van de *empty-voting* techniek er echter geen striktere regelgeving wat dergelijke belangenconflicten betreft noodzakelijk is.<sup>409</sup>

In laatste instantie is er de bezorgdheid omtrent de mogelijkheid dat activistische hefboomfondsen, net zoals de *corporate raiders* uit de jaren '80, zullen toegeven aan pogingen tot omkoping uitgaande van de ondernemingen die zij viseren. Deze vrees lijkt echter niet meer dan hypothetisch te zijn. Er zijn namelijk geen gegevens beschikbaar die er op wijzen dat deze mogelijkheid tot op heden ooit al voor problemen heeft gezorgd.<sup>410</sup>

#### **4. De hefboomfondsen in het nauw gedreven. Op naar meer regelgeving**

Naar de voor- en nadelen die het hefboomfondsenactivisme met zich meebrengt dient ongetwijfeld nog meer onderzoek te worden verricht. Uit hetgeen hierboven is uiteengezet blijkt duidelijk dat er wat dat betreft nog geen volkomen duidelijkheid is. Er is dan ook heel wat onenigheid met betrekking tot

---

<sup>406</sup> D.A. OESTERLE, *l.c.*, 23.

<sup>407</sup> H.B. SHADAB, *l.c.*, 40; D.A. OESTERLE, *l.c.*, 25

<sup>408</sup> D.A. OESTERLE, *l.c.*, 27-28.

<sup>409</sup> M. KAHAN en B. ROCK, *l.c.*, 38-40.

<sup>410</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 22.

de wijze waarop en of wel regelgevend moet opgetreden worden met betrekking tot de activiteiten van hefboomfondsen.<sup>411</sup>

WYMEERSCH bijvoorbeeld pleit voor een regeling gelijkaardig aan het openbare overnamebod wanneer aandeelhoudersactivisten, activistische hefboomfondsen inclusief, door radicale wijzigingen te hebben bewerkstelligd met betrekking tot de koers die een onderneming zinnens was te varen, in feite de controle over de onderneming overgenomen hebben. Door op een dergelijke wijze invloed uit te oefenen op het bestuur van een onderneming beïnvloedt men zeer sterk diens toekomst. WYMEERSCH stelt dan ook de vraag of het niet beter zou zijn aandeelhoudersactivisten in een dergelijk geval te verplichten een bod te lanceren op alle uitstaande aandelen.<sup>412</sup> Auteurs zoals OESTERLE en SHADAB daarentegen zijn van oordeel dat strengere regels het competitieve voordeel die de hefboomfondsenindustrie de (Amerikaanse) economie bezorgt in rook zal doen opgaan.<sup>413</sup> Het succes dat hefboomfondsen de laatste jaren hebben gekend is volgens OESTERLE deels te wijten aan de overregulering van deze fondsen, wat hen veel minder slagkrachtig maakt dan hefboomfondsen. OESTERLE pleit er dan ook voor om, in plaats van de regels voor hefboomfondsen te verstrengen, de regels voor de reguliere beleggingsfondsen te verlichten.<sup>414</sup> Ook de vrees dat meer regelgeving de monitoringrol die activistische hefboomfondsen zo veel beter dan de, aan vaak zeer strenge regelen onderworpen, reguliere beleggingsfondsen lijken te kunnen spelen zal ondermijnen leeft bij velen.

Desalniettemin zijn de glorie-dagen waarin hefboomfondsen zonder bij hun optreden met ook maar de minste regel rekening te moeten houden definitief afgelopen. Zowel in Europa als in de VS maakt men zich op om hefboomfondsen aan strengere regelen te onderwerpen.<sup>415</sup> De wereldwijde economische crisis die we op dit moment meemaken is van aard deze trend, die al voor de crisis was ingezet, nog te versterken. Velen stellen hefboomfondsen namelijk mede verantwoordelijk voor de crisis.<sup>416</sup> Op de G-20 top gehouden te Londen op 2 april 2009 werd gedebateerd over het optreden van hefboomfondsen waarbij zowel door de Europese als Amerikaanse afgevaardigden op de top een pleidooi werd gevoerd om hefboomfondsen aan meer regelgeving te onderwerpen. De leiders van de G-20 schaarden zich uiteindelijk ook unaniem achter dit pleidooi.<sup>417</sup> Over welke richting de regelgeving zou moeten uitgaan werd weliswaar minder consensus bereikt.<sup>418</sup> Welke richting de discussie ook uitgaat, het is echter duidelijk dat hefboomfondsen actief in Europa en in de VS in de jaren die komen geleidelijk aan met steeds meer en meer regelgeving rekening zullen moeten gaan houden.

---

<sup>411</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 22.

<sup>412</sup> E. WYMEERSCH, *l.c.*, 11.

<sup>413</sup> H.B. SHADAB, *l.c.*, 41; D.A. OESTERLE, *l.c.*, 1, 32.

<sup>414</sup> D.A. OESTERLE, *l.c.*, 2, 32.

<sup>415</sup> M. KAHAN en B. ROCK, *l.c.*, 54.

<sup>416</sup> De Britse overheid houdt er op dit vlak een andere mening op na. Zie *infra*, punt 1.1. onder §3; C., 1, deel II.

<sup>417</sup> London Summit – Leaders’ Statement, 2 april 2009, 3-4.

<sup>418</sup> “Hedge-Fund Regulation Splits G-20 as Conference Begins”, *The Washington Post*, 14 maart 2009,

In Europa is de eerste stap in de richting van het versterken van de controle op hefboomfondsen alvast gezet.<sup>419</sup> De Europese Commissie heeft immers een ontwerp van richtlijn klaarliggen die een geharmoniseerd regelgevend en toezichthoudend kader voor de beheerders van alternatieve beleggingsfondsen, inclusief hefboomfondsen, in de EU zal introduceren. Het begrip alternatieve beleggingsfondsen is gedefinieerd als zijnde alle beleggingsfondsen die niet onder de UCITS Richtlijn vallen. Ook hefboomfondsen zullen daardoor onder het toepassingsgebied van de nieuwe richtlijn komen te vallen. De richtlijn zal weliswaar slechts de beheerders van deze fondsen reguleren en niet de fondsen zelf daar het de beheerders zijn die de eindverantwoordelijkheid dragen voor alle beslissingen met betrekking tot het beheer van het fonds.<sup>420</sup> Enige parallellen zijn in deze te ontwaren met de manier waarop op de activiteiten van hefboomfondsen wordt toegezien in het VK. Ook daar worden enkel de hefboomfondsbeheerders en niet de hefboomfondsen zelf gereguleerd. Zij het vanuit de redenering dat het voor het VK praktisch onmogelijk is alle in het VK optredende hefboomfondsen zelf te reguleren daar velen van hen in het buitenland resideren.<sup>421</sup> Wat dergelijke hefboomfondsen betreft dient opgemerkt dat zij ingevolge de door de Europese Commissie voorbereide richtlijn over een Europees paspoort zullen moeten beschikken willen zij na de inwerkingtreding van de richtlijn hun diensten nog langer binnen de EU aanbieden.<sup>422</sup>

De vraag is uiteraard of bovenvermelde richtlijn activistische hefboomfondsen ervan zal weerhouden het Europese ondernemingsbestuur verder te monitoren en of met deze richtlijn aan gerechtvaardigde kritieken met betrekking tot het optreden van hefboomfondsen gehoor wordt gegeven. Wat het eerste element van deze vraag betreft dient opgemerkt te worden dat de voorgestelde richtlijn de beleggingsstrategieën van alternatieve fondsen, waaronder hefboomfondsen, niet pooft te reguleren. De richtlijn zal enkel invloed hebben op de manier waarop deze fondsen worden beheerd. De richtlijn zal met andere woorden pogen het deugdelijk bestuur van deze fondsen zelf tot een hogere standaard te verheffen. Dit onder meer via het opleggen van bekwaamheidsvereisten aan de beheerders en openbaarmakingsvereisten met betrekking tot de transacties ervan.<sup>423</sup> De richtlijn zal er dan ook wellicht niet aan in de weg staan opdat hefboomfondsen nog activistische strategieën nastreven. Wat het tweede element van bovenstaande vraag betreft betekent de richtlijn een teleurstelling. De richtlijn zal namelijk de problematiek van de *empty votes* niet aanraken noch de belangenconflicten waarvoor hefboomfondsen zich soms geplaatst zien, dan wel zichzelf soms plaatsen, oplossen. Ook wat het

---

<sup>419</sup> “Europa wil controle op hefboomfondsen versterken”, *De Tijd*; 29 april 2009.

<sup>420</sup> Directive on Alternative Investment Fund Managers (AIFMs) : Frequently Asked Questions, *EU RAPID Press Releases*, 29 april 2009, Brussel, 1, 3-4.

<sup>421</sup> Zie *supra*, punt 1.1. onder §3, C., 1, deel II.

<sup>422</sup> Directive on Alternative Investment Fund Managers (AIFMs) : Frequently Asked Questions, *EU RAPID Press Releases*, 29 april 2009, Brussel, 1, 4.

<sup>423</sup> Directive on Alternative Investment Fund Managers (AIFMs) : Frequently Asked Questions, *EU RAPID Press Releases*, 29 april 2009, Brussel, 3.

*shorten* betreft onderneemt de richtlijn maar weinig.<sup>424</sup> Er kan hier dan ook tot geen enkel ander besluit worden gekomen dan datgene dat stelt dat wat het hefboomfondsenactivisme betreft de door de Europese Commissie voorgestelde richtlijn noch in de goede noch in de slechte zin van grote betekenis zal zijn.

Aangezien de activiteiten van (activistische) hefboomfondsen ook nadelen met zich meebrengen, zoals hierboven is uiteengezet<sup>425</sup>, is regelgeving op een aantal vlakken, zoals op het vlak van het uitbrengen van *empty votes*, weliswaar welkom. Het komt er echter in eerste instantie op aan voorzichtig om te springen met de wens hefboomfondsen aan meer regelgeving te onderwerpen.<sup>426</sup> Wanneer we onder impuls van de wereldwijde economische crisis die we op dit moment meemaken plots en blind regelen gaan uitvaardigen zou het wel eens kunnen dat we onszelf uiteindelijk met meer nadelen dan voordelen opzadelen. Een heleboel zaken omtrent het optreden van hefboomfondsen is immers nog steeds niet uitgeklaard. De mogelijkheid bestaat dat als we nu plots en zonder omkijken regelgeving beginnen uitvaardigen om hefboomfondsen te treffen we misschien slechts gehoor geven aan onjuiste kritieken. Daarenboven blijft de term hefboomfondsregulering hoe dan ook een ‘*contradictio in terminis*’.<sup>427</sup> Daarom gaat mijn persoonlijke voorkeur uit naar de stelling van KAHAN en ROCK die inhoudt dat de markt op zich en zelfregulering betere mechanismen zijn om de negatieve gevolgen die de activiteiten van hefboomfondsen met zich meebrengen in te perken dan ‘*hard law*’.<sup>428</sup>

Via zelfregulering kan veel sneller gereageerd worden op veranderingen in de markt. Vooral met betrekking tot de markt waarin hefboomfondsen actief zijn, is snel kunnen reageren op dergelijke veranderingen van groot belang. Hefboomfondsen passen zich namelijk heel snel aan in hun zoektocht zoveel mogelijk reglementering van overheidswege te kunnen ontwijken. De gevolgen van overheidsregulering zijn daarenboven vaak moeilijk in te schatten *ex ante*, en het is niet altijd zo eenvoudig *ex post* wijzigingen aan te brengen aan regulering die niet of maar in een mindere mate de verwachtingen die men er van had inlost. Zelfregulering is wat dat betreft veel flexibeler.<sup>429</sup> Gegeven de complexe natuur van elk hefboomfonds zal de poging hefboomfondsen binnen een allesomvattend regelgevend kader te plaatsen daarenboven een fikse (financiële) inspanning vergen van onze nationale of supranationale overheden.<sup>430</sup> Het belangrijkste voordeel dat zelfregulering voor elk systeem kan betekenen is echter de capaciteit grensoverschrijdend te kunnen werken. Overheidsregulering leidt op dit punt vaak tot jurisdictionele problemen. Voor hefboomfondsen is het

---

<sup>424</sup> Directive on Alternative Investment Fund Managers (AIFMs) : Frequently Asked Questions, *EU RAPID Press Releases*, 29 april 2009, Brussel, 6.

<sup>425</sup> Zie *supra*, punt 3.2. onder §3, C., 3, deel II.

<sup>426</sup> M. KAHAN en B. ROCK, *l.c.*, 54.

<sup>427</sup> Zie *supra*, punt 3. onder §3, C., deel II.

<sup>428</sup> M. KAHAN en B. ROCK, *l.c.*, 38.

<sup>429</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 51-52.

<sup>430</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 54-55.



eenvoudig te verhuizen van de ene naar de andere jurisdictie wanneer dit nodig zou blijken te zijn om wetgeving te ontwijken.<sup>431</sup> Zo werd reeds opgemerkt dat talloze hefboomfondsen om die reden *offshore* worden opgericht.<sup>432</sup> Desalniettemin is het best mogelijk om hefboomfondsen in Europa en in de VS aan zekere regelgeving te onderwerpen daar zij ondanks het gegeven dat zij vaak *offshore* worden opgericht ze toch vaak in Europa en in de VS actief zijn.<sup>433</sup> Ook in bovenvermelde door de Europese Commissie voorgestelde richtlijn brengt men hefboomfondsen opgericht buiten de EU binnen het toepassingsgebied van de richtlijn door aan dergelijke hefboomfondsen de verplichting tot het bekomen van een Europees paspoort op te liggen indien zij binnen de EU hun diensten willen aanbieden.<sup>434</sup> De kans bestaat echter dat hierdoor een schadelijke competitie tussen het Europese en Amerikaanse regelgevende systeem ontstaat, leidend tot een regelgevende ‘*race-to-the-bottom*’.<sup>435</sup> Ook al verklaarde één van de Amerikaanse afgevaardigden op de G-20 top van 2 april 2009 dat de VS wat de regulering van hefboomfondsen betreft geen ‘*race-to-the-bottom*’ zal trachten te winnen, toch raakte men het er niet over eens welke richting nieuwe regelgeving moet uitgaan.<sup>436</sup> Ondanks de hoopgevende woorden van de Amerikaanse delegatie een weinig bemoedigend signaal.

Ondanks de voordelen die de zelfregulering van de sector met zich kan meebrengen zijn er aantal nadelen aan een systeem van zelfregulering verbonden die maken dat overheidstoezicht op een aantal vlakken weliswaar wenselijk is.<sup>437</sup> Hefboomfondsen zullen namelijk vaak, indien hen de volledige vrijheid wordt gelaten, slechts bereid kunnen gevonden worden om zichzelf te reguleren in die mate dat hun inspanningen op dit vlak hun prestaties ten goede komen.<sup>438</sup> Daarenboven toont onderzoek aan dat door zelfregulerende initiatieven vaak maar die punten die door de overheid als problematisch worden beschouwd worden aangepakt om zo aan de onmiddellijke dreiging van een overheidsoptreden te kunnen ontsnappen. In een dergelijk geval gaat het voordeel via zelfregulering snel te kunnen reageren op veranderingen in de markt uiteraard verloren. De voordelen van een systeem van zelfregulering blijven echter doorwegen ten opzichte van de nadelen. Vooral de mogelijkheid die een dergelijk systeem biedt een internationaal regelgevend kader te kunnen creëren is volgens mij daarbij nog het meest waardevol.<sup>439</sup> Wat het activistisch optreden van hefboomfondsen betreft zijn echter bijkomende inspanningen nodig. Initiatieven tot zelfregulering van de sector besteden immers maar

---

<sup>431</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 55.

<sup>432</sup> Zie *supra*, punt 3, onder §3, C., deel II.

<sup>433</sup> Zie *supra*, punt 1.1 onder §3, C., 1, deel II.

<sup>434</sup> Directive on Alternative Investment Fund Managers (AIFMs) : Frequently Asked Questions, *EU RAPID Press Releases*, 29 april 2009, Brussel, 4.

<sup>435</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 55-56.

<sup>436</sup> “Hedge-Fund Regulation Splits G-20 as Conference Begins”, *The Washington Post*, 14 maart 2009.

<sup>437</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 59, 68.

<sup>438</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 58-59.

<sup>439</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 61-67.

weinig aandacht aan activistische hefboomfondsen en hun invloed op het corporate governance vlak.<sup>440</sup> Dit valt te betreuren gezien het belang van het optreden van hefboomfondsen op dit vlak.

---

<sup>440</sup> J. HORSFIELD-BRADBURY, *l.c.*, 66.

### III. AANDEELHOUDERSACTIVISME EN CORPORATE GOVERNANCE: UITDAGINGEN VOOR HET BELGISCHE RECHT

#### *§ 1. Algemeen*

Het voorgaande deel heeft de begrippen aandeelhoudersactivisme en corporate governance gesitueerd binnen een Europese en Amerikaanse context. De mogelijkheden voor aandeelhouders om er via een activistisch optreden het bestuur van een onderneming te beïnvloeden werden er geanalyseerd. Ook een aantal hervormingen, ingegeven vanuit de doelstelling aandeelhouders meer macht te verlenen, kwamen aan bod. Evenals het optreden van hefboomfondsen die, ondanks de barrières die het Europese en Amerikaanse recht aandeelhouders voor de voeten gooit, grote successen boeken bij hun optreden als aandeelhoudersactivisten. Bijzondere aandacht zal binnen het kader van dit deel uitgaan naar het aandeelhoudersactivisme en de corporate governance discussie vanuit een Belgisch perspectief.

Ook in België is aandeelhoudersactivisme een ‘hot topic’. De media laten het onderwerp alvast niet links liggen.<sup>441</sup> Activistische hefboomfondsen eisen in België echter geenszins de meeste aandacht op. Het zijn daarentegen vooral de zogenaamde ‘kleine’ beleggers als een zekere categorie van minderheidsaandeelhouders, daarbij vaak vertegenwoordigd door organisaties zoals Deminor<sup>442</sup>, de Federatie van Vlaamse Beleggingsclubs en Beleggers<sup>443</sup> en Test-Aankoop<sup>444</sup>, die in België op het corporate governance vlak tot nog toe het meeste van zich hebben laten horen. De zaak rond Fortis is hier wellicht het meest pertinente voorbeeld van. Ook bij de Nationale Bank van België (NBB) laten Belgische minderheidsaandeelhouders echter vaak van zich horen. Zo startten in 2002 enkele minderheidsaandeelhouders van de NBB met de steun van Deminor bij de Rechtbank van Koophandel een procedure tegen de bank om te bekomen dat die de rechten van de minderheidsaandeelhouder zou

---

<sup>441</sup> Zie o.m. het “Dossier Hefboomfondsen”, terug te vinden op de website van het blad *Trends*, te raadplegen op <http://www.trends.be/nl/>, en de talloze krantenartikels gewijd aan het onderwerp waaronder; “Weinig aandelen, veel macht – Aandeelhoudersactivisme. Wie zij de rebellen die de algemene vergadering verstoren?”, *De Tijd*, 12 april 2008.

<sup>442</sup> “Deminor werd opgericht in België in 1991. Vanaf het begin heeft Deminor zich gericht op de verdediging van minderheidsaandeelhouders in beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde dossiers.” Zie <http://www.deminor.be>.

<sup>443</sup> Met betrekking tot de zaak Fortis verklaart de VFB het volgende: “De VFB steunt tevens de acties van Deminor, Euroshareholders en van Modrikamen, die er eveneens op gericht zijn om het reddingsplan voor Fortis bij te sturen. Via alle middelen die VFB ter beschikking heeft, houden we onze leden op de hoogte van de toestand in het Fortis-dossier.” Zie <http://www.vfb.be/page?&orl=1&ssn=&lng=1&pge=86>.

<sup>444</sup> Zo solliciteerde Test-Aankoop naar volmachten om “op de algemene vergadering van 11 februari 2009 zo de opgelegde ontmanteling van Fortis Holding te verwerpen en de Belgische staat en BNP Paribas te dwingen om hun plan te herzien.” Zie <http://www.test-aankoop.be/sparen-en-beleggen/fortis-geef-niet-op-en-geef-ons-nogmaals-uw-volmacht-s579013.htm>.

respecteren.<sup>445</sup> Daarnaast is er ook de zaak Picanol. Een zaak die meer dan welke ander zaak ook het nut bewijst die aandeelhoudersactivisten kunnen spelen als monitoren van het bestuur en de controlerende aandeelhouders. Zonder het optreden van Deminor in die zaak was de fraude opgezet door de voormalige gedelegeerd bestuurder van Picanol, Jan Coene, wellicht immers nooit of pas veel later ontdekt geweest.<sup>446</sup>

Pascal Paepen is er echter van overtuigd dat we vroeg of laat ook met aandeelhoudersactivisme uitgaande van hefboomfondsen gaan te maken krijgen in België. En dit ondanks onze kenmerkende aandeelhoudersstructuur waarin grote pakketten aandelen vaak bij referentieaandeelhouders zitten of gecontroleerd worden door holdingvennootschappen.<sup>447</sup> De vraag is of die trend zich ondertussen niet al aan het aftekenen is. Zo was het optreden van hefboomfondsen bepalend met betrekking tot de biedstrijd tussen Belgacom en France Télécom om Telindus.<sup>448</sup> In de zaak Fortis bleek het (weliswaar niet activistische) hefboomfonds Eton Park Capital Management LLC dan weer een rol te spelen.<sup>449</sup>

In wat volgt zullen de rechten die minderheidsaandeelhouders kunnen aanwenden in hun strijd tegenwicht te bieden aan het bestuur en de controlerende aandeelhouders van een in België (ter beurse genoteerde) onderneming vanuit vennootschapsrechtelijk oogpunt worden uiteengezet. Aandacht zal ook uitgaan naar het belang van de zogenaamde Wet Corporate Governance<sup>450</sup> en de Richtlijn Aandeelhoudersrechten<sup>451</sup> binnen die context. Er wordt echter van wal gestoken met een uiteenzetting over wat activistische aandeelhouders kunnen betekenen voor het bestuur van onze Belgische ondernemingen.

## ***§ 2. Aandeelhoudersactivisme: een oplossing voor het Belgische corporate governance probleem?***

---

<sup>445</sup> “Deminor start procedure ten gronde tegen Nationale Bank”, *De Standaard*, 3 juli 2002.

<sup>446</sup> Voor een uitgebreide bespreking van de zaak Picanol, die rond de NBB, en de rol die Deminor als juridisch adviesbureau daarin speelt zie M. VANHOUDT, *Rechtseconomische analyse van het Belgisch vennootschapsrecht*, Eindverhandeling Toegepaste Economische Wetenschappen, major beleidsmanagement, Universiteit Hasselt, 2006, 100-107.

<sup>447</sup> “België: onontgonnen actieterrein voor hedge funds?”, *Forward*, april 2007, 35.

<sup>448</sup> “Hefboomfondsen bepalend in strijd om Telindus”, 21 december 2005, te raadplegen via de website <http://www.express.be/sectors/nl/telecom/hefboomfondsen-bepalend-strijd-telindus/68093.htm>

<sup>449</sup> “Mysterieus fonds is mogelijk Franse joker”, *De Standaard*, 29 april 2009; “Alain Demarolle in vizier Modrikamen”, *De Tijd*, 28 april 2009.

<sup>450</sup> Wet van 2 augustus 2002 houdende wijziging van het Wetboek van Vennootschappen alsook van de wet 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurse genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnamebiedingen, *B.S.* 22 augustus 2002.

<sup>451</sup> Zie *infra*, voetnoot 56.

Wat de zeggenschapsverdeling binnen de vennootschap betreft vormt België een uitzondering op wat in de meeste Continentaal Europese landen geldt. De residuaire bevoegdheid berust er immers bij de Raad van Bestuur, terwijl de AVA er slechts beschikt over de toegewezen bevoegdheid.<sup>452</sup> De bestuurders worden er benoemd door de AVA. Doordat een dergelijke beslissing bij gewone meerderheid kan worden genomen kan een kleine groep van aandeelhouders er, in feite, de bestuurders benoemen en zo de vennootschap controleren. Bestuurders worden na hun benoeming ook vaak zeer luisterbereid gevonden naar diegenen die hen hebben benoemd daar die laatsten bestuurders ook steeds weer kunnen afzetten *ad nutum* (d.i. zonder daartoe enige reden moet worden opgegeven) en bij gewone meerderheid.<sup>453</sup> In de praktijk blijken grootaandeelhouders in België dan ook een belangrijke invloed te hebben op het bestuur van de vennootschappen in dewelke zij belangen aanhouden. Zo stelde men in 1996 en 1998 vast dat de meerderheid van de Belgische beursgenoteerde vennootschappen door één aandeelhouder of aandeelhoudersgroep werd gecontroleerd.<sup>454</sup> België is dan ook een typisch Continentaal Europees land wat zijn aandeelhoudersstructuur betreft. Het kent zoals de meeste andere Continentaal Europese landen namelijk een geconcentreerd aandeelhouderschap.<sup>455</sup> Daarnaast dient ook gewezen te worden op het belang van de holdings en het referentieaandeelhouderschap.<sup>456</sup>

Het *agency*-probleem stelt zich in België dan ook voornamelijk in de relatie tussen de meerderheids- (of controlerende aandeelhouders) en de minderheidsaandeelhouders.<sup>457</sup> Eerder dan in de relatie tussen de aandeelhouders en het bestuur. Het Belgische vennootschapsrecht zou minderheidsaandeelhouders dan ook voornamelijk bescherming moeten verlenen tegen het machtsoverwicht van deze meerderheidsaandeelhouders. Dit om te verhinderen dat zij de zogenaamde '*private benefits*' uit de werking van de vennootschap voor eigen doeleinden aanwenden in plaats van ze in gelijke mate te laten terugvloeien naar alle aandeelhouders.<sup>458</sup> De mate waarin het Belgisch vennootschapsrecht in een dergelijke bescherming voorziet komt in een volgend punt aan bod. Nu al kan worden vermeld dat ondanks de nuanceringen die COOLS heeft aangebracht op de stelling van LA PORTA e.a. als zou de Belgische rechtsorde een uitermate zwak regime inzake de bescherming van aandeelhouders kennen<sup>459</sup> er nog steeds talloze beperkingen aan in de weg staan opdat van een optimale bescherming van de

---

<sup>452</sup> Art. 522, §1 W.Venn.; T. BAUMS en E. WYMEERSCH, *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, Londen, Kluwer Law International, 1999, 3.

<sup>453</sup> H. DE WULF, *Cursus Vennootschaps en verenigingsrecht*, onuitg., 2008, 99-100.

<sup>454</sup> C. VAN DER ELST, *Aandeelhouderschap van beursgenoteerde vennootschappen. Economisch-juridische analyse in België en Europa*, Gent, Larcier, 2001, 88.

<sup>455</sup> K. GUGLER, *Corporate governance and economic performance*, Oxford, University Press, 2001, 85; H. DE H. DE WULF, A. LEVRAU, D. MEEUWS, *o.c.*, 125.

<sup>456</sup> C. VAN DER ELST, *o.c.*, 88.

<sup>457</sup> K. GUGLER, *o.c.*, 87.

<sup>458</sup> K. GUGLER, *o.c.*, 87, 92; L. VAN DEN STEEN, *l.c.*, 2. Voor een aantal praktische voorbeelden van gevallen waarin van een dergelijke '*expropriation*' van de rechten van de minderheidsaandeelhouders kan worden gesproken zie eveneens K. GUGLER, *o.c.*, 92.

<sup>459</sup> Zie *supra*, punt 1, onder §2, B., deel II.

minderheidsaandeelhouder in België kan gesproken worden. Zo is de Belgische regeling inzake het verplichte openbare overnamebod zelfs van die aard het machtsoverwicht van de controlerende aandeelhouder nog te versterken.<sup>460</sup>

Tegelijkertijd hinken we in België ook op het corporate governance vlak nog steeds achterop. De Belgische corporate governance *rating* ligt nog steeds lager dan het Europese gemiddelde en ook in internationale corporate governance rapporten wordt België nooit gerangschikt binnen de top.<sup>461</sup>

Institutionele investeerders en holdings, die zoals vermeld een zeer belangrijke rol spelen binnen het Belgische governance bestel, lijken in België alvast maar weinig actief te zijn op het corporate governance vlak. Zo komt WYMEERSCH tot de vaststelling dat institutionele investeerders, ondanks dat vaststelling dat zij ongeveer 20 % van alle beursgenoteerde aandelen in handen hebben, er geen enkele rol van betekenis spelen in het monitoren van de ondernemingen in dewelke zij investeren. GOERGEN en RENNEBOOG komen tot dezelfde conclusie wat de holdings betreft.<sup>462</sup> WYMEERSCH schrijft dit, wat het optreden van institutionele investeerders betreft, onder meer toe aan de striktere regelgeving waar zij zich voor geplaatst zien.<sup>463</sup> Dit laatste ligt overigens geheel in lijn met wat we reeds eerder zagen omtrent het optreden van hefboomfondsen. De vaststelling daar was namelijk dat hefboomfondsen beter gepositioneerd waren dan institutionele investeerders om het bestuur te monitoren net omwille van het voor hefboomfondsen veel gunstigere juridische statuut.<sup>464</sup> Wat grootaandeelhouders zoals holdings betreft lijkt hun disciplinerende invloed zich tot nog toe enkel maar op het vlak van de remuneratie van de bestuurders te hebben afgetekend.<sup>465</sup> Daar de activiteiten van institutionele investeerders en holdings maar weinig positieve effecten lijken te (kunnen) genereren op het corporate governance vlak kunnen activistische aandeelhouders hier misschien hun plaats innemen. Al is het gegeven de zo kenmerkende Belgische aandeelhoudersstructuur vereist dat activistische aandeelhouders daarbij dan vooral tegengewicht bieden aan de controlerende aandeelhouders eerder dan aan het bestuur. Zoals WYMEERSCH al aangaf in 1999 kan tegenover de soms overmatige invloed van de grootaandeelhouders in België de aanwezigheid van voldoende

---

<sup>460</sup> Zie *supra*, punt 1.1., onder §2, B., deel II.

<sup>461</sup> C. VAN DER ELST, "The Belgian struggle for corporate governance improvements", ECGI Working Paper N° 114/2008, september 2008, 37-38.

<sup>462</sup> Het onderzoek van WYMEERSCH dateert van 1993, dat van GOERGEN en RENNEBOOG van 2001. Beider auteurs komen weliswaar tot dezelfde vaststellingen Zie K. GUGLER, *o.c.*, 88-89, 92-93; E.

WYMEERSCH, "Institutional Investors, Financial Groups and their Impacts on Corporate Governance in Belgium" in T. BAUMS, R.M BUXBAUM en K.J. HOPT, *Institutional investors and corporate governance*, New York, De Gruyter., 1993, 357-359, 384.

<sup>463</sup> E. WYMEERSCH, "Institutional Investors, Financial Groups and their Impacts on Corporate Governance in Belgium", 354-357.

<sup>464</sup> Zie *infra*, Deel 3. C.3.3.1.

<sup>465</sup> H. DE WULF, A. LEVRAU, D. MEEUWS, *o.c.*, 212; K. GUGLER, *o.c.*, 88-89, 91-93.

'*countervailing powers*' van bijzonder nut zijn. Onder meer om ervoor te zorgen dat het bestuur van de vennootschap op een objectieve wijze gebeurt, in het belang van alle aandeelhouders.<sup>466</sup>

Naast het leveren van een positieve bijdrage aangaande de objectiviteit van het vennootschapsbestuur is het perfect denkbaar dat ook op tal van andere vlakken, zoals op het vlak van het door het bestuur gevoerde dividendbeleid, beslissingen inzake de uitgifte van nieuwe aandelen met een verwatering van de rechten van de bestaande aandeelhouders tot gevolg, gevallen van inkoop van eigen aandelen, de opname van beschermingsmiddelen tegen overnamebiedingen<sup>467</sup> ..., activistische aandeelhouders een aanwinst kunnen betekenen voor ons corporate governance model. Het aandeelhoudersactivisme daarbij gaan beschouwen als dé oplossing voor het Belgische corporate governance probleem is wellicht een brug te ver.<sup>468</sup> Maar dat het naast een praktijkreactie zoals de vele corporate governance aanbevelingen en codes hiertoe wel deels kan bijdragen staat mijn inziens vast. Er kan van hen echter slechts verwacht worden deze bijdrage te leveren wanneer hen voldoende rechtsmiddelen ter beschikking worden gesteld om de controlerende aandeelhouders te monitoren.

### ***§ 3. Aandeelhoudersactivisme in België: een analyse vanuit vennootschapsrechtelijk oogpunt***

Het voorgaande heeft de essentieel positieve rol geduid die activistische aandeelhouders ook in België op het corporate governance vlak op zich kunnen nemen. Enkele van de mogelijkheden die het Belgische recht hen hiertoe biedt analyseren we hieronder. Ook de beperkingen waar het Belgische recht activistische aandeelhouders binnen die context voor plaatst komen aan bod. Af en toe zal daarbij verwezen worden naar de bespreking rond de studie van COOLS. Het Belgische recht werd immers daar reeds voor een stuk geanalyseerd op zijn 'aandeelhoudersvriendelijk' karakter.<sup>469</sup> In laatste instantie komen een aantal hervormingen aan bod die de Wet Corporate Governance met zich heeft meegebracht. Ook enkele van de aanpassingen die de wetgever zal moeten doorvoeren ingevolge de Richtlijn Aandeelhoudersrechten zullen worden belicht.

## **A. Mogelijkheden en beperkingen**

Minderheidsaandeelhouders genieten in België bescherming vanuit meerdere invalshoeken. Zowel vanuit het vennootschapsrecht als kapitaalmarktenrecht, het administratief toezicht uitgeoefend door

---

<sup>466</sup> H. DE WULF, A. LEVRAU, D. MEEUWS, *o.c.*, , 210.

<sup>467</sup> H. DE WULF, A. LEVRAU, D. MEEUWS, *o.c.*, 209-213.

<sup>468</sup> K. BYTTEBIER, A. FRANCOIS en J. DELVOIE (eds.), *o.c.*, 24-25.

<sup>469</sup> Zie *supra*, punt B., onder §2, C., 1., deel II.

de CBFA, de praktijken voortvloeiende uit de diverse corporate governance codes als via de rechtspraak genieten minderheidsaandeelhouders bescherming.<sup>470</sup> Binnen dit kader zal hoofdzakelijk gefocust worden op de bescherming hen geboden op basis van het vennootschapsrecht. Het zijn namelijk vooral de vennootschapsrechtelijke mechanismen die aandeelhouders aanwenden wanneer zij zich activistisch opstellen.

Zowel op de algemene vergadering als daarbuiten ontplooiën activistische aandeelhouders hun activiteiten. Daarnaast vindt ook redelijk wat activisme plaats voor onze rechtbanken. In een dergelijke onderscheiden orde zullen de mogelijkheden die het Belgische recht activistische aandeelhouders biedt dan ook worden uiteengezet.<sup>471</sup> Er dient op gewezen te worden dat sommigen er weliswaar andere indelingen op nahouden.<sup>472</sup>

### ***1. Aandeelhoudersactivisme buiten de algemene vergadering en de rechtbank om***

Het aandeelhoudersactivisme waarmee we het afgelopen jaar in de zaak rond Fortis werden geconfronteerd speelde zich voornamelijk af op de algemene vergadering van aandeelhouders (hierna: AVA) en voor onze rechtbanken. Vooraleer via de rechtbank te passeren of op de AVA op te treden gaan activistische aandeelhouders echter meestal in eerste instantie in dialoog trachten te treden met het bestuur over wat hen op de lever ligt. Zoals onderzoek reeds heeft aangegeven staan aandeelhoudersactivisten in het merendeel van de gevallen niet vijandig tegenover het bestuur. In de gevallen waar activistische aandeelhouders hier het nut niet van lijken in te zien onttaardt aandeelhoudersactivisme weliswaar vaak. Zo drong het activistische hefboomfonds The Children's Investment Fund (TCI) er in 2007 middels een schrijven, onder meer gericht aan Rijkman Groenink, toenmalig CEO van ABN AMRO, op aan ABN AMRO op te splitsen dan wel er een fusiepartner of overnamekandidaat voor te zoeken. Hierbij kondigde TCI aan dit voorstel ook te willen voorleggen aan de andere aandeelhouders van ABN AMRO. De reden van het verzoek van TCI lag hem in de overtuiging van TCI dat een opsplitsing, een fusie met of de overname door een derde partij van ABN AMRO meer aandeelhouderswaarde zou creëren dan door ABN AMRO zelfstandig te laten verder werken.<sup>473</sup> Een dialoog hierover met het bestuur werd nooit gevoerd.

---

<sup>470</sup> E. WYMEERSCH, G. JAKHIAN en B. CAEYMAEX, "Belgium" in E. PERAKIS, *Rights of Minority Shareholders*, XVIth Congress of the International Academy of Comparative Law, Brisbane, Uitgeverij Bruylant, 2002, 163-164.

<sup>471</sup> Deze classificatie gaat terug op de indeling die BOGAERTS reeds maakte in zijn werk *Aandeelhoudersactivisme door hedge funds*. Zie J. BOGAERTS, *l.c.*, 24-35.

<sup>472</sup> Zie bvb. M. VANHOUDT, *l.c.*, 48-81.

<sup>473</sup> Zie "Brief TCI aan ABN AMRO", te consulteren op [http://www.blikopdebeurs.com/weblog/images/tci\\_abnamro.pdf](http://www.blikopdebeurs.com/weblog/images/tci_abnamro.pdf)



In vele gevallen loopt het echter niet zo een vaart en beperken activistische aandeelhouders zich tot een informele dialoog met het bestuur, zonder ooit verdere stappen te ondernemen. Deze dialoog is wel aan een aantal restricties onderworpen. Zo moet het bestuur haar discretieplicht in acht nemen en moeten ook de bepalingen inzake voorkennis worden nageleefd.<sup>474</sup>

De discretieplicht van het bestuur heeft enkel betrekking op niet-publiek toegankelijke informatie. Dergelijke informatie mag in een informele dialoog tussen aandeelhouders en bestuur niet worden openbaargemaakt. In het licht van het beginsel dat de gelijke behandeling van alle aandeelhouders verkondigt is dit niet meer dan gerechtvaardigd. Het bestuur moet overigens ook steeds handelen in het zogenaamde ‘vennootschapsbelang’.<sup>475</sup> Het hoeft geen betoog dat door niet-publiek toegankelijke informatie bekend te maken dit belang kan worden geschaad. De discretieplicht is echter geen zwijgplicht. Niets staat dan ook een dialoog tussen aandeelhouders en bestuur in de weg waarin van gedachten wordt gewisseld over wat bij het publiek reeds gemeengoed is.<sup>476</sup>

Het spreekt voor zich dat ook de bepalingen inzake voorkennis, opgenomen in de wet op het financieel toezicht<sup>477</sup> een dialoog tussen aandeelhouders en bestuur in de weg kunnen staan. Bestuurders stellen zich immers zowel aan administratiefrechtelijke als strafrechtelijke sancties bloot zo zij in het kader van een informele dialoog met één of meerdere van hun aandeelhouders informatie bekendmaken waarvan zij weten of zouden moeten weten dat het hier om voldoende nauwkeurige nog niet openbaargemaakte informatie gaat die koersgevoelig is.<sup>478</sup>

Ondanks de vaststelling dat niet zomaar alle informatie binnen het kader van een informele dialoog op tafel kan worden gelegd blijft zij haar nut bewijzen. Bijvoorbeeld wanneer bepaalde aandeelhouders het moeilijk hebben een standpunt van de vennootschap te aanvaarden. De Code Lippens beveelt in een dergelijk geval zelfs uitdrukkelijk de dialoog tussen de aandeelhouders en het bestuur aan.<sup>479</sup> Daar het bestuur mediacampagnes zoals die opgezet door TCI kan missen als kiespijn wordt een informele dialoog ook door de ondernemingen zelf veelal gewaardeerd.<sup>480</sup>

Om meer invloed te kunnen uitoefenen op het bestuur van een onderneming gaan aandeelhouders zich daarenboven vaak gaan groeperen.<sup>481</sup> Meestal om in aanloop naar de AVA krachtig naar voren te

---

<sup>474</sup> J. BOGAERTS, *l.c.*, 24.

<sup>475</sup> Vier verschillende interpretaties van dit begrip zijn voorhanden. Zie hiervoor E. WYMEERSCH, G. JAKHIAN en B. CAEYMAEX, *o.c.*, 172.

<sup>476</sup> J. BOGAERTS, *l.c.*, 24-25.

<sup>477</sup> Wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, *B.S.* 4 september 2002; hierna: ‘Wet Financieel Toezicht’.

<sup>478</sup> Art. 2, 14°, 25 en 40 Wet Financieel Toezicht

<sup>479</sup> Aanbeveling 8.14 Code Lippens

<sup>480</sup> J. BOGAERTS, *l.c.*, 24-26.

<sup>481</sup> J. BOGAERTS, *l.c.*, 28.

kunnen komen. Wanneer aandeelhouders in onderling overleg handelen moeten zij evenwel rekening houden met de bepalingen van de Transparantiewet<sup>482</sup> en de Wet op het openbare overnamebod<sup>483</sup>.

Zo moeten aandeelhouders, natuurlijke dan wel rechtspersonen, die een akkoord van onderling overleg sluiten, wijzigen of beëindigen, de CBFA in kennis stellen van het aantal en het percentage van de bestaande stemrechten die zij houden, wanneer de stemrechten verbonden aan de stemrechtverlenende effecten die zij houden 5% of meer bereiken van het totaal van de bestaande stemrechten, ook al vond er geen verwerving of overdracht plaats. Deze kennisgeving is eveneens verplicht in geval van verwerving, rechtstreeks of onrechtstreeks, van stemrechtverlenende effecten, wanneer als gevolg hiervan het aantal stemrechten 10 %, 15 %, 20 % enzovoort, telkens per schijf van 5 procentpunten, bereikt of overschrijdt van het totaal van de bestaande stemrechten. Ook bij overdracht, rechtstreeks of onrechtstreeks, van stemrechtverlenende effecten, wanneer als gevolg hiervan de stemrechten dalen onder één van voormelde drempelwaarden en wanneer (de aard van het) akkoord van onderling overleg wordt gewijzigd is een zelfde kennisgeving verplicht.<sup>484</sup> Volgens de Transparantiewet zijn ‘in onderling overleg handelende personen’ de natuurlijke of rechtspersonen die een akkoord hebben gesloten aangaande de onderling afgestemde uitoefening van hun stemrechten, om een duurzaam gemeenschappelijk beleid ten aanzien van de betrokken emittent te voeren.<sup>485</sup>

Met de Transparantiewet heeft de wetgever ervoor gezorgd dat betekenisvolle wijzigingen in het aandeelhouderschap van Belgische ondernemingen ter kennis moeten worden gebracht van de betrokken onderneming en haar bestuur, evenals van het publiek in het algemeen. De wetgever verhindert daarmee dat belangrijke wijzigingen in de aandeelhouderstructuur van Belgische ondernemingen zonder de minste doorzichtigheid plaatsvinden.<sup>486</sup> Tegelijkertijd ontnemt het aandeelhoudersactivisten vaak de mogelijkheid verrassingsaanvallen uit te voeren op het bestuur van een onderneming. Onder de drempel van 5% blijven, de drempel die een kennisgevingsplicht activeert, is in België daarenboven vaak geen optie omdat aandeelhouders zich vaak tegenover controlerende aandeelhouders geplaatst zien waartegen men met een participatie van minder dan 5% meestal maar weinig kan beginnen.

Ook de wet op het openbare overnamebod speelt hierin een rol. Deze wet bepaalt dat wanneer in onderling overleg handelende personen of personen die handelen voor rekening van deze personen,

---

<sup>482</sup> Wet van 2 mei 2007 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in emittenten waarvan aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt en houdende diverse bepalingen, *B.S.* 12 juni 2007; hierna: ‘Transparantiewet’.

<sup>483</sup> Wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, *B.S.* 26 april 2007; hierna: ‘Wet Openbaar Overnamebod’.

<sup>484</sup> Art. 6, §1 en §4, eerste en tweede lid Transparantiewet

<sup>485</sup> Art. 3, §1, 13°, b) Transparantiewet

<sup>486</sup> C. VAN ACKER, *Documentatiebundel Economisch en Financieel recht*, onuitg., 2007, 184.

rechtstreeks of onrechtstreeks meer dan 30% van de effecten met stemrecht houden in een vennootschap met statutaire zetel in België en waarvan minstens een gedeelte van de effecten met stemrecht is toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of een door de Koning aangeduide multilaterale handelsfaciliteit, zij, onder de door de Koning gestelde voorwaarden, een openbaar overnamebod dienen uit te brengen op het geheel van de effecten met stemrecht of die toegang geven tot stemrecht uitgegeven door deze vennootschap.<sup>487</sup> Activistische aandeelhouders kunnen in België vaak slechts door, in onderling overleg met anderen belangen op te bouwen die de 30%-drempel op zijn minst benaderen voldoende tegengewicht vormen voor de controlerende aandeelhouders. De biedplicht kan dienen als een wapen of verdedigingsmiddel in handen van het bestuur tegen activistische aandeelhouders die nog verder zouden willen gaan dan deze 30%-drempel.<sup>488</sup> Wat, gezien de omvang van het belang dat de controlerende aandeelhouders in België vaak vertegenwoordigen, wel eens nodig zou kunnen blijken. Deze optie wordt activistische aandeelhouders ingevolge de openbare overnamewetgeving echter *de facto* ontzegd waarmee de wetgeving het machtsoverwicht van de controlerende aandeelhouder nog versterkt. Aandeelhoudersactivisme op de AVA wordt ingevolge de openbare overnamewetgeving daarmee bemoeilijkt.

## ***2. Aandeelhoudersactivisme op de algemene vergadering***

De meeste van hun rechten kunnen aandeelhouders uitoefenen op de AVA.<sup>489</sup> Activistische aandeelhouders oefenen deze rechten, meer dan welke andere aandeelhouder ook, vaak uit teneinde hun wensen dan wel verzuchtingen kenbaar te maken.

Aandeelhouders beschikken weliswaar slechts over het recht deel te nemen aan de AVA van een vennootschap die een publiek beroep heeft gedaan op het spaarwezen zo aan een aantal formele vereisten, zoals de vereiste dat men diens aandelen aan toonder voorafgaand aan de AVA dient te laten blokkeren, is voldaan.<sup>490</sup> Deze vereisten beperken aandeelhouders vaak in hun mogelijkheden. De manier waarop werd reeds eerder besproken.<sup>491</sup> Het recht deel te nemen aan de AVA is desalniettemin een fundamenteel recht dat een aandeelhouder niet kan worden ontzegd voor zover deze aan alle ter zake geldende verplichtingen heeft voldaan.<sup>492</sup>

---

<sup>487</sup> Art. 5, lid 1 Wet Openbaar Overnamebod

<sup>488</sup> J. BOGAERTS, *l.c.*, 28.

<sup>489</sup> C. VAN DER ELST, *o.c.*, 357.

<sup>490</sup> Art. 536 W.Venn.

<sup>491</sup> Zie *infra*, 2.1.

<sup>492</sup> C. VAN DER ELST, *o.c.*, 357.

Het bijeenroepen van de AVA is dan weer een exclusieve bevoegdheid van de Raad van Bestuur (hierna: RvB). Aandeelhouders kunnen slechts wanneer zij 1/5 van het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen de AVA laten bijeenroepen.<sup>493</sup> Het gaat hier om een bepaling van dwingend recht. Er kan dan ook enkel worden van afgeweken in het voordeel van de aandeelhouders. De RvB moet ingeval van een verzoek uitgaande van de aandeelhouders een AVA bijeen te roepen een AVA laten plaatsvinden binnen de drie weken na het verzoek. Daarenboven is zij ertoe gehouden de door de aandeelhouders voorgestelde agenda in te voegen, tenzij wanneer deze onwettig is of overduidelijk ingaat tegen de belangen van de vennootschap. Niets staat eraan in de weg dat de RvB nog punten of voorstellen toevoegt aan de door de aandeelhouders voorgestelde agenda.<sup>494</sup> Zo de statuten niet afwijken van de voorwaarde dat aandeelhouders 1/5 van het maatschappelijk kapitaal moeten vertegenwoordigen om de AVA te laten bijeenroepen maakt de wetgeving het activistische aandeelhouders zeer moeilijk zelf de AVA te laten bijeenroepen. Een belang van 1/5 van het maatschappelijk kapitaal in een beursgenoteerde onderneming vertegenwoordigt immers een grote investering die men niet zomaar eventjes maakt.

De aandeelhouders beschikken niet over het recht een geplande AVA te verdagen naar een latere datum. Desalniettemin kan de AVA op eigen initiatief, via een gewone meerderheid, de AVA wel laten verdagen.<sup>495</sup>

15 dagen voor de AVA moeten aandeelhouders kennis kunnen nemen van een reeks documenten opgesteld met het oog op het verstrekken van bedrijfsinformatie aan de aandeelhouders naar aanleiding van diezelfde AVA. Het gaat hier o.m. om de jaarrekening en het jaarverslag.<sup>496</sup> Binnen dit kader dient opgemerkt te worden dat ter beurse genoteerde vennootschappen in België daarenboven onderworpen zijn aan een reeks openbaarmakingsverplichtingen die veel verder gaan dan wat ingevolge Art. 553 W.Venn. moet worden kenbaar gemaakt aan de aandeelhouders. Zo dienen zij kwartaalresultaten te publiceren en prijsgevoelige informatie onder welbepaalde voorwaarden bekend te maken.<sup>497</sup> Men kan dan ook gerust stellen dat aandeelhouders, ook activistische, op dit vlak een meer dan ruime bescherming genieten in België.

Het recht vragen te stellen op de AVA biedt aandeelhouders daarenboven een soort van ‘onderzoeksrecht’ naar de wijze waarop Belgische ondernemingen functioneren. Bestuurders zijn verplicht antwoord te geven op de vragen die hen worden gesteld door de aandeelhouders in zoverre

---

<sup>493</sup> Art. 532 W.Venn.

<sup>494</sup> E. WYMEERSCH, G. JAKHIAN en B. CAEYMAEX, *o.c.*, 188.

<sup>495</sup> E. WYMEERSCH, G. JAKHIAN en B. CAEYMAEX, *o.c.*, 188-189.

<sup>496</sup> Art. 553 W.Venn.

<sup>497</sup> WYMEERSCH e.a. geven een kort overzicht van de ruime openbaarmakingsverplichtingen waar ter beurse genoteerde vennootschappen in België aan onderworpen zijn. Zie E. WYMEERSCH, G. JAKHIAN en B. CAEYMAEX, *o.c.*, 178-180.

deze vragen betrekking hebben op hun verslag of de agendapunten. Enkel wanneer de mededeling die hierop zou moeten volgen de onderneming ernstig nadeel zou kunnen toebrengen mogen bestuurders zich ervan onthouden te antwoorden. Verkeerd men niet in een dergelijk geval dan brengt men als bestuurder zijn aansprakelijkheid in het gedrang door niet te antwoorden.<sup>498</sup> Laat de zaak rond Fortis het lichtend voorbeeld zijn van een geval waarin activistische aandeelhouders dit recht meer dan ooit aangewend hebben.

Naast bovenstaande rechten is er uiteraard ook het stemrecht. Veruit het belangrijkste recht waarover aandeelhouders naar aanleiding van de bijeenkomst van de AVA beschikken en het instrument bij uitstek om diens mening te uiten over de wijze waarop de onderneming wordt geleid. Over het rechtskarakter van het stemrecht bestaat weliswaar geen eensgezindheid. Een deel van de rechtsleer is van oordeel dat het stemrecht een recht is dat aandeelhouders naar eigen goeddunken mogen uitoefenen. Een ander deel is van oordeel dat het stemrecht doelgebonden is, wat impliceert dat bij de uitoefening ervan aandeelhouders het belang van de vennootschap moeten behartigen.<sup>499</sup>

De aanwezigheid van controlerende aandeelhouders staat er in België echter vaak aan in de weg opdat aandeelhouders via het uitoefenen van hun stemrechten het bestuur tot een koerswijziging kunnen dwingen. Zo trachten de aandeelhouders van de NBB al een aantal jaren, tevergeefs, hogere dividenduitkeringen te bekomen. Zij slagen er op de AVA, die de bevoegdheid heeft te beslissen over voorgenomen dividenduitkeringen<sup>500</sup>, evenwel nooit in die hogere dividenduitkeringen ook daadwerkelijk te bekomen. De Belgische Staat als referentieaandeelhouder van de NBB houdt een dergelijke beslissing immers stevast tegen.<sup>501</sup> Ook WYMEERSCH komt tot het besluit dat de aanwezigheid van controlerende aandeelhouders in ongeveer twee derden van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen de beslissingsfunctie van de AVA ondermijnt.<sup>502</sup> Daarnaast dient erop gewezen te worden dat de bevoegdheden van de AVA beperkt zijn. De AVA beschikt immers slechts over een toegewezen bevoegdheid. Of men als aandeelhouder deze bevoegdheden ook daadwerkelijk kan uitoefenen hangt daarenboven af van de omvang van het belang van de aandeelhouder. Zo kunnen aandeelhouders die 1/5 van het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen de AVA bijeenroepen maar kunnen zij gewone statutaire wijzigingen op de AVA niet blokkeren.<sup>503</sup> Niet alle aandeelhouders beschikken dus over dezelfde rechten.<sup>504</sup> Deze meerderheids- en quorumvereisten waarborgen de minderheidsbescherming.<sup>505</sup> Tezelfdertijd ontnemen

---

<sup>498</sup> Art. 540 W.Venn.; E. WYMEERSCH, G. JAKHIAN en B. CAEYMAEX, *o.c.*, 181.

<sup>499</sup> C. VAN DER ELST, *o.c.*, 357.

<sup>500</sup> E. WYMEERSCH, G. JAKHIAN en B. CAEYMAEX, *o.c.*, 191.

<sup>501</sup> Zie <http://nbb4ever.wordpress.com/2008/03/>

<sup>502</sup> T. BAUMS en E. WYMEERSCH, *o.c.*, 53.

<sup>503</sup> Hiervoor dient men immers te beschikken over 25% van de aanwezige stemmen. Zie Art. 558 W.Venn.

<sup>504</sup> C. VAN DER ELST, *o.c.*, 358-359.

<sup>505</sup> M. VANHOUDT, *l.c.*, 54.

ze de mogelijkheid aan de minderheid om zelf initiatieven ('voice') op gang te brengen. Daardoor rest hen vaak geen andere optie dan passief te staan toekijken op hoe de ondernemingen in dewelke zij geïnvesteerd hebben worden geleid door de controlerende aandeelhouders. Het activisme uitgaande van de minderheidsaandeelhouders beperkt zich daardoor dan ook vrij vaak tot het 'stemmen met de voeten' ('exit') zo zij niet langer tevreden zijn met de koers die hun onderneming vaart. De beperking die de openbare overnamewetgeving op dit vlak met zich meebrengt en die hierboven reeds werd aangegeven is van aard deze trend nog te versterken.

Tegenover de ruime informatieplichten waar ter beurse genoteerde ondernemingen in België aan worden onderworpen en de mogelijkheid vragen te stellen op de AVA staan, zoals hierboven geduïd, een reeks beperkingen op de andere rechten door de wetgever aan de aandeelhouders toegekend naar aanleiding van de AVA. Beperkingen die er vaak aan in de weg staan opdat aandeelhouders via een optreden op de AVA alleen kunnen slagen in hun opzet het ondernemingsbestuur dan wel eventuele controlerende aandeelhouders te dwingen ook met hun wensen of verzuchtingen rekening te houden. Activistische aandeelhouders worden er in België dan ook vaak toe gedwongen naar de rechtbank te stappen. In een volgend punt belichten we de mogelijkheden die het vennootschapsrecht en de rechtspraak aandeelhouders op dit vlak bieden.

### ***3. Aandeelhoudersactivisme voor de rechtbank***

Steeds vaker stappen (minderheids-)aandeelhouders naar de rechtbank wanneer geen luisterbereidheid kan gevonden worden bij de RvB dan wel bij de controlerende aandeelhouders. Zowel in de zaak rond Fortis als in die rond de NBB werden rechtszaken aangespannen. Wat opvalt is dat deze zaken evenwel vaak niet worden ingeleid door individuele aandeelhouders maar door organisaties zoals Deminor. In de zaak rond Fortis was het dan weer advocatenkantoor Modrikamen<sup>506</sup> die de hoofdrol opeiste. Het spreekt voor zich dat een advocatenkantoor bevoegd is op te treden namens haar cliënten. Het optreden van een juridisch adviesbureau zoals Deminor doet echter wel vragen rijzen wat betreft diens procesbevoegdheid.

Als juridisch adviesbureau opgericht in de vorm van een CVBA<sup>507</sup> treedt Deminor op in naam en voor rekening van de individuele aandeelhouders die zij vertegenwoordigt. Deminor treedt dus op als lasthebber, wat haar procesbevoegd maakt. Het nadeel van een dergelijke constructie bestaat erin dat de diegenen die zich laten vertegenwoordigen achteraf niet meer als afzonderlijke partij kunnen

---

<sup>506</sup> <http://www.modrikamen.com/>

<sup>507</sup> Zie <http://www.deminor.be/textpage.asp?IDService=0&IDPage=1&IDSiteSettings=62>

optreden.<sup>508</sup> Het voordeel bestaat erin dat gegeven de middelen en steun waarop een vertegenwoordiger zoals Deminor kan rekenen in combinatie met haar expertise zij meer druk kan uitoefenen op een bestuur of controlerende aandeelhouder, ook buiten de rechtszaal, en daardoor vaak veel betere resultaten kan behalen dan aandeelhouders die individueel optreden. Ook voor de rechtbanken houdt deze vertegenwoordiging voordelen in. Het vermindert namelijk de rechterlijke werklast. Rechtspraak toont dan ook aan dat onze rechtbanken vrij open staan ten opzichte van dergelijke ‘representatieve acties’. Ingevolge de zogenaamde ‘Deminor rechtspraak’ werd daarenboven geoordeeld dat representatieve organisaties zoals Deminor niet verplicht zijn de identiteit van de individuele aandeelhouders die zij vertegenwoordigen op te geven, wat opnieuw als een voordeel kan aanzien worden.<sup>509</sup>

Daarenboven kent ons Belgische recht de figuur van de ‘*class action*’ niet.<sup>510</sup> Een *class action* laat toe de vorderingen van alle individuele aandeelhouders bijeen te brengen waardoor de kosten van de procesvoering kunnen worden gespreid over alle leden van de ‘*class*’.<sup>511</sup> Vertegenwoordigers van individuele aandeelhouders zoals Deminor vullen met hun acties deze leemte op.

Aandeelhouders kunnen daarnaast ook afgeleide vorderingen in België niet voor de rechtbanken brengen. Het gaat hier om vorderingen die aandeelhouders instellen in eigen naam voor schade die de onderneming zelf heeft geleden. Een vordering die in principe berust bij de onderneming. In België blijft dit principe overeind. Aandeelhouders kunnen daarentegen uiteraard wel vorderingen inleiden die betrekking hebben op schade die ze als persoon hebben geleden, weliswaar in de veronderstelling dat deze schade niet samenloopt met enige schade door de onderneming zelf geleden. Een klassiek voorbeeld betreft de weigering van de RvB dividend uit te betalen aan de aandeelhouders nadat een beslissing daartoe reeds geldig was genomen door de AVA.<sup>512</sup>

Zoals benadrukt door COOLS is de aanwezigheid van een mechanisme dat afgeleide vorderingen toestaat in het Belgische recht echter geen vereiste om te komen tot een adequate bescherming van de minderheidsaandeelhouders.<sup>513</sup> Belgische minderheidsaandeelhouders zijn tengevolge van het Belgische geconcentreerde aandeelhoudersschap feitelijk gezien veel meer met de in de Belgische rechtspraak ontwikkelde theorie van het rechtsmisbruik.<sup>514</sup> Zo kan elke belanghebbende aandeelhouder de rechtbank verzoeken de nietigheid van een besluit genomen door de algemene vergadering uit te

---

<sup>508</sup> J. BOGAERTS, *l.c.*, 34.

<sup>509</sup> E. WYMEERSCH, G. JAKHIAN en B. CAEYMAEX, *o.c.*, 168-169.

<sup>510</sup> J. BOGAERTS, *l.c.*, 33.

<sup>511</sup> J. BRONSTEEN en O. FISS, “The Class Action Rule”, *Notre Dame Law Review*, Vol. 78, N° 5, 2003, 1419.

<sup>512</sup> E. WYMEERSCH, G. JAKHIAN en B. CAEYMAEX, *o.c.*, 200-201.

<sup>513</sup> Zie supra, punt 1, onder §2, B., deel II.

<sup>514</sup> Zie supra, punt 1, onder §2, B., deel II.

spreken in geval van overschrijding of misbruik van bevoegdheid.<sup>515</sup> Wanneer beslissingen op de AVA in het nadeel van de minderheidsaandeelhouders werden genomen kan er best sprake zijn van een overschrijding of een misbruik van de bevoegdheden van de controlerende aandeelhouders. Ook al is er over de exacte inhoud van het begrip ‘misbruik van bevoegdheid’ geen eensgezindheid, door middel van Art. 64, 3° W.Venn. genieten minderheidsaandeelhouders althans op dit vlak wel een duidelijke bescherming tegen al te dominante controlerende aandeelhouders. In het algemeen worden overigens twee interpretaties verdedigd aangaande de inhoud van het begrip ‘misbruik van bevoegdheid’. De ene stelt daarbij duidelijk dat het begrip ‘misbruik van bevoegdheid’ aansluit bij de in de rechtspraak ontwikkelde theorie van het rechtsmisbruik.<sup>516</sup> Ik zie daarnaast niet in waarom minderheidsaandeelhouders ook buiten het kader van beslissingen genomen op de AVA de theorie van het rechtsmisbruik niet zouden kunnen invoeren om tegengewicht te bieden voor de macht van de controlerende aandeelhouders.

Naast de acties die door de algemene vergadering kunnen ondernomen worden tegen het bestuur<sup>517</sup> zo de vennootschap door hun acties schade heeft geleden biedt Art. 562 W.Venn. minderheidsaandeelhouders ook de mogelijkheid een vordering tegen de bestuurders voor rekening van de vennootschap in te stellen.<sup>518</sup> Voorwaarde is wel dat men 1 % van de stemmen vertegenwoordigt dan wel effecten bezit die een gedeelte van het kapitaal vertegenwoordigen ter waarde van ten minste 1.250.000 EUR.<sup>519</sup> Al komen de eventuele schadevergoedingen voortvloeiend uit een dergelijke vordering aan de vennootschap toe, het bestuur kan er wel stevig mee op zijn plaats gezet worden. Het kan dus een mogelijk wapen in handen van de activistische aandeelhouder zijn. Nadelig is wel dat indien de minderheidsvordering wordt afgewezen de eisers persoonlijk in de kosten kunnen worden veroordeeld, en eventueel zelfs tot het betalen van een schadevergoeding jegens de verweerders.<sup>520</sup>

Daarnaast kan men als activistisch aandeelhouder, voor zover aan de desbetreffende voorwaarden is voldaan, diens rechten proberen te vrijwaren of het besluitvormingsproces binnen de onderneming trachten te beïnvloeden via de rechtbank door een deskundigenonderzoek te vorderen<sup>521</sup>, de aanstelling van een voorlopig bewindvoerder te eisen<sup>522</sup> of door aansprakelijkheidsvorderingen in gemeen recht in te stellen.<sup>523</sup> Daarnaast kan ook een procedure in kort geding vaak soelaas bieden.<sup>524</sup> Zo kan men in

---

<sup>515</sup> Art. 178 e.v. W.Venn; Art. 64, 3° W.Venn. Ook wanneer aan een aantal vereisten van meer formele aard niet is voldaan kan de nietigheid van de besluiten van de AVA worden bekomen – Zie Art. 64, 1°, 2°, 4° en 5°.

<sup>516</sup> E. WYMEERSCH, G. JAKHIAN en B. CAEYMAEX, *o.c.*, 203-204.

<sup>517</sup> Art. 561 W.Venn.

<sup>518</sup> E. WYMEERSCH, G. JAKHIAN en B. CAEYMAEX, *o.c.*, 201.

<sup>519</sup> Art. 561, tweede lid W.Venn.

<sup>520</sup> Art. 567, eerste lid W.Venn.

<sup>521</sup> Art. 168 – 169 W.Venn.; E. WYMEERSCH, G. JAKHIAN en B. CAEYMAEX, *o.c.*, 185.

<sup>522</sup> E. WYMEERSCH, G. JAKHIAN en B. CAEYMAEX, *o.c.*, 195-196.

<sup>523</sup> J. BOGAERTS, *l.c.*, 31.



kort geding onder meer de opschorting van de bijeenroeping van de AVA, de aanstelling van een voorlopig bewindvoerder of de opschorting van het stemrecht van bepaalde aandelen bekomen.<sup>525</sup>

Ook meester Modrikamen zag in de zaak rond Fortis via de procedure in kort geding enkele van zijn wensen vervuld. Zo ging de voorzitter van de Rechtbank van Koophandel zetelend in kort geding op 18 november 2008 in op de vraag van meester Modrikamen om deskundigen aan te stellen om de verkoop van de Belgische activiteiten van Fortis aan BNP Paribas door te lichten.<sup>526</sup> De ultieme poging van Modrikamen om de stemming op de AVA van de Fortis Holding van 28 april 2008 in zijn voordeel te doen overhellen mislukte dan weer. Modrikamen vroeg op 27 april 2008 aan de voorzitter van de Rechtbank van Koophandel zetelend in kort geding, daarin bijgestaan door Deminor en Test-Aankoop, om het stemrecht van enkele financiële fondsen op te schorten. Modrikamen argumenteerde dat de transparantiewetgeving niet was nageleefd. Zijn eis werd echter niet ontvankelijk verklaard. Dit op basis van het beginsel ‘*non bis in idem*’, wat inhoudt dat men geen tweemaal een uitspraak kan vellen over dezelfde zaak. Modrikamen had dezelfde kwestie namelijk als eens eerder aangekaart toen hij vroeg om het stemrecht te schorsen van de aandeelhouders die hun aandelen na 14 oktober hadden gekocht.<sup>527</sup> Een eis die hij eerst ingewilligd had gezien<sup>528</sup> maar na het derdenverzet aangetekend door de Fortis Holding tegen deze beslissing wederom in zijn nadeel hervormd zag.<sup>529</sup>

De bescherming van de minderheidsaandeelhouders is in België vooral ook een zaak van de rechtspraak geweest. Zo heeft de rechtspraak een aantal beginselen ontwikkeld die naast de bepalingen uit het Wetboek Vennootschappen zeker hun nut kunnen bewijzen voor activistische aandeelhouders. Deze beginselen worden overigens allen gevat onder de noemer ‘misbruik van meerderheidspositie’. Het gaat onder meer om het beginsel van de gelijke behandeling van de aandeelhouders, een beginsel dat reeds werd aangehaald<sup>530</sup>, dat van de verworven rechten van de aandeelhouders en het beginsel van de machtsafwendings, dat dan weer nauw aansluit bij de leer van het rechtsmisbruik. Daarnaast kan een activistisch aandeelhouder ook steeds het argument dat de organen van de vennootschap niet te goeder trouw hebben gehandeld in de uitvoering van het vennootschapscontract<sup>531</sup> naar voren schuiven om de beslissingen van deze organen aan te vechten.<sup>532</sup>

---

<sup>524</sup> Art. 584 Ger.W.

<sup>525</sup> M. VANHOUDT, *l.c.*, 78.

<sup>526</sup> Kh. Brussel, zetelend in kort geding, 18 november 2008, onuitg.; “Experts moeten Fortis-zaak tot op het bot onderzoeken”, *De Tijd* 19 november 2008.

<sup>527</sup> “Rechter ging niet op vraag Mischaël Modrikamen”, *De Standaard*, 29 april 2009.

<sup>528</sup> Brussel, 4<sup>e</sup> kamer, 31 maart 2009, onuitg.

<sup>529</sup> “Alle Fortis-aandeelhouders kunnen stemmen over BNP Paribas-deal”, *De Tijd*, 10 april 2009.

<sup>530</sup> Zie supra, punt 1 onder §3, A., deel III.

<sup>531</sup> Art. 1134 B.W.

<sup>532</sup> M. VANHOUDT, *l.c.*, 74-75.

## B. Hervormingen

Het voorgaande heeft een aantal van de mogelijkheden geschetst waarover minderheidsaandeelhouders van Belgische beursgenoteerde ondernemingen, voornamelijk ingevolge het Belgische vennootschapsrecht, beschikken om zich als *counterveiling power* tegenover de soms overmatige invloed van controlerende aandeelhouders binnen het Belgische bestuursmodel op te werpen. Ook een hele reeks beperkingen van aard deze aandeelhouders te beletten activisme na te streven werden meegegeven.

Minderheidsaandeelhouders worden inderdaad nog steeds geconfronteerd met heel wat beperkingen wanneer zij hun ontevredenheid willen uiten met het door het bestuur gevoerde beleid. Op een aantal vlakken heeft de wetgever weliswaar reeds ingegrepen teneinde de machtsverhoudingen binnen de Belgische beursgenoteerde ondernemingen meer uit te balanceren. De aandacht is daarbij in eerste instantie vooral uitgegaan naar het stimuleren van de opkomst van aandeelhouders op de AVA. Ook de Wet Corporate Governance, die in een volgend punt nader zal worden toegelicht, besteedde hier de nodige aandacht aan.

De inspanningen die gegaan zijn naar het stimuleren van de opkomst op de AVA hebben zich in eerste instantie voornamelijk geuit in het op poten zetten van systemen die het stemmen op afstand faciliteren. Zo kunnen aandeelhouders sinds 1991 hun stemmen uitbrengen per brief in zoverre de statuten deze mogelijkheid hebben voorzien en werd ook het publiekelijk solliciteren van volmachten in die periode geregeld.<sup>533</sup> De regel die de stemrechten van belangrijke aandeelhouders reduceerde tot 20% van het totaal werd in die periode weliswaar afgeschaft. Deze regel was ontworpen om de minderheidsaandeelhouders meer zeggenschap te verlenen maar werd in de praktijk zeer vaak ontweken via het opzetten van piramidale constructies. In 1995 werd de regel echter opnieuw geïntroduceerd stellende dat de statuten de stemrechten van ieder aandeelhouder kunnen beperken op voorwaarde dat die beperking verplicht van toepassing is op iedere aandeelhouder zonder onderscheid van het effect waarmee hij aan de stemming deelneemt. WYMEERSCH wijst binnen deze context op mogelijke misbruiken uitgaande van de meerderheid.<sup>534</sup> In laatste instantie kan ook de inspanning van de wetgever die ervoor zorgde dat wanneer aandeelhouders over een belang van niet meer dan 0,5% beschikten zij zich niet langer moesten identificeren wanneer zij wilden deelnemen aan de AVA worden vermeld. De wetgever hoopte hiermee die aandeelhouders die omwille van belastingtechnische redenen zich niet wilden bekendmaken op een AVA toch naar de AVA te lokken. Omdat deze regel echter niet effectief bleek werd hij in 1995 weer afgeschaft.<sup>535</sup> De Richtlijn

---

<sup>533</sup> Art. 549- 550 W.Venn.; T. BAUMS en E. WYMEERSCH, *o.c.*, 39-40, 46.

<sup>534</sup> Art. 544 W.Venn.; T. BAUMS en E. WYMEERSCH, *o.c.*, 1999, 38.

<sup>535</sup> T. BAUMS en E. WYMEERSCH, *o.c.*, 40.

Aandeelhoudersrechten, die eveneens hierna pas aan bod komt, is in hoofdzaak gericht op het wegwerken van obstakels die aandeelhouders ervan verhinderen dat zij hun stem komen (of kunnen) uitbrengen op de AVA. Ook de Richtlijn Aandeelhoudersrechten beoogt dus een hogere participatiegraad op de AVA.

### ***1. De Wet Corporate Governance***

Rond de eeuwwisseling werd de Amerikaanse financiële wereld opgeschrikt door een reeks beursschandalen, gaande van Enron tot Worldcom. De reactie van de Amerikaanse wetgever kwam er met de Sarbanes-Oxley Act van 2002. Volgens toenmalig president van de Verenigde Staten George W. Bush de meest verregaande hervorming van de Amerikaanse ‘*business practices*’ sinds de tijd van Franklin Delano Roosevelt.<sup>536</sup>

In Europa werden we niet geconfronteerd met schandalen van een zelfde orde van grote. Desalniettemin achtte het men ook in Europa dringend tijd om op het corporate governance vlak op te treden. Veeleer structurele tekorten inzake governance waren hier namelijk aan de orde. Ook de Belgische wetgever heeft dienaangaande zijn belangstelling getoond. In 2002 vaardigde de Belgische wetgever daaruit voortvloeiende de Wet Corporate Governance uit.<sup>537</sup> Een wet die ook zijn invloed heeft gehad op de rechten van de aandeelhouder.

De Wet Corporate Governance heeft diverse wijzigingen tot stand gebracht met betrekking tot de AVA. Daarnaast heeft de wet o.m. ook gezorgd voor de wettelijke organisatie van een directiecomité<sup>538</sup>, maar dit is een element uit de wet die de rechtspositie van de aandeelhouders niet rechtstreeks beïnvloedt. Aan dergelijke elementen uit de Wet Corporate Governance zal binnen dit kader dan ook geen aandacht worden besteedt. Wat de aandeelhouders betreft heeft de wetgever met de wet Corporate Governance volgens WYMEERSCH vooral beoogd institutionele beleggers de middelen ter hand te stellen om hun bevoegdheden op meer effectieve wijze uit te oefenen.<sup>539</sup>

Met betrekking tot de AVA heeft de wetgever met de wet Corporate Governance niet minder dan drie belangrijke ingrepen doorgevoerd. Het gaat hier met name om de verlenging van de oproepingstermijn

---

<sup>536</sup> L.A. CUNNINGHAM, “The Sarbanes-Oxley Yawn: Heavy Rhetoric, Light Reform (And It Might Just Work)”, *Boston College Law School Research Paper N° 01*, 7 november 2002, 2.

<sup>537</sup> E. WYMEERSCH, “Corporate Governance naar nieuw Belgisch recht. Een eerste commentaar”, *T.B.H.*, 2002., 601.

<sup>538</sup> K K. BYTTEBIER, A. FRANCOIS en J. DELVOIE (eds.), *o.c.*, 13-14.

<sup>539</sup> E. WYMEERSCH, “Corporate Governance naar nieuw Belgisch recht. Een eerste commentaar”, 602.

tot de AVA voor genoteerde vennootschappen, het stelsel van de registratiedatum voor de neerlegging van aandelen en de schriftelijke AVA.<sup>540</sup>

Ingevolge de Wet Corporate Governance kunnen aandeelhouders voortaan eenparig en schriftelijk alle besluiten nemen die tot de bevoegdheid van de algemene vergadering behoren, met uitzondering van die welke bij authentieke akte moeten worden verleend.<sup>541</sup> Dit sluit aan bij de praktijk van vooral familie- en of dochtervennootschappen van grote groepen. Een belangrijke waarborg ligt vervat in de vereiste dat alle aandeelhouders eenparig met de schriftelijke procedure moeten akkoord gaan. Van zodra één aandeelhouder het hier niet mee eens is zal dus toch een vergadering in persoon moeten plaatsgrijpen. De wetgever hoopte dat deze regel zou leiden tot een minder formeel vennootschapsleven bij de besloten vennootschappen.<sup>542</sup> In termen van een bespreking zoals deze die het heeft over het fenomeen aandeelhoudersactivisme is deze regel dus van minder groot belang.

Het laatste kan alvast niet gezegd worden van de verlenging van de oproepingstermijnen tot de AVA. Vooral institutionele beleggers hadden namelijk tot voor de invoering van de nieuwe termijnen geklaagd over de korte tijdsperiode die verliep tussen de oproeping tot en de bijeenkomst van de AVA. Dikwijls werden zij niet tijdig verwittigd wat hen de mogelijkheden tot het ontplooiën van een activistische strategie zowat ontzegde. Ingevolge de Wet Corporate Governance werd de termijn daarom verlengd tot 15 dagen. Deze termijn werd voor vennootschappen die gebruik maakten van het stelsel van de registratiedatum vastgesteld op minstens 15 dagen voor de registratiedatum.<sup>543</sup> Deze termijnen werden door een latere wetwijziging op respectievelijk 24 dagen voor de AVA dan wel de registratiedatum gebracht. Deze termijn wordt herleid tot 17 dagen voor de AVA dan wel de registratiedatum voor wat betreft de tweede oproeping.<sup>544</sup>

Ook de laatste door de wetgever doorgevoerde wijziging met betrekking tot de AVA, met name de invoering van het stelsel van de registratiedatum voor de neerlegging van aandelen verwijdert een barrière die institutionele investeerders ervan weerhielden deel te nemen aan de AVA. Aandelen moeten immers ten minste drie en ten hoogste zes werkdagen voor de AVA worden neergelegd zo het om aandelen aan toonder gaat, dan wel worden geblokkeerd zo het om aandelen in rekening gaat.<sup>545</sup> Deze blokkering duurt tot en met de dag waarop de AVA plaatsvindt. Er werd reeds op gewezen dat deze praktijk de rechten van de aandeelhouders schaadt daar ze leidt tot het onbeschikbaar maken van de aandelen gedurende een relatief lange periode. Om hieraan tegemoet te komen heeft de wetgever

---

<sup>540</sup> K. BYTTEBIER, A. FRANCOIS en J. DELVOIE (eds.), *o.c.*, 135.

<sup>541</sup> Art. 536, derde lid W.Venn.

<sup>542</sup> E. WYMEERSCH, "Corporate Governance naar nieuw Belgisch recht. Een eerste commentaar", 606.

<sup>543</sup> E. WYMEERSCH, "Corporate Governance naar nieuw Belgisch recht. Een eerste commentaar", 606.

<sup>544</sup> Art. 533, a), tweede lid W.Venn.

<sup>545</sup> Art. 536, eerste lid W.Venn.

met de Wet Corporate Governance het systeem van de registratiedatum ingevoerd.<sup>546</sup> De statuten van een genoteerde vennootschap kunnen bepalen dat de aandeelhouders aan de algemene vergadering kunnen deelnemen en er hun stemrecht kunnen uitoefenen, met betrekking tot de aandelen waarvan zij op de registratiedatum om 24 uur houder zijn, ongeacht het aantal aandelen waarvan zij houder zijn op de dag van de algemene vergadering. Deze registratiedatum kan niet vroeger dan op de vijftiende dag en niet later dan vijf werkdagen voor de algemene vergadering worden vastgesteld. In een door de raad van bestuur aangewezen register wordt ingeschreven over hoeveel aandelen elke aandeelhouder beschikt op de registratiedatum om 24 uur. Bij de oproeping tot de algemene vergadering wordt de dag van de registratie vermeld alsmede de wijze waarop de aandeelhouders zich kunnen laten registreren.<sup>547</sup> De beurshandel moet daardoor niet meer worden onderbroken door de blokkering met het oog op de deelname aan de AVA waardoor institutionele beleggers zich volgens WYMEERSCH meer geneigd zullen voelen om aan de AVA deel te nemen.<sup>548</sup> Er moet weliswaar benadrukt worden dat het hier om een facultatief systeem gaat wat volgens BYTTEBIER e.a. de vraag doet rijzen of vennootschappen bereid zullen zijn om de nog langere oproepingstermijnen die dit systeem met zich meebrengt te aanvaarden in de hoop de participatiegraad op de AVA te verhogen. Volgens BYTTEBIER e.a. zal deze keuze economisch worden beïnvloed. Slechts wanneer bestuurders ervaren dat institutionele investeerders het systeem van de registratiedatum als een vereiste gaan beschouwen om in een vennootschap te investeren zullen zij bereid kunnen gevonden worden het systeem in te voeren. Op datum van 2004 bleken echter nog maar weinig vennootschappen het systeem van de registratiedatum te hanteren.<sup>549</sup>

Wederom ging met de Wet Corporate Governance de aandacht in hoofdzaak uit naar het stimuleren van de opkomst op de AVA. Op het agency-probleem dat zich in België zoals reeds vermeld voornamelijk stelt in de relatie tussen de minderheids- en de meerderheidsaandeelhouders wordt in de voorbereidende werkzaamheden van de wet niet of nauwelijks de nadruk gelegd. Eén van de betrachtingen van de wet was nochtans het beleggerspubliek (waaronder de minderheidsaandeelhouders) meer vertrouwen te schenken in de Belgische beursgenoteerde vennootschappen. Via de hervormingen die ik hierboven heb aangehaald, de zogenaamde regels ter aanmoediging van het activisme<sup>550</sup>, heeft de wetgever in de wet zelf hier volgens BYTTEBIER e.a. wel op ingespeeld. Het was in ieder geval de bedoeling via deze regels meer vertrouwen te creëren en het activisme aan te wakkeren maar zoals ook BYTTEBIER e.a. aangeven niet noodzakelijkerwijze

---

<sup>546</sup> E. WYMEERSCH, "Corporate Governance naar nieuw Belgisch recht. Een eerste commentaar", 606.

<sup>547</sup> Art. 536, tweede lid W.Venn.

<sup>548</sup> E. WYMEERSCH, "Corporate Governance naar nieuw Belgisch recht. Een eerste commentaar", 606.

<sup>549</sup> K. BYTTEBIER, A. FRANCOIS en J. DELVOIE (eds.), *o.c.*, 134.

<sup>550</sup> Waar ook het door de Wet Corporate Governance gewijzigde Art. 524 W.Venn., aangaande de zgn. groepsinterne belangenconflicten, toe behoort. Deze wetswijziging is hier niet aan bod komen maar zet volgens BYTTEBIER e.a. evenzeer een duidelijke stap in de richting van de afzwakking van de dominantie van de grootaandeelhouders in de Belgische beursgenoteerde vennootschappen. Zie K. BYTTEBIER, A. FRANCOIS en J. DELVOIE (eds.), *o.c.*, 87.

het resultaat.<sup>551</sup> Een dergelijk resultaat vergt mijn inziens inderdaad een inspanning op het vlak van het wegwerken van de verschillende barrières die eraan in de weg staan opdat aandeelhouders de AVA frequenteren. Daar mag het echter niet bij blijven wil men dit resultaat ook effectief helemaal bereiken. Zoals duidelijk blijkt uit bovenstaande uiteenzetting staan talloze veel fundamentele beperkingen er nog steeds aan in de weg opdat minderheidsaandeelhouders van Belgische beursgenoteerde vennootschappen ook daadwerkelijk als een ‘counterveiling power’ binnen het Belgische corporate governance model kunnen fungeren. Ik denk hierbij onder meer aan het belang van niet minder dan maximaal 20% dat van aandeelhouders kan vereist worden vooraleer zij zelf de AVA kunnen laten bijeenroepen. Ook piramidale constructies en toegelaten afwijkingen op de *one share one vote* - regel beperken nog steeds in zeer grote mate de mogelijkheden van minderheidsaandeelhouders binnen het Belgische corporate governance bestel. Men had er misschien beter aan gedaan eerst deze problemen aan te pakken. Wellicht kan alleen op een dergelijke manier het activistische vuur echt worden aangewakkerd.

De hoop zou er dan ook in kunnen bestaan dat de Richtlijn Aandeelhoudersrechten daar waar de Wet Corporate Governance is tekortgeschoten in het verschaffen van meer macht aan de minderheidsaandeelhouder het werk zal verderzetten en afmaken. De Richtlijn Aandeelhoudersrechten schiet op dit punt echter eveneens veel tekort daar dit wetgevend initiatief zich voornamelijk richt op een verbetering van de (grensoverschrijdende) uitoefening van de rechten van de aandeelhouders van genoteerde vennootschappen<sup>552</sup> en niet zozeer op een uitbreiding zelf van deze rechten. Zo onderneemt deze richtlijn, ondanks de goede voornemens van de Europese Commissie, maar weinig op het vlak van het wegwerken van barrières zoals afwijkingen op de *one share one vote* - regel en piramidale constructies.<sup>553</sup> Desalniettemin belichten we hieronder toch enkele van de aanpassingen die binnen het Wetboek van Vennootschappen zullen moeten doorgevoerd worden wil het in overeenstemming zijn met de desbetreffende richtlijn tegen uiterlijk 3 augustus 2009. De richtlijn gaat namelijk wel degelijk verder daar waar de Wet Corporate Governance is gestopt. Al is dat zoals reeds vermeld spijtig genoeg slechts in de lijn van het verbeteren van de uitoefening van de rechten van de aandeelhouders toch kan een dergelijke bespreking hier niet ontbreken.

## **2. De Richtlijn Aandeelhoudersrechten**

Een groot deel van het Belgisch vennootschapsrecht bestaat uit regelen die er gekomen zijn in uitvoering van Europese richtlijnen.<sup>554</sup> Deze trend zal navolging vinden met de implementatie van de

---

<sup>551</sup> K. BYTTEBIER, A. FRANCOIS en J. DELVOIE (eds.), *o.c.*, 84, 87.

<sup>552</sup> L. VAN DEN STEEN, *l.c.*, 5, 83.

<sup>553</sup> Zie *supra*, punt 1.2. onder §2, C., 1., deel II.

<sup>554</sup> E. WYMEERSCH, G. JAKHIAN en B. CAEYMAEX, *o.c.*, 164.

Richtlijn Aandeelhoudersrechten (hierna: RA) die, zoals daar reeds verscheidene malen is op geweest, ten laatste tegen 3 augustus 2009 rond moet zijn.

Daarnaast is het wellicht nuttig er hier ook nogmaals op te wijzen dat de RA slechts een set van minimumnormen bevat. De richtlijn beoogt dus slechts een minimale harmonisatie tot stand te brengen. Het staat de Europese lidstaten vrij strengere normen in hun wetgeving te implementeren.

Een eerste aanpassing die zich opdringt binnen het Belgisch vennootschapsrecht ingevolge de RA is de aanvulling van Art. 532 W.Venn. met het recht voor de aandeelhouders om punten op de agenda van de AVA te plaatsen. Lidstaten zijn niet verplicht dit recht afhankelijk te stellen van een bepaalde minimumdeelneming (die maximaal 5% mag bedragen) maar het kan volgens VAN DEN STEEN wel nuttig zijn om lichtzinnige acties van individuele aandeelhouders te ontmoedigen.<sup>555</sup> Om dit doel te bereiken is het instellen van een drempel van 1% volgens mij meer dan voldoende.

Het bepalen van de agenda van de AVA wordt naar Belgisch recht nog steeds als een accessorium aanzien van het recht tot bijeenroeping van de AVA.<sup>556</sup> Deze band knipt de RA door. VAN DEN STEEN stelt de vraag of ook de drempel voor het bijeenroepingsrecht van Art. 532 W.Venn. niet mee verlaagd zou moeten worden. Los van het bijeenroepingsrecht zullen de aandeelhouders immers, al dan niet afhankelijk van het instellen door de wetgever van een zekere drempel, die maximaal 5% mag bedragen, sowieso over het recht beschikken om punten op de agenda te plaatsen. De richtlijn vereist weliswaar geen dergelijke aanpassing.<sup>557</sup> De praktijk zou er desalniettemin mee gebaat zijn.

De richtlijn stelt daarnaast ook de minimumstandaarden inzake de wijze van en termijn voor de oproeping van de AVA vast. Wat betreft de termijnen zijn er geen aanpassingen nodig aan ons recht. Ons recht is immers op dit vlak reeds strenger dan de minimumnormen terzake vastgesteld door de richtlijn. Wat de wijze van oproepen betreft dringen zich eventueel wel aanpassingen op in Art. 533 W.Venn. Behoudens het geval waarin men de notie 'een nationaal verspreid blad' zo ruim interpreteert dat men ervan overtuigd is dat op deze manier de informatie doorheen de gehele Gemeenschap verspreid wordt en men bijvoorbeeld zou aanvaarden dat het Belgisch Staatsblad overal online te raadplegen is. Wat de wijze van oproepen betreft legt de richtlijn immers het gebruik op van media waarvan redelijkerwijze kan worden aangenomen dat ze voor een doeltreffende verspreiding van de informatie in de gehele Gemeenschap kunnen zorgen.<sup>558</sup>

---

<sup>555</sup> L. VAN DEN STEEN, *l.c.*, 16, 18.

<sup>556</sup> Zie Art. 532 W.Venn.

<sup>557</sup> L. VAN DEN STEEN, *l.c.*, 17, 18.

<sup>558</sup> L. VAN DEN STEEN, *l.c.*, 25, 26

Ook de minimale inhoud van de oproepingsbrief voor de AVA wordt door de RA geharmoniseerd.<sup>559</sup> In uitvoering van de richtlijn dringen zich wat dit betreft ongetwijfeld aanpassingen op in Art. 533 W.Venn. Hetzelfde geldt voor de verplichting die de RA bevat voor vennootschappen om voorafgaand aan de AVA bepaalde gegevens op haar website ter beschikking te stellen. Art. 535 W.Venn. zou volgens VAN DEN STEEN deze informatieverbreiding kunnen reglementeren.<sup>560</sup>

Voorgaande elementen hadden allen betrekking op de regelgeving omtrent het bijeenroepen van de AVA. Daarnaast heeft men echter ook wat de deelname aan de AVA betreft op Europees niveau met de RA minimumstandaarden uitgewerkt. Zo wordt het blokkeren van aandelen verboden en wordt in de plaats daarvan op algemene wijze het systeem van de registratiedatum ingevoerd. De inhoud van Art. 536 W.Venn. zal hierdoor wederom grondig moeten gewijzigd worden. Zo moet de registratiedatum voor de genoteerde vennootschappen ingevolge de richtlijn nu verplicht worden ingevoerd, daar waar de Wet Corporate Governance het systeem van de registratiedatum slechts facultatief had vooropgesteld. Naast het stemmen per brief en bij volmacht moeten de lidstaten vennootschappen voortaan ook toelaten hun aandeelhouders in de gelegenheid te stellen deel te nemen aan de AVA langs elektronische weg. Zowel het elektronisch deelnemen als stemmen wordt door de RA behandeld. Vennootschappen moeten hiertoe echter niet verplicht worden ingevolge de richtlijn.<sup>561</sup> VAN DEN STEEN zet de verschillende mogelijkheden uiteen waarop Art. 8 RA kan worden omgezet in Belgisch recht.<sup>562</sup>

In laatste instantie besteedt de richtlijn ook de nodige aandacht aan de uitoefening van de aan de aandelen verbonden rechten. Zo werkt de richtlijn het systeem van het stemmen bij volmacht nader uit, waarbij zij veel verder gaat dan de huidige regeling uit het Wetboek van Vennootschappen. Ook op dit punt zal ons recht dus enige aanpassing behoeven. ‘*Proxy voting contests*’ kunnen zoals VAN DEN STEEN aangeeft inderdaad gebruikt worden om aandeelhouders te groeperen om zo druk uit te oefenen op het bestuur van een onderneming.<sup>563</sup> Zoals we reeds eerder gezien hebben is een dergelijk techniek voor aandeelhouders in Continentaal Europa echter heel wat minder betekenisvol dan voor aandeelhouders in de VS.<sup>564</sup>

Daarnaast zal ook de verplichting bepaalde stemmingsresultaten bekend te maken nog wettelijk verankerd moeten worden. Wat het stemmen per brief, het recht te stemmen in eigen naam maar voor rekening van een derde en het vraagrecht, wat, zoals we reeds eerder gezien hebben, en zoals ook

---

<sup>559</sup> Zie Art. ? Richtlijn Aandeelhoudersrechten

<sup>560</sup> L. VAN DEN STEEN, *l.c.*, 30, 32, 33.

<sup>561</sup> L. VAN DEN STEEN, *l.c.*, 37, 41-42, 46-47.

<sup>562</sup> L. VAN DEN STEEN, *l.c.*, 51-57.

<sup>563</sup> L. VAN DEN STEEN, *l.c.*, 58, 65.

<sup>564</sup> Zie *supra*, punt 1. onder §2, B., deel II.



VAN DEN STEEN aangeeft als een drukings- en responsabiliseringsmiddel voor het bestuur kan worden gebruikt, lijkt ons recht geen verdere aanpassingen te behoeven.<sup>565</sup>

VAN DEN STEEN bekritiseert de RA door te stellen dat nagenoeg alle maatregelen uit de richtlijn reeds in meer of mindere mate in het Wetboek van Vennootschappen zijn opgenomen. De impact van de RA in het Belgische recht zal volgens haar dan ook relatief beperkt blijven. Daarenboven haalt zij aan dat de richtlijn niet volledig is. Zo bepaalt de RA niets omtrent *empty voting*.<sup>566</sup> Dit is een praktijk die, zoals we reeds eerder gezien hebben<sup>567</sup>, perverse gevolgen kan hebben en inderdaad de nodige regelgeving behoeft. Net zoals wat de Belgische wetgever kan verweten worden in termen van haar verwezenlijkingen voor de minderheidsaandeelhouders van Belgische beursgenoteerde ondernemingen via de Wet Corporate Governance kan ook de Europese wetgever verweten worden via de RA niet opgetreden te hebben op die terreinen die een optreden het meest nodig hadden. Met de RA wordt voorbij gegaan aan wat de Continentaal Europese aandeelhoudersstructuur zo kenmerkt, met name de tegenstelling tussen minderheids- en meerderheidsaandeelhouders. Het bewijs hiervan kan gevonden worden in de verdere uitwerking van het Europese systeem tot het stemmen bij volmacht. Een systeem dat de Europese (activistische) minderheidsaandeelhouders maar weinig baat oplevert.

---

<sup>565</sup> L. VAN DEN STEEN, *l.c.*, 67-69, 71-73, 75-79.

<sup>566</sup> L. VAN DEN STEEN, *l.c.*, 83-84, 86.

<sup>567</sup> Zie *supra*, punt 3.2 onder §3, C., 3, deel II.

## IV. SAMENVATTING EN BESLUIT

Het recht biedt een kader waarbinnen ondernemingen en hun aandeelhouders kunnen optreden. Dat kader voorziet onder meer ook in regelen die de onderlinge relaties tussen alle bij de onderneming betrokken actoren vastleggen. Deze regelen zijn onder meer nodig om het agency-probleem, wat zich zowel in de relatie tussen het bestuur en de aandeelhouders dan wel in de relatie tussen minderheids- en meerderheidsaandeelhouders stelt, beheersbaar te maken. Daar de aandeelhouderspopulatie weliswaar jaar na jaar blijft toenemen neemt ook het agency-probleem in omvang toe. Het vennootschapsrecht dient hiervoor oplossingen aan te reiken.<sup>568</sup>

Het dient daarbij in het bijzonder aan (minderheids-)aandeelhouders voldoende mogelijkheden ter hand te stellen om het bestuur dan wel de controlerende aandeelhouders te monitoren. Dit verhindert de controlegroep *private benefits* uit de werking van de onderneming voor eigen doeleinden aan te wenden wat op zijn beurt bijdraagt tot een deugdelijker ondernemingsbestuur.<sup>569</sup> Onder meer via het versterken van de bescherming van de (minderheids-)aandeelhouders kan hiertoe bijgedragen worden.<sup>570</sup>

Dit werk heeft in het bijzonder gefocust op de mogelijkheden die in Europa en in de VS aan activistische minderheidsaandeelhouders worden geboden om de controlegroep te monitoren met behulp van in hoofdzaak vennootschapsrechtelijke mechanismen ter bescherming van de rechten van minderheidsaandeelhouders. Ook het Belgisch recht kwam daarbij aan bod.

De conclusie die voortvloeide uit de vergelijking tussen het Europees en Amerikaans recht in termen van de kwaliteit van de (minderheids-)aandeelhoudersbescherming was verbazingwekkend. De kwaliteit van de aandeelhoudersbescherming in België bleek tot nog toe serieus onderschat te zijn. Een bevinding die ook opging voor tal van andere *civil law* landen. Het potentieel van het aandeelhoudersactivisme als een corporate governance mechanisme is binnen een Continentaal Europese context dan ook wellicht veel groter dan door velen gedacht.

Ondanks de door COOLS aangebracht nuanceringen op de stelling van LA PORTA e.a. als zou de Belgische rechtsorde een uitermate zwak regime inzake de bescherming van minderheidsaandeelhouders kennen bleken er uit de analyse van het Belgisch vennootschapsrecht op zijn ‘aandeelhoudersvriendelijk’ karakter toch nog steeds talloze beperkingen aan in de weg te staan opdat van een optimale bescherming van de minderheidsaandeelhouder in België kan gesproken

---

<sup>568</sup> C. VAN DER ELST, *l.c.*, 4.

<sup>569</sup> L. VAN DEN STEEN, *l.c.*, 2-3; C. VAN DER ELST, *l.c.*, 13-16.

<sup>570</sup> C. VAN DER ELST, *l.c.*, 16.

worden. Hetzelfde bleek in het algemeen ook te gelden voor het globale regime ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders in (Continentaal) Europa. Doorheen een bespreking van de voornemens van de Europese Commissie werden de relevante beperkingen aangehaald. Daarna werd de Richtlijn Aandeelhoudersrechten besproken. Een eerste rechtstreeks gevolg van het actieplan uit 2003 van de Europese Commissie. Dezelfde oefening werd gemaakt met betrekking tot het Amerikaanse recht. De discussie tussen de *director* en *shareholder primacists* werd geduid, waarna een reeks beperkingen en recente hervormingen met het oog op het bewerkstelligen van meer aandeelhoudersinvloed binnen het Amerikaans ondernemingsbestuur werden toegelicht.

Nader onderzoek wees echter uit dat voormelde hervormingen maar in zeer beperkte mate de kaart trekken van het aandeelhoudersactivisme. In Europa werd met de Richtlijn Aandeelhoudersrechten weliswaar vooruitgang geboekt in de zin van het verbeteren van de uitoefening van de rechten van aandeelhouders maar maatregelen die heel efficiënt hadden kunnen zijn met het oog op het oplossen van hét Europese corporate governance probleem bij uitstek bleven uit. En dit ondanks de goede voornemens van de Europese Commissie. De Richtlijn Aandeelhoudersrechten bleek daarbij ook teveel geïnspireerd op Amerikaans recht.

Ook in de VS bleken de hervormingen van de laatste jaren maar zeer schuchtere stappen te zijn in de richting van het bewerkstelligen van meer aandeelhoudersinvloed. Hoe beperkt de hervormingen er ook waren, ze gingen weliswaar niet voorbij aan de specifieke problemen resulterend uit het kenmerkende Amerikaanse agency-probleem. Desalniettemin geven ze aan dat in de VS niet snel zal geraakt worden aan de fundamenteën van het Amerikaans vennootschapsrecht, terwijl er zich net op dat punt aanpassingen opdringen.

In Europa heeft men hervormingen doorgevoerd die voorbijgaan aan de eigenheid van het Europees corporate governance model. In de VS lijkt er dan weer geen bereidheid te zijn aan de fundamenteën van het Amerikaans vennootschapsrecht te raken. Daardoor zal er zich in de VS wellicht slechts een evolutie aftekenen in de richting van het versterken van de bestaande rechten van de aandeelhouders, zonder deze verder uit te breiden. Een evolutie die evenmin dé oplossing zal bieden voor het kenmerkende Amerikaanse agency-probleem.

De Belgische rechtsorde bleek in een zelfde zin tekort te schieten. De mogelijkheden en beperkingen waarover activistische aandeelhouders binnen de Belgische vennootschapsrechtelijke context beschikken werden blootgelegd. Daarnaast kwamen de hervormingen die de Wet Corporate Governance met zich heeft meegebracht en die de implementatie van de Richtlijn Aandeelhoudersrechten met zich zal meebrengen aan bod. De aandacht van de Wet Corporate Governance bleek daarbij vooral uit te gaan naar het stimuleren van de opkomst van aandeelhouders

op de algemene vergadering. Alhoewel volgens BYTTEBIER e.a. in de Wet Corporate Governance wel werd ingespeeld op het typisch Belgische agency-probleem bleek de wet op dit vlak geen verregaande oplossingen naar voren te hebben geschoven. Een zelfde conclusie drong zich op in de analyse van wat de implementatie van de Richtlijn Aandeelhoudersrechten voor de Belgische rechtsorde zal betekenen.

Ondanks het gebrekkige karakter van de Wet Corporate Governance en de Richtlijn Aandeelhoudersrechten met betrekking tot het stimuleren van de aandeelhoudersinvloed binnen het Belgisch ondernemingsbestuur blijft de vaststelling weliswaar overeind dat het Belgisch recht niet in zijn geheel voorbijgaat aan de noodzaak minderheidsaandeelhouders binnen het Belgische corporate governance model voldoende bescherming tegen de controlerende aandeelhouders te verlenen, wel in tegendeel. Dit toont de uiteenzetting aangaande de mogelijkheden van aandeelhoudersactivisten ingevolge het Belgische recht duidelijk aan. Desalniettemin dringt de vaststelling zich op dat het potentieel van het aandeelhoudersactivisme als een corporate governance mechanisme in de Belgische rechtsorde niet optimaal benut wordt. Dit valt te betreuren daar België op het corporate governance vlak nog steeds achterop blijkt te hinken.

Als corporate governance mechanisme blijkt het aandeelhoudersactivisme in ieder geval, en al meer dan eens, zijn nut bewezen te hebben. Zij het voornamelijk in de vorm van het hefboomfondsenactivisme. Hefboomfondsen ontlenen hun succes als aandeelhoudersactivisten aan meerdere factoren. De determinerende factor in hun succes is echter ongetwijfeld het relatieve gebrek aan regelgeving wat hun optreden omkadert. Daar ook een reeks niet geheel onbelangrijke nadelen aan hun optreden verbonden zijn en zij voor een deel ook mee verantwoordelijk worden gesteld voor de financieel-economische crisis die we op dit moment doormaken lijken de glorie-dagen waarin zij bij hun optreden met ook maar de minste regel rekening dienden te houden weliswaar definitief voorbij. In Europa werd een eerste wetgevend initiatief reeds genomen. Wat het hefboomfondsenactivisme betreft lijkt dit initiatief echter maar van weinig betekenis te zijn. Over de vraag naar de manier waarop regelgevende initiatieven vorm dienen te krijgen bestaat overigens nog steeds discussie. Mijn persoonlijke voorkeur gaat in die discussie uit naar de *principle based approach* die het VK reeds hanteert. Wat het activistisch optreden van hefboomfondsen betreft zijn hier echter bijkomende inspanningen vereist. Initiatieven tot zelfregulering van de sector hebben tot nog toe immers maar weinig aandacht besteed aan activistische hefboomfondsen en hun invloed op het corporate governance vlak.

We hebben gezien dat de Belgische wetgeving als dusdanig de vorming van Belgische hefboomfondsen niet in de weg staat. Een specifiek wettelijk statuut voor hefboomfondsen bestaat in België weliswaar niet. Dit hoeft niet echter meteen een probleem te zijn. Het fiscale regime in België

daarentegen wel. PriceWaterhouseCoopers besluit dan ook dat de vigerende wetgeving in België het vrij onwaarschijnlijk maakt dat hefboomfondsen er ooit zullen uitgroeien tot een belangrijke klasse van investeerders.<sup>571</sup> Omwille van de economische voordelen en de corporate governance verbeteringen die een Belgische hefboomfondsenindustrie ons land zou kunnen opleveren een nadelige zaak.

Er werd al aangegeven dat het moeilijk te voorspellen is welke richting de Europese en Amerikaanse regelgeving in de toekomst zal evolueren. Tegenstrijdige signalen liggen aan de basis van deze onduidelijkheid. Enerzijds wordt men in Europa en in de VS geconfronteerd met een steeds omvangrijker wordende aandeelhouderspopulatie die meer inspraak vraagt in het ondernemingsbestuur en waar de Europese en Amerikaanse wetgever gehoor aan lijken te willen geven. De in dit werk belichte hervormingen leveren hiervan het bewijs. Anderzijds wijst onderzoek naar die hervormingen uit dat de positie van de (minderheids-)aandeelhouders ten opzichte van de controlegroep er in vergelijking met het verleden niet onmiddellijk zoveel steviger door is geworden. Het aandeelhoudersactivisme lijkt er al helemaal niet mee te worden gestimuleerd. Desalniettemin staan we zowel in Europa als in de VS voor tal van corporate governance uitdagingen. De financieel-economische crisis waarin we ons op dit moment bevinden maakt dit maar al te duidelijk. Het is dan ook zonde dat een mechanisme zoals het aandeelhoudersactivisme dat kan bijdragen tot heel wat corporate governance verbeteringen niet optimaal door het recht wordt ondersteund.

---

<sup>571</sup> PriceWaterhouseCoopers, *l.c.*, 11, 13.

# **BIBLIOGRAFIE**

## ***1. WETGEVING***

### **A. Europese wetgeving**

Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, ondertekend te Rome op 25 maart 1957, goedgekeurd bij de wet van 2 december 1957, *B.S.*, 25 december 1957.

Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders van beursgenoteerde vennootschappen, *PB. L* 184/17 van 14 juli 2007.

Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *PB. L* 142 van 30/04/2004, 0012 – 0023.

### **B. Amerikaanse wetgeving**

United States Code

Code of Federal Regulations

Securities Act van 1933

Securities Exchange Act van 1934

Investment Company Act van 1940

Investment Advisers Act van 1940

Delaware Code

Model Business Corporation Act

## **C. Belgische wetgeving**

Wetboek van Vennootschappen

Wet van 2 mei 2007 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in emittenten waarvan aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt en houdende diverse bepalingen, *B.S.* 12 juni 2007.

Wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, *B.S.* 26 april 2007.

Wet 14 december 2005 houdende afschaffing van effecten aan toonder, *B.S.* 23 december 2005 – err. *B.S.* 6 februari 2006.

Wet van 20 juli 2004 betreffende bepaalde vormen van collectief beheer van beleggingsportefeuilles, *B.S.* 9 maart 2005.

Wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, *B.S.* 4 september 2002.

Wet van 2 augustus 2002 houdende wijziging van het Wetboek van Vennootschappen alsook van de wet 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnamebiedingen, *B.S.* 22 augustus 2002.

## **2. RECHTSPRAAK**

Brussel, 4<sup>e</sup> kamer, 31 maart 2009, onuitg., te raadplegen op [http://www.tijd.be/nieuws/ondernemingen\\_financien/Alle\\_Fortis-aandeelhouders\\_kunnen\\_stemmen\\_over\\_BNP\\_Paribas-deal\\_.8168921-433.art](http://www.tijd.be/nieuws/ondernemingen_financien/Alle_Fortis-aandeelhouders_kunnen_stemmen_over_BNP_Paribas-deal_.8168921-433.art).

Kh. Brussel, zetelend in kort geding, 18 november 2008, onuitg.

## **3. RECHTSLEER**

## A. Boeken

BAUMS, T. en WYMEERSCH, E., *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, Londen, Kluwer Law International, 1999, 424 p.

BYTTEBIER, K., FRANCOIS, A. en DELVOIE, J. (eds.), *De Wet Corporate Governance ont(k)leed*, Mechelen, Kluwer, 2004, 328 p.

DE WULF, H., LEVRAU, A., MEEUWS D. e.a., *Corporate Governance. Het Belgisch perspectief*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 244 p.

GUGLER, K., *Corporate governance and economic performance*, Oxford, University Press, 2001, 223 p.

HIRSCHMAN, A., *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge, Harvard University Press, 1970, 176.

HOPT K. en WYMEERSCH E., *Capital Markets and Company Law*, Oxford, University Press, 2003, 781 p.

VAN DER ELST, C., *Aandeelhouderschap van beursgenoteerde vennootschappen. Economisch-juridische analyse in België en Europa*, Gent, Larcier, 2001, 420 p.

### Bijdragen in verzamelwerken

WYMEERSCH, E., “Institutional Investors, Financial Groups and their Impacts on Corporate Governance in Belgium” in T. BAUMS, R.M BUXBAUM en K.J. HOPT, *Institutional investors and corporate governance*, New York, De Gruyter, 1993, 696 p.

WYMEERSCH, E., JAKHIAN, G. en CAEYMAEX, B., “Belgium” in PERAKIS, E., *Rights of Minority Shareholders*, XVIth Congress of the International Academy of Comparative Law, Brisbane, Uitgeverij Bruylant, 2002, 792 p.

## B. Bijdragen in tijdschriften<sup>572</sup>

---

<sup>572</sup> Het merendeel van de in deze bibliografie opgenomen bijdragen in tijdschriften zijn te raadplegen op <http://www.ssrn.com/>



AHDIEH, R.B. “From Federal Rules to Intersystemic Governance in Securities Regulation”, *Emory Law Journal*, Vol. 57, No. 1, 2007, 2008, 239-246.

AHDIEH, R.B., “The Dialectical Regulation of Rule 14a-8: Intersystemic Governance in Corporate Law”, *Journal of Business & Technology Law*, Vol. 2, 2007, 165-184.

AMJAD, N., “Securities and Exchange Commission: Transforming Rule 14a-8 To Allow Shareholder Increased Voting Power”, *The Illinois Business Law Journal*, 4 februari 2008, 9.

BAKKER, B., “Machtige Amerikaanse aandeelhouder is mythe”, *de Accountant*, juni 2007, 42-45.

BEBCHUK, L., “The Case for Increasing Shareholder Power”, *Harvard Law Review*, Vol. 118, No. 3, 2005, 833-914.

BRIGGS, T.W., “Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis”, *Journal of Corporation Law*, No. 4, Summer 2007, 682-738.

BRONSTEEN, J. en FISS, O., “The Class Action Rule”, *Notre Dame Law Review*, Vol. 78, N° 5, 2003, 1419-1454.

CROES, C. en T’JONCK, G., “Institutionele instellingen voor collectieve belegging met een veranderlijk aantal rechten van deelneming” in *Financiële reglementering/Actualiteit*, *Larcier Financieel Forum*, 2009, 1-2.

DENIS, D.K. en McCONNELL, J.J., “International Corporate Governance”, *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 1, maart 2003, 1-36.

DRAGOMIR, V., “Highlights for a History of Corporate Governance”, *European Journal of Management*, 2008, 1-12.

ENRIQUES, L. en VOLPIN, P. F., “Corporate Governance Reforms in Continental Europe”, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 21, Number 1, winter 2007, 117-140.

GILLAN, S.L. en STARKS, L.T., “The Evolution of Shareholder Activism in the United States”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 19, Issue 1, winter 2007, 55-73.

GILLAN, S.L. en STARKS, L. T., “A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence”, *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2, No. 3, herfst 1998, 10-34.

H.B. SHADAB, “The Challenge of Hedge Fund Regulation”, *Regulation*, Lente 2007, 36-41

JENSEN, M. C. en MECKLING, W.H., “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, V. 3, No. 4, Oktober 1976, 305-360.

LANG, N., “German hedge fund legislation: modernised but still old-fashioned”, *German Law Journal*, Volume 5, No.6, 1 juni 2004, 669-677.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER A., en VISHNY, R.W., “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, december 1998, 32.

LOOMIS, C. J., “The Jones nobody keeps up with”, *Fortune*, april 1966, 237-247.

McCONVILL, J., “Shareholder Empowerment as an End in Itself: A New Perspective on Allocation of Power in the Modern Corporation”, *Ohio Northern University Law Review*, *Forthcoming*, te raadplegen op [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=943907](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=943907), 2006, 35.

MITCHELL, D. T., “Shareholders As Proxies: The Contours Of Shareholder Democracy”, *Washington and Lee Law Review*, Vol. 63, No. 4, 2006, 1503-1578.

VAN DEN STEEN, L., “De Richtlijn Aandeelhoudersrechten in Genoteerde Vennootschappen: Toekomstperspectieven voor het Belgisch Vennootschapsrecht”, *T.R.V.*, 2008, 427-462.

VELASCO, J., “Taking shareholder Rights Seriously”, *Notre Dame Law School Research Paper No. 06-03* in *U.C. Davis Law Review*, Vol. 41, No. 2, 2007, 605-682.

WYMEERSCH, E., “Corporate Governance naar nieuw Belgisch recht. Een eerste commentaar”, *T.B.H.*, 2002, 602.

## **C. Papers<sup>573</sup>**

---

<sup>573</sup> Het merendeel van de in deze bibliografie opgenomen papers zijn te raadplegen op <http://www.ssrn.com/>

BAINBRIDGE, S.M., “Shareholder Activism and Institutional Investors”, *UCLA, School of Law-Econ Research Paper No. 05-20*, september 2005, 18 p.

BAINBRIDGE, S.M., “Director v. Shareholder Primacy in the Convergence Debate”, *UCLA, School of Law Research Paper*, No. 02-04, januari 2002, 22 p.

BAUMS, T. , “European Company Law beyond the 2003 Action Plan”, *ECGI Law Working Paper N° 28/2007*, 25 p.

BECHT, M., BOLTON, P. en RÖELL, A., “Corporate Governance and Control”, *ECGI Finance Working Paper No. 02/2002*, 2002, 108 p.

BRAV, A. JIANG, W. PARTNOY, F. en THOMAS, R., “The returns to hedge fund activism”, *ECGI Law Working Paper No. 098/2008*, maart 2008, 3 p.

BRAV, A. JIANG, W. THOMAS, R. en PARTNOY, F., “Hedge fund activism, Corporate Governance, and Firm Performance”, *ECGI Finance Working Paper No. 139/2006*, 2006, 56 p.

BRENNER, K., “Shareholder Activism and Implications for Corporate Governance”, *onuitg.*, maart 2008, 15 p.

COFFEE, J.C., “A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ”, *Columbia Law and Economics Working Paper No. 274*, 2005, 30 p.

COOLS, S., “The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers”, *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 490*, september 2004, 78 p.

CUNNINGHAM, L.A., “The Sarbanes-Oxley Yawn: Heavy Rhetoric, Light Reform (And It Might Just Work)”, *Boston College Law School Research Paper N° 01*, 7 november 2002, 47 p.

FERRARINI, F., “One Share One Vote, A European Rule?”, *ECGI Law Working Paper No. 58/2006*, januari 2006, 27 p.

HANSMANN H. en KRAAKMAN, R., “The End of History for Corporate Law”, *Yale Law School Working Paper No. 235*, 2001, 35 p.

HOPT, K.J. en LEYENS, P.C., “Board Models in Europe. Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France and Italy”, *ECGI Law Working Paper No. 18/2004*, 2004, 30 p.

HORSFIELD-BRADBURY, J., “Hedge Fund Self-Regulation in the US and the UK”, *onuitg.*, te raadplegen op [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/corporate\\_governance/papers/Brudney2008\\_Horsfield-Bradbury.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/corporate_governance/papers/Brudney2008_Horsfield-Bradbury.pdf), 28 april 2008, 68 p.

KAHAN, M. en ROCK, B., “Hedge funds in corporate governance and corporate control”, *ECGI Law Working Paper No. 76/2006*, december 2006, 63 p.

KLEIN, A. en ZUR, E., “Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors”, *ECGI Finance Working Paper No. 140/2006*, 2006, 73 p.

OESTERLE, D.A., “Regulating hedge funds”, *Public Law and Legal Theory Working Paper Series No. 71*, juni 2006, 33 p.

PINTO, A.R., “The European Union’s Shareholder Voting Rights Directive From An American Perspective: Some Comparisons And Observations”, *Brooklyn Law School Legal Studies Research Paper No. 117*, september 2008, 36 p.

PRICEWATERHOUSECOOPERS, “The regulation and distribution of hedge funds in Europe. Changes and Challenges”, *onuitg.*, te raadplegen op [http://www.pwc.com/extweb/pwcpublishations.nsf/docid/44343824ED0025ED85256EA80052D97A/\\$File/gaimwhitepaper.pdf](http://www.pwc.com/extweb/pwcpublishations.nsf/docid/44343824ED0025ED85256EA80052D97A/$File/gaimwhitepaper.pdf), juni 2005, 40 p.

SANTELLA, P. BAFFI, E. DRAGO, C. en LATTUCE, D. “A Comparative Analyses of the Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in Europe and in the US”, *onuitg.*, 24 mei 2008, 69 p.

SPINDLER, G. en BEDNARZ, S., “Die regulierung von Hedge – Fonds im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht”, *Arbeitspapiere des Instituts für Unternehmensrecht*, januari 2006, 31 p.

VAN DER ELST, C., “Economic View on Corporate Law in Europe”, *onuitg.*, juli 2006, 33 p.

VAN DER ELST, C., “The Belgian struggle for corporate governance improvements”, *ECGI Working Paper N° 114/2008*, september 2008, 38 p.

WYMEERSCH, E., “Shareholders in action”, *Working Paper Series Instituut Financieel Recht Universiteit Gent*, 14 februari 2007, 11 p.

ZETZSCHE, A., “An Ethical Theory of Corporate Governance History”, *CBC-RPS No. 0026*, 2007, 75 p.

ZUR E., “The Power of Reputation: Hedge fund Activists”, Baruch College - The City University of New York, *AAA 2009 Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Paper*, 15 december 2008, 49 p.

## **D. Doctoraatsproefschriften, verhandelingen, masterproeven, scripties**

BOGAERTS, J., *Aandeelhouders activisme door hedge funds*, onuitg., Masterproef Master in het Bedrijfsrecht, Universiteit Gent, Faculteit Rechtsgeleerdheid, 2008, 50 p.

BONNEUX, W., *Hefboomfondsen: van Jones tot vandaag, met een focus op de Belgische markt*, Eindwerk Handelswetenschappen, Hogeschool voor wetenschap en kunst, 2005, 107 p.

VANHOUDT, M., *Rechtseconomische analyse van het Belgisch vennootschapsrecht*, Eindverhandeling Toegepaste Economische Wetenschappen, major beleidsmanagement, Universiteit Hasselt, 2006, 151 p.

## **E. Cursussen**

DE WULF, H. *Cursus Vennootschaps en verenigingsrecht*, onuitg., 2008, 155 p.

DE WULF, H., *Documentatiebundel Grondige Studie Vennootschapsrecht*, onuitg., 2008

VAN ACKER, C., *Documentatiebundel Economisch en Financieel recht*, onuitg., 2007, 328 p. en 183 p.

## **4. Persberichten**

“Directive on Alternative Investment Fund Managers (AIFMs) : Frequently Asked Questions”, *EU RAPID Press Releases*, 29 april 2009, Brussel, 8 p.

“Europa wil controle op hefboomfondsen versterken”, *De Tijd*, 29 april 2009.

“Mysterieus fonds is mogelijk Franse joker”, *De Standaard*, 29 april 2009

“Rechter ging niet op vraag Mischaël Modrikamen”, *De Standaard*, 29 april 2009.

“Alain Demarolle in vizier Modrikamen”, *De Tijd*, 28 april 2009,

“Alle Fortis-aandeelhouders kunnen stemmen over BNP Paribas-deal”, *De Tijd*, 10 april 2009.

“Flight of the locusts”, *The Economist*, 8 april 2009

“Hedge-Fund Regulation Splits G-20 as Conference Begins”, *The Washington Post*, 14 maart 2009,

“SEC wil short selling aan banden leggen”, *De Tijd*, 16 juli 2008

“Weinig aandelen, veel macht – Aandeelhoudersactivisme. Wie zij de rebellen die de algemene vergadering verstoren?”, *De Tijd*, 12 april 2008.

“België: onontgonnen actieterrein voor hedge funds?”, *Forward*, VBO Magazine, april 2007, 30-40.

“Hefboomfondsen bepalend in strijd om Telindus”, 21 december 2005, te raadplegen via de website <http://www.express.be/sectors/nl/telecom/hefboomfondsen-bepalend-strijd-telindus/68093.htm>

“Deminor start procedure ten gronde tegen Nationale Bank”, *De Standaard*, 3 juli 2002.

FRIEDMAN, M., “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”, *The New York Times*, 13 september 1970, 32-33, 122, 124, 126.

“Dossier Hefboomfondsen”, *Trends*, te raadplegen op <http://www.trends.be/nl/>.

## **5. Andere**

OECD, “Principles of Corporate Governance”, editie 2004, 11 te raadplegen op <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>

London Summit – Leaders’ Statement, 2 april 2009, 3-4. te raadplegen op [http://www.g20.org/Documents/g20\\_communique\\_020409.pdf](http://www.g20.org/Documents/g20_communique_020409.pdf)

COMMISSIE VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAPPEN, Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees parlement - Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance

in de Europese Unie - Een actieplan, Brussel, 21 mei 2003, 33 p., te raadplegen op <http://www.europa-nu.nl/9353000/1/j9vvh6nf08temv0/vh7wnfyhqlu2>

AUTORITEIT FINANCIËLE MARKTEN, *Ruim een jaar toezicht op marktmisbruik*, Rapport, Amsterdam, 2007, 22 p., te raadplegen op

<http://www.afm.nl/marktpartijen/default.ashx?DocumentId=8981>

<http://managementscope.nl/magazine/artikel/42-hedgefund-tabaksblat-aandeelhouders>

“Implications of the growth of hedge funds”, *Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission*, september 2003, 12 p., te raadplegen op

<http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf>

Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1 december 1992, 13 p.

Te raadplegen op [http://www.uksa.org.uk/Corporate\\_Governance\\_Cadbury\\_1992.pdf](http://www.uksa.org.uk/Corporate_Governance_Cadbury_1992.pdf)

ECGI Research Newsletter Volume 4, *Hedge Funds and Activism*, Lente en Zomer 2007, 12 p. te

raadplegen op [http://www.ecgi.org/research/research\\_newsletter/vol4.pdf](http://www.ecgi.org/research/research_newsletter/vol4.pdf)

L.F. HERZECA, “SEC Reform and Corporate Engagement Shape Shareholder Proposal Process”, *International Law Office Newsletter*, 31 maart 2008, te raadplegen op

<http://www.internationallawoffice.com/Newsletters/detail.aspx?g=9b807c89-8999-4c7b-8d68-9aab14e867c7>

AKIN, GUMP, STRAUSS, HAUER & FELD, L.L.P., “Amendments To Rules Governing Shareholder Proposals”, Nieuwsbrief, 1998, 3 p., te raadplegen op

<http://library.findlaw.com/1998/Jun/1/129281.pdf>

“Brief TCI aan ABN AMRO”, te raadplegen op

[http://www.blikopdebeurs.com/weblog/images/tci\\_abnamro.pdf](http://www.blikopdebeurs.com/weblog/images/tci_abnamro.pdf)

”Shareholder Activism”, onuitg., European Corporate Governance Institute, te consulteren op

<http://www.ecgi.org/activism/index.php>;

“LSA: L’activisme responsabilise les entreprises”, onuitg., L’Association Française de Gouvernement d’Entreprise te consulteren op

[http://www.afgeasso.org/index.php?option=com\\_docman&task=doc\\_download&gid=47&mode=view](http://www.afgeasso.org/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=47&mode=view)

.

E. WYMEERSCH, *Corporate Governance – Good Governance – What Control?*, presentatie, 6<sup>th</sup>

European Law and Corporate Governance Conference, Lissabon, 17 oktober 2007.

European Corporate Governance Forum Annual Report 2007, 3.

Advies Eveline Hellebuyck, assistent Universiteit Gent, Faculteit Rechtsgeleerdheid, 13 mei 2009.

## ***6. Nuttige websites***

<http://www.afm.nl/>

<http://www.sec.gov/>

<http://www.cii.org/>

<http://www.calpers.ca.gov/>

<http://www.calstrs.com/>

<http://www.deminor.be/>

<http://www.vfb.be/>

<http://www.test-aankoop.be/>



<http://www.modrikamen.com/>

<http://nbb4ever.wordpress.com/>