

Zeggenschap in de publieke onderneming: empty voting, hidden ownership, securities lending en short selling

Piet Duffhues en Sanne van Oirschot

SAMENVATTING Het stemrecht op aandelen in publieke ondernemingen is na een lange periode van betrekkelijke desinteresse opnieuw terug in de aandacht van ondernemingen, beleggers, toezichhouders, juristen, academische onderzoekers en wetgevers. Traditioneel hielden alleen ondernemingen zich via de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) bezig met het regelen van het stemrecht. Sinds enkele jaren doen dat ook de financiële markten zelf en wel op afstand van de onderneming. Dit vindt plaats in de vorm van financiële transacties die als innovatief kunnen worden beschouwd waardoor het cashflowrecht wordt gescheiden van het stemrecht op aandelen ('ontkoppeling' en 'vote trading'). Traditioneel zijn deze twee rechten gebonden aanwezig in aandelen. De implicaties van deze transacties plaatsen de leiding van ondernemingen en de wetgever voor grote afwegingsproblemen. Dit artikel concludeert dat er geen reden is om de nieuwe financiële transacties a priori af te wijzen omdat deze vaak zullen berusten op een economisch rationele grondslag. Omdat concurrentiebeperking en het onttrekken van 'private benefits' hoofddoelen van de stemmende aandeelhouder kunnen zijn, is echter waakzaamheid geboden. Desondanks bieden deze overwegingen geen steekhoudend argument tegen ontkoppeling, omdat dit motief even goed leidend kan zijn wanneer cashflow- en zeggenschapsrechten niet gescheiden zijn.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK De praktijk kan met dit artikel haar gedachten ordenen over een vooral in juridische kringen omstreden onderwerp dat de kern raakt van goed ondernemingsbestuur. (Beurs)ondernemingen dienen zich te herbezingen op de nieuwe financiële technieken en transacties en zich de mogelijke ondermijning van het tot dusver mogelijk als goed gekwalificeerde ondernemingsbestuur aan te trekken.

1 Inleiding

De belangstelling voor het uitoefenen van het stemrecht door aandeelhouders in de Algemene Vergadering van

Aandeelhouders (AVA) van beursondernemingen is geruime tijd tanende geweest maar krijgt de laatste paar jaren weer volop aandacht. Er is met name in de Verenigde Staten, zoals hierna nog zal blijken, zelfs sprake van handel in stemrechten ('vote trading'). Deze terugkeer is opmerkelijk. Hendriks (1995) schreef al dat in de praktijk slechts incidenteel gebruik werd gemaakt van het recht. Raaijmakers (2007) bericht in overeenstemming hiermee dat beleggers vaak uitsluitend zijn geïnteresseerd in het economische belang van gewone aandelen, niet in het juridische belang. Een keerpunt ontstond met het verschijnen van de rapporten van de Commissies Corporate Governance en veel commentaren op de publicaties van deze Commissies. Hierin werd in het eerste decennium van deze eeuw bepleit dat institutionele beleggers meer gebruik zouden moeten maken van hun rechten, in het bijzonder van hun stemrecht. Dit met het doel om de verantwoording door de leiding van beursondernemingen meer gewicht te geven dan tot dan toe gemiddeld gezien gebruikelijk was. Veel institutionele beleggers hebben daarop niet meteen daadwerkelijk gereageerd omdat de motivatie onvoldoende was en het verkopen van het aandeel een snelwerkend efficiënt alternatief was boven het uitbrengen van stemmen als men ontevreden was. Meer publieke pensioenfondsen zoals in Nederland ABP en PGGM vormden min of meer een uitzondering. Zij hebben het voortouw genomen en daadwerkelijk bijgedragen aan het agenderen en bediscussiëren van bepaalde agendapunten zoals de beloningsregelingen van het management. Andere pensioenfondsen hebben zich meer afzijdig gehouden en/of hebben zich laten vertegenwoordigen door een gespecialiseerd instituut dat namens hen het stemrecht uitoefende. De algemene indruk was en is nog steeds dat de daadwerkelijke invulling van de uitoefening van het stemrecht niet

van harte gaat. De waarde van het stemrecht lijkt in dit licht gezien voor beleggers al met al verwaarloosbaar. Deze uitspraak wordt, althans waar het om een gemiddelde gaat, empirisch bevestigd in Christoffersen et al. (2007): 'We document an active market for votes within the U.S. equity loan market, where the average vote sells for zero.' Ook Zingales (1994; 1995) komt voor de Verenigde Staten tot een vergelijkbare uitspraak, maar niet voor Italië waar de marktomstandigheden en de mogelijkheden om private benefits te onttrekken aan een onderneming blijkbaar anders zijn. Een studie van Kalay en Pant (2009) en van Karakas (2009) waarbij gebruik werd gemaakt van de put-call pariteit van opties om de kostprijs van een synthetisch aandeel te berekenen en die daarna te vergelijken met de prijs van een echt aandeel op de beurs kwam eveneens tot de conclusie dat de waarde van een stemrecht normaal gesproken heel laag is (0,10% à 0,25% van de prijs van een aandeel), maar dat die waarde sterk steeg wanneer de onderneming in andere handen overgaat of dreigt over te gaan.

In Nederland heeft een oproep van studietoelagencommissies inzake corporate governance om in het algemeen maatschappelijke belang meer daadwerkelijke inhoud aan het stemrecht te geven weinig succes geboekt. Verrassend is dan ook vast te kunnen stellen dat het stemrecht van aandeelhouders inmiddels toch weer in het centrum van de belangstelling staat. Het stemrecht van aandeelhouders heeft aan betekenis gewonnen doordat de machtsverhoudingen in de vennootschap steeds belangrijker zijn geworden voor het te voeren ondernemingsbeleid (Boot, 2009). Duffhues, Renneboog en Ter Horst (2006) noemen in hun internationaal onderzoek naar elementen van goed ondernemingsbestuur onder andere de machtsverhoudingen tussen aandeelhouders en het management en de relatieve macht van minderheidsaandeelhouders zelfs kernonderwerpen van hun onderzoek. Daarbij gaat het om de relatieve machtspositie van het management, de grootaandeelhouders en de minderheidsaandeelhouders. Zeggenschap en de zeggenschapsstructuur vormen de inzet.

Na deze inleidende tekst is het van belang in het kader van dit artikel om vast te stellen dat de toegenomen belangstelling voor het gebruik van het stemrecht door aandeelhouders onder andere samenhangt met nieuwe ontwikkelingen in de mogelijkheden om het stemrecht te benutten. Deze mogelijkheden vloeien voort uit de beschikbaaroming van instrumenten en technieken die worden ontleend aan de financiële derivatenmarkt en aan betrekkelijk nieuwe marktpraktijken zoals 'securities lending' en 'short selling'. De derivatenmarkt biedt sinds enkele jaren namelijk mogelijkheden om het economisch belang en het juridisch belang van een aandeel te scheiden: dit heet 'ontkoppeling' (Hu en Black, 2007). Dit heeft in combinatie

met een vergrote professionaliteit van beleggers en innovatief vermogen van de kapitaalmarkt geleid tot spitsvondigheid van marktpartijen en tot onrust onder managers van de desbetreffende ondernemingen, aandeelhouders en de wetgever (Raaijmakers, 2005; 2007). Hierdoor is grote verwarring ontstaan. Met name bestaat in tamelijk brede kring de indruk dat beleggers nu plotseling bovenmatig in de zin van extreem actief zijn geworden in de aandacht voor het stemrecht en de uitoefening daarvan. Let wel: niet de vraag of aan een gewoon aandeel stemrecht is verbonden staat in deze discussie centraal – dat was een vanzelfsprekendheid – maar de vraag wie het stemrecht uitoefent en wat diens bedoelingen en motieven zijn. Die vraag laat zich tegenwoordig niet zo gemakkelijk beantwoorden omdat de stemmer mogelijk geen of een sterk verminderd risico loopt: een zogeheten 'empty voter'. Anderzijds kan een belegger in derivaten ook risico lopen zonder stemrecht te bezitten: een zogeheten 'hidden ownership'-positie. In dit artikel gaan we met name in op de vraag of de 'nieuwe' transacties wel zo bedreigend zijn voor de kwaliteit van de corporate governance en de efficiëntie van de kapitaalmarkt als her en der wordt beweerd. De handelende partijen hebben – zo moet toch worden verondersteld – hun rationele gronden om dergelijke transacties aan te gaan zodat geen reden aanwezig lijkt om in te grijpen door de wetgever. Anderzijds kan 'vote trading' ongezond aandeelhoudersactivisme in de kaart spelen bijvoorbeeld wanneer het stemrecht wordt benut voor concurrentiebeperkende invloeden of voor het onttrekken van private benefits aan de onderneming vanwege de aanwezigheid van een bepaalde machtspositie die ten koste gaat van minderheidsaandeelhouders. De cruciale vraag daarbij is uiteraard wanneer aandeelhoudersactivisme als ongezond of destructief moet worden beschouwd. Ook aan die vraag wordt in dit artikel aandacht besteed.

De conclusie van dit artikel zal zijn dat het beoordelen van de ontkoppeling van aandeelrechten in termen als 'oneigenlijk gebruik' en het vasthouden aan de koppeling van het economisch en het juridisch eigendom in het algemeen als achterhaald moet worden bestempeld en de genoemde schadelijke neveneffecten op andere wijze dan het tegengaan van deze transacties moeten worden vermeden.

Het doel van dit artikel is tweeledig. In de eerste plaats gaat het erom te beschrijven dat het proces van ontkoppeling van cashflow- en stemrechten plaatsvindt, en de wijze waarop dat gebeurt. Daarbij komen termen ter sprake als het lenen van aandelen, short selling, empty voting en hidden ownership. Het tweede doel is te onderzoeken of dit proces van ontkoppeling gewenst is.

Dit artikel is als volgt opgebouwd. Vooraleerst wordt in paragraaf 2 het proces van ontkoppeling van cashflow- en stemrechten beschreven. In paragraaf 3 wordt gewezen op

de toegenomen relevantie van de markt voor afgeleide financiële instrumenten voor de leiding van een publieke onderneming. Hierin wordt mede aandacht besteed aan de relaties tussen de kapitaalmarkt, de derivatenmarkten en de vennootschap. In paragraaf 4 worden enkele discussiepunten met betrekking tot 'empty voting'- en 'hidden ownership'-technieken uitgewerkt waarna in paragraaf 5 de relatie met het 'one-share-one-vote'-beginsel wordt beschreven. Het artikel wordt in paragraaf 6 afgesloten met enkele conclusies.

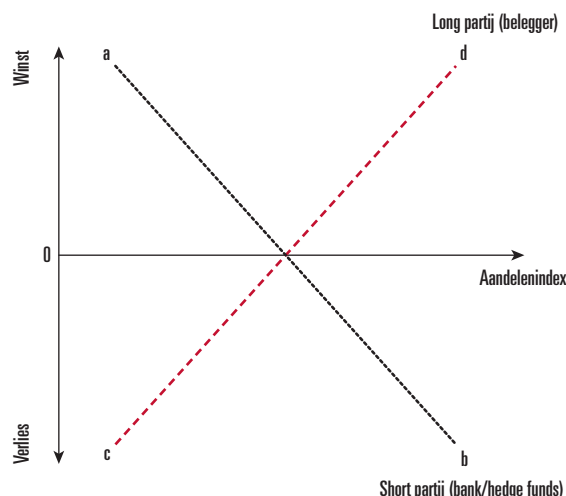
2 Ontkoppeling op initiatief van beleggers

Zoals vermeld hebben beleggers dankzij de innovatieve kracht van de derivatenmarkten mechanismen voorhanden om te ontkoppelen. Een van deze mechanismen is het gebruik van 'empty voting'- en 'hidden ownership'-technieken. De discussie over het gebruik van deze technieken behelst ons inziens een andere invalshoek dan de one share – one vote discussie, die in essentie wordt gevoerd op het niveau en initiatief van de onderneming (Raaijmakers, 2007). Bij deze nieuwe technieken gaat het in feite om de vraag wie het stemrecht op een aandeel uitoefent, niet of het aandeel aan de houder een evenredig stemrecht oplevert. Niettemin kan de scheiding tussen het economisch belang en het juridisch belang, in de vorm van empty voting en hidden ownership, worden gezien als een doorbreking van de traditionele verdedigingslinie van de proportionaliteit van cashflowrechten en stemrechten. Ontkoppeling van de cashflow- en stemrechten is een praktijk die niet alleen wordt toegepast door beleggers. Ontkoppeling wordt reeds vele decennia geïnitieerd door de vennootschap zelf (bijvoorbeeld ter bescherming tegen vijandige overnames), zij het op andere wijze dan met gebruikmaking van derivaten. Het uitgeven van preferente en/of gewone aandelen met dubbel, meervoudig of zonder stemrecht en certificering van aandelen zijn voorbeelden van mechanismen die vennootschappen voorhanden hebben om disproportionaliteit tussen kapitaal- en zeggenschapsinbreng te effectueren.¹ Op ontkoppeling door de vennootschap zelf wordt in dit artikel niet verder ingegaan. Wel volgt nu eerst een verduidelijking van de nieuwe ontkoppelingstechnieken.

2.1 Aandelenswap ('equity swap')

Een veel gebruikte manier om de zeggenschapsrechten – opzettelijk of onbedoeld als nevenproduct – te ontkoppelen van het economisch belang is het kopen en verkopen van aandelenswaps. Onder een aandelenswap ontvangt de partij die 'short' is gegaan en die derhalve verliest als de markt stijgt (in figuur 1 de lijn ab), meestal zijn dat banken of hedge fondsen, een vooraf vastgestelde betaling, die doorgaans gebaseerd is op de driemaands Euribor-rente. De tegenpartij in de swap, de belegger, gaat 'long' in de

Figuur 1 Long en shortposities in een aandelenswap



aandelenindex (in figuur 1 de lijn cd) en ontvangt het variabele aandelenrendement van de bank (zie ook figuur 2).²

Figuur 1 laat zien dat het gezamenlijke resultaat altijd een 'zero-sum' is: het verlies van de ene partij is altijd gelijk aan de winst van de andere partij. De profielen zijn vervat in 45°-curven, waardoor de curven ab en cd samen gezien altijd samenvallen met de x-as. Hieruit blijkt het karakter van risicodeling.

De balanspositie van de belegger vertoont het beeld dat enerzijds fictief is belegd in een aandelenportefeuille en anderzijds dat er ook fictief een lening is aangegaan waarop de Euribor-rente moet worden voldaan. Beide balansposten zijn synthetisch van aard omdat niet feitelijk is belegd in de aandelenportefeuille en evenmin een schuld met variabele rente is aangegaan. De (hier niet getoonde) positie van de tegenpartij is uiteraard de gespiegelde positie van de belegger.

Empty voting en hidden ownership

In figuur 2 wordt verduidelijkt dat de belegger in een aandelenswap fictief of synthetisch een aandelenportefeuille gelijk aan de desbetreffende aandelenindex aanhoudt. Economisch is hij eigenaar, maar zonder formeel stemrecht, want dat berust bij de bank die de aandelen houdt. In de praktijk kan de belegger vaak invloed uitoefenen op het stemgedrag van de bank. Hij

Figuur 2 Balansposten van een institutionele belegger met een longpositie in de aandelenswap

Institutionele belegger	
Activa:	Passiva:
Synthetische aandelenportefeuille (AEX-index)	Synthetische variabele rentelening (Euribor)

heeft vaak de mogelijkheid om bij het afwikkelen van een cash-settled equity swap de zeggenschapsrechten te verwerven of gedurende de looptijd van de equity swap toegang tot de zeggenschapsrechten te hebben.³ Als de tegenpartij in de swap haar eigen exposure wil hedgen is het gebruikelijk om de onderliggende aandelen te verwerven en in portefeuille te houden. Wanneer het contract wordt afgewikkeld bestaat de mogelijkheid om de onderliggende aandelen te verwerven ondanks het feit dat partijen zijn overeengekomen dat de afwikkeling in contanten plaatsvindt (Hu en Black, 2006b).⁴ Vooral wanneer de liquiditeit van de aandelen beperkt is, zijn er weinig alternatieve hedgestrategieën die gebruikt kunnen worden om de shortpositie in een aandelenderivaat af te dekken.⁵ Ook is het mogelijk dat de 'long side' van een aandelenderivaat gedurende de looptijd van de overeenkomst zeggenschapsrechten kan 'uitoefenen', omdat de wederpartij stemt naar de wensen van zijn klant. Dat is wat wordt verstaan onder 'empty voting'.⁶ De beleggerspositie is derhalve een vorm van 'hidden ownership': de belegger loopt het economisch risico maar de bank kan het stemrecht uitoefenen op de aandelen. Daartegenover betaalt de belegger een rente als ware de portefeuille gefinancierd met een variabele rentelening verhoogd met een gecontracteerde 'fee' als opslag.

Het gevolg van een dergelijke ruilovereenkomst is dat de verkoper of 'schrijver' van een aandelenswap – die de aandelen in bezit heeft als dekking voor de aangegane verplichting⁷ – geen economisch risico meer loopt op de aandelen, maar onverminderd juridisch eigenaar is van de aandelen en zodoende ook de zeggenschapsrechten die verbonden zijn aan de aandelen behoudt. Het risicoprofiel ab van de bank wordt door afdekking derhalve gecompenseerd door een tegengesteld verloop ef (zie figuur 3). Het profiel ef komt overeen met het profiel cd in figuur 1, dat

geldt voor de belegger die de aandelen koopt (zie figuur 1), niet in juridische zin, wel in economische zin. Het stemrecht op de aandelen blijft bij de bank.

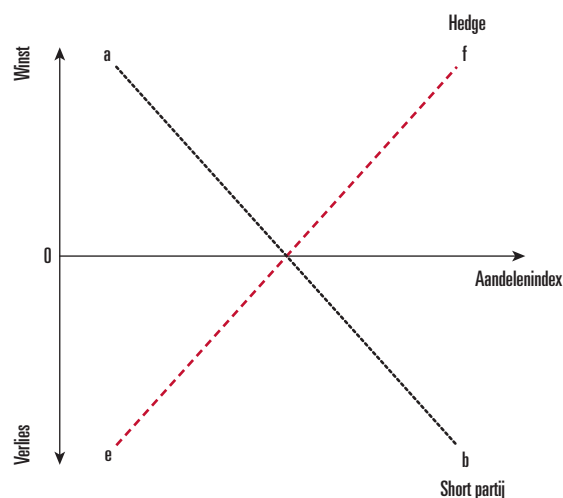
De formele aandeelhouder (de bank) kan dientengevolge, als empty voter, zijn stem in een aandeelhoudersvergadering uitbrengen, zonder daarbij het economische risico te lopen. Als de aandelenindex stijgt, stijgt zijn betaling aan de belegger, maar zijn aandelenbezit stijgt in gelijke mate mee. Als de index daalt ontvangt de bank de daling van de index (naast de Euribor-rente). Ook dan is er derhalve in totaliteit een neutrale positie.

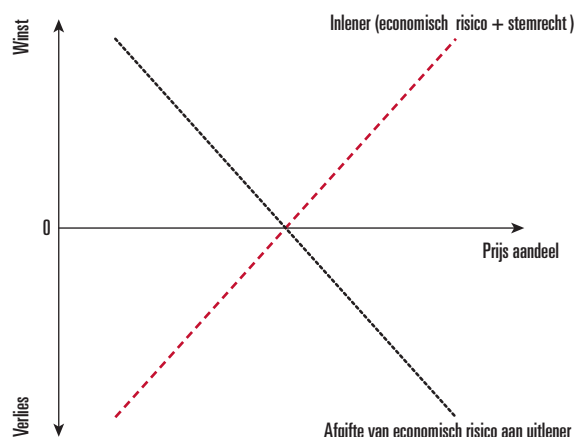
2.2 Securities lending

Eenzelfde resultaat als met een aandelenswap kan worden bereikt door middel van securities borrowing casu quo lending. Dit is het tijdelijk overnemen van effecten van een andere marktpartij. De inlener van de effecten wordt, anders dan veelal wordt gedacht, volwaardig juridisch eigenaar van de aandelen, maar loopt – indien hij het economisch rendement (verlies en winst) doorgeeft aan de uitlener – niet het bijbehorende economische risico. De inlener bezit derhalve het stemrecht. Per saldo kan dit als empty voting worden bestempeld. De positie van de uitlener is die van hidden ownership. Het stemrecht is overgedragen aan de inlener, maar het economisch risico blijft bij de uitlener (zie figuur 4 en 5). De inlener en de uitlener kunnen bijgevolg respectievelijk als empty voter en hidden owner worden gezien. Hoewel securities lending een praktijk is die al lang gemeengoed is onder institutionele beleggers, heeft deze activiteit de afgelopen decennia een enorme vlucht genomen. De enorme groei van deze markt is een van de oorzaken voor wat Hu en Black (2006a-b; 2007; 2008a-b) 'the new vote buying' noemen. Dat is het geheel van transacties die verhandeling van het stemrecht op aandelen als doel heeft. Figuur 4 illustreert de positie van de inlener als aandelen worden geleend waarvan het economisch risico wordt doorgegeven aan een andere partij. Het stemrecht blijft over bij de inlener.

'Securities lending/borrowing' kan worden aangegaan met tweeërlei doel. Dat kan zijn om bij de vennootschap het stemrecht uit te oefenen, bijvoorbeeld handelend over een maatschappelijk gezien omstreden beloningsbonus of het tegengaan van het milieubeleid van de onderneming in kwestie en daarna de stukken weer terug te geven aan de uitlener. Het tweede doel kan zijn om de aandelen te verkopen aan derden ('short selling') en die later weer te kopen op de markt en ze daarna weer terug te geven aan de uitlener. Hieruit volgt dat een partij die stukken leent, anders dan vaak wordt gedacht, niet per se tot short selling overgaat, maar dat dit wel een mogelijkheid is.

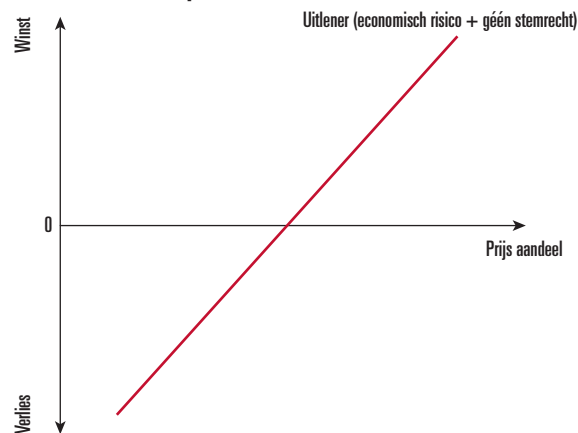
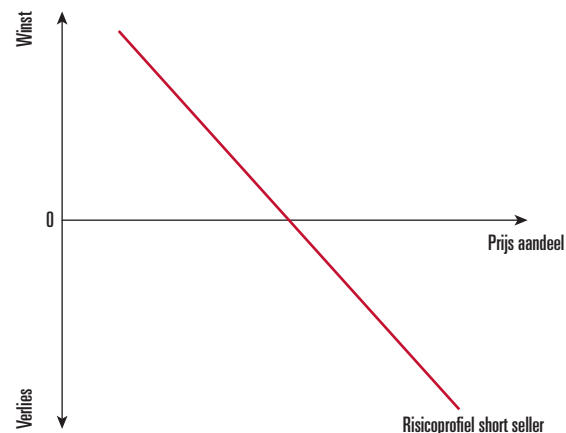
Figuur 3 Afgedekte shortpositie in een aandelenswap



Figuur 4 Positie inlener in securities lending: empty voting

2.3 Short selling

Een marktpartij kan de 'short selling'-techniek toepassen door bijvoorbeeld effecten te lenen van derden en deze te verkopen in de hoop op een koersdaling van de effecten waarna de effecten op een lagere prijs worden teruggekocht en uitgeleverd aan de oorspronkelijke uitlenende partij. In dat geval heeft de inlener een negatief belang, omdat zijn strategie, als short seller, is gericht op een koersdaling. Hij heeft daardoor baat bij een daling van de prijs van het onderliggende aandeel. Soms wordt dit aangemerkt als destructief beleggersgedrag. Dit gedrag impliceert echter zeker niet zonder meer dat dit negatief moet worden beoordeeld. Dit geldt met name in een situatie waarin het aandeel is overgewaardeerd en derhalve neerwaartse correctie behoeft in het belang van alle stakeholders (Jensen, 2004). Een short seller draagt dan bij aan een meer evenwichtige of 'juiste' prijs op de markt. De uitlener heeft het economisch risico (hij krijgt het aandeel na verloop van tijd terug) maar bezit geen stemrecht en is dus hidden

Figuur 5 Positie uitlener in securities lending: hidden ownership**Figuur 6** Positie short seller

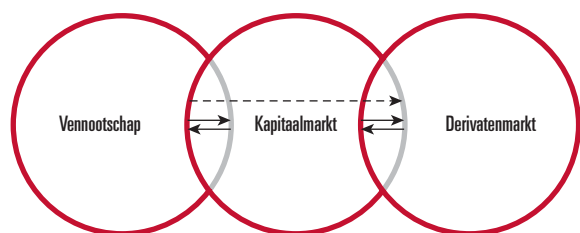
owner (zoals in figuur 5). De nieuwe koper draagt het economisch risico en het stemrecht. De short seller bevindt zich tussen deze twee partijen: hij verkoopt het economisch risico en het stemrecht en levert ook maar loopt het risico dat hij moet terugkopen tegen een mogelijk hogere prijs als de prijs van het aandeel op de beurs stijgt. Dit geeft een aanvulling op het profiel van figuur 5 doordat de short seller winst maakt bij lage koersen en verlies lijdt bij hoge koersen. Anders gezegd: een short seller is een belegger met een tegendraadse visie. Daar is niets mis mee.

Na deze technische verduidelijking van het soort transacties dat onderwerp is van dit artikel plaatsen wij deze transacties en financiële instrumenten nu eerst tegen de gewijzigde achtergrond van de relatie tussen ondernemingen en de financiële markten in het algemeen. Daarna gaan we over tot een evaluatie van deze ontwikkeling.

3 De relatie tussen kapitaalmarkt, derivatenmarkt en vennootschap

Dat kapitaalmarkten en vennootschappen onderling zijn gerelateerd is sinds de oprichting van de VOC in 1602 bekend (figuur 7). Emissies van aandelen en obligaties vinden plaats in de primaire of emissiemarkt als onderdeel van de kapitaalmarkt. Hetzelfde geldt voor het terugkopen van aandelen en obligaties. De toevoeging van de derivatenmarkten in relatie tot de kapitaalmarkten is evenmin echt nieuw: aandelen en obligaties fungeren als onderliggende waarden van veel soorten derivaten, zoals aandelenopties, aandelenwaps, renteswaps, valutaopties en valutaswaps. Figuur 7 toont ter benadrukking van het karakter als markt voor afgeleide financiële instrumenten een min of meer verscholen positie van de derivatenmarkten achter de kapitaalmarkten. De vennootschap - zo lijkt het - heeft volgens deze, wat wij gemakshalve noemen traditionele of simpele visie, slechts indirect met derivaten van doen.

Figuur 7 Traditionele relaties tussen vennootschap, kapitaalmarkt en derivatenmarkt



Financiële innovaties als securities lending/borrowing en short selling zijn in deze traditionele benadering evenmin zichtbaar.

Er zijn echter tenminste vier redenen om deze traditionele visie als verouderd te bestempelen. Deze worden besproken in de volgende subparagrafen 3.1 tot en met 3.4. Hiervan heeft 3.4 betrekking op de eerder in dit artikel geschetste nieuwe ontwikkelingen. De overige drie redenen staan hier los van.

3.1 Samengestelde (hybride) financieringsvormen

In de eerste plaats zijn ondernemingen reeds vele decennia actief op de markten van *samengestelde* financiële instrumenten (Duffhues en Boot, 1997). Dit zijn combinaties van een klassiek financieel instrument en een of meer derivaten in één product verenigd. Een converteerbare obligatielening is hiervan een voorbeeld, zijnde een klassieke lening met een calloptie voor de houder om tot omwisseling over te gaan. Een ander voorbeeld is een achtergestelde lening die beschikt over twee putopties. Weer een ander voorbeeld is een banklening met een maximumrentetarief. Ook in de valutasfeer zijn er voorbeelden te over. Deze hybride financieringsvormen raken primair de overdracht van vermogen aan de vennootschap maar regelen en passant ook op een bijzondere manier het risk management van ondernemingen met betrekking tot derivaten. Derivatenmarkten zijn in deze optiek derhalve niet onrechtstreeks maar rechtstreeks verbonden met de financiering inclusief het risicobeheer van ondernemingen.

3.2 Personeelsopties en zelfstandig uitgegeven warrants

Ook langs andere weg zijn derivatenmarkten rechtstreeks van belang voor ondernemingen. Het toekennen van personeelsopties als een kooprecht op de aandelen van de onderneming is daarvan een goed voorbeeld. Door het toekennen van personeelsopties regelt een onderneming haar arbeidsrelaties. Werknemers krijgen aldus een direct belang in de marktwaarde van de onderneming. Hetzelfde geldt voor houders van door een onderneming uitgegeven warrants die een kooprecht op een onderliggende waarde (bijvoorbeeld een aandeel) representeren. Als een dergelijke

warrant niet zelfstandig op de markt wordt gebracht, is sprake van een onzelfstandige warrant die ressorteert onder de in 3.1 besproken samengestelde financieringsvormen (Duffhues en Veld, 2006).

3.3 Derivaten en de operationele activiteiten

Een derde toepassingsgebied van derivaten die van directe betekenis zijn voor ondernemingen, is de beheersing van prijsrisico's van grondstoffen en halffabrikaten. Ook daar worden allerlei derivaten succesvol toegepast. Voorbeelden zijn het afdekken van het prijsrisico op granen door een graanverwerkende onderneming met behulp van graanopties of het kopen van putopties door een goudmijnbedrijf met het doel de toekomstige cashflow veilig te stellen.

3.4 Derivaten en zeggenschap

De betekenis van derivatenmarkten is in de loop der jaren verder toegenomen en geëvolueerd van het terrein van de financiering (zie 3.1), de arbeidsbeloning en de uitgifte van warrants (zie 3.2) en het risk management (zie 3.3) tot het terrein van de zeggenschapsstructuur van de onderneming. Dit maakt, zoals gemeld in de inleiding van dit artikel, deel uit van het terrein van goed ondernemingsbestuur (corporate governance). Hierbij gaat het zowel om de gevolgen van het 'ontkoppelen' van de cashflow-rechten en het stemrecht op aandelen, als om de gevolgen van het 'ontkoppelen' van de cashflow-rechten en het kredietrisico. Een zeer belangrijk en voor het management van de onderneming potentieel bedreigend verschil met de eerder genoemde derivatentoepassingen is dat nu niet de vennootschap, maar externe partijen de initiatiefnemers van het gebruik van derivaten zijn. Tijdelijk of blijvend worden posities in derivaten ingenomen of toegevoegd aan reeds bestaande posities in aandelen en/of obligaties, zonder dat de onderneming daarop grip heeft of waarover ze zelfs maar wordt geraadpleegd. Communicatie tussen beleggers en de betrokken vennootschap is hierbij niet aan de orde. Het gebruik van derivaten in deze zin blijft zelfs ook niet beperkt tot vermogensverschaffers. Ieder economisch subject kan een 'exposure' in de bedoelde derivaten innemen, ook wanneer vermogensverschaffing aan de desbetreffende onderneming niet aan de orde is. Het gevolg is dat het zicht van de leiding van ondernemingen op de identiteit van haar aandeelhouders en de vraag of deze staan voor een kwalitatief hoogstaande inbreng in de besluitvorming van de onderneming ernstig kan worden belemmerd. De cruciale vraag is hoe met de ontkoppelde zeggenschapsrechten door de rechthebbenden wordt omgegaan. Mogelijk kan hiermee het korte- en/of lange-termijnbeleid van de onderneming worden gestuurd, althans kan een poging in die richting worden verwacht zonder dat dit de instemming heeft van de leiding. Mogelijk zijn er van die zijde zelfs ernstige bezwaren en

liggen conflicten in het verschiet. De mogelijkheid van een ernstig agencyconflict dringt zich op wegens belangentegenstellingen tussen het management en stemmende aandeelhouders waarvan het economisch belang onduidelijk is.

De conclusie van deze paragraaf is dat de leiding van ondernemingen zich om verschillende redenen niet (langer) kan permitteren om transacties in de vorm van securities lending en borrowing en short selling in de derivatenmarkten te beschouwen als een voor de vennootschap nauwelijks relevant deel van de financiële markten. Zowel voor de financiering, de beloning van arbeid, het risicobeheer, als vanwege de zeggenschapsaspecten van aandelen en obligaties zijn de financiële (inclusief derivaten) markten een belangrijke schakel in de besluitvorming omtrent financiële vraagstukken van ondernemingen. Als zodanig voegen derivaten ook waarde toe aan de onderneming (Duffhues en Boot, 1997). In figuur 8 worden de derivatenmarkten ten opzichte van de onderneming dan ook op een meer eigentijdse wijze gepositioneerd als dat deel van de financiële markten dat een even directe verbinding heeft met de onderneming als andere markten, zoals de geld- en kapitaalmarkten, de arbeids- en grondstoffenmarkt. Deze laatste twee zijn in figuur 8 eenvoudshalve weggelaten.

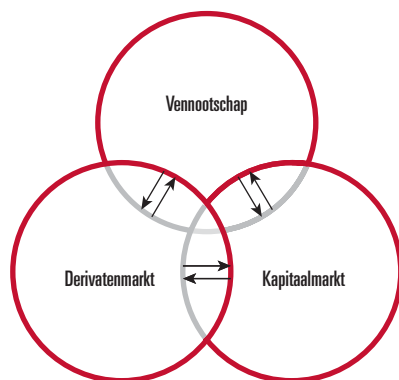
4 Evaluatie

De in paragraaf 2 genoemde instrumenten en technieken die gebruikt worden bij empty voting en hidden ownership hebben in beginsel puur economische (inclusief hedging)doeleinden als achtergrond. Bij een aandelenswap bleek het streven te zijn om een aandelenrendement te kopen met een marktconforme tegenprestatie. Bij het inlenen van effecten speelt de behoefte om het stemrecht te verwerven waartegenover een marktconforme vergoeding

moet worden betaald aan de uitlener. De uitlener weet derhalve waar hij aan begint. Bij short selling gaat het om het streven om koerswinst te behalen op een wijze die fundamenteel niet afwijkt van een belegger die long gaat, alleen de richting van de verwachte koersontwikkeling verschilt. Het zijn alle gangbare transacties op een in beginsel rationele grondslag. Op de wereldwijde financiële markten worden dagelijks zeer veel van dergelijke transacties afgesloten waarbij het economisch belang van het juridisch eigendom wordt ontkoppeld.

De bezwaren tegen dergelijke transacties komen dan ook uit andere hoek. De twijfel slaat toe als men zich realiseert dat bedoelde transacties ook of zelfs uitsluitend ten doel kunnen hebben om invloed in een vennootschap uit te oefenen zonder daarbij het corresponderende economische risico te lopen of om (heimelijk) een synthetisch belang op te bouwen. Er zijn over de gehele wereld diverse gevallen bekend waarin dergelijke technieken voor dat doel zijn toegepast, maar erkend moet worden dat betrouwbare data vooralsnog ontbreken.⁸ Onze primaire reactie op deze uiting van twijfel over de 'economische' legitimiteit van de bedoelde technieken is dat beide marktpartijen op de hoogte zijn van de ont koppeling van de juridische en economische aspecten van het aandeel. Beide vrijwel altijd zeer professionele partijen zoals pensioenfondsen die aandelen uitlenen tegen vergoeding, hebben daarmee ingestemd en hebben dienovereenkomstig met elkaar afgerekend. Er kan op goede gronden behoefte bestaan aan het verwerven van het cashflowrecht van aandelen zonder het begeleidende stemrecht te verwerven, zoals ook het verwerven van het stemrecht doelwit kan zijn zonder begeleidend cashflowrecht en passant te verwerven. De vraag rijst dan ook wat precies het probleem is als 'ontkoppeling'-transacties op zichzelf als legitiem en passend in het wensenpakket van vrije-marktpartijen kunnen worden gezien en ook veelvuldig voorkomen in het verkeer van inderdaad zeer grote, professionele partijen. Ook Raaijmakers (2007) vraagt zich af of er wel een probleem is. In veel gevallen wordt hierop geantwoord dat het als onwenselijk moet worden beschouwd dat partijen die niet noodzakelijkerwijs hetzelfde economische belang als de vennootschap nastreven, toch grote invloed op de vennootschap kunnen uitoefenen en/of het bestuur van een vennootschap onder druk kunnen zetten.⁹ Mogelijk spelen daarbij ethische motieven een rol (zoals het uitbrengen van een protest tegen een te hoog geachte beloning van het bestuur) en andere aspecten van het in brede kring aanvaarde duurzaamheidsstreven en het tegengaan van milieubederf. Op dit activistische gedrag is weinig aan te merken, ook niet en zelfs in toenemende mate vanuit maatschappelijk oogpunt. Moeilijker wordt het wanneer activistische partijen niet het belang van de vennootschap voor ogen hebben, maar op basis van hun persoonlijke

Figuur 8 De moderne visie op de onderlinge vervlechting van de kapitaalmarkt en de derivatenmarkt en de directe vervlechting van deze markten als geheel met de vennootschap



‘portfolio’ ertoe neigen om de waarde aan de vennootschap te onttrekken ten koste van de medeaandeelhouders. Hierbij kan worden gedacht aan de mogelijkheid dat de onderneming het doelwit wordt van een andere onderneming nadat de marktprijs van het aandeel kunstmatig is verlaagd door het stemrecht voor dat doel te misbruiken. De vennootschappelijke ratio van het stemrecht wordt in dat geval vertroebeld. Het reguliere besluitvormingsproces kan hiermee worden doorkruist.¹⁰ Toch tekenen wij bij dit uit de literatuur bekende argument aan dat een gewone aandeelhouder die geen ont koppeling tot stand heeft gebracht, dezelfde heimelijke motieven kan hebben om destructief bezig te zijn bij een concurrent, bijvoorbeeld om een concurrent te zien verdwijnen van de markt of om te profiteren van voordelige contracten met de vennootschap (‘private benefits’). Dit is een in de literatuur verwaarloosd tegenargument dat afbreuk doet aan de bezwaren tegen de nieuwe financiële transacties en instrumenten.

De gangbare redenering van de wetgever impliceert de stilzwijgende veronderstelling dat de managers van de vennootschap altijd handelen in het juiste en eenduidig geformuleerde belang van de onderneming en dat correcties en suggesties van ‘buitenaf’ altijd ongewenst zijn. Dat is in zijn algemeenheid onjuist. Men denke hierbij aan het geval waarin de aandelen van de onderneming op basis van alle gangbare maatstaven van waardering zijn overgewaardeerd en de leiding geen stappen heeft ondernomen om deze overwaardering te elimineren. Dit zou een dubbele fout van het zittend management betekenen. In dat geval kan worden gesteld dat indien er geen empty voting plaatsvindt, juist waarde aan de vennootschap wordt onttrokken doordat de leiding niet handelt in het langetermijnbelang van de aandeelhouders. Empty voting moet dan juist worden verwelkomd als een disciplineringsmechanisme van het management.

Hidden ownership wordt in de literatuur soms als onwenselijk beschouwd, omdat niet zichtbaar is dat een partij een belang in een vennootschap aan het opbouwen is. Onder de bestaande regelgeving leiden financiële instrumenten die in cash-settlement voorzien niet tot een meldingsplicht.¹¹ Ook houdt de verplichting om bij het verwerven van een bepaald percentage van de stemrechten een bod uit te brengen op alle uitstaande aandelen van de vennootschap (de verplichte-bod-regeling, artikel 5:70 van de Wet op het financieel toezicht) geen rekening met het feit dat er in de praktijk een dunne scheidslijn kan bestaan tussen formele rechten om stemmen uit te oefenen of te verwerven en de de facto invloed op de uitoefening van het stemrecht. De ratio van het verplichte bod, dat behoort te worden uitgebracht tegen een billijke prijs, dient ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders tegen machtsmisbruik door de controlerende aandeelhouder en het evenredig verdelen

van de controlepremie over alle aandeelhouders.¹² Het is in beginsel niet mogelijk om een dermate groot belang in een vennootschap op te bouwen zonder dat de beurskoers van het betreffende aandeel zal stijgen. De prijs van het aandeel zal niet alleen stijgen vanwege de toegenomen vraag naar het aandeel, maar ook vanwege het feit dat een bepaalde partij een substantieel belang aan het opbouwen is. Dit laatste kan door de markt worden geïnterpreteerd als een voorteken van een openbaar bod met een nog hogere prijs (Luyer en Van den Broek, 2009; Abma, 2008). Door het aangaan van cash-settled derivatencontracten blijven deze opwaartse effecten op de aandelenkoers volgens sommigen achterwege, waardoor dit gevolgen heeft voor het tot stand komen van een efficiënte aandelenprijs. Een eventuele bieder behoeft, bij het al dan niet doen van een verplicht bod, een lagere prijs te betalen dan wanneer via aandelenkoop ter beurse de verplichte biedingsgrens werd bereikt (Abma, 2008; Eumedion, 2008). De controlepremie zal immers in mindere mate in de aandelenprijs zijn verdisconteerd. Daar staat tegenover dat een belegger altijd rekening moet houden met het risico van een dergelijke ‘stille’ koper en bovendien dat het opbouwen van een belang via derivaten (bijvoorbeeld door call opties te kopen) bij de tegenpartij van de optietransactie een dekkingsaankoop met als gevolg een prijsverhoging zal genereren.

5 Andere ont koppelingsmechanismen, het ‘one share-one vote’ en de rol van hedge funds

Naast de in dit artikel besproken ont koppeling door de financiële markten kunnen ook ondernemingen zelf overgaan tot ont koppeling. Dat gebeurt zelfs reeds geruime tijd. De ont koppelingsmechanismen die door ondernemingen kunnen worden toegepast bevatten doorgaans wel cashflowrechten maar de toedeling van de (formele) stemrechten verschilt per situatie. Zo heeft in geval van ‘dual class’-aandelen de ene groep aandeelhouders geen (of verminderd) stemrecht, terwijl de andere groep aandeelhouders gewoon (of zelfs vermeerderd) stemrecht heeft. Wanneer aandelen zijn gecertificeerd, ontbreekt het stemrecht. Ook bij beschermingspreferente aandelen is stemrechtbeïnvloeding doel op zich.

Een onderwerp dat in publicaties over de zeggenschap in publieke ondernemingen stevast wordt aangesneden is het beginsel van ‘een stem per aandeel’. Men noemt dit wel de proportionaliteit tussen de kapitaaldeelname en de toedeling van het stemrecht. Hoewel de discussie over het gebruik van ‘empty voting’- en ‘hidden ownership’-technieken ons inziens een andere invalshoek behelst, kan de scheiding tussen het economisch belang en het juridisch belang, in de vorm van voornoemde technieken, worden gezien als een doorbreking van de traditionele verdelingslijn van de proportionaliteit van cashflow-rechten en stemrechten.

In het geval van hidden ownership heeft een partij, zoals reeds vermeld, wel cashflow-rechten maar formeel geen rechten om te stemmen in de AVA.¹³ Als n'importe welke aandeelhouder het stemrecht uitoefent is er sprake van 'one-share-one-vote' (ervan uitgaande dat er stemrechten zijn verbonden aan de betreffende aandelen). Dit geldt ook voor de formele aandeelhouder in het geval van empty voting. De 'short'-partij (meestal een bank) heeft per saldo geen economische eigendom, maar behoudt wel het formele stemrecht als gewoon aandeelhouder. Daarop is vervolgens evenals bij hidden ownership het 'one-share-one-vote'-beginsel van toepassing in de AVA.

Vergelijken we certificering met hidden ownership dan valt op dat bij deze vormen sprake is van economisch risico zonder stemrecht. Het enige, maar belangrijke, onderscheid is dat certificaten niet passen in een 'one-share-one-vote'-beginsel. Hidden ownership juist wel. Als we in herinnering nemen dat certificering in de commissies van goed ondernemingsbestuur voor aandeelhouders altijd als verwerpelijk werd en wordt beschouwd, is het saillant om te zien dat financiële marktpartijen zelf vrijwillig een vergelijkbare constructie aangaan in de vorm van hidden ownership.

Geconcludeerd kan worden dat ondernemingen en beleggers niet onder alle omstandigheden vasthouden aan de koppeling tussen het economisch belang en het juridisch eigendom. Nieuw is dat beleggers daarin een eigen rol zijn gaan spelen onafhankelijk van ondernemingen. Deze laatste ervaren dat in het algemeen als een bedreiging voor de vennootschap: het bestuur van de vennootschap kan worden geconfronteerd met onverwacht grote aandelenposities in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders of met de identiteit van nieuwe stemgerechtigden. Dit raakt het vraagstuk van goed ondernemingsbestuur. De beleggers zelf handelen op basis van professionaliteit en in het algemeen achtenswaardige economische motieven.

Hoewel de rol van hedge funds in de financiële pers vaak wordt geassocieerd met aandeelhoudersactivisme van het 'slechte' type is ons geen onderzoek bekend naar de eventueel destructieve invloed van deze bijzondere beleggingsfondsen. Het eigenbelang van de beheerders van deze fondsen doet eerder vermoeden dat zij ook in de wereld van de nieuwe financiële technieken en praktijken handelen op basis van rationele afwegingsprocessen. Daarbij wordt met name gedacht aan het wegnemen van onder- en overwaarderingen die zijn ontstaan door het tekortschieten van de informatie over de onderneming bij de beleggers. Vastgesteld kan worden dat op dit gebied toekomstig onderzoek zeker gewenst is (Yermack, 2010).

6 Conclusie

Door de introductie van geavanceerde financiële instrumenten en de groei van financiële technieken als securities

lending en short selling is het voor financiële partijen in toenemende mate mogelijk geworden om een ont koppeling aan te brengen tussen het economisch belang en het juridisch eigendom. Aan deze ont koppeling en andere financiële technieken kan een reële behoefte bestaan. De keuze voor het gebruik van dergelijke financiële instrumenten en praktijken is een gevolg van op zichzelf gezien rationele afwegingsprocessen. Partijen die hiervan gebruik maken zijn doorgaans professioneel en hebben over het gebruik hiervan, naar mag worden aangenomen, goed nagedacht.

'Empty voting'- en 'hidden ownership'-technieken worden met name in de juridische literatuur al snel als verwerpelijk of tenminste verdacht beschouwd. Toch is ook daar her en der twijfel over de noodzaak om in te grijpen in de beslissing om over te gaan tot het ont koppelen van het cashflow- en stemrecht van aandelen. Securities lending hoeft ook niet te leiden tot short selling. Activistische aandeelhouders kunnen hun ongenoegen uiten door het stemrecht te benutten zonder tot verkoop van de geleende aandelen over te gaan. Maar zelfs short selling is een prima techniek met een rationele grondslag omdat partijen onder omstandigheden kunnen menen dat het aandeel is overgewaardeerd. Zij lopen het risico dat die visie onjuist is. Intussen dragen ze bij aan een efficiënte prijsvorming in een meer liquide markt. In deze bijdrage is getracht een meer compleet beeld te schetsen van de toepassing van deze technieken met name in het perspectief van de werking van de financiële markten. Het vasthouden aan de koppeling van het economisch belang en het juridisch eigendom dient als overleefd te worden beschouwd. Als er bezwaren zijn verbonden aan dergelijke technieken en transacties, die worden gepercipieerd als 'destructieve invloeden' op het belang van de vennootschap, gelden die ook voor niet-ontkoppelde aandelen. Aan dat inzicht draagt bij de toegenomen maatschappelijke betrokkenheid van burgers en instituten bij het wel en wee van ondernemingen. Stemrecht kopen door activisten en daarmee invloed uitoefenen op het beleid zonder economische risico's te lopen is moderner dan het ooit geweest is. Het draagt zelfs bij aan de stuurbaarheid van ondernemingen in het gangbare maatschappelijk bestel. ■

Dr. P. J.W. Duffhues is sinds 2006 emeritus-hoogleraar Ondernemingsfinanciering aan de Universiteit van Tilburg en sindsdien als deeltijd-hoogleraar aan deze instelling verbonden; Mr. S.M. van Oirschot studeerde af in de studierichting Recht en Management en is werkzaam bij Bierman Advocaten.

Noten

1 De Europese Commissie heeft in verband met de proportionaliteit van de zeggenschap en het economische risico van aandelen een studie laten uitvoeren (Europese Commissie 2007). In de studie wordt een onderscheid gemaakt tussen 'corporate control enhancing mechanisms' (corporate CEM's) en 'non corporate CEM's'. Laatstgenoemde categorie bevat onder meer zogeheten 'decomposition techniques'. Hiertoe behoren securities lending, contracts for difference, call/put opties en gelijke financiële instrumenten.

2 Afhankelijk van het contract is het rendement inclusief of exclusief dividend.

3 Vandaar ook de term hidden 'morphable' ownership. Morphable verwijst naar de de facto mogelijkheid om – wanneer dit nodig is – de ontbrekende aandelen te verkrijgen (Hu en Black 2006b, p. 818).

4 Hu en Black 2006a, p. 1030 e.v. en Raaijmakers 2007, p. 43: 'Wanneer het contract wordt beëindigd, bestaat vaak de mogelijkheid om in het kader van de zogeheten close-out netting alsnog de desbetreffende aandelen van de wederpartij te verwerven die ze toch al in eigen bezit had om zijn eigen positie te hedgen.' Vgl. Consob (2009, p. 9): 'A change in settlement method may occur both by re-negotiating the contractual terms, through a shift from cash settlement to physical settlement, and by keeping the cash settlement and making a disposal, immediately after the closing of the contract, of the underlying asset. [...] Even if the cash settlement provision is not amended at the expiration date and transformed into a physical delivery provision, the contract underwriter will in any case be in a position of economic "strength", which allow him to come more easily into possession of the underlying assets.'

5 Idem.

6 Idem. Zie ook Panel on Takeovers & Mergers 2005, 6.6: 'The Code Committee understands that it is frequently the expectation of a long derivative

investor, notwithstanding the terms of the documentation, that his counterparty will ensure that the securities to which the derivative is referenced are available to be voted by the counterparty and/or sold to the investor on closing out the contract. If the counterparty does not hold any such securities (because, for example, its book is balanced by an offsetting short derivative), the investor would normally expect the counterparty to acquire the necessary securities, even if that resulted in a cost to the counterparty.' Zie ook Schouten 2009, p. 32: 'The bank will generally be indifferent to the voting rights, while the fund has an economic interest in the shares. The bank will thus have a commercial incentive to accommodate the fund's wishes regarding the exercise of the voting rights.' De dealer hoeft overigens niet altijd naar de wensen van zijn klant te stemmen, maar kan ook in zijn eigen belang stemmen of helemaal niet. De verwachting dat een dealer de swap zal afwickelen biedt overigens geen garantie (Hu en Black 2006b, p. 839).

7 Als de short partij géén aandelen aanhoudt is er geen sprake van een hedge en 'vervalt' lijn e-f in figuur 3.

8 Voor een wereldwijd overzicht van gevallen (bekende gevallen tot en met eind 2007) waar 'empty voting'- en 'hidden ownership'-technieken gebruikt zijn wordt verwezen naar Hu en Black 2008a, pp. 661-682. Het lastige is dat de publieke zichtbaarheid van het gebruik van dergelijke technieken niet altijd heel groot is. Er zijn ook gevallen bekend waarin naar alle waarschijnlijkheid gebruik is gemaakt van dergelijke technieken, maar waarin dat niet met zekerheid gezegd kan worden. Zie ook Hu en Black 2008a, p. 654.

9 Raaijmakers 2005, p. 248 en Slijper en Jansen 2007, p. 62. Vgl. De Jongh 2007, p. 40: 'Indien de aandeelhouder geen belang in de vennootschap heeft, omdat het economische belang elders ligt, kan men zich afvragen welke

rechtvaardiging er nog bestaat dat de aandeelhouder invloed mag uitoefenen in de vennootschap.' Vgl. Vletter-van Dort 2007, p. 347: 'Het verschijnsel van het lenen van aandelen leidt ertoe dat het aan de uitgeleende aandelen verbonden stemrecht kan worden uitgeoefend door partijen die geen economisch risico lopen bij de vennootschap en derhalve, dit is althans de veronderstelling, geen werkelijke belangstelling hebben voor het lange termijn beleid van de vennootschap.'

10 Raaijmakers 2005, pp. 247-248. Raaijmakers geeft aan dat "indien die handelswijze geïnitieerd zou zijn door het bestuur van de betrokken vennootschap dat in enquête een daad van wanbeleid kan opleveren, gezien de bedenkelijke wijze waarop men de stemming probeert te beïnvloeden [...]. Men kan ook ernstige vraagtekens plaatsen bij de geoorlooftheid wanneer dat gebeurt door een aandeelhouder die een voor hem gewenste uitkomst van de stemming wil veiligstellen." Vgl. Houben (2009, p. 1548): 'De vennootschappelijke ratio van het stemrecht van aandeelhouders is dat de aandeelhouders als ultieme risicodragers het best in staat zijn om te beoordelen wat in het belang van de vennootschap is. Die ratio vertroebelt wanneer partijen kunnen stemmen die dat ultieme risico in het geheel niet of slechts beperkt lopen. Zulke partijen hebben namelijk in de regel niet het belang van de vennootschap voor ogen, maar neigen ernaar om waarde uit de vennootschap te onttrekken ten koste van de overige aandeelhouders.'

11 Nederlandse regelgeving.

12 Nieuwe Weme, 2004, p. 49. De controlepremie kan overigens worden omschreven als het extra bedrag dat per effect boven de beurskoers wordt betaald om de controle te verkrijgen (Nieuwe Weme, 2004, p. 12).

13 In de praktijk kan er echter een dunne scheidslijn bestaan tussen formele rechten om stemmen uit te oefenen of te verwerven en de de facto invloed op uitoefening van het stemrecht.

Literatuur

- Abma, R. (2008), Een leemte in de Nederlandse overnamewetgeving, *Ondernemingsrecht*, 2008-13, pp. 481-483.
- Boot, A.W.A. (2009), *De ontworpen onderneming: Ondernemingen overgeleverd aan financiers?*, Assen: Koninklijke Van Gorcum.
- Christoffersen, S.E.K., C.C. Geczy, D.K. Musto en A.V. Reed (2007), Vote trading and information aggregation, *The Journal of Finance*, vol. 62, no. 6, December, pp. 2897-2929.
- Consob (2009), *Position paper on the disclosure of cash-settled derivatives*, oktober 2009; zie: www.consob.it/mainen/legal.../dp_cash_derivatives_2009_1008.pdf.
- Duffhues, P.J.W. (2003), Preferente aandelen en de financieringstheorie, in: P.W. Moerland en P.J.W. Duffhues (redactie), *Preferente aandelen uit de schaduw* (pp. 1-30), Serie professioneel beleggen No. 7, Deventer: Kluwer.
- Duffhues, P.J.W. en A.W.A. Boot (1997), Financiële innovaties en ondernemingsbeleid, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 71, no. 7/8, juli/augustus, pp. 336-343.
- Duffhues, P.J.W., L. Renneboog en J. ter Horst (2006), Internationale ontwikkelingen op het terrein van goed ondernemingsbestuur, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 80, no. 12, december, pp. 651-661.
- Duffhues, P.J.W. en C.H. Veld (2006), Opties en warrants op nationale en internationale kapitaalmarkten, in: P.J.W. Duffhues (redactie), *Financiering, belegging en verzekering* (pp. 199-126), Deventer: Kluwer.
- Eumedion (2008), *Position paper over de gevolgen van synthetische constructies voor het Nederlandse effecten- en vennootschapsrecht*, 17 november 2008.
- Europese Commissie (2007), *Commission staff working paper, Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*, 12 december 2007; zie: ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf.
- Hendriks, C.J.G.M. (1995), Alternatieven van directe beleggingen in aandelen, *Risico & Rendement*, Afl. 1, april, pp. G.1.1-01/12, Kluwer.
- Houben, R. (2009), Het risicovrij aandeelhouderschap in een NV – Vragen vanuit het verbod op leonijns beding en empty voting, *Rechtskundig Weekblad*, vol. 37, pp. 1538-1554.
- Hu, H.T.C. en B. Black (2006a), Empty voting and hidden (morphable) ownership: Taxonomy, implications and reforms, European Corporate Governance Institute – Law Research Paper No. 64/2006.
- Hu, H.T.C. en B. Black (2006b), The new vote buying: Empty voting and hidden (morphable) ownership, *Southern California Law Review*, vol. 79, no. 4, pp. 811-908.
- Hu, H.T.C. en B. Black (2007), Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: empty voting and hidden (morphable) ownership, *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, no. 2-3, pp. 343-367.
- Hu, H.T.C. en B. Black (2008a), Equity debt decoupling and empty voting II: Importance and extensions, *University of Pennsylvania Law review*, vol. 156, pp. 625-739.
- Hu, H.T.C. en B. Black (2008b), Debt, equity, and hybrid decoupling: Governance and systemic risk implications, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 207/2008.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.
- Jensen, M.C. (2004), Agency costs of overvalued equity, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 39/2004.
- Jongh, J.M. de (2007), Gij zult splitsen! Instructies van aandeelhouders in beursvennootschappen', *Ondernemingsrecht*, 2007-2, pp. 34-43.
- Kalay, A. en S. Pant (2009), The market value of the vote: a contingent claims approach, Working paper University Utah/Tex.
- Karakas, O. (2009), Another option for determining the value of corporate votes, Working paper London Business School.
- Luyér, J. en M.M. van den Broek (2009), Naar een meldingsplicht van aandelelderivaten?, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2009-1, pp. 27-34.
- Nieuwe Weme, M.P. (2004), *Het verplicht bod op effecten*, Deventer: Kluwer.
- Panel on Takeovers and Mergers, The (2005), *Dealings in derivatives and options. Statement by the Code Committee of the Panel following the external consultation processes on disclosure issues in PCP 2005/1 and PCP 2005/2*, 5 augustus 2005, zie: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/rs200502.pdf>.
- Raaijmakers, G.T.M.J. (2005), Securities lending en corporate governance, in: S.H.M.A. Dumoulin en M.J.C.G. Raaijmakers (red.), *Tussen Themis en Mercurius* (pp. 241-255), NGB-bundel, Deventer: Kluwer.
- Raaijmakers, G.T.M.J. (2007), Synthetische aandelenbelangen in beursvennootschappen, in: *Achter de schermen van beursaandeelhouders* (pp. 1-72), Deventer: Kluwer.
- Schouten, M.C. (2009), The case for mandatory ownership disclosure, *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 15, no. 1, pp. 127-182.
- Slijper, S.C. en R. Jansen (2007), Wanted: securities!, *V&O*, 2007-4, pp. 62-64.
- Vletter-van Dort, H.M. (2007), Gelijke behandeling voor the good and the bad guys, in: J.T. Anema (red.), *Bouwen en bezinning: regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht* (Lustrumbundel 2007 Vereniging voor Effectenrecht) (pp. 11-17), Deventer: Kluwer.
- Yermack, D. (2010), Shareholder voting and corporate governance, *Annual review of Financial Economics*, vol. 2, pp. 103-125.
- Zingales, L. (1994), The value of the voting right: a study of the Milan Stock Exchange experience, *Review of Financial Studies*, vol. 7, no. 1, pp. 125-148.
- Zingales, L. (1995), What determines the value of corporate votes?, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, no. 4, pp. 1047-1073.