

HEDGE FUNDS

Eerder verschenen in de Reeks Instituut Financieel Recht:

1. Hans De Wulf, *Taak en loyaleitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, 2002, xxxvi + 910 p.
2. Reinhard Steennot, *Elektronisch betalingsverkeer*, 2002, xxxviii + 751 p.
3. Michel Tison, Cathy Van Acker, Jan Cerfontaine (eds.), *Financiële regulering: op zoek naar nieuwe evenwichten, Volume I, Privaat bankrecht, Ondernemingsrecht, Insolventierecht*, 2003, x + 548 p.
4. Michel Tison, Cathy Van Acker, Jan Cerfontaine (eds.), *Financiële regulering: op zoek naar nieuwe evenwichten, Volume II, Financiële transacties, Financiële markten, Prudentieel recht*, 2003, x + 510 p.
5. Guy Schrans en Reinhard Steennot, *Algemeen deel van het financieel recht*, 2003, xxii + 484 p.
6. Michel Tison (ed.), *Belgisch kapitaalmarktrecht op Europese leest*, 2007, vi + 440 p.
7. Ingrid De Poorter, *Controle van financiële verslaggeving: revisoraal en overheidstoezicht*, 2007, xxiv + 572 p.
8. Reinhard Steennot, *Handboek consumentenbescherming en handelspraktijken*, 2007, xxvi + 628 p.
9. Hans De Wulf en Christoph Van der Elst, *De Belgische overnamewetgeving na de hervorming van 2007*, 2008, xviii + 420 p.
10. Lientje Van den Steen, *De effectenrekening*, 2009, xxxiv + 844 p.
11. Veerle De Vuyst, *Internal governance bij financiële conglomeraten*, 2010, xxxviii + 738 p.
12. Reinhard Steennot, Filip Bogaert, Diederik Bruloot en Delphine Goens, *Wet Marktpraktijken*, 2010, xii + 226 p.
13. Sarah De Geyter, *Organisatieaansprakelijkheid*, 2012, xxiii + 531 blz.
14. Instituut Financieel Recht (ed.), *Financiële regulering in de kering*, 2012, xxviii + 814 blz.
15. Filip Bogaert, *Overdracht van kredietrisico*, 2013, xvi + 549 blz.
16. Eveline Hellebuyck, *Hedge Funds*, 2013, xxiv + 480 blz

REEKS INSTITUUT FINANCIEEL RECHT, nr. 16

Het Instituut Financieel Recht – Financial Law Institute werd in 1990 als onderzoekscentrum binnen de Faculteit Rechtsgeleerdheid van de Universiteit Gent opgericht. Het Instituut streeft ernaar om vooraanstaand wetenschappelijk onderzoek en expertise te ontwikkelen en uit te dragen in het financieel recht in de ruime zin, onder meer door de organisatie van colloquia, het stimuleren van doctoraats-onderzoek en de medewerking aan onderzoeksprojecten.

Naast deze publicatiereeks, lanceerde het Instituut eveneens in 1999 een Working Paper Series, dat een deel van de onderzoeksoutput via Internet beschikbaar stelt. Meer informatie over de doelstellingen, werking en leden van het Instituut Financieel Recht is terug te vinden op de internetsite van het Instituut:

[<www.law.Ugent.be/fli>](http://www.law.Ugent.be/fli)

FACULTAIRE UITGAVENREEKS GANDAIUS

De naam Gandaius bundelt een verscheidenheid aan boeken, alle geschreven door professoren, assistenten en onderzoekers van de Gentse rechtsfaculteit.

[<www.gandaius.ugent.be>](http://www.gandaius.ugent.be)

HEDGE FUNDS

Eveline HELLEBUYCK

Hedge funds
Eveline Hellebuyck

© 2014 Intersentia
Antwerpen – Cambridge
www.intersentia.be

ISBN 978-94-000-0435-1
D/2014/7849/5
NUR 827



Alle rechten voorbehouden. Behoudens uitdrukkelijk bij wet bepaalde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt, op welke wijze ook, zonder de uitdrukkelijke voorafgaande toestemming van de uitgever.

VOORWOORD

Dit boek, dat de geactualiseerde neerslag vormt van het doctoraatsproefschrift in de rechten dat Eveline Hellebuyck in december 2011 met succes aan de Universiteit Gent verdedigde, is het eerste alomvattende juridische werk over hedge funds in het Nederlandse taalgebied, en vormt alleen hierdoor al een unicum. De auteur heeft daarenboven de ambitie gehad om de rechtsvragen rond de structuur en werking van hedge funds te benaderen vanuit zowel een financieelrechtelijke als een vennootschapsrechtelijke invalshoek: het hedge fund wordt geanalyseerd als beleggingsvehikel (met vragen rond beleggersbescherming en systeembescherming) én als activistische belegger (met vragen rond governance ten aanzien van de doelvennootschappen).

Hedge funds zijn (collectieve) beleggingsstructuren die in de regel geen beroep doen op het ruimere beleggingspubliek en daarom traditioneel niet aan regulering onderworpen waren, zodat zij vrij waren een desnoods risicovol investeringsbeleid te ontwikkelen. De bedoeling van de fondsbeheerders was om op die manier veel hogere opbrengsten voor zowel hun partners als hun klanten te genereren dan bij een klassieke collectieve beleggingsinstelling, zelfs als de markt in het algemeen het slecht doet.

De wereld van de hedge funds werd de voorbije twee decennia evenwel geassocieerd met een aantal eigenschappen die zelden in een positief daglicht stonden. Ook in gespecialiseerde financiële middens hadden *hedge funds* van oudsher een dubbelzinnige reputatie: zo kon men op het hoogtepunt van de hype in de internationale financiële pers lezen hoe sommige investeerders over elkaar heen vielen om in de meest rendabele *hedge funds* te mogen beleggen, terwijl een meerderheid van de beleggers deze fondsen hooghartig afwezen. Anderzijds werden ze gezien als tikkende tijdbommen met veel te veel *leverage*, gerund door te jonge mannen die fenomenale *performance fees* opstrekten, en zich schuldig maakten aan *short selling* en aandeelhoudersactivisme waarbij ze de “echte” ondernemers terzijde schoven met als enige doel kortetermijnwinsten te maken. Na een ophefmakende zaak in Nederland werd gefluisterd dat deze (alles kaalvretende) “sprinkhanen”, die bijvoorbeeld de fusie tussen de Deutsche Börse en de London Stock Exchange hadden verhinderd, wel eens onze nationale trots Fortis, die bezig was ABN-Amro over te nemen, het leven lastig konden gaan maken. Een milde poging van de Amerikaanse toezichthouder SEC om via een registratiesysteem enig zicht te

krijgen op de activiteiten van de Amerikaanse hedge funds werd door een Amerikaanse rechtbank vernietigd wegens bevoegdheidsoverschrijding na een proces gefinancierd door een agressieve Texaanse hedge fund miljardair.

De financiële crisis bracht slechts met enige vertraging verandering in deze perceptie. Hoewel in maart 2007 het uiteenspatten van de *subprime*-bubbel twee “eigen” hedge funds van BNP Paribas velde en er vooral onder de door banken zelf opgezette hedge funds wel enkele slachtoffers vielen, bleken hedge funds uiteindelijk toch minder kwetsbaar voor de neerwaartse marktspiraal dan de bancaire sector. Vele banken (zowel de commerciële als universele banken), en bij uitbreiding de *investment banks*, bleken een aanzienlijk hogere graad van *leverage* te hebben dan *hedge funds*. Dit belette niet dat de *hedge funds* tijdens de financiële crisis aanvankelijk nog werden gebrandmerkt als een belangrijke schakel in de mechanismen die tot de crisis hebben geleid. Vandaag klinkt een veel meer genuanceerd geluid: niemand beweert nog dat hedge funds een grote rol hebben gespeeld bij het veroorzaken van de crisis. Meer nog, uit anecdotische gegevens blijkt dat sommige hedge fund-beheerders terdege de *subprime*-bubbel doorzagen en succesvol op het barsten ervan hebben geanticipeerd (zie Michael Lewis, *The Big Short*); zo is er ook het verhaal van David Einhorn (*Fooling Some of the People All of the Time*), die als de voornaamste vennoot van hedge fund Greenlight Capital, als één van de eersten de financiële soliditeit van Lehman Brothers in vraag stelde en het bedrijf shortte, mooi uitlegt hoe shorters zwakke bedrijven ontdekken. Men kan zich daarom de vraag stellen of short sellers – hetgeen zeker niet samenvalt met de wereld van de hedge funds – niet de brandstichters maar eerder de rookdetectoren van negatieve marktrevoluties zijn.

Anderzijds wordt inmiddels steeds duidelijker met cijfers aangetoond dat het gemiddelde hedge fund voor investeerders helemaal niet zoveel opbrengt: de managers zijn niet altijd tovenaars die negatieve markttrends kunnen compenseren, maar vooral: de kosten voor een investeerder in een hedge fund liggen zodanig veel hoger dan bij bv. indexfondsen, dat de laatste netto regelmatig meer opbrengen dan het gemiddelde hedge fund. Er zijn natuurlijk spectaculaire uitzonderingen, ook in negatieve zin, zoals het SAC-fonds, dat door de Amerikaanse overheid als “criminele organisatie” is gebrandmerkt wegens – naar thans beweerd wordt – systematische *insider dealing*.

In de EU zijn de hedge fund-managementvennootschappen ondertussen, na een heftig debat, aan regulering onderworpen via de AIFM-richtlijn. De beschuldiging van nefast aandeelhoudersactivisme tot slot, is nog steeds het voorwerp van debatten. Recent poneerde Harvard-professor Lucian Bebchuk dat de waardevernietiging die het gevolg is van recalcitrante managers in Amerikaanse bedrijven, een sterkere bedreiging vormt dan het zogeheten short-termisme van activistische aandeelhouders die het management proberen bij te sturen.

Het voorliggende boek is tot stand gekomen in een periode die bijgevolg nauwelijks turbulenter kon zijn voor de auteur, waardoor het thema als het ware een ‘moving target’ was, waarbij zowel het uitbreken van de kredietcrisis als de regulering die erop volgde, tot continue bijstelling van het onderzoek noopte. Het is de grote verdienste van de auteur om deze vele veranderingen accuraat in kaart te hebben gebracht, en desondanks een werk te hebben afgeleverd dat vele elementen bevat voor verdere reflectie over de rol en de regulering van hedge funds.

De auteur verdient lof om te hebben vastgehouden aan haar oorspronkelijke opzet om zowel de regulering van hedge funds als investeringsfonds als hun gedrag als activistische beleggers onder de loupe te nemen – ook al is de behandeling van de laatste aspect in deze commerciële editie van het proefschrift wat korter uitgevallen, en wordt de bespreking nogal gedomineerd door de Amerikaanse invalshoek.

Wat de regulering van hedge funds als investeringsfonds in de EU betreft, werd een aanzienlijke inspanning geleverd om de tekst up-to-date te brengen voor de commerciële uitgave. De auteur beperkt zich niet tot een technische analyse, maar snijdt ook een aantal meer fundamentele vragen aan, zoals de vraag of er naar Belgisch recht een typendwang bestaat voor vehikels van collectieve belegging.

Eén van de geneugten van het eerder vennootschapsrechtelijk getinte tweede deel van het onderzoek, over hedge fund-aandeelhouderactivisme, is dat het een heldere uitleg bevat over het in de Verenigde Staten zo cruciale maar voor een buitenstaander buitengewoon moeilijk te begrijpen *proxy*-mechanisme. Evelyne maakt met haar analyse duidelijk dat, ook al waren hedge funds voor de AIFM-richtlijn als organisatie niet aan regulering onderworpen, hun activiteiten als belegger in de relatie tot de vennootschap waarin zij investeerden, wel degelijk gereguleerd werden, bv. door transparantiewetgeving en regels over onderling overleg die sommige hedge funds trachtten te omzeilen via “hidden ownership”-constructies; door regels over marktmisbruik; en door regels ter beperking van “empty voting”, dat wil zeggen het verwerven van stemrecht terwijl men zich tegelijkertijd indekt tegen het financiële risico dat het gevolg is van zijn invloed op de vennootschap via het stemrecht.

De analyse die Evelyne Hellebuyck in dit boek maakt, is tot slot ook illustratief voor de beperkte macht van het recht in de financiële wereld: indien men een bepaalde beleggingsfilosofie niet helemaal wil verbieden – en waarom zou men onderlegde professionele spelers een strategie verbieden –, is het niet gemakkelijk om die strategie binnen grenzen te houden, temeer omdat er binnen een marktgeoriënteerd denkkader doorgaans nauwelijks rationele redenen gevonden kunnen worden om een investeringsstrategie te verbieden of te bestrijden.

We zijn verheugd dat Evelyne Hellebuyck ook doorheen dit belangrijke referentiewerk blijft bijdragen tot de kennisoverdracht en reflectie rond de belangrijke thema's van het financieel en vennootschapsrecht, hetgeen de *raison d'être* van het Gentse Instituut Financieel Recht vormt.

Michel Tison en Hans De Wulf

DANKWOORD

Bij het kunnen beëindigen van een doctoraatsonderzoek past steeds een woord van dank. Hoewel doctoreren synoniem is met het jarenlang op zelfstandige wijze voeren van onderzoek, had dit proefschrift immers nooit tot stand kunnen komen zonder de steun en aanmoediging van een aantal personen die mij, elk op hun manier, bij het schrijven van mijn doctoraatsthesis hebben begeleid.

In de eerste plaats wens ik een woord van dank te richten tot mijn beide promotoren, Prof. Michel Tison en Prof. Hans De Wulf, voor hun broodnodige ondersteuning en hun kritische – maar daarom net zo waardevolle – opmerkingen bij het nalezen van mijn teksten. Ook Prof. Rudi Vander Vennet, als lid van de doctoraatsbegeleidingscommissie, verdient een woord van dank.

Een woord van dank ook aan de leden van mijn examencommissie, Prof. Danny Busch, Prof. Alain François, Prof. Marc Kruithof en Prof. Christoph Van der Elst, voor hun bereidwilligheid om mijn proefschrift, met het oog op de verdediging ervan, aan een kritische evaluatie te onderwerpen.

Dank ook aan het FWO voor de financiële ondersteuning tijdens mijn vierjarige mandaat als aspirant.

De vakgroep Economisch recht van de UGent had ik dan weer graag bedankt voor het ter beschikking stellen van haar infrastructuur. Het zijn haar mensen en haar middelen geweest die mij elke dag opnieuw mee in staat hebben gesteld om mij te verdiepen in het onderwerp van dit proefschrift.

Patrick, mijn oprechte dank voor je ondersteuning in tijden waar het allemaal net iets minder vlot verliep dan verwacht. Ann en Dennis, ook aan jullie adres veel dank.

Mama en memé, bedankt voor de onafhankelijkheid die ik van jullie heb mogen meekrijgen. Ook aan mijn stiefouders Sonia en Alex een bijzonder woord van dank.

Tot slot wens ik mijn vader te bedanken voor het doorzettingsvermogen en de leergierigheid die hij mij heeft meegegeven. Het is aan hem dat dit proefschrift is opgedragen.

Eveline Hellebuyck

I.1.2.	Nagestreefde beleggingsdoelstelling	37
I.1.3.	Gevolgde strategie	38
I.2.	Structuur	40
I.2.1.	Rechtsvorm	40
I.2.1.1.	Onshore/offshore	41
I.2.1.2.	Master-feeder-constructies	44
I.2.2.	Invulling van de interne functies	44
I.2.2.1.	Beheer	45
I.2.2.1.1.	UK: beheer door een 'authorised person'	45
I.2.2.1.2.	België: de beheervenootschap van de institutionele ICB/de zelfbeheerde institutionele ICB	46
I.2.2.1.3.	Vergoeding	50
I.2.2.2.	Bewaarneming	51
I.3.	Risico's	54
I.3.1.	Leverage	54
I.3.1.1.	Begrip	54
I.3.1.2.	Problematiek	55
I.3.1.3.	Leverage-niveau bij hedge funds	58
I.3.2.	Interactie met gereguleerde ondernemingen	59
I.3.2.1.	Aanknopingspunt voor indirecte regulering	60
I.3.2.2.	'Volcker Rule'	66
I.3.3.	Short selling	71
I.3.3.1.	Begrip	72
I.3.3.1.1.	Short-posities onder UCITS	73
I.3.3.1.2.	Het 130/30-fonds	74
I.3.3.2.	Problematiek	76
I.3.3.2.1.	Naked short selling	76
I.3.3.2.1.1.	Naked short selling v. legitieme short selling	76
I.3.3.2.1.2.	Regulation SHO: beschikbaarheidsgarantie en vereffeningsverplichting	78
I.3.3.2.1.3.	Tussenkomst van de kredietcrisis	80
I.3.3.2.1.4.	Het Belgische KB van 23 september 2008: 'redelijke maatregelen' voor volledige dekking	81
I.3.3.2.2.	Geruchtenverspreiding	85
I.3.3.2.2.1.	HBOS	85
I.3.3.2.2.2.	UK: 'disclosable short position'	87

I.3.3.2.2.3.	Het Belgische KB van 23 september 2008: melding netto-economische baisse-positie	88
I.3.3.2.2.4.	Artikel 25, § 4 wet 2 augustus 2002	89
I.3.3.2.2.5.	Is er ook enig bewijs voor geruchtenverspreiding door short sellers?	90
I.3.3.3.	Short selling-maatregelen na de kredietcrisis	92
I.3.3.3.1.	VS: ‘tick test’ en ‘circuit breaker’	92
I.3.3.3.2.	EU: de Short-selling-verordening	94
I.3.4.	Beleggersbescherming	97
I.3.4.1.	Fiduciaire plichten	97
I.3.4.1.1.	Als general partner	97
I.3.4.1.2.	Als erkende dienstverlener	98
I.3.4.2.	Recht tot uittrede: schorsing en notering	101
I.3.5.	De AIFM-richtlijn	107
I.3.5.1.	Achtergrond	107
I.3.5.2.	Gericht tot beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (abi-beheerders of AIFM)	108
I.3.5.3.	<i>De minimis</i> -vrijstelling	111
I.3.5.4.	Collectief beheer vs. ‘managed accounts’/belegging vs. verzekering	113
I.3.5.5.	Beperkingen aan het gebruik van leverage	116
I.3.5.6.	Overige transparantieplichtingen	118
I.3.5.7.	Bewaarder	120
I.3.5.8.	Kapitaalvereisten	124
I.3.5.9.	Beloning	125
I.3.5.10.	Private equity	126
I.3.5.11.	Paspoort	131
I.3.5.11.1.	Verrichten van beherdiensten: verschil met UCITS III	132
I.3.5.11.2.	Verhandeling van abi’s: gericht tot de professionele belegger	134
I.3.5.11.3.	Niet-EU abi-beheerders	135
I.3.5.11.4.	Vergunning onder de AIFM-richtlijn: geen recht, maar plicht	137
I.3.5.11.5.	Overgangsregeling verhandeling niet-EU abi’s	140
I.3.5.11.6.	Verhandeling op initiatief van de abi-beheerder	142
I.3.5.12.	Overige bepalingen	143

I.3.5.13. Gevolgen voor de nationale fondsenregelgeving	144
I.3.5.14. VS	149
I.3.5.15. Conclusie	154
Conclusie deel I	155
Deel II. Activisme	159
II.1. Inleiding	159
II.2. Hedge funds vs. de klassieke vehikels voor collectieve belegging	160
II.3. Volmachtensollicitatie	163
II.3.1. VS	163
II.3.1.1. Sollicitaties door de vennootschap vs. ‘third-party solicitations’	164
II.3.1.2. Aandeelhoudersvoorstellen ‘from the floor’ vs. ‘Rule 14a–8 proposals’	167
II.3.1.3. ‘Publieke’ sollicitatie	174
II.3.1.4. Begrip ‘sollicitatie’	175
II.3.1.5. Mediacampagnes	176
II.3.1.6. Disclosure	176
II.3.1.7. Kosten: proxy reimbursement en proxy access	177
II.3.1.8. Notice and Access	181
II.3.1.9. Vrije communicatie	184
II.3.2. België	190
II.4. Bestuursvertegenwoordiging	195
II.4.1. Ontslag en benoeming van bestuurders	196
II.4.1.1. Ontslag ad nutum	196
II.4.1.2. Jaarlijkse benoeming	200
II.4.1.3. Staggered boards	202
II.4.1.4. Plurality vs. majority voting	205
II.4.1.5. Cumulative vs. straight voting	209
II.4.2. Verband met proxy solicitation	213
II.4.2.1. Proxy access voor procedurewijzigingen	214
II.4.2.1.1. Aandeelhoudersvoorstel dat ‘relates to an election of directors’	214
II.4.2.1.2. Bindend voorstel vs. een ‘aanbeveling’	217
II.4.2.2. Proxy access voor nominaties	221
II.4.2.2.1. VS: nominatie als aandeelhoudersvoorstel	222
II.4.2.2.2. België: bindende voordracht	223
II.4.2.2.3. Noodzaak van sollicitatie	224
II.4.2.2.4. Rule 14a–11: proxy access voor nominaties	226
II.4.2.2.4.1. Minimumparticipatiedrempel en minderheidsvertegenwoordiging	227

II.4.2.2.4.2. Vereiste kennisgeving	228
II.4.2.2.4.3. Geen empty ‘voting’	228
II.4.2.2.4.4. Geen controle-intentie	229
II.4.2.2.4.5. Opt-out	229
II.4.2.2.4.6. Short-posities	231
II.4.2.2.5. Amendering van Rule 14a-8	232
II.4.2.2.6. Delaware: Section 112 van de DGCL	232
II.4.2.3. Mogelijkheid tot short slate	234
II.4.2.4. Het komen tot een compromis	237
II.4.2.5. Withhold campaigns	238
II.4.3. Gevolgen van het bereiken van bestuursvertegenwoordiging	241
II.4.3.1. Toepassing van de short-swing profit rule	241
II.4.3.2. Verwerving van het statuut van ‘affiliate’	241
II.4.3.2.1. Onverhandelbaarheid van de effecten die door een ‘affiliate’ worden gehouden: de kwalificatie als ‘control securities’	242
II.4.3.2.2. Categorieën van ‘affiliates’	242
II.4.3.2.3. Control vs. restricted securities	243
II.4.3.2.4. Uitzondering op de onverhandelbaarheid van control en restricted securities: de transactiebeperkingen van Rule 144	244
II.5. Tussenkomst van de financiële tussenpersoon	246
II.5.1. Broker vote	247
II.5.1.1. Registratie ‘in street name’	247
II.5.1.2. Het Belgische KB nr. 62/De Belgische dematerialisatie . .	248
II.5.1.3. Discretionaire stemrechtuitoefening door de tussen- persoon	250
II.5.1.4. Broker vote in Europa: het ‘Depotstimmrecht’	255
II.5.2. Identificatie van de werkelijke aandeelhouder: NOBO’s en OBO’s	264
II.5.2.1. VS	264
II.5.2.2. Europa: plicht tot bekendmaking van de werkelijke aandeelhouder	269
II.5.2.2.1. De Richtlijn Aandeelhoudersrechten: onderscheid tussen aandelen die in deposito werden ontvangen en aandelen die voor een (anonieme) derde worden gehouden	270
II.5.2.2.2. Onderscheid tussen naamsaandelen en (geïmmobiliseerde) aandelen aan toonder/ gedematerialiseerde aandelen	271
II.5.2.2.3. Een NOBO/OBO-systeem naar Belgisch recht?	273

II.5.3. Overvoting	274
II.6. Empty voting	283
II.6.1. Empty voting door het gebruik van derivaten	284
II.6.2. Empty voting door record date capture	288
II.6.3. Remediëring	297
II.6.3.1. Onderwerping aan fiduciaire plichten	298
II.6.3.1.1. Wat zijn fiduciaire plichten?	298
II.6.3.1.2. Fiduciaire plichten van controlerende aandeelhouders naar Amerikaans recht	300
II.6.3.1.2.1. Freeze-outs	300
II.6.3.1.2.2. Verkoop van een controlepar- ticipatie	302
II.6.3.1.2.3. Partnerships en ‘private’ corporations	304
II.6.3.1.2.4. Handelingen van de raad van bestuur zijn feitelijk handel- ingen van de controlerende aandeelhouder	305
II.6.3.1.3. Fiduciaire plichten naar Belgisch recht?	306
II.6.3.1.4. Toch een voordeelsafdracht naar Belgisch recht?	313
II.6.3.1.5. Nietigheid vs. het moeten aantonen van een ‘onrechtmatig financieel voordeel ten nadele van de vennootschap’	314
II.6.3.1.6. Artikel 64, 3° W.Venn.	319
II.6.3.1.7. Toepassing op andere gevallen van ongewenst aandeelhoudersgedrag: greenmail	325
II.6.3.1.8. Conclusie	327
II.6.3.1.9. Het (Belgische) voorstel van R. Houben	327
II.6.3.1.10. Het Nederlandse artikel 2:8 BW (en art. 2:12 BW)	331
II.6.3.2. Kennisgeving	336
II.6.3.2.1. Via het proces van proxy solicitation	336
II.6.3.2.2. Via de transparantiewetgeving	339
II.6.3.2.2.1. Item 4 van Schedule 13D: ‘Purpose of transaction’	340
II.6.3.2.2.2. Naar een Europese ‘purpose’ opgave?	345
II.6.3.3. Het (Belgische) verbod op leeuwenbeding	352
II.6.3.4. Kwalificatie als vote buying	357

II.7. Omzeiling van de transparantiewetgeving	360
II.7.1. Constructie	360
II.7.2. Het waarom	364
II.7.3. Artikel 11 Uitvoeringsrichtlijn transparantie (art. 6 KB van 14 februari 2008)	365
II.7.4. Porsche/Volkswagen	374
II.7.5. Het voorstel voor een richtlijn tot wijziging van Richtlijn 2004/109/EG en (Commissie) Richtlijn 2007/14/EG	378
II.7.6 Interactie van ‘advance notice bylaws’	380
II.8. Onderling overleg	382
II.8.1. Relevant voor zowel de transparantiewetgeving als de overnamewetgeving	382
II.8.2. Omschrijving	383
II.8.3. Met de bieder of met de doelvennootschap samenwerken	384
II.8.4. Duurzaam gemeenschappelijk beleid	391
II.8.5. Gevolgen	397
II.8.5.1. Overnamewet	397
II.8.5.2. Transparantiewet	399
II.9. Activisme en marktmisbruik	401
II.9.1. Insider trading: is het handelen op basis van de eigen intentie handelen met voorwetenschap?	402
II.9.1.1. Onderscheid tussen eigen voorwetenschap en voorwetenschap over zichzelf	404
II.9.1.2. De Richtlijn Marktmisbruik en overweging 29	408
II.9.2. Insider trading: de relatie met investeringsbanken	415
II.9.3. Regulation FD (fair disclosure)	416
II.9.4. ‘Misappropriation’ in de verhouding activist en ‘vertegen- woordigende’ bestuurder	420
II.9.5. Short-swing profit rule	423
II.9.5.1. Directors, officers en +10% aandeelhouders	423
II.9.5.2. ‘Deputization’	426
II.9.5.3. Section 16 en onderling overleg	427
II.9.5.4. Aansprakelijkheid op basis van derivaten	428
II.9.5.5. Omzeiling van de transparantiewetgeving = omzei- ling van Section 16	430
II.9.5.6. Section 16(c): verbod op short sales	433
II.9.6. Marktmanipulatie	435
Conclusie deel II	437
<i>Bibliografie</i>	451
<i>Trefwoordenlijst</i>	477

LIJST MET AFGEKORTE WETGEVING

Volledige benaming	Verkorte weergave
Wet 20 december 2010 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders van genoteerde vennootschappen	Wet 20 december 2010
Wet 18 januari 2010 tot wijziging van de wet van 11 januari 1993 tot voorkoming van het gebruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld en de financiering van terrorisme, en het Wetboek van Vennootschappen	Wet 18 januari 2010
Wet 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	Transparantiewet
Wet 25 april 2007 houdende diverse bepalingen (IV)	Wet 25 april 2007
Wet 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen	Overnamewet
Wet 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt	Prospectuswet
Wet 14 december 2005 houdende afschaffing van de effecten aan toonder	Wet 14 december 2005
Wet 15 december 2004 betreffende financiële zekerheden en houdende diverse fiscale bepalingen inzake zakelijke-zekerheidsovereenkomsten en leningen met betrekking tot financiële instrumenten	Wet Financiële Zekerheden

Wet 3 augustus 2012 betreffende bepaalde vormen van collectief beheer van beleggingsportefeuilles	ICB-wet
Wet 2 augustus 2002 houdende wijziging van het Wetboek van Vennootschappen alsook van de wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen	Wet 2 augustus 2002 (Corporate Governance)
Wet 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten	Wet 2 augustus 2002
Wet van 6 april 1995 inzake het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen	Wet 6 april 1995
Wet 22 maart 1993 op het statuut van en het toezicht op de kredietinstellingen	Wet 22 maart 1993
Wet 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële markten	Wet 4 december 1990
KB 23 september 2008 tot vaststelling van bepaalde handelingen die marktmisbruik uitmaken	KB 23 september 2008
KB 14 februari 2008 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen	KB 14 februari 2008
KB 7 december 2007 met betrekking tot institutionele instellingen voor collectieve belegging met een veranderlijk aantal rechten van deelneming die als uitsluitend doel hebben de collectieve belegging in de in artikel 7, eerste lid, 2° van de wet van 20 juli 2004 bedoelde categorie van toegelaten beleggingen	KB 7 december 2007
KB 23 mei 2007 met betrekking tot de private privak	KB 23 mei 2007
KB 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen	KB 27 april 2007 (OvernameKB)
KB 12 januari 2007 betreffende het prudentiële toezicht op de instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening	KB 12 januari 2007

KB 12 november 2012 met betrekking tot bepaalde openbare instellingen voor collectieve belegging	KB 12 november 2012
KB 17 juni 1996 tot verruiming van de grenzen waarbinnen de kredietinstellingen en beleggingsondernemingen aandelen en deelnemingen mogen bezitten	KB 17 juni 1996
Verordening (EU) Nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters	OTC-verordening
Verordening (EU) Nr. 236/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 14 maart 2012 betreffende short selling en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps	Short-selling-verordening
Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010	AIFM-richtlijn
Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (herschikking)	UCITS-richtlijn herschikking
Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen	Richtlijn Aandeelhoudersrechten
Richtlijn 2007/16/EG van de Commissie van 19 maart 2007 tot uitvoering van Richtlijn 85/611/EEG van de Raad tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) wat de verduidelijking van bepaalde definities betreft	Uitvoeringsrichtlijn UCITS

Richtlijn 2007/14/EG van de Commissie van 8 maart 2007 tot vaststelling van concrete uitvoeringsvoorschriften van een aantal bepalingen van Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten	Uitvoeringsrichtlijn transparantie
Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG	Transparantierichtlijn
Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten	MIFID-richtlijn
Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod	Overnamerichtlijn
Richtlijn 2003/71/EG van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG Zie ook: Richtlijn 2010/73/EU van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van Richtlijn 2003/71/EG betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten (omzetting tegen 1 juli 2012)	Prospectusrichtlijn

Richtlijn 2003/41/EG van het Europees Parlement en de Raad van 3 juni 2003 betreffende de werkzaamheden van en het toezicht op instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening	Richtlijn 2003/41/EG
Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik)	Richtlijn Marktmisbruik
Richtlijn 85/611/EEG van de Raad van 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's)	UCITS-richtlijn

INLEIDING

1. Algemeen wordt aangenomen dat het eerste hedge fund werd opgericht door Alfred Jones in de jaren 50 van de vorige eeuw. Nu, anno 2011, is de eerste regelgeving die hedge funds (of althans de beheerders daarvan) onder een algemeen regelgevend statuut brengt, een feit: op 1 juli 2011 werd de AIFM-richtlijn in het *Publicatieblad van de Europese Unie* bekendgemaakt; op 21 juli 2010 ondertekende president Obama de Dodd-Frank Act. Beide regelingen voeren een registratieplicht (onder de AIFM-richtlijn een *vergunning* voor de systeemrelevante entiteiten en een notificatie voor de niet-systeemrelevante fondsen) voor de beheerders van hedge funds in. Na de kredietcrisis werd het immers als noodzakelijk beschouwd om ook voorheen niet-gereguleerde financiële actoren in een regelgevend kader in te passen.¹ Toch kwamen de nieuwe regels niet echt als een verrassing. Ook vóór de kredietcrisis gingen geregeld stemmen op om hedge funds onder één of andere vorm van regulering te brengen. Toen hedge fund LTCM in 1998 door een consortium onder leiding van de Amerikaanse Federal Reserve moest worden gered, deed dat bijvoorbeeld ernstige vragen rijzen over het gevaar van het gebruik van (een teveel aan) schuldfinanciering voor de stabiliteit van het financiële systeem.² De roep naar meer regulering is anderzijds ingegeven door een aantal bekommernissen van vennootschapsrechtelijke aard. Zo is er reeds veel inkt gevloeid over de vraag of de pogingen tot beïnvloeding van het bestuur, met inbegrip van de publicatie van open brieven gericht aan dat bestuur (zie bv. de ABN AMRO casus), gezien moeten worden als ‘vaccin’ of toch eerder als ‘virus’?³

¹ HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU, report 25 februari 2009, p. 23, 85 (de Larosière-rapport).

² Zie het rapport van THE PRESIDENT’S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, “Hedge funds, leverage and the lessons of Long-Term Capital Management”, april 1999, 43 p., beschikbaar via www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/Documents/hedgfund.pdf.

³ Zie de titel van de bijdrage van R.H. MAATMAN en G.T.M.J. RAAIJMAKERS in het Nederlandse tijdschrift *Ondernemingsrecht* (2006-2007): “Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?” (256-262).

ONDERZOEKSVRAGEN EN OPBOUW VAN HET ONDERZOEK

DEEL I. BEGRIPSOMSCHRIJVING, STRUCTUUR EN RISICO'S

2. Hedge funds hebben in de financieel- en vennootschapsrechtelijke literatuur de voorbije jaren toenemende aandacht genoten. Opvallend is evenwel het gebrek aan een eenduidige begripsomschrijving van een hedge fund. Waarom wordt het ene fonds als een klassiek vehikel voor collectieve belegging beschouwd en het andere aangemerkt als een hedge fund? Tot nog toe bestaat in de literatuur geen algemeen aanvaarde definitie van een 'hedge fund'. Ook in regelgeving wordt de term doorgaans niet gedefinieerd⁴ of wordt een dusdanig algemene omschrijving gegeven dat ook andere vehikels voor collectieve belegging, zoals private equity-fondsen, eronder kunnen worden gevat.⁵ In een eerste onderdeel wordt dan ook gepoogd een min of meer sluitende (positieve) omschrijving te geven van het begrip hedge fund. Vooraleer onderzocht kan worden of er voor bepaalde financiële actoren een behoefte aan regulering bestaat, is het immers noodzakelijk om die actoren eerst te identificeren.

3. Aansluitend op de poging tot begripsomschrijving wordt in een tweede onderdeel gefocust op de juridische structuur die gebruikelijk door hedge funds wordt aangenomen. De bespreking van de verschillende functies binnen die structuur, zoals het management/beheer en de bewaarneming, vormt tevens een inleiding op de later aan bod te komen Europese AIFM-richtlijn. Kenmerkend voor de AIFM-richtlijn is immers dat zij een vergunningsplicht invoert voor de beheerder van het fonds, en niet voor het fonds zelf. Bovendien is een niet onbelangrijk deel van de richtlijn gewijd aan de verplichte aanstelling van een bewaarder.

4. Het is niet alleen noodzakelijk om te weten *wat* moet worden gereguleerd, maar ook *waarom* er voor een bepaald fenomeen een behoefte aan regulering bestaat. In een derde onderdeel wordt dan ook een overzicht gegeven van de belangrijkste risico's die geacht worden voort te vloeien uit de activiteiten van hedge funds. Die risico's zijn in de eerste plaats van macroprudentiële aard. Zo kan een teveel aan schuldfinanciering, in het bijzonder in combinatie met een toenemend aantal verzoeken tot uittrede, tot dumpverkopen of 'firesales' leiden die neerwaartse druk uitoefenen op de financiële markten. Zo ook kan de praktijk

⁴ Zo werd door IOSCO in 2006 geconcludeerd dat: "No surveyed jurisdiction [20 SC5 members] has a comprehensive, legal definition of 'hedge fund'" (IOSCO (TECHNICAL COMMITTEE), "The Regulatory Environment for Hedge Funds: A Survey and Comparison", maart 2006, 7, beschikbaar via www.iosco.org).

⁵ Zie bv. de definitie van een abi (alternatieve beleggingsinstelling) in de AIFM-richtlijn.

van geruchtenverspreiding in het kader van short selling een ernstige bedreiging vormen voor de stabiliteit van het financiële systeem: solvabele entiteiten worden plots als insolabel gepercipieerd, wat niet alleen resulteert in sterk dalende koersen, maar mogelijk ook een vertrouwenscrisis veroorzaakt. Ook wat de bescherming van de belegger (microniveau) betreft, wordt onderzocht of er specifieke reguleringsnoden bestaan. In dat verband is rekening te houden met de specifieke omstandigheid dat de belegger doorgaans geacht kan worden over de nodige kennis en ervaring te beschikken om op geïnformeerde wijze over het investeren in een hedge fund te beslissen.

5. Het laatste onderdeel onderzoekt, binnen de Europese context, of de AIFM-richtlijn een adequaat antwoord biedt op de traditioneel met hedge funds geassocieerde risico's. Tevens wordt nagegaan wat de gevolgen van de richtlijn zijn voor de Belgische fondsenreglementering.

DEEL II. ACTIVISME

6. Uit de ijver die beleidsmakers en academici vandaag aan de dag leggen om voor hedge funds een regelgevend kader te ontwerpen, kan alvast één ding worden afgeleid: hedge funds worden duidelijk als een bijzonder type van investeerders beschouwd. Dat hedge funds geen 'gewone' aandeelhouders zijn, komt misschien nog het best tot uitdrukking in het debat met betrekking tot activisme.

Anders dan de klassieke institutionele beleggers maken hedge funds actief (vandaar de term 'activisme') gebruik van hun aandeelhoudersrechten om een invloed uit te oefenen op het ondernemingsgedrag. Doorgaans is *hun* visie op de onderneming daarbij tegengesteld aan die van de raad van bestuur/het management. Het is nu net die tegenstelling die er in het verleden reeds voor gezorgd heeft dat hedge funds ook al eens als 'locusts' werden bestempeld.⁶ De raad van bestuur heeft bij zijn beslissingen immers steeds het vennootschapsbelang voor ogen; hedge funds die tegen die beslissingen ingaan, zijn dan ook enkel en alleen maar geïnteresseerd in de korte termijn.

Vraag is evenwel of een dergelijke opvatting houdbaar is. Wanneer hedge funds ageren tegen het bestuursvoorstel, dan doen zij dat in de eerste plaats middels hun stemrecht. Uiteraard kan het stemrecht, zoals elk ander recht, worden misbruikt, maar wordt in het activismedebat niet al te vlug vergeten dat het om een *recht* gaat? Is het niet zo dat, behoudens misbruik, aandeelhouders perfect gerechtigd zijn om te stemmen in de richting die *zij* verkiezen? Eigenlijk is een gemengde invulling van het stemrecht (het stemrecht is deels een prerogatief,

⁶ Naar een uitspraak van de Duitse politicus Franz Müntefering. Die uitspraak kwam er nadat Deutsche Börse onder druk van hedge fund TCI zijn plannen om de London Stock Exchange over te nemen, had moeten laten varen.

deels een functioneel recht) reeds een stap te ver: “Immers, hoe kan een vennoot zijn stemrecht zowel in zijn persoonlijk belang als in het vennootschapsbelang, dat per hypothese verschillend is, uitoefenen”.⁷

Het uitoefenen van stemrecht is één ding, het uitoefenen van druk op de raad van bestuur een ander. De aandeelhouder mag dan wel gerechtigd zijn in de ene of de andere richting te stemmen, maar kan ook worden aanvaard dat hij het door hem gewenste ondernemingsgedrag probeert af te dwingen via de publicatie van open brieven? Open brieven met daarin kritiek aan het adres van de raad van bestuur en de uiteenzetting van voorstellen over hoe de vennootschap dan wél zou moeten worden geleid. Kan bijvoorbeeld worden toegelaten dat de aandeelhouder oproept om *tegen* (of misschien juist *voor*) een bepaalde synergietransactie te stemmen, terwijl hij in de vennootschap waarmee die synergietransactie moet plaatsvinden, óók een belang heeft of terwijl hij het economische risico dat voor hem als aandeelhouder met de transactie is verbonden, heeft afgedekt (‘empty voting’)? Kan trouwens überhaupt worden aanvaard dat een aandeelhouder die niet langer een economisch belang in de vennootschap bezit, gerechtigd is te stemmen?

7. In deel II, dat het zwaartepunt van dit boek vormt, wordt op de problematiek rond activisme dieper ingegaan. Daarbij werden de twee door CAHN en DONALD en KRAAKMAN *et al.* naar voren geschoven vennootschapsrechtelijke technieken die een activistische aandeelhouder ter beschikking staan om zijn ongenoegen met het huidige beleid van de vennootschap kenbaar te maken, als uitgangspunt genomen: de uitoefening van zijn ‘decision rights’ (met als centraal gegeven de volmachtensollicitatie) aan de ene kant en de uitoefening van zijn ‘appointment rights’ (het ontslag en de benoeming van bestuurders en de daaruit voortvloeiende bestuursvertegenwoordiging) aan de andere kant.

8. De problematiek rond activisme betreft nochtans niet alleen louter vennootschapsrechtelijke vraagstukken, maar heeft ook raakvlakken met aspecten van financieelrechtelijke aard. De impact van de discretionaire stemuitoefening door de tussenpersoon (in de VS de ‘broker vote’; in Duitsland het ‘Depotstimmrecht’) op de (beslissingen van) de algemene vergadering kan bijvoorbeeld niet los gezien worden van de wijze waarop een groot deel van de aandelen in publieke vennootschappen wordt gehouden, namelijk als een recht van mede-eigendom in een massa van centraal gehouden en vervangbare effecten. Zo ook houdt het fenomeen van overvoting of de constructie van empty voting verband met de ontwikkeling van nieuwe financiële producten.

⁷ D. VAN GERVEN, “De gelijkheid en de gelijke behandeling van vennoten onder Belgisch recht” in H.J. DE KLUIVER en J. WOUTERS, *Beginnselen van vennootschapsrecht in binationaal perspectief*, Antwerpen, Intersentia, 1998, (151) 160.

9. De verwevenheid van een vennootschapsrechtelijke problematiek met aspecten van financieelrechtelijke aard heeft ook een weerslag op de vraag naar regulering, meer in het bijzonder op de vraag in welke rechtstak de meest adequate oplossing voor een bepaald ‘probleem’ kan worden gevonden. Dient empty voting bijvoorbeeld te worden verholpen door een verbreding van het concept van de fiduciaire plichten of (naar Belgisch recht) de invoering van een belangenconflictenregeling voor aandeelhouders? Of kan daarentegen meer heil worden verwacht van de introductie (in de Europese transparantiewetgevingen) van een kennisgevingsplicht naar Amerikaans model?

10. Activisme is uiteraard niet beperkt tot hedge funds alleen. Iedere aandeelhouder kan in principe gebruikmaken van de technieken die het vennootschapsrecht ter beschikking stelt om zich op activistische wijze te gedragen. Alleen gebeurt dat blijkbaar niet, of althans niet in dezelfde mate of op dezelfde wijze als bij hedge funds. In deel II wordt dan ook eerst nagegaan *waarom* hedge funds eerder een activistische gedragswijze zullen (of beter *kunnen*) ontwikkelen dan de klassieke (institutionele) investeerder.

METHODOLOGIE

11. **Juridisch onderzoek** – Bedoeling is niet zozeer het formuleren van empirisch onderbouwde conclusies binnen het economische onderzoek, als wel een antwoord te bieden op de vraag hoe een aantal van de met hedge funds verbonden ‘problemen’ juridisch kunnen worden ondervangen. Dat neemt niet weg dat ook de meer economisch georiënteerde literatuur een plaats heeft in dit boek. De vraag hoe regelgeving tegemoet kan komen aan een bepaald probleem, vertrekt immers noodgedwongen van de veronderstelling dat er een probleem *is*.

12. **Aanvulling op de klassieke juridische bronnen** – Naast de klassieke juridische bronnen (wetgeving, rechtspraak en rechtsleer) werden ook beleidsdocumenten en rapporten in het onderzoek betrokken. Die laatste hebben immers niet zelden de verdienste dat zij vertrekken van het probleem zoals dat zich voordoet in de praktijk. Zo kan het debat rond (naked) short selling niet zinvol worden gevoerd, zonder eerst een inzicht te hebben verworven in het mechanisme van verrekening en vereffening (‘clearing en settlement’). De uitgebreide achtergrondinformatie bij de ‘proposed’ en ‘final rules’ van de SEC kunnen in dat verband van een bijzonder belang worden geacht. Ook de praktijk zelf vormt een belangrijke bron van informatie. Zo zijn (de via EDGAR beschikbare) proxy statements (en Schedules 13D) van onschatbare waarde om meer inzicht te verwerven in de wijze waarop de diverse activistische ‘technieken’ worden ‘gehanteerd’. Daarnaast werd

ook de financiële pers op de voet gevolgd. Dat maakte het mogelijk theoretische beschouwingen te onderbouwen met anekdotische gegevens.

13. Rechtsvergelijkend perspectief – In deel I wordt in de eerste plaats aandacht besteed aan de regelgeving op EU-niveau: de UCITS-richtlijn, (het voorstel voor) de Short-selling-verordening en de AIFM-richtlijn. Wat de reguleringsdomeinen betreft die niet werden geharmoniseerd, zoals de verhandeling van ICB's in een private placement-kader, werd vooral de situatie in België, Luxemburg en de UK onderzocht. De keuze voor België ligt voor de hand. Voor Luxemburg en de UK werd geopteerd omdat zij op Europees vlak nu eenmaal één van de leidende jurisdicties voor de domicilie van hedge funds zijn.

In deel II ligt de nadruk op de situatie in de VS. Een belangrijke markt voor de activiteiten van hedge funds is immers de Amerikaanse markt. De VS beschikken dan ook over sterk ontwikkelde kapitaalmarkten die het investeren in Amerikaanse vennootschappen niet alleen aantrekkelijk maken, maar bovendien ook vaak de motor zijn van financiële innovatie. Een onderzoek naar de regulering van hedge funds kan dan ook niet om de talrijke Amerikaanse bronnen heen, zowel wat de regelgeving op zich betreft, als de ontwikkelingen in de rechtspraak en de reflecties in de doctrine. Omdat de VS beschikken over een financieelrechtelijk reguleringsapparaat⁸ dat zowel in de breedte als in de diepte uitermate gedetailleerd werd uitgewerkt, wordt in dit proefschrift vaak vertrokken vanuit een Amerikaanse invalshoek. Dat is geenszins een pleidooi voor de superioriteit van het Amerikaanse recht, alleen kan na onderzoek van de Amerikaanse bronnen niet anders worden geconcludeerd dan dat voor vele Europese 'problemen' reeds een Amerikaanse oplossing bestaat. Verrassend genoeg moet vervolgens worden vastgesteld dat de wortels van die oplossing ook in het Europese dan wel het lidstatelijke recht kunnen worden aangetroffen, met dit verschil dat zij tot nu toe te weinig als dusdanig werden geïdentificeerd en dan ook nog niet tot hun volle potentieel zijn kunnen komen. Het is precies aan dat laatste waaraan dit onderzoek hoopt een bijdrage te kunnen leveren.

⁸ Waartoe ook de procedure van 'proxy solicitation' behoort. Naar Belgisch recht is die procedure daarentegen vormgegeven in het W.Venn. (art. 548-549).