

Bijlage 3. Loyaliteits aandelen

Aan : Expertgroep Modernisering NV-recht
Datum : Juli 2022
Over : Loyaliteits aandelen

Hieronder volgen enkele aandachtspunten die bij de beoordeling van loyaliteits aandelen (en de wenselijkheid van een wettelijke regeling daarvoor) kunnen worden betrokken.

Aspecten van de Franse situatie (incl. studies naar de effecten) zijn in het onderstaande verweven. Een overzicht van de Franse regelingen is opgenomen in de bijlage.

Deel 1 – achtergrond en context

Aanleiding voor het advies. De aangenomen motie-Nijboer c.s. uit september 2020 verzoekt het kabinet voorstellen te doen om ‘loyaliteits aandelen te stimuleren’. Men wil daarmee een lange termijn benadering bevorderen en korte termijn handelen tegengaan.¹ De toenmalige minister voor Rechtsbescherming deelde vorig jaar mede de behoefte aan de invoering van een wettelijke regeling voor loyaliteits aandelen te inventariseren.²

In 2021 kwam de toenmalige Expertgroep met een verdeeld advies over de mogelijke invoering van een wettelijke regeling voor loyaliteits aandelen.³ Een meerderheid pleitte voor een wettelijke regeling. Dit zou de rechtszekerheid ten goede komen en beantwoorden aan een wens tot regulering van het verschijnsel loyaliteits aandelen. Er waren ook stemmen die betwijfelden of loyaliteitsstructuren daadwerkelijk een prikkel voor aandeelhouders vormen om hun aandelen voor langere tijd aan te houden. Binnen de meerderheid van de Expertgroep die pleitte voor een wettelijke regeling bestond geen overeenstemming over hoe die wettelijke regeling er dan zou moeten uitzien.⁴

Nader onderzoek was dus geboden. De huidige minister voor Rechtsbescherming zegde in zijn voortgangsbrief van juni 2022 toe om de vraag naar de eventuele invoering van loyaliteits aandelen te betrekken in het moderniseringsproces van het NV-recht.⁵

Herkomst van het idee van loyaliteits aandelen. Het idee van loyaliteits aandelen komt uit het buitenland, met name Frankrijk. In veel landen ging men in de 19^{de} eeuw als basisregel voor stemrecht in kapitaalvennootschappen over van het systeem ‘één stem per vennoot (aandeelhouder)’ naar het systeem ‘één stem per aandeel’. Die regel was veelal dwingend; afwijkingen werden slechts beperkt toegelaten. Als een uitzondering liet een aantal landen (al dan niet beperkt) stemrechtloze aandelen toe. In de jaren 1930 werd in Frankrijk een afwijking van het ‘één stem per aandeel’-principe geïntroduceerd in de vorm van een loyaliteitsstemrechtregeling. De statuten van de vennootschap mochten aan de aandeelhouder, voor de aandelen die deze ten

¹ [Kamerstukken II 2019/20, 35 367, nr. 17](#). In 2009 passeerde een vergelijkbare motie de revue. Zie [Kamerstukken II 2008/09, 31 371, nr. 197](#). Zie hierover ook De Jongh, *Ondernemingsrecht* 2009/105, §1.2.

² [Kamerstukken I 2020/21, 35 367, E, p. 2](#).

³ [Advies Modernisering NV-recht d.d. 30 maart 2021, p. 3](#).

⁴ [Advies Modernisering NV-recht d.d. 30 maart 2021, p. 22](#).

⁵ [Brief van de minister voor Rechtsbescherming d.d. 27 juni 2022, Voortgang van de modernisering van het ondernemingsrecht](#). Zie ook: [Kamerstukken II 2020/21, 29 752, nr. 14, p. 3-4](#).

minste twee jaar lang hield, dubbel stemrecht (twee stemmen per aandeel) toekennen. In de jaren 1960 kwam daar de Franse wettelijke regeling bij die toelaat dat de statuten van een vennootschap bepalen dat op ten minste twee jaar lang gehouden aandelen (ook) een dubbel dividend wordt betaald. In 2014 (loi Florange) is voor beursvennootschappen de Franse wettelijke stemrechtregeling omgedraaid, waardoor nu geldt dat op aandelen die ten minste twee jaar worden gehouden, dubbel stemrecht kan worden uitgeoefend tenzij de statuten anders bepalen. Veel beursvennootschappen hebben vervolgens de statuten aangepast om het (nieuwe) loyaliteitsstemrecht alsnog statutair uit te sluiten; vooral beursvennootschappen met staatsdeelnemingen zijn niet afgeweken van de nieuwe wettelijke regeling.

Onder andere kennen ook Italië en België een wettelijke regeling voor loyaliteitsstemrecht. Deze regelingen komen (min of meer) overeen met de oude Franse regeling (dus loyaliteitsstemrecht na een bepaalde periode, indien de statuten dat bepalen).

Het idee achter loyaliteitsstemrecht (en loyaliteitsdividend) is dat dit aandeelhouders aanmoedigt hun aandelen langer aan te houden dan zij anders zouden doen (zo kunnen zij meervoudig stemrecht verwerven en vervolgens vasthouden). Een neiging tot het profiteren van incidentele beurskoers stijgingen zou zo worden getemperd en de aandeelhouders zouden zo meer belang krijgen om bij de vennootschap het creëren van (aandeelhouders)waarde op de lange (in plaats van korte) termijn aan te moedigen.

Hebben loyaliteitsaandelen het bedoelde effect? Er zijn intussen internationaal verschillende studies uitgebracht over de vraag of wettelijke regelingen voor loyaliteitsaandelen het gewenste effect sorteren. De studies tenderen ernaar dat kleine aandeelhouders geen meerwaarde zien in dubbel stemrecht omdat zij hoe dan ook geen betekenisvolle machtspositie hebben en het verkrijgen van dubbel stemrecht wel administratieve rompslomp meebrengt (men moet registreren om de duur van het houderschap te kunnen monitoren). Institutionele beleggers aarzelen ook, mede omdat de registratieplicht de liquiditeit van het aandeel vermindert (wil men het aandeel op de beurs verkopen, dan moet het eerst ge-deregistreerd worden wat bij de verkoop vertragend werkt). Controlerend aandeelhouders (zoals bij vennootschappen die door een familie gecontroleerd worden) profiteren wel van het loyaliteitsstemrecht.

Enkele belangrijke studies zijn:

SSRN-id2625926. Dallas/Barry, Long-term Shareholders and Time-Phased Voting.

SSRN-id2574236. Ventoruzzo, The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat, 2015.

Michigan Law Review 2019, Chiara Mosca, Should Shareholders be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge between Tenured Voting and Takeover Law.

SSRN-id2740538. Berger, Davidoff Solomon, Benjamin, Tenure Voting and the U.S. Public Company, 2017.

SSRN-id3166494. Becht, Kamisarenka, Pajuste, Loyalty Shares with Tenure Voting – does the default rule matter? Evidence from the loi Florange experiment, 2020.

SSRN-id3324237. Bourveau, Brochet, Garel, The Capital Market Consequences of Tenure-Based Voting Rights: Evidence from the Florange Act, 2021.

SSRN-id4067796. Ghezzi, Mosca, Passador, Rereading the “One Share One Vote Principle”, 2022: Is It Also A Matter Of Competition?

SSRN-id3475429, Belot, Ginglinger, Starks, Encouraging Long-Term Shareholders the Effects of Loyalty Shares with Double Voting Rights, 2019/2022.

EY-rapport 2020, Study on directors' duties and sustainable corporate governance, 2020.

Deel 2 – Overwegingen voor Nederland

Flexibiliteit Nederlands vennootschapsrecht. Anders dan als grondslag voor het dividend- en stemrecht heeft de nominale waarde van een aandeel onder Nederlands recht maar heel weinig materiële betekenis. Van deze flexibiliteit van het Nederlands recht wordt in de praktijk ook veelvuldig gebruik gemaakt. Het Nederlandse recht biedt aldus veel ruimte voor statutaire regelingen met loyaliteitsstemrecht en andere vormen van stemrechtdifferentiatie.

De Nederlandse jurisprudentie bevestigt een grote flexibiliteit. Uit de DSM-uitspraak van de Hoge Raad (2007) volgt dat ook midstream een loyaliteitsregeling (i.c. loyaliteitsdividend) kan worden ingevoerd. Dit is niet a priori in strijd met het gelijkheidsbeginsel,⁶ maar aan welke voorwaarden een regeling precies moet voldoen om toelaatbaar te zijn, is uit die uitspraak niet duidelijk en ook sedertdien onduidelijk gebleven. Uit de Mediaset/Vivendi-uitspraak van Gerechtshof Amsterdam (2020) volgt dat het proportionaliteitsbeginsel in midstream-situaties⁷ grenzen kent.⁸ Het betrof een situatie waarin het te verwachten feitelijk effect van de (sterk disproportionele) meervoudig-stemrechtregeling die werd voorgesteld niet in overeenstemming was met het doel dat de regeling volgens het voorstel moest dienen. In feite probeerde de ene grootaandeelhouder ten koste van de andere grootaandeelhouder de macht te grijpen.

Het doel van een wettelijke regeling voor loyaliteits aandelen. Voor het toelaten van loyaliteits aandelen lijkt een wettelijke regeling zoals gezegd niet nodig. De wet zou loyaliteitsregelingen wel kunnen opleggen (al dan niet met een opt-out; vgl. de huidige Franse regeling voor loyaliteitsstemrecht), of beperken (door grenzen te stellen aan meervoudig stemrecht). Een ander doel van een wettelijke regeling zou nog kunnen zijn om de rechtszekerheid te bevorderen.

Stakeholder-model. Het Nederlands recht gaat uit van het stakeholder-model. Lange-termijn aandeelhouderschap wordt niet gezien als doel op zichzelf, maar als een middel dat mogelijkerwijs (en afhankelijk van de situatie) kan bijdragen aan lange termijn waardecreatie, waarbij 'waarde' wordt opgevat als breder dan alleen financiële waarde voor aandeelhouders. Ook niet-financiële waarde en waarde voor andere stakeholders dan aandeelhouders tellen mee. Naast de kanttekeningen bij loyaliteitsstemrecht die al zijn genoemd, rijst dus de vraag in wiens belang het extra stemrecht wordt gegeven. Het mogelijk effect van loyaliteitsstemrecht, het consolideren of versterken van de macht van een controlerend aandeelhouder, is niet per se in het maatschappelijk belang of het belang van de vennootschappen waarin zij die macht uitoefenen.

Vergelijking met andere instrumenten. Loyaliteits aandelen worden in discussies over verschillende rechten van verschillende aandeelhouders wel geacht een belang van de vennootschap te dienen. Alhoewel nu niet aan de orde, moet worden onderkend dat er ook andere instrumenten zijn die verschillende aandeelhouders verschillende rechten kunnen geven. Daarbij kan onder andere worden gedacht aan prioriteits aandelen, beschermingsprefs, certificering van aandelen, stemrechtloze aandelen of dual class shares. Het vennootschapsrechtelijk menu biedt smaken van

⁶ [Hoge Raad 14 december 2007, ECLI:NL:HR:2007:BB3523, NJ 2008/105 m.nt. J.M.M. Maeijer \(DSM\)](#)

⁷ Het betrof een juridische fusie; materieel was het midstream.

⁸ [Hof Amsterdam 1 september 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:2379 \(Vivendi/Mediaset\)](#).

aandelen die geen stemrecht geven tot aandelen die heel veel stemrecht geven en alles daar tussen in. In dergelijke structuren kunnen afhankelijk van de uitwerking het eigen belang van een aandeelhouder, het vennootschapsbelang of het belang van andere stakeholders worden benadrukt. In een verdere discussie over modernisering van het NV-recht zou nog nader aandacht kunnen worden besteed aan de verschillende instrumenten en de vraag of er reden is begrenzings aan verschillen in stemrecht te stellen.

Bijlage - De Franse wettelijke regeling:

De Franse regeling voor de SA. Het navolgende is ontleend aan de hierna genoemde wetsbepalingen en *Mémento Pratique Francis Lefebvre, Sociétés commerciales* (éd. 2018), no. 47710-47900 (aantal stemmen), 60510 (SAS), 67783-67853 (prefs) en 76434-76437 (ongelijke dividenden).

Stemrecht van aandeelhouders is evenredig aan de nominale waarde van hun aandelen; wel kan het stemrecht per aandeelhouder worden gemaximeerd (art. L. 225-122 Code de commerce). In de statuten kan worden bepaald dat aan de aandeelhouder die aandelen ten minste twee jaar houdt, dubbel stemrecht toekomt; bij beursvennootschappen heeft de aandeelhouder die aandelen ten minste twee jaar houdt dubbel stemrecht tenzij de statuten anders bepalen (art. L. 225-123 Code de commerce). Deze regel voor beursvennootschappen geldt sinds de Loi Florange uit 2014.⁹ Het dubbel stemrecht kan bij de beursvennootschap slechts terzijde worden gesteld bij ava-besluit genomen met een twee/derde meerderheid. Bovendien is voor afwijking van het wettelijk dubbel stemrecht de instemming vereist van de vergadering van houders van dubbel stemrecht (art. L. 225-99, al 2 Code de commerce). Bij de gewone SA kan één/derde van de stemmen de invoering van het dubbele stemrecht blokkeren.

Het nominale bedrag van aandelen kan in de statuten worden vastgelegd, maar dat is niet meer verplicht (art. L. 228-8 Code de commerce).¹⁰

Er zijn in Frankrijk allerhande bijkomende regels en doctrine, zoals over de start van de twee-jaartermijn in geval van conversie van aandelen, bijstempelen, fusie en splitsing, het geval waarin verkrijgen of verliezen van dubbel stemrecht ‘zeggenschap’ in de zin van openbaar bod-regels meebrengt, de vraag of vervreemde aandelen zoveel mogelijk van de nieuwste aandelen (waarvoor de 2 jaar termijn nog niet is afgelopen) mogen worden afgetrokken, etc. Het meervoudig stemrecht geldt slecht voor aandelen op naam en eindigt van rechtswege wanneer het aandeel aan toonder wordt gesteld (art. L. 225-124 Code de commerce).¹¹

Preferente aandelen kunnen met en zonder stemrecht worden uitgegeven; aan prefs kunnen “*droits particuliers de toute nature*” worden verbonden (art. L. 228-11 Code de commerce). Het stemrecht kan ook worden verleend voor een bepaalde of bepaalde tijd. Aan houders van prefs kunnen niet alleen bijzondere financiële rechten worden toegekend, maar ook niet-financiële, zoals versterkte rechten op financiële informatie, het recht om op gezette tijden een audit te laten uitvoeren, het toekennen van zetels in bestuur en raad van commissarissen, en het recht om een medecontroleaccountant te benoemen.¹² Stemrecht op prefs kan voor bepaalde of bepaalde tijd worden uitgesloten. Ook voor prefs met stemrecht geldt de hierboven besproken dubbel stemrecht regeling (zie de verwijzing in art. L. 228-11 naar de art. L. 225-122 e.v.), maar dat is dus alleen van belang voor zover stemrechtloze prefs (toch) stemrecht hebben. Prefs kunnen ook als prefs ‘*rachetables*’ (redeemable prefs) worden uitgegeven.¹³

⁹ Loi 2014-384 du 29 mars 2014, entrée en vigueur le 2 avril 2014. Tot deze Loi Florange gold dat op aandelen die ten minste twee jaar werden gehouden, dubbel stemrecht kon worden uitgeoefend *indien* de statuten dat bepaalden. De regel is in 2014 dus omgekeerd. Zie boven in Deel 1, onder “Herkomst van het idee van loyaliteitsaandelen”.

¹⁰ *Mémento Pratique Francis Lefebvre, Sociétés commerciales*, éd. 2018, no. 37570.

¹¹ Met op naam wordt op rechtstreekse inschrijving in het aandeelhoudersregister bedoeld, en niet op aandelen ten name van Euroclear of een andere tussenpersoon in een giraal aandelensysteem. Over dematerialisatie van aandelen, zie *Mémento Pratique Francis Lefebvre, Sociétés commerciales*, éd. 2018, no. 62100 e.v.

¹² Of prefs in Frankrijk ook zonder een of andere *financiële* preferentie kunnen, is niet duidelijk.

¹³ *Mémento Pratique Francis Lefebvre, Sociétés commerciales*, éd. 2018, no. 67840 e.v.

Het voorstel voor de Loi Pacte voorzag in verdere versoepeling van de stemrechtregels voor niet-beursvennootschappen. Daardoor zouden bij SA en SAS (niet-beurs) dubbel stemrecht en zelfs meervoudig stemrecht op bepaalde aandelen al bij oprichting toegekend kunnen worden.

Stemrechtloze prefs mogen niet meer vertegenwoordigen dan (i) 25% van het 'capital social' van een beursvennootschap; (ii) 50% van het 'capital social' van een andere vennootschap (art. 228-11, al 3 Code de commerce).¹⁴ Na oprichting is voor de uitgifte van prefs, en voor conversie in gewone aandelen of prefs van een andere soort, een besluit van de ava nodig; daarvoor dient bij de sa eerst een (bestuursrapport en) accountantsrapport over de voorgenomen uitgifte aan de ava te worden overgelegd (art. L. 228-12 en 228-14 Code de commerce). Bij een besluit tot conversie van gewone aandelen in prefs mogen de houders van de te converteren aandelen zelf niet meestemmen (art. L. 228-15 Code de commerce).

De statuten kunnen voor de winstgerechtigdheid een basis geven die afwijkt van het uitgangspunt dat ieders winstrecht evenredig is aan ieders inbreng, behoudens het verbod op de societas leonina (art. 1844-1, al. 2 Code civil). Bij de SA kan ook worden bepaald dat aan bepaalde aandelen (zgn. preferente aandelen) sterkere winstrechten zijn verbonden dan aan andere.

Bepaalde vennootschappen, die trouwe aandeelhouders willen belonen, hebben in hun statuten een clause die erin voorziet dat op elk aandeel dat gedurende een bepaalde tijd op naam van eenzelfde aandeelhouder staat, recht geeft op een verhoogd dividend ten opzichte van de andere aandelen. Om misbruik te voorkomen, is een dergelijke verhoogd dividend regeling bij vennootschappen op aandelen aan de volgende voorwaarden onderworpen (art. L. 232-14, al. 1 Code de commerce):

- De aandeelhouder moet de aandelen ten minste twee jaar op zijn naam (in het aandeelhoudersregister) houden per het einde van het betrokken boekjaar en dan ook nog ten tijde van de dividendbetaling;
- De statutaire verhoging van het dividend, die door een buitengewoon aandeelhoudersbesluit moet worden bepaald, mag niet meer bedragen dan 10%;
- Bij een beursvennootschap mag het aantal aandelen dat recht geeft op het verhoogde dividend bovendien voor eenzelfde aandeelhouder niet groter zijn dan 0,5% van het aandelenkapitaal van de vennootschap;
- Een verhoogd dividend mag niet worden toegekend voordat twee jaar zijn verlopen na afloop van het boekjaar waarin de statutaire regeling werd ingevoerd;
- Heeft een aandeelhouder oude en nieuwe aandelen en vervreemdt hij er enkele, dan worden die eerst van de nieuwe aandelen afgetrokken (volgens het *Mémento Pratique*);
- Het verhoogde dividendrecht vervalt (volgens het *Mémento Pratique*) in geval van erfopvolging, verdeling van een gemeenschap en dergelijk, omdat (anders dan bij het dubbele loyaliteitsstemrecht) een wettelijke basis voor doortellen van het houderschap ontbreekt;
- De ava kan (volgens het *Mémento Pratique*) de verhoogde dividend regeling niet afschaffen zonder instemming van de groep aandeelhouders die er op dat moment aanspraak op maakt (art. L. 225-99, al. 2 Code de commerce).
- Voor invoering van een verhoogd dividend regeling gelden geen bijzondere publiciteitsvereisten (anders dan de eisen die in het algemeen voor een statutenwijziging gelden).

¹⁴ Deze maximum percentages staan nu, in juli 2022, nog in de wet. Let op, 'capital social' lijkt niet eenvoudig te kunnen worden vertaald met maatschappelijk kapitaal.

- Hoewel het belang van de regeling beperkt is, gezien het plafond van 10%, verbiedt niets om de wettelijke regeling ook bij de SAS toe te passen.

./