

Vergaderjaar 2010–2011

**31 980**

**Parlementair onderzoek financieel stelsel**

**31 371**

**Kredietcrisis**

**Nr. 48**

**BRIEF VAN DE MINISTER VAN VEILIGHEID EN JUSTITIE**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 28 april 2011

De Minister van Financiën heeft in zijn brief van 22 december 2010 (Kabinetsreactie eindrapport Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel (commissie De Wit)) een separate brief toegezegd over het onderwerp belonen van langetermijnaandeelhouders, mede in het licht van de motie van de leden Van Geel, Hamer en Slob (Kamerstukken II, 31 371, nr. 197). Graag geef ik hierbij, mede namens de Minister van Financiën, uitvoering aan die toezegging. Daarnaast wordt met deze brief gevolg gegeven aan de motie Blanksma-van den Heuvel en Slob (Kamerstukken II, 31 980, nr. 25).

Het huidige recht laat reeds toe dat een naamloze vennootschap (hierna: NV) de aandeelhouders die gedurende langere tijd in de onderneming hebben geïnvesteerd, beloont met extra stemrecht of dividend zolang hun aandeelhouderschap voortduurt. De Hoge Raad heeft inzake DSM (HR 14 december 2007, LJN: BB3523) bevestigd dat het statutair toekennen van extra dividend aan aandeelhouders in beginsel mogelijk is. Statutair kan ook worden bepaald dat aan aandelen van een bepaalde klasse meer stemrecht is verbonden dan aan andere aandelen (loyaliteitsaandelen). Wel dient de vennootschap steeds het gelijkheidsbeginsel in acht nemen (vgl. artikel 2:92 BW en Kamerstukken II 2008/09, 31 083, nr. 26). In de praktijk is echter wel opgemerkt dat de huidige wetgeving teveel beperkingen inhoudt en dat onzekerheid bestaat over de voorwaarden waaronder van de mogelijkheden gebruik kan worden gemaakt. De hiervoor genoemde moties, waarin is verzocht loyaliteitsdividend en extra stemrecht voor trouwe beleggers beter wettelijk te verankeren, sluiten daar op aan.

### **Contouren van een wettelijke regeling**

Mijn departement heeft, naar aanleiding van de motie Van Geel, Hamer en Slob, de contouren van een wettelijke regeling uitgewerkt in overleg met de Ministeries van Financiën en van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie. Of een wettelijke regeling wezenlijk toegevoegde waarde heeft,

is nog niet duidelijk. Over het rondetafelgesprek dat ik in dit verband wil laten organiseren, kom ik aan het eind van deze brief terug.

Over de gedachtevorming tot nu toe merk ik het volgende op:

*a. Expliciet kan worden geregeld dat NV's extra stemrecht of extra dividend («loyaliteitsrechten») kunnen toekennen aan trouwe aandeelhouders.*

De wettelijke facilitering van langetermijnaandeelhouderschap zou vooral zinvol kunnen zijn voor beursvennootschappen. Zij hebben per definitie te maken met een groot en sterk wisselend aandeelhoudersbestand. De overdracht van beursgenoteerde aandelen is ook eenvoudiger dan de overdracht van niet beursgenoteerde aandelen (artikel 17 Wet giraal effectenverkeer). Nederlandse beursvennootschappen hebben in de regel de rechtsvorm van de NV. De facilitering van langetermijnaandeelhouderschap zou daarom een plaats kunnen krijgen in het NV-recht.

Het bestaande artikel 2:118 lid 2 BW houdt in dat iedere aandeelhouder zoveel stemmen uitbrengt als hij aandelen heeft, onder de voorwaarde dat het maatschappelijk kapitaal is verdeeld in aandelen van hetzelfde bedrag. Wanneer het maatschappelijk kapitaal is verdeeld in aandelen van verschillend bedrag, is het aantal stemmen van iedere aandeelhouder gelijk aan het aantal malen dat het bedrag van het kleinste aandeel is begrepen in het gezamenlijke bedrag van zijn aandelen (artikel 2:118 lid 3 BW). Restbedragen worden verwaarloosd. De berekening geschiedt over het gezamenlijke bezit van een aandeelhouder indien hij meerdere aandelen houdt, niet over elk aandeel afzonderlijk. Heeft het kleinste aandeel bijvoorbeeld een nominale waarde van € 20, dan levert dat de aandeelhouder één stem op. Zijn er aandelen met een nominale waarde van € 30, dan leidt het bezit van één aandeel nog steeds tot één stem, maar de houder van twee aandelen van € 30 euro heeft drie stemmen. De regeling in lid 2 en lid 3 leidt tot volstreekte evenredigheid.

Lid 5 van artikel 2:118 BW bepaalt thans:

«Van het bepaalde bij het tweede en derde lid kan bij de statuten ook op andere wijze worden afgeweken, mits aan eenzelfde aandeelhouder niet meer dan zes stemmen worden toegekend indien het maatschappelijk kapitaal is verdeeld in honderd of meer aandelen, en niet meer dan drie stemmen indien het kapitaal in minder dan honderd aandelen is verdeeld.»

Op grond van artikel 2:118 lid 5 BW kan aan het kleinste aandeel meervoudig stemrecht worden toegekend, kan aan aandelen van verschillende grootte gelijk stemrecht worden toegekend en kan aan aandelen van verschillende soort maar van gelijk bedrag verschillend stemrecht worden toegekend. In elk geval blijft er echter een volstreekte beperking gelden waardoor aan eenzelfde aandeelhouder niet meer dan zes danwel drie stemmen worden verleend. Voor de praktijk is deze laatstgenoemde regeling weinig aantrekkelijk. Zij wordt vrijwel niet gebruikt.

Het bestaande lid 5 van artikel 2:118 BW zou kunnen worden vervangen door een regeling die het meer in het algemeen mogelijk maakt dat NV's in hun statuten bepalen dat de aandeelhouders die hun aandelen gedurende een bepaalde termijn houden, recht hebben op extra stemrecht in de algemene vergadering. In een nieuwe regeling terzake dividend zou ook een duidelijke grondslag voor loyaliteitsdividend kunnen worden neergelegd.

*b. De invoering van loyaliteitsrechten vereist een statutenwijziging; de instemming van elke individuele aandeelhouder is niet vereist.*

De statuten van een NV moeten aangeven op welke rechten een aandeelhouder aanspraak kan maken en wat hij voor de uitoefening daarvan moet doen. Zo kunnen de statuten inhouden dat aandeelhouders die voor langere tijd investeren, kunnen worden beloond met extra dividend of extra stemrecht. De extra rechten zijn niet gebonden aan het aandeel, maar aan de aandeelhouder die voldoet aan in de statuten bepaalde voorwaarden. Daarmee wordt onderscheid gemaakt tussen aandeelhouders, maar niet tussen aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden. Alle aandeelhouders die aan de statutaire voorwaarden voldoen, hebben recht op de extra beloning. Het gelijkheidsbeginsel komt dan niet in het gedrang.

In de wet zou kunnen worden bepaald dat het besluit tot statutenwijziging dat aan een regeling voor langetermijnaandeelhouderschap ten grondslag ligt, kan worden genomen overeenkomstig de gewone regels voor een statutenwijziging.

Een besluit tot statutenwijziging kan in beginsel worden genomen met een gewone meerderheid, danwel een versterkte meerderheid indien de statuten dat bepalen (artikel 2:120 BW). Voorlopig is het uitgangspunt dat het niet nodig is om in de wet te bepalen dat alle aandeelhouders met de invoering van langetermijnaandeelhouderschap moeten hebben ingestemd. Anders dan in het BV-recht, waar aandeelhouders vaak beperkt zijn in hun mogelijkheden om hun aandelen te vervreemden, kunnen aandeelhouders in NV's (en met name beursvennootschappen) hun aandelen (aan toonder) normaliter relatief eenvoudig verkopen indien de voorgestelde statutenwijziging hen niet bevalt. Wanneer voor deze opzet wordt gekozen, kan een minderheidsaandeelhouder de invoering van een systeem dat langetermijnaandeelhouders extra beloont, in beginsel niet blokkeren.

Het uitgangspunt dat een minderheidsaandeelhouder kan worden overstemd, brengt echter ook een risico met zich. Er moet rekening worden gehouden met de mogelijkheid dat de extra rechten van de langetermijnaandeelhouders zodanig vergaand kunnen zijn, dat een minderheidsaandeelhouder in een beklemde positie terecht komt. Dat is het geval wanneer de invoering van een regeling ten gunste van langetermijnaandeelhouders ertoe zou kunnen leiden dat de aandelen van de niet-langetermijnaandeelhouders beperkt verhandelbaar worden. De vraag is of het noodzakelijk is om grenzen te stellen aan de mogelijkheid om extra dividend of extra stemrecht toe te kennen aan langetermijnaandeelhouders (zie hierna onder e en f), teneinde te voorkomen dat bepaalde aandeelhouders feitelijk vrijwel geheel van de winst of het stemrecht kunnen worden uitgesloten.

Voor personen die aandeelhouder worden van een vennootschap die reeds een regeling voor langetermijnaandeelhouderschap heeft, is zo'n bescherming niet nodig. Een dergelijke persoon onderwerpt zich vrijwillig aan de statutaire regeling door de aankoop van aandelen. De statutaire regeling kan onverkort op hem van toepassing zijn.

*c. De vennootschap kan in haar statuten bepalen gedurende welke termijn de aandelen moeten worden gehouden voordat een aandeelhouder beroep kan doen op loyaliteitsrechten*

Bij het opstellen van een wettelijke regeling kan worden overwogen om in de wet te bepalen gedurende welke termijn aandelen moeten worden gehouden, voordat een aandeelhouder in aanmerking komt voor extra

stemrecht of dividend. Zo'n regeling zou vergelijkbaar zijn met de regeling in Frankrijk, die inhoudt dat aandelen ten minste gedurende een termijn van twee jaar moeten worden gehouden. Zo'n wettelijke regeling leidt tot uniformiteit, maar houdt geen rekening met het feit dat de wensen per vennootschap kunnen verschillen. Er ontstaat meer flexibiliteit wanneer de vennootschap in de statuten kan bepalen welke termijn relevant is voor de toekenning van extra rechten. Op die wijze zou de vennootschap rekening kunnen houden met de omstandigheden van het geval en de wensen van de algemene vergadering.

Op grond van het voorgaande zou een wettelijke regeling als uitgangspunt kunnen hebben dat een NV in haar statuten bepaalt gedurende welke termijn een aandeelhouder zijn aandelen moet houden voordat recht bestaat op extra stemrecht of dividend. Vanwege het ingrijpende karakter van een regeling ten gunste van langetermijnaandeelhouders voor de andere aandeelhouders, ligt niet voor de hand dat wordt bepaald dat een regeling kan worden ingevoerd «krachtens» de statuten. Dat voorkomt dat zo'n regeling kan worden ingevoerd op grond van een besluit van het bestuur.

*d. Aandeelhouders die in aanmerking willen komen voor loyaliteitsrechten moeten kunnen aantonen dat de desbetreffende aandelen gedurende een bepaalde tijd aan hen toebehoren, bijvoorbeeld door registratie in een aandeelhoudersregister. Overdracht van de aandelen doet loyaliteitsrechten vervallen.*

Voordat een NV kan overgaan tot het extra belonen van haar langetermijnaandeelhouders, moet zij kunnen vaststellen dat die aandeelhouders gedurende een bepaalde periode aandeelhouder zijn geweest van de vennootschap en voor welke aandelen dat geldt. Het ligt voor de hand dat uitsluitend voor de desbetreffende aandelen extra rechten kunnen worden toegekend.

In de wet zou kunnen worden geregeld dat de registratie van de aandeelhouder en de desbetreffende aandelen waarvoor hij extra rechten krijgt, kan plaatsvinden in het aandeelhoudersregister. Daarbij gaat het overigens niet alleen om de registratie van aandeelhouders die reeds extra rechten hebben verworven, maar ook om de registratie van aandeelhouders die van bepaalde aandelen willen aangeven dat zij deze gedurende een bepaalde periode willen houden teneinde daarmee op termijn de extra beloning te verdienen. De registratie in het aandeelhoudersregister heeft in het laatste geval een bewijsfunctie ten behoeve van een nog toekomstig recht. De aandeelhouder die deels langdurig aandelen houdt in de vennootschap en deels aandelen houdt als kortetermijnbelegging, zal uitsluitend voor het eerste pakket extra beloond kunnen worden.

De registratie van de aandeelhouder en de aandelen waarvoor hij extra rechten wil verwerven of heeft verworven moet bewerkstelligen dat de eventuele verhandeling van de aandelen – waardoor langetermijnaandeelhouderschap vervalt – eenvoudig traceerbaar is. Zolang aandelen nog op een gereglementeerde markt kunnen worden verhandeld, kan niet eenvoudig worden aangegeven voor welke aandelen (met welk nummer) langetermijnaandeelhouderschap wordt beoogd. Die verhandeling zou in de wet kunnen worden uitgesloten.

Om te voorkomen dat de desbetreffende aandelen buiten medeweten van de vennootschap kunnen worden overgedragen, ligt voor de hand te bepalen dat zij moeten luiden op naam. De overdracht van aandelen op naam in een beursvennootschap – buiten het systeem van de Wet op het

giraal effectenverkeer – kan niet zonder medeweten van de vennootschap plaatsvinden (artikel 2:86c lid 2 BW). Hierdoor zou de vennootschap in staat worden gesteld om de extra beloning te onthouden aan of te beëindigen voor de aandeelhouder die relevante aandelen heeft overgedragen. Zouden de aandelen luiden aan toonder, dan vereist de registratie ten behoeve van langetermijnaandeelhouderschap dat de aandelen eerst op naam worden gesteld.

Het voorgaande heeft tot gevolg dat de vennootschap die langetermijnaandeelhouders extra zou willen belonen, in de statuten moet opnemen dat aandelen kunnen luiden op naam (artikel 2:82 lid 1 BW). Is dat het geval, dan moet de vennootschap in beginsel meewerken aan het op naam stellen van een aandeel aan toonder indien de aandeelhouder daarom verzoekt (artikel 2:82 lid 2 BW). De vennootschap kan ook aandelen aan toonder op naam stellen door een statutenwijziging (vgl. artikel 2:82 lid 4 BW). De registratie van (beoogde) langetermijnaandeelhouders in het aandeelhoudersregister zou in elk geval aanpassing van artikel 2:85 BW behoeven.

*e. Teneinde te voorkomen dat loyaliteitsdividend zodanig omvangrijk is dat uitkeringen aan gewone aandeelhouders kunnen uitblijven, kan worden overwogen om loyaliteitsdividend in de wet te begrenzen. Het is echter niet eenvoudig om de keuze voor een bepaalde grens te onderbouwen. Analoog aan een voorbeeld in het buitenland, kan worden gedacht aan een procentuele begrenzing.*

Zoals in paragraaf b is aangegeven, moet de vraag worden beantwoord of een begrenzing van de omvang van de extra rechten van langetermijnaandeelhouders nodig is. Zo'n begrenzing kan voorkomen dat een aandeelhouder zoveel extra dividend en/of zoveel extra stemrecht kan verkrijgen dat zijn medeaandeelhouders in een onaanvaardbare situatie terecht komen. Onaanvaardbaar lijkt bijvoorbeeld de situatie dat de «gewone» aandeelhouders feitelijk geen dividend zullen ontvangen omdat dit geheel toevloeit aan de langetermijnaandeelhouders. Onaanvaardbaar lijkt voorts de situatie dat de liquiditeit ernstig wordt beperkt van de aandelen die niet voor langere termijn worden gehouden. Die aandelen kunnen immers minder aantrekkelijk worden doordat de langetermijnaandeelhouder extra aanspraak heeft op dividend.

Het is niet eenvoudig te bepalen of beklemming zich in de praktijk snel zal voordoen en zo ja, welke grens dan gepast is. De eventuele grens moet voldoen aan de eisen van de proportionaliteit en moet ook in de praktijk hanteerbaar zijn. Teneinde een gefundeerde keuze te maken lijkt een meer economische analyse van de aantrekkelijkheid van loyaliteitsdividend en de kans op beklemming noodzakelijk. Op de begrenzing van extra dividend ga ik hierna in. Voor de mogelijke begrenzing van extra stemrecht wordt verwezen naar paragraaf f.

Inspiratie zou kunnen worden ontleend aan de regeling in Frankrijk. Er kan bijvoorbeeld worden gedacht aan een regeling die inhoudt dat het extra dividend niet meer mag bedragen dan 10% van het gewone dividend dat aan de desbetreffende aandeelhouder toekomt. In Frankrijk is ook het aantal aandelen waarvoor een langetermijnaandeelhouder extra dividend kan verkrijgen aan banden gelegd. In Frankrijk is bepaald dat een aandeelhouder voor maximaal 0,5% van het geplaatste kapitaal extra beloond kan worden. Die regeling is echter zodanig restrictief dat zij niet erg zinvol lijkt. Uiteraard kan ook gekozen worden voor een hoger percentage, bijvoorbeeld door te bepalen dat een aandeelhouder voor maximaal 5% van het geplaatste kapitaal in aanmerking kan komen voor

extra dividend, maar een dergelijke keuze is zonder nadere onderbouwing arbitrair.

Als alternatief voor een wettelijke begrenzing zou ook met een bekleemde aandeelhouder rekening kunnen worden gehouden door een bijzonder uittreedrecht te introduceren. Daarbij merk ik op dat het dan wel moet gaan om een aandeelhouder die buiten zijn wil bekleemd is geraakt en daarmee geen rekening behoefde te houden bij de verkrijging van de aandelen. Een aandeelhouder die uit eigen beweging aandelen koopt in een NV met een systeem van langetermijnaandeelhouderschap, zal niet snel kunnen klagen over de gevolgen daarvan.

Voor de hand ligt om te bepalen dat het recht op extra dividend vervalt zodra de desbetreffende aandelen worden overgedragen. Dit is de consequentie van de omstandigheid dat het recht op extra dividend niet is verbonden aan het aandeel maar aan de aandeelhouder die zijn aandelen gedurende langere tijd houdt. Daarnaast zal moeten worden bepaald wat gebeurt met een recht op extra dividend wanneer de desbetreffende aandelen worden verkregen onder algemene titel, bijvoorbeeld door erfopvolging of bij een juridische fusie of splitsing van rechtspersonen.

Indien zou worden bepaald dat een recht op extra dividend niet vervalt bij verkrijging onder algemene titel, zou dat betekenen dat de verkrijger van de aandelen in alle rechten van de overleden aandeelhouder treedt en dat de termijn waarvoor de aandelen zijn gehouden, wordt geacht niet te zijn onderbroken. Een vergelijkbare voorziening kan worden getroffen voor het geval een aandeelhouder onder algemene titel (vervangende) aandelen verwerft ten gevolge van een fusie of splitsing van de vennootschap waarin hij langetermijnaandeelhouder is. Met een dergelijke voorziening zou kunnen worden voorkomen dat de termijn voor langetermijnaandeelhouderschap opnieuw moet gaan lopen; het aandeelhouderschap in de periode voorafgaand aan de fusie of de splitsing zou meetellen voor de vraag of een recht op extra dividend bestaat in de verkrijgende vennootschap. Voor de uitoefening van een dergelijk recht moet dan nog wel worden gezien of de verkrijgende vennootschap een regeling betreffende langetermijnaandeelhouderschap heeft opgenomen in haar statuten.

*f. Teneinde te voorkomen dat loyaliteitsstemrecht de zeggenschapsverhoudingen teveel verstoort, kan ook worden overwogen om de mogelijkheid van loyaliteitsstemrecht te begrenzen. Zo zou loyaliteitsstemrecht kunnen worden beperkt tot een verdubbeling van het stemrecht op de desbetreffende aandelen.*

Indien een wettelijke begrenzing nodig lijkt, zou het extra stemrecht van de langetermijnaandeelhouders kunnen worden beperkt tot maximaal een dubbel stemrecht. Dat voorkomt dat de langetermijnaandeelhouders disproportioneel veel zeggenschap kunnen krijgen in verhouding tot de overige aandeelhouders. Zo'n beperking sluit aan bij de regeling in Frankrijk (artikelen L225-123 en L232-14 Code de Commerce). Zoals ook ten aanzien van loyaliteitsdividend is opgemerkt, zou als alternatief voor zo'n begrenzing kunnen worden gedacht aan een bijzonder uittreedrecht voor bekleemde aandeelhouders indien zij geen rekening behoeften te houden met de gevolgen van een systeem van langetermijnaandeelhouderschap.

Overeenkomstig de regeling ten aanzien van extra dividend zou kunnen worden bepaald dat het extra stemrecht verloren gaat zodra de desbetreffende aandelen worden overgedragen. Dat is dan ook het geval wanneer de overdracht plaatsvindt in het kader van «securities lending». Daarbij

wordt de «inlener» gedurende de uitleenperiode juridisch gerechtigd tot de aandelen, onverminderd zijn verplichting om de aandelen op termijn terug te leveren aan de vorige gerechtigde.

Voorts zou ook ten aanzien van extra stemrecht moeten worden bepaald of de verkrijging van aandelen onder algemene titel afbreuk doet aan een bestaand extra stemrecht vanwege langetermijnaandeelhouderschap. Zou nee, dan zou de opvolgende verkrijger de termijn van zijn voorganger – zonder onderbreking – kunnen voortzetten. Een vergelijkbare regeling kan worden uitgewerkt wanneer aandelen met een extra stemrecht worden vervangen door andere aandelen ten gevolge van een fusie of splitsing van de vennootschap. Een bestaand extra stemrecht kan alsdan worden uitgeoefend in de verkrijgende vennootschap, mits de statuten van die vennootschap een extra stemrecht toestaan.

Wanneer een aandeelhouder van een beursvennootschap extra stemrecht krijgt vanwege langetermijnaandeelhouderschap, zou hij zich overigens moeten realiseren dat hij daardoor mogelijk valt onder een meldingsplicht op basis van de Wet op het financieel toezicht. Een meldingsplicht bestaat indien het extra stemrecht tot gevolg heeft dat een drempelwaarde worden bereikt of overschreden (vgl. hoofdstuk 5.3 van de Wet financieel toezicht: regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelangen in uitgevende instellingen). Op grond van het voorgaande is deze regeling onverkort van toepassing indien een aandeelhouder extra stemrecht verkrijgt in het kader van langetermijnaandeelhouderschap. Ook in het geval dat toegekend extra stemrecht vervalt en hierdoor een drempelwaarde wordt overschreden, zal daarvan melding moeten worden gemaakt door de aandeelhouder.

In hoofdstuk 5.5 van de Wft (openbaar bod op effecten) is een biedplicht opgenomen voor degene die overwegende zeggenschap verkrijgt in een beursvennootschap. Dat is het geval indien een persoon alleen of tezamen met personen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld, rechtstreeks of middellijk, ten minste 30% van de stemrechten in de algemene vergadering kan uitoefenen. Deze regeling strekt tot bescherming van minderheidsaandeelhouders tegen aandeelhouders die overwegende zeggenschap in de vennootschap hebben verworven. Voor de vraag of een aandeelhouder overwegende zeggenschap heeft, kan worden bepaald dat extra stemrechten vanwege langetermijnaandeelhouderschap moeten worden meegeteld. Ook zal de vennootschap de toekenning van extra zeggenschap bekend moeten maken op grond van het Besluit artikel 10 overnamerichtlijn (Stb. 2006, 191). Voor elke soort aandelen moet informatie worden verstrekt over de daaraan verbonden rechten en plichten. Een potentiële bidder moet zich op deze wijze kunnen oriënteren op de vennootschappelijke structuur en de zeggenschapsverhoudingen binnen de vennootschap.

*g. Loyaliteitsrechten kunnen worden toegekend aan aandeelhouders die hun aandelen – samengevat – voor eigen rekening en risico houden. Bepaald kan worden dat gecertificeerde aandelen van de regeling worden uitgesloten.*

Beslist moet worden of een wettelijke regeling tot facilitering van langetermijnaandeelhouderschap zich uitstrekt tot certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven. Het gaat om de situatie dat aandelen ten titel van beheer zijn overgedragen aan een administratiekantoor, onder de verplichting voor het administratiekantoor daarvoor certificaten uit te geven aan de achterliggende beleggers. Juridisch is het administratiekantoor volwaardig aandeelhouder van de vennootschap. Het administratiekantoor zou daarom

kunnen kwalificeren als een langetermijnaandeelhouder en zou daardoor aanspraak kunnen maken op extra dividend of stemrecht.

In geval van certificering van aandelen komt het uitgekeerde dividend toe aan de certificaathouders. Wanneer de regeling van toepassing zou zijn op een administratiekantoor die certificaten van aandelen heeft uitgegeven, zouden de certificaathouders extra dividend kunnen ontvangen hoewel van een langdurige belegging in de vennootschap geen sprake behoeft te zijn. De certificaten kunnen ook eenvoudig en zonder medeweten van de vennootschap worden overgedragen. Deze consequenties lijken niet wenselijk. Overwogen moet worden uit te sluiten dat de aandeelhouder die aandelen houdt ten titel van beheer in aanmerking komt voor loyaliteitsdividend. Dat zou betekenen dat van een langetermijnaandeelhouder wordt verlangd dat hij juridisch aandeelhouder is gedurende een bepaalde periode en tevens economisch risico draagt ten aanzien van die aandelen. De vraag is of de vennootschap dit voldoende kan controleren. Daarnaast zouden de certificaathouders van de regeling moeten worden uitgesloten, omdat voor de vennootschap niet duidelijk is hoe lang zij verbonden blijven aan de vennootschap.

Een vergelijkbaar pleidooi kan worden gehouden voor het onthouden van extra stemrecht aan degene die aandelen ten titel van beheer houdt. Ingeval met medewerking van de vennootschap certificaten van aandelen zijn uitgegeven, berust het stemrecht in beginsel bij de aandeelhouder (het administratiekantoor), maar kan de certificaathouder verzoeken om een stemvolmacht voor de algemene vergadering (artikel 2:118a BW). Het administratiekantoor kan de volmacht slechts beperken, uitsluiten of herroepen ingeval een openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht, de certificaathouder samen met anderen ten minste 25% van het geplaatste kapitaal verschaft, of naar het oordeel van de stemgerechtigde uitoefening van het stemrecht door een certificaathouder wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming (artikel 2:118a lid 2 BW). De certificaten kunnen eenvoudig en zonder medeweten van de vennootschap worden overgedragen. Het lijkt niet gewenst dat de certificaathouders – via de volmacht van het administratiekantoor – extra stemrecht zouden kunnen uitoefenen terwijl zij niet langdurig aan de vennootschap verbonden behoeven te zijn.

Voor de volledigheid merk ik nog op dat ook de vraag beantwoord moet worden of de regeling van toepassing moet zijn op pandhouders en vruchtgebruikers van aandelen op naam. Deze gerechtigden voldoen niet aan de eis dat zij aandeelhouder zijn, maar kunnen wel recht hebben op de uitoefening van stemrecht.

### **Sluit een wettelijke regeling aan bij de wensen van de praktijk?**

Mijn ambtsvoorganger heeft in oktober 2009 met een aantal bestuurders en commissarissen van Nederlandse beursvennootschappen besproken wat zij verwachten van een wettelijke regeling die de toekenning van loyaliteitsdividend en loyaliteitsstemrecht ten behoeve van langetermijnaandeelhouders meer faciliteert.

In het rondetafelgesprek bleek dat de desbetreffende bestuurders en commissarissen geen bezwaar hebben tegen een dergelijke regeling. De meerderheid verwachtte echter niet dat de vennootschappen waarbij zij betrokken zijn, daarvan gebruik zouden gaan maken.

Tijdens het rondetafelgesprek is het volgende opgemerkt:

- De algemene vergadering van bestaande beursvennootschappen zal in de regel niet instemmen met een statutenwijziging ten behoeve van de



invoering van loyaliteitsrechten. Teveel aandeelhouders zullen verwachten dat zij erop achteruitgaan of zullen bezwaar hebben tegen het op naam stellen van hun aandelen. De invoering van een regeling betreffende loyaliteitsrechten ligt het meest voor de hand ten tijde van de oprichting van een vennootschap.

- Voor beursvennootschappen is een groot bezwaar dat de invoering van loyaliteitsrechten tot gevolg kan hebben dat er te weinig aandelen overblijven voor verhandeling aan een gereglementeerde markt; de aandelen waarvoor loyaliteitsrechten worden verkregen kunnen niet langer verhandeld worden op zo'n markt. Er ontstaat een verschil in prijs tussen de aldus wel verhandelbare aandelen en de aandelen waarvoor loyaliteitsrechten kunnen worden verkregen. Dat is niet bevorderlijk voor het investeringsklimaat c.q. de aantrekkelijkheid van de vennootschap voor beleggers die niet kwalificeren als langetermijn-aandeelhouders. Een en ander kan resulteren in een lagere beurskoers van de verhandelbare aandelen en hogere kosten om de vennootschap te financieren.
- In de praktijk is moeilijk te voorkomen dat ook personen die uitsluitend de economische eigendom van aandelen hebben, kunnen profiteren van loyaliteitsrechten. Er moet rekening worden gehouden met mogelijk onbedoeld gebruik door economisch gerechtigden.
- Een regeling voor de facilitering van loyaliteitsrechten strekt tot voordeel van alle aandeelhouders met een langere beleggingshorizon. Het gevolg is dat hedgefonds regelmatig onder de definitie van langetermijnaandeelhouders kunnen vallen.

Het beeld dat naar aanleiding van het rondetafelgesprek opkomt is dat beursvennootschappen weinig toegevoegde waarde verwachten van een onderscheid tussen langetermijnaandeelhouders en niet-langetermijn-aandeelhouders op basis van de invoering van loyaliteitsrechten.

### **Afronding**

Op grond van het voorgaande moet verder worden nagedacht over de vraag of met een wettelijke uitwerking van langetermijnaandeelhouder-schap voldoende tegemoet kan worden gekomen aan de bezwaren die vanuit de praktijk zijn aangegeven. Teneinde deze vraag te beantwoorden zal ik verschillende deskundigen zoals bedrijfsjuristen, economen en accountants laten uitnodigen voor een rondetafelgesprek. Ik zal ervoor zorgdragen dat de leden van uw commissies Veiligheid en Justitie alsmede Financiën voor dat gesprek worden uitgenodigd.

De minister van Veiligheid en Justitie,  
I. W. Opstelten