

Samenvatting

Institutionele beleggers hebben zowel principiële als praktische bezwaren tegen loyaliteits aandelen en aandelen met onevenredig stemrecht. Institutionele beleggers hechten veel waarde aan het zogenoemde proportionaliteitsprincipe: één aandeel, één stem, één dividendrecht. Om in aanmerking te komen voor het loyaliteitsstemrecht of -dividend, moeten institutionele beleggers zich in de praktijk onderwerpen aan een stelsel van registratie en ook blokkering van aandelen. De kosten en de risico's van handelsrestricties zijn voor institutionele beleggers (potentieel) hoog. De meeste institutionele beleggers zullen dan ook niet meedoen aan een 'loyaliteits aandelenprogramma' in huidige vorm. Om institutionele beleggers te interesseren zullen ten minste de praktische barrières en onduidelijkheden moeten worden weggenomen. Daarnaast zullen er bepaalde voorwaarden moeten worden verbonden aan de uitgifte van loyaliteits aandelen/aandelen met meervoudig stemrecht.

Principiële bezwaren tegen zowel loyaliteits aandelen als aandelen met onevenredig stemrecht

Eumedion heeft in 2010 haar position paper 'Betrokken aandeelhouderschap'¹ gepresenteerd op basis van een door haar geëntameerd onderzoek 'Rol institutionele belegger in relatie tot bestuur en raad van commissarissen; een driehoeksverkenning'.² Dit onderzoek werd uitgevoerd door prof. Angélien Kemna en prof. Erik van de Loo. In het position paper neemt Eumedion de volgende positie in over loyaliteitsdividend en -stemrecht:

"In het kader van de bevordering van het lange termijn aandeelhouderschap worden loyaliteitsdividend en loyaliteitsstemrecht vaak genoemd als instrumenten. De gedachte hierachter is dat door het toekennen van extra dividend of extra stemrecht er een premie wordt gegeven op het voor langere termijn houden van aandelen en daarmee voor het zich binden aan de lange termijnstrategie van de vennootschap. Het is echter niet gezegd dat deze instrumenten het hierboven gesignaleerde free rider-probleem doen verminderen: 'niet betrokken' aandeelhouders strijken immers na een bepaalde termijn het extra dividend of stemrecht ook op. Met andere woorden: loyale aandeelhouders hoeven niet per se betrokken aandeelhouders te zijn. Kemna en Van de Loo merken in hun rapport wel terecht op dat geredeneerd vanuit de gedachte dat het wenselijk is de kosten voor betrokken aandeelhouderschap op een of andere manier te compenseren, "extra dividenden een directer voordeel [vormen] voor het rendement van de portefeuille dan extra stemrecht. Meer macht uit kunnen oefenen leidt niet direct tot meer rendement, extra dividend wel" (p. 24).

¹ [Position paper betrokken aandeelhouderschap.](#)

² [Driehoek aandeelhouders – commissarissen – bestuur \(eumedion.nl\)](#)

Aan beide instrumenten zijn echter nadelen verbonden. Zo zullen beleggingsbeslissingen door de betreffende aandeelhouders niet meer uitsluitend worden genomen op basis van de strategie en de waardering van de betreffende onderneming. Dit heeft een verstoring van de efficiëntie van de kapitaalmarkt tot gevolg. Daarnaast zijn de instrumenten gevoelig voor misbruik. Een ander belangrijk bezwaar is dat bij een werkelijk groot 'succes' van het instrumentarium de liquiditeit van het aandeel daalt en de volatiliteit van het aandeel toeneemt. Dit is zowel voor de vennootschap als voor de aandeelhouders geen gunstige ontwikkeling. Een belangrijk bezwaar voor institutionele beleggers is verder de doorbreking van het zogenoemde proportionaliteitsprincipe: het stem- en het dividendrecht dat aan een aandelenbelang in een beursvennootschap is verbonden dient proportioneel te zijn met de kapitaalbreng van het aandelenpakket. Institutionele beleggers met een internationale aandelenportefeuille achten het niet wenselijk wanneer aan dit principe zou worden getornd. Eumedion is derhalve geen voorstander van de introductie van loyaliteitsdividend of –stemrecht bij beursvennootschappen.”

In een in 2016 uitgebracht position paper 'Positie minderheidsaandeelhouders in ondernemingen met een controlerend aandeelhouder'³ is deze positie uitgebreid naar ook aandelen met onevenredig stemrecht. In het geval dat een beursvennootschap toch aandelen met onevenredig stemrecht wil invoeren, is Eumedion er voorstander van dat de vennootschap een dergelijk voorstel altijd separaat in stemming brengt, dus los van de overige statutenwijzigingen die bijvoorbeeld het gevolg zijn van een juridische of grensoverschrijdende fusie of juridische splitsing. Worden bij beursintroductie aandelen met onevenredig stemrecht uitgegeven, dan zou het gebruik jaarlijks door de RvC moeten worden geëvalueerd en van de uitkomsten daarvan verslag moeten doen in het RvC-verslag. Verder zouden de statuten een horizonbepaling moeten bevatten, die erin voorziet dat de desbetreffende aandelenstructuur na een bepaalde, afzienbare termijn (na drie tot vijf jaar) automatisch vervalt.

De hierboven weergegeven standpunten vinden weerklank in recente stellingnames en in het stembeleid van (gemiddeld genomen) de grootste individuele aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen. Zo schrijft BlackRock (gemiddeld 5,8% in alle AEX-vennootschappen) in het document 'Key considerations in the debate on differentiated voting rights'⁴: *“The “one share, one vote” principle is a result of market evolution since the end of the 19th century. History has taught us that investors need sufficient rights to sanction poor practices or performance by managers: the proportionality principle is the best method to make this monitoring and oversight effective”.*

Norges Bank Investment Management (gemiddeld 2,7% in alle AEX-vennootschappen) schrijft in een position paper over 'Multiple share classes'⁵: *“Voting rights should be proportionate to cash flow rights so that shareholders have the appropriate incentives when influencing the company. One share should give one vote”.* Verder schrijft het Noorse staatsfonds: *“Any unequal voting rights should be aligned with cash flow rights over time. Unequal voting rights should have a sunset clause, restricting the transfer of such shares or limiting the structure to a defined period”.*

³ [2016-06-position-paper-minderheidsaandeelhouders-def-versie.pdf \(eumedion.nl\)](#)

⁴ [blackrock-the-debate-on-differentiated-voting-rights.pdf](#)

⁵ [multiple-share-classes.pdf \(nbim.no\)](#)

Vanguard (gemiddeld 2,2% in alle AEX-vennootschappen) schrijft in zijn stembeleid⁶: *“We are opposed to dual-class capitalisation structures that provide disparate voting rights to different groups of shareholders with similar economic investments. We will oppose the creation of separate classes with different voting rights and will support the dissolution of such classes”*.

Capital Group (gemiddeld 3,3% in alle AEX-vennootschappen) *“generally does not support changes in capital stock that can be used as anti-takeover devices, such as (...) a dual class capital structure with different voting rights”*.⁷

Ondanks al deze principiële bezwaren van bovengenoemde individuele institutionele beleggers kon de Britse Investment Association (IA; waarvan BlackRock, Capital Group en Vanguard ook lid zijn) in 2021 wel instemmen met een voorstel⁸ van de Britse Financial Conduct Authority (FCA) om onder bepaalde voorwaarden het gebruik van ‘Dual Class Share Structures’ (DCSS) toe te staan voor vennootschappen die genoteerd zijn aan het premium segment van de Londense effectenbeurs LSE. IA schrijft in haar reactie⁹ op de consultatie over het voorstel: *“The IA supports the limited introduction of DCSS into the premium segment (...) We support the limited period and range of circumstances under which weighted voting rights could be used and the fact that these rights are non-transferrable and that the holder must be an active Director. However, some of our members are concerned that the 20:1 weighted voting rights ratio is too high. This will allow a founder with as little as a 5% shareholding to exert significant influence. The IA recommends that the FCA carefully consider the appropriate weighted voting right ratio relative to existing thresholds in company law such as the ability to block a special resolution; requisition a resolution; or become a controlling shareholder. There is an important balance to be struck between the incentive for existing founders to list and the protection of independent shareholders”*.

De FCA heeft eind 2021 haar voorstel definitief gemaakt. Sinds 2 december 2021 mogen vennootschappen die hoog- en laagstemrechaandelen uitgeven onder stringente voorwaarden genoteerd staan aan het premium segment van de LSE. De voorwaarden zijn: i) de verhouding tussen hoog- en laagstemrechaandelen is niet hoger dan 20:1, ii) de hoogstemrechaandelen worden uitsluitend gehouden door de bestuurders van de desbetreffende vennootschap (of hun familieleden), iii) de hoogstemrechaandelen zijn alleen effectief in het geval van een AVA-stemming over een voorstel tot ontslag van een bestuurder en bij alle AVA-stemmingen na een succesvolle ‘change of control’ in de desbetreffende vennootschap en iv) de hoogstemrechaandelen staan hooguit vijf jaar uit.

Het Nederlands recht laat het toe dat een NV de aandeelhouders die gedurende langere tijd in de vennootschap hebben belegd, statutair beloont met extra stemrecht of dividend zolang hun aandeelhouderschap voortduurt. Wel dient de vennootschap steeds het gelijkheidsbeginsel in acht te nemen. Wat dit concreet in de praktijk betekent (bijvoorbeeld qua extra stem- en/of dividendrechten),

⁶ [stewardship-policy.pdf \(it.vanguard\)](#)

⁷ [CIL_proxy_voting.pdf \(capitalgroup.com\)](#)

⁸ [CP21/21: Primary Markets Effectiveness Review \(fca.org.uk\)](#)

⁹ [3.1 Response to consultation \(theia.org\)](#)

is niet altijd op voorhand duidelijk. Het Nederlandse recht laat het verder zonder meer toe dat vennootschappen verschillende soorten aandelen met verschillend stemrecht kunnen uitgeven¹⁰ (de stemverhoudingen tussen de verschillende soorten aandelen kunnen oplopen tot wel 2679:1 bij het voormalige Unilever NV en tot 1000:1 bij Prosus als zich bepaalde toekomstige ontwikkelingen voordoen). Zoals aangegeven tijdens de vergadering van de Expertgroep Modernisering NV-recht op 25 februari 2021 is Eumedion voorstander van een nadere regulering en beperking van het gebruik van loyaliteitsaandelen en aandelen met onevenredig stemrecht. Gelet op de instemming van institutionele beleggers met de Britse regeling inzake dual-class aandelen zou deze regeling aanknopingspunten kunnen bieden voor een dergelijke regulering in het Nederlandse recht.

Praktische en operationele bezwaren tegen loyaliteitsaandelen

Het Hof Amsterdam wijst er in zijn uitspraak Vivendi/Mediaset¹¹ (r.o. 3.17.2) al op: kleine aandeelhouders (waaronder in de praktijk ook institutionele beleggers) melden zich in de praktijk niet vaak aan voor het verkrijgen van extra stemrecht. Dit komt onder meer omdat hun aandelen daarvoor uit het girale effectensysteem moeten worden gelicht en zij daarna slechts met een zekere vertraging weer ter beurse kunnen worden verkocht. Dit beperkt institutionele beleggers in hun handelsvrijheid. Institutionele beleggers kunnen dan niet adequaat reageren op marktontwikkelingen en kunnen in die periode geen herbalancerings van aandelenposities doorvoeren, bijvoorbeeld als gevolg van een verlies aan participanten in een beleggingsfonds of van klanten, in- en uitstroom van pensioendeelnemers of herschikkingen in een aandelenindex die wordt gevolgd. Daarnaast zal het door de lengte van de beleggingsketen in de praktijk soms moeilijk zijn vast te stellen wie als 'aandeelhouder' mag gelden in de zin van een loyaliteitsaandelenregeling.¹²

BlackRock wijst in zijn eerder aangehaald document op nog andere praktische bezwaren: *“The operational and administrative complexities of the registration process can prevent cross-border investors from receiving the enhanced voting rights that they are entitled to. For example, in France, there is a separate process for voting shares with multiple voting rights as the shareholders’ registrars are not integrated in the voting chain or connected to international voting platforms. This requires additional ad hoc processes to be implemented, adding significant cost and risk. In most cases, effectively only domestic shareholders can be granted tenure-based voting rights, which may result in a lack of equal treatment and opportunity between domestic and cross-border shareholders. This may decrease the willingness of investors to provide funds to those companies, contrary to the objective of incentivizing shareholders to hold their shares for a longer period. Operational complexities create an advantage for certain groups of shareholders, favouring controlling and reference shareholders’ rights, and dilute the board and management’s accountability to minority shareholders (...) The technical*

¹⁰ Art. 2:118 lid 3 BW.

¹¹ [ECLI:NL:GHAMS:2020:2379, Gerechtshof Amsterdam, 200.276.218/01 \(rechtspraak.nl\)](#)

¹² [Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism? \(americanbar.org\)](#)

obstacles (institutional investors) encounter in markets allowing DVR are material, and have precluded some from accessing the benefits of DVR and loyalty dividends”.

Op de website van Stellantis – een Nederlandse vennootschap die loyaliteits aandelen uitgeeft – staat bijvoorbeeld expliciet: *“Shareholders participating in the Loyalty Voting Program will have their common shares registered in the Loyalty Register maintained by the registrar, and will not be able to readily trade such shares. These shareholders may, at any time, request the de-registration from the Loyalty Register and transfer of the common shares to the account of an intermediary participant in either DTC or MT or EFR in order to be able to trade”.*¹³

Daarnaast waarschuwt Stellantis in haar prospectus¹⁴: *“The tax treatment of the receipt of Special Voting Shares by a French holder that has requested that all or some of its Stellantis Common Shares be registered on the Loyalty Register is uncertain” en “If a U.S. shareholder receives Special Voting Shares after requesting that all or some of the number of its Stellantis Common Shares be registered on the Loyalty Register, the tax consequences of the receipt of Special Voting Shares is unclear”.*

Een andere barrière voor het laten registreren van aandelen om in aanmerking te komen voor loyaliteits aandelen is de onmogelijkheid om die geregistreerde aandelen uit te lenen. Het uitlenen van aandelen is voor met name indexbeleggers en andere langetermijnbeleggers een belangrijke inkomstenbron. In dat opzicht zou loyaliteitsdividend de voorkeur kunnen hebben voor bepaalde institutionele beleggers. Wel zal dan verzekerd moeten zijn dat het extra dividend hoger is dan het verlies aan inkomsten van uitleenactiviteiten.

Niet alleen principiële bezwaren, maar dus ook operationele, praktische en belastingtechnische bezwaren, leiden ertoe dat maar weinig institutionele beleggers genegen zullen zijn om mee te doen aan loyaliteits aandelenprogramma's.

Onderzoek naar de effecten van de invoering van de Florange Act in Frankrijk laat ook zien dat door bovenstaande factoren Franse vennootschappen die loyaliteitsstemrechten aandelen hebben ingevoerd minder institutionele beleggers in hun aandelenbestand hebben.¹⁵

Een randvoorwaarde voor het laten meedoen van institutionele (maar ook particuliere) beleggers aan loyaliteits aandelenprogramma's is het wegnemen van de bovengenoemde praktische barrières en onzekerheden. Bekeken kan worden of een systeem waarin alle aandeelhouders hun aandelen volledig gedigitaliseerd kunnen aanhouden – inclusief loyaliteits aandelen en aandelen die ten behoeve daarvan worden geregistreerd – uitkomst zou kunnen bieden. Het Verenigd Koninkrijk heeft recentelijk een dergelijke 'Digitisation Taskforce' ingesteld¹⁶ op aanbeveling van het eindrapport van de UK Secondary Capital Raising Review onder voorzitterschap van Freshfields-partner Mark Austin.¹⁷

¹³ [Stock Info | Stellantis](#)

¹⁴ [EU Prospectus.pdf \(stellantis.com\)](#)

¹⁵ Zie: [The Capital Market Consequences of Tenure-Based Voting Rights: Evidence from the Florange Act by Thomas Bourveau, Francois Brochet, Alexandre Garel :: SSRN](#)

¹⁶ [Digitisation Taskforce – Terms of Reference - GOV.UK \(www.gov.uk\)](#)

¹⁷ [SCRR report \(13 July final\) \(publishing.service.gov.uk\)](#)