

DE REDACTIE PRIVAAT

DAAR IS NESSIE! NAAR MEERVOUDIG STEMRECHT IN NV EN BVBA

Jeroen DELVOIE

1. Zoals intussen vrij algemeen is geweten, bereidt minister van justitie Koen Geens een grondige hervorming van het Belgische vennootschaps- en verenigingsrecht voor. Het project werd op gang getrokken door het Belgisch centrum voor vennootschapsrecht (“BCV”), een interuniversitair forum met inbreng uit alle rechtsfaculteiten van het land(1). De voorbereidende beleidsnota “Een modern Wetboek van vennootschappen en verenigingen” van het BCV werd op 6 oktober 2015 in de commissie handels- en economisch recht van de Kamer voorgesteld(2). De wetteksten zijn momenteel in voorbereiding en er lijkt weinig twijfel over dat minister Geens vastbesloten is om dit project voor het einde van deze legislatuur tot een goed einde te brengen. Zijn naam zou hiermee verbonden zijn aan de meest systematische hervorming van ons vennootschapsrecht sinds de eerste vennootschapswet van 18 mei 1873.

2. Een van de meest in het oog springende voorstellen heeft betrekking op de legalisering van meervoudig stemrecht in NV en BVBA(3). Dat is in België sinds midden de jaren 1930 verboden(4). Sindsdien is de herinvoering van meervoudig stemrecht een beetje een juridisch monster van Loch Ness dat nu en dan onder de waterlijn werd opgemerkt maar uiteindelijk toch steeds een valse schaduw bleek(5).

3. Dat het er nu toch van zou kunnen komen, heeft wellicht veel te maken met de groeiende internationale aandacht voor zogenaamde

(1) Belgisch Centrum voor Vennootschapsrecht (ed.), *De modernisering van het vennootschapsrecht* (Gent: Larcier, 2014), 446 p.

(2) Gedachtewisseling met de minister van Justitie en met deskundigen van het Belgisch centrum voor vennootschapsrecht over de modernisering van het vennootschapsrecht, 3 december 2015, Verslag, 54. *Parl. St.* 2015-16, nr. 54-1500/1 = www.dekamer.be/Flwb/pdf/54/1500/54K1500001.pdf.

(3) Concrete ontwerp teksten zijn er op dit ogenblik nog niet. Maar de intenties op dit vlak kunnen vrij goed worden afgeleid uit de genoemde BCV-nota en uit de discussie daaromtrent in de Kamercommissie.

(4) Over de historische achtergrond van dit verbod, zie: C. CLOTTENS, *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen* (Antwerpen: Biblo, 2012), 35 e.v.

(5) Zie de verwijzingen bij C. CLOTTENS, *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen*, 29.

“loyaliteits aandelen”(6). Dat zijn aandelen die extra rechten (meestal stemrecht of dividend) toekennen aan zogenaamd “loyale” aandeelhouders. Die titel verdien je door als aandeelhouder je aandelen gedurende een bepaalde minimumperiode aan te houden. In het zog van de financiële crisis had kritiek op kortetermijndenken op de financiële markten uiteraard de wind in de zeilen. Loyaliteits aandelen kwamen bovendien als één van de instrumenten die hoop op beter beloften.

Frankrijk kende al een wettelijk systeem van loyaliteitsstemrecht sinds 1933, en van loyaliteitsdividenden sinds 1994 en bleek plots – wellicht ietwat tot eigen verbazing – een gidsland. Aandeelhouders die hun aandelen twee jaar aanhouden konden er dubbel stemrecht en maximaal 10% extra dividend verdienen(7). Het plotse enthousiasme over deze pioniersrol leidde in 2014 zelfs tot een uitbreiding van het systeem(8), waarover hierna meer. In Nederland is geen uitdrukkelijke wettelijke basis voor loyaliteits aandelen voorhanden. Maar onze noorderburen voerden een zoveelste staaltje vennootschapsrechtelijk ondernemerschap op en vonden in hun NV-recht voldoende flexibiliteit om van loyaliteitsstemrecht een exportproduct te maken. In de *slipstream* van Fiat, Chrysler en andere Ferrari’s, verplaatsten sinds 2013 meerdere Europese beursgenoteerde ondernemingen hun statutaire zetel naar Nederland om er van al die creativiteit te genieten. En vooral dan van de extra stemrechten die dit de Agnelli’s en co van deze wereld opleverde. De Italiaanse wetgever reageerde als door een wesp gestoken en voerde in de zomer van 2014 met sportwagensnelheid een systeem van loyaliteitsstemrecht in(9). Zoveel vuurwerk op lidstaatniveau kon ook de Europese wetgever niet ontgaan en het Europees Parlement flirtte in 2015 n.a.v. de behandeling van de gewijzigde richtlijn aandeelhoudersrechten zelfs even met een verplichte invoering van loyaliteitsprikkels in alle lidstaten. Zo ver kwam het uiteindelijk niet(10). De lidstaten behouden vooralsnog het initiatief.

(6) Zie hierover J. DELVOIE en C. CLOTTENS, “Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares”, *Law and Financial Markets Review* 2015, 19-28. De uitspraken in dit randnummer vinden steun in deze bijdrage en de verwijzingen aldaar.

(7) Voor meer details, zie J. DELVOIE en C. CLOTTENS, *Law and Financial Markets Review* 2015, 20.

(8) Dit gebeurde met de zgn. *Loi-Florange* van 29 maart 2014, die voluit met dat typische Franse gevoel voor revolutionaire strijd lust als *Loi visant à reconquérir l’économie réelle* door het leven gaat (Loi n° 2014-384).

(9) Zie hierover ook: B. BOOTSMA, “Loyaliteitsstemrecht naar Italiaans recht en bij Fiat Chrysler Automobiles NV”, *Ondernemingsrecht* 2015, 32.

(10) Over de discussie op Europees niveau, zie: J. DELVOIE en C. CLOTTENS, *Law and Financial Markets Review* 2015, 23. De uiteindelijk op 8 juli 2015 door het Europees Parlement aangenomen tekst (zonder loyaliteitsinstrumenten) is beschikbaar op: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&reference=A8-2015-0158&language=EN>. De teksten maken sindsdien het voorwerp uit van triloogbesprekingen.

4. Niet verwonderlijk dus, dat een Belgisch hervormingsproject dat ons land wil doen meeboksen in de concurrentie tussen de nationale vennootschapswetgevers, en daarbij met nauwelijks verholen bewondering over de noordergrens kijkt, ook loyaliteitsstemrecht voor beursgenoteerde vennootschappen omvat. Een houdperiode van twee jaar zou daarbij recht geven op één extra stem per aandeel, met een uitdrukkelijke wettelijke regeling als basis, zoals in Frankrijk en Italië(11). In de niet-genoteerde NV en in de BVBA zou de contractuele vrijheid zelfs nog groter worden, en zou meervoudig stemrecht *de plano* mogelijk zijn, met of zonder loyaliteit(12).

5. En zo heeft Nessie dan misschien eindelijk toch de juiste onderstroom te pakken om door het oppervlak te breken. Op zich is dit een goede zaak. Loyaliteitsaandelen zijn ongetwijfeld geen wonderoplossing(13). Natuurlijk worden zij extra enthousiast verwelkomd door insiders en controlerende aandeelhouders. Natuurlijk verwijten die de beurs al eens “te weinig langetermijnvisie” om vooral het eigen falen te verdoezelen. Niets zo comfortabel als kleine aandeelhouders die “loyaal” zijn. Niet toevallig zijn institutionelen, vooral de Angelsaksische, geen fan.

Maar *au fond* is dat niet zo een probleem, zo lang het systeem optioneel is. Uiteraard zijn er risico's aan verbonden, vooral voor kleine aandeelhouders. Maar tegelijk kan de extra stabiliteit die loyaliteitsaandelen mogelijk meebrengen, waarde creëren, ook voor die kleine aandeelhouders. Dit is een afweging, een evenwichtsoefening zoals er zo vele te maken zijn in het domein van vennootschapsgovernance. Het juiste evenwicht verschilt van vennootschap tot vennootschap en hangt binnen vennootschappen af van het moment in hun ontwikkeling. Meervoudig stemrecht is echt geen instrument waar enkel stoffige Italiaanse patriarchen aan denken. Google en Facebook voerden meervoudig stemrecht in naar aanleiding van hun beursgang, net zoals een groeiend aantal Amerikaanse technologiebedrijven(14). Zo lang het systeem optioneel is, is er geen reden om dit soort experimenten bij voorbaat te veroordelen. Wie niet gelooft in Google's uitgesproken langetermijnfocus en de disproportionele controlerechten die de oprichters zichzelf toebedeelden om die langetermijnfocus te vrijwaren, hoeft geen aandelen te kopen.

(11) Zie weliswaar *supra* voetnoot 3.

(12) In wat volgt focust deze bijdrage op het systeem voor beursgenoteerde vennootschappen.

(13) Al aangenomen dat kortetermijndenken op financiële markten werkelijk een probleem is. Daarover bestaat op zichzelf veel debat. Dit gaat uiteraard het bestek van deze bijdrage te buiten.

(14) Volgens een telling in de loop van 2015 zou 14% van de Amerikaanse IPO's dat jaar met meervoudig stemrecht gepaard gaan. Bij technologiebedrijven lag dat aantal nog hoger. In 2005 was dit nog maar 1%. *Wall Street Journal* 17 augustus 2015, “The Big Number”, op www.wsj.com/articles/the-big-number-1439865699.

6. Maar over die vrije keuze, vooral van de minderheidsaandeelhouders, moet dan wel goed worden gewaakt. De Belgische wetgever moet absoluut de valkuil vermijden waarin Italië en Frankrijk wel zijn getrapt. In Italië werd de meerderheid die nodig was om de statuten te wijzigen en loyaliteitsaandelen in te voeren, tijdelijk verlaagd van twee derden naar 50%. Vennootschappen die in de maanden na de wetswijziging snel ageerden, konden dus loyaliteitsstemrecht creëren bij gewone meerderheid. In de Italiaanse controlecontext, betekende dit dat in heel wat gevallen de controlerende aandeelhouder alleen kon beslissen. Het plan om deze overgangperiode nog te verlengen, werd pas afgevoerd na luid protest van een breed front van o.m. institutionele investeerders, *academici* en bestuurders(15). Frankrijk maakte het nog bonter. Met de wet *Florange* werd het dubbele loyaliteitsstemrecht van de ene dag op de andere het suppletieve recht voor genoteerde vennootschappen. Voordien was een statutenwijziging en dus een tweederdemeerderheid nodig om loyaliteitsaandelen in te voeren. Maar plots was een statutenwijziging bij tweederdemeerderheid nodig om loyaliteitsaandelen te *ontlopen*. Dit leidde in vele grote Franse vennootschappen tot heel wat getouwtrek in aanloop naar de jaarlijkse algemene vergaderingen van 2015. Soms, zoals bij BNP Paribas, werd de tweederdemeerderheid om het dubbel stemrecht te vermijden inderdaad gevonden (ondanks tegenstand van de grootste aandeelhouder, in dit geval de Belgische staat)(16). In andere vennootschappen, zoals Vivendi, lukte dat niet ondanks een ongeziene mobilisatie van minderheidsaandeelhouders en een gewone (maar geen twee derde) meerderheid die tégen loyaliteitsaandelen stemde(17).

7. Hierbij dan ook een warme oproep aan de Belgische wetgever om dit anders aan te pakken. De wijziging van de fundamentele verhoudingen tussen aandeelhouders op het vlak van stemrecht en dividend tijdens de duur van de vennootschap is verre van evident. De *trendy* loyaliteitsvlag verheelt de onderliggende juridische lading niet. Denk ter illustratie maar aan artikel 560 W.Venn., dat in de NV een versterkte meerderheid in elke aandelensoort voorschrijft voor de wijziging van de rechten verbonden aan die soort. Die regel was op zich reeds een *versoepeling* t.a.v. een juridische traditie die voor dat soort gevallen moeilijk loskwam van de idee dat individuele toestemming van elke aandeelhouder vereist was. Zelfs al leiden loyaliteitsaandelen *à la française* technisch gezien niet tot soortvorming, de onderliggende logica is zeer vergelijkbaar. Sommige aandeelhouders

(15) “Joint Statement on the Introduction of Multiple Voting Rights at Italian Listed Companies”, www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/letters/2015-02---statement-on-italian-multiple-voting-rights.pdf.

(16) *De Tijd* 22 april 2015, “België houdt vast aan dubbel stemrecht bij BNP Paribas”, op www.tijd.be/ondernemen/banken/Belgie_houdt_vast_aan_dubbel_stemrecht_bij_BNP_Paribas.9624890-3095.art?ckc=1.

(17) *Le Figaro* 17 april 2015, “Vivendi : droits de votes doubles acceptés”, www.lefigaro.fr/flash-eco/2015/04/17/97002-20150417FILWW00195-vivendi-droits-de-votes-doubles-acceptes.php.

krijgen dankzij loyaliteitsaandelen meer rechten dan anderen. Lopende de vennootschap is dat niet evident, en in de NV verwacht je dan minstens de bescherming die met een statutenwijziging gepaard gaat.

Neem opnieuw, ter illustratie, de situatie in de Verenigde Staten. De contractuele vrijheid rond meervoudig stemrecht in private vennootschappen is er groot. Vennootschappen kunnen met hun meervoudig stemrecht ook naar de beurs, getuige Google, Facebook en anderen. Maar eens op de beurs is een wijziging aan de stemrechten van de bestaande aandelenklassen in beginsel niet meer mogelijk. Beleggers weten dus op het ogenblik van de beursgang wat voor soort aandelen ze kopen en zijn in beginsel beschermd tegen verdere wijzigingen *en cours de route*. Google's medeoprichter en CEO Larry Page heeft weliswaar tien stemmen per aandeel, maar kan niet meer via statutenwijziging voorstellen er twintig van te maken(18). Dit had hij voor de beursgang moeten doen, zodat de prijsvorming er zo nodig rekening mee kon houden.

Uiteraard kan dit evenwichtspunt ook elders liggen. Bij ons is slechts sprake van maximaal twee stemmen per aandeel, en dit gekoppeld aan een houdperiode van twee jaar. De wetgever doet er goed aan dit systeem ook voor vennootschappen die al beursgenoteerd zijn, open te stellen. De innovatie zou weinig zin hebben indien zij meteen onbeschikbaar was voor alle ondernemingen die al op de beurs noteren. Maar men moet goed beseffen dat hiermee potentieel bij wet de krachtsverhoudingen binnen bestaande genoteerde vennootschappen worden gewijzigd. Een statutenwijziging, en dus een meerderheid van drie vierde, is dan niet te veel gevraagd(19). Er is absoluut geen reden om controlerende aandeelhouders bij de invoering van het systeem nog eens een extra bonus toe te kennen onder de vorm van een tijdelijk verlaagde meerderheid of zelfs een opt-outregeling. De Belgische wetgever doet er dus goed aan naar aanleiding van deze voorgenomen hervorming zich ver van het Italiaanse en zeker het Franse voorbeeld te houden. Nessie is geen katje om zonder handschoenen aan te pakken, zo lang we haar niet beter hebben leren kennen.

(18) In de praktijk bestaat er weliswaar wat speelruimte via de uitgifte van nieuwe aandelen als een nieuwe klasse.

(19) Indien in het kader van de ruimere hervorming de huidige meerderheid van drie vierde voor statutenwijzigingen zou worden verlaagd tot de elders meer gebruikelijke twee derde, dan is er veel voor te zeggen om minstens in bestaande genoteerde vennootschappen voor loyaliteitsaandelen de drievierderegeling te behouden. Wellicht zou zulke verlaging van de meerderheidsdrempel voor statutenwijzigingen overigens ook nog wel op andere punten overgangsmaatregelen noodzaken.