

99. High/Low Voting Stock Een nieuwe trend?

MR. B.P. BUIRMA

Op 26 juni 2015 maakte het aan de AEX genoteerde Luxemburgse Altice S.A. bekend om grensoverschrijdend juridisch te fuseren met Altice N.V. ('Altice') als verkrijgende vennootschap.¹ Ter gelegenheid van deze fusie hebben de aandeelhouders voor elk aandeel in Altice S.A. drie gewone aandelen A, met een nominale waarde van één eurocent, en één gewoon aandeel B, met een nominale waarde van 25 eurocent ontvangen en is Altice S.A. opgehouden te bestaan. Op grond van de statuten van Altice is aan een gewoon aandeel A één stemrecht verbonden en zijn aan een gewoon aandeel B 25 stemrechten verbonden. Aan beide soorten aandelen zijn gelijke economische rechten verbonden en beide soorten zijn genoteerd aan Euronext Amsterdam.² Deze structuur, waarbij met een verschil in nominale waarde van aandelen wezenlijk verschil in het stemrecht verbonden aan de betreffende soorten aandelen wordt gecreëerd, heet *High/Low Voting Stock*. Met deze structuur wordt volgens Altice's CEO een *powerful equity currency* gecreëerd waarbij de *Low Voting Stock* gebruikt kan worden om overnames te financieren, zonder dat hiermee het stembelang van de zittende aandeelhouders (en met name grootaandeelhouder Patrick Drahi) verwatert.³ Eumedion, de koepelorganisatie van institutionele beleggers in Nederland, waarschuwde naar aanleiding van het voorstel van Altice om aandelen met verschillend stemrecht te creëren voor misbruik van het Nederlandse vennootschapsrecht.⁴ Den Boogert reageerde kritisch op Eumedion's uitlatingen. Hij stelde dat het Nederlandse vennootschapsrecht nu eenmaal dergelijke faciliteiten biedt.⁵

Recentelijk is veel geschreven over de toekenning van extra stemrecht aan 'loyale' aandeelhouders in het kader

- 1 Ten tijde van de fusie was de verkrijgende vennootschap een BV met een andere naam.
- 2 Het maatschappelijk kapitaal kent ook nog preferente aandelen A en preferente aandelen B, elk met respectievelijk een nominale waarde van vier eurocent en één eurocent. Een preferent aandeel A geeft dus recht op vier stemmen, een preferent aandeel B recht op één stem in de algemene vergadering. Ik laat de preferente aandelen verder buiten beschouwing.
- 3 Altice S.A. had reeds een grootaandeelhouder in de persoon van haar oprichter Patrick Drahi, en had in het verleden haar overnames veelal met vreemd vermogen gefinancierd. Na de grensoverschrijdende fusie houdt Patrick Drahi een kapitaalbelang van 60,6% maar heeft hij een potentieel stembelang van 92%, aldus: R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2015', *Ondernemingsrecht* 2015, 105, p. 540.
- 4 M. Wolzak, 'Beleggerskoepel Eumedion waarschuwt voor misbruik vennootschapsrecht', *Het Financieele Dagblad* 8 juli 2015, p. 11, R. Abma, 'De uitwassen van ons flexibele vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2015, 13, p. 439-440 en het position paper over de positie van minderheidsaandeelhouders met een controlerende aandeelhouder: <http://eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/position-papers/2015-10-draft-position-paper-protection-minority-shareholders.pdf>.
- 5 M.W. den Boogert, 'Eumedion ziet spoken rond Nederlandse NV-norm', *Het Financieele Dagblad* 13 juli 2015, p. 9.

van het loyaliteitsstemrecht bij Fiat Chrysler Automobiles N.V. ('FCA') en CNH Industrial N.V. ('CNH').⁶ De *High/Low Voting Stock* structuur bij Altice verschilt echter wezenlijk van het loyaliteitsstemrecht bij FCA en CNH. Bij FCA en CNH hebben alleen 'loyale' aandeelhouders dubbel stemrecht. Om hiervoor in aanmerking te komen dienen aandeelhouders hun gewone aandelen in een apart register in te schrijven, waarna deze gewone aandelen niet langer op de beurs verhandeld kunnen worden. Als de aandelen voor een onafgebroken periode van drie jaar in voornoemd register zijn ingeschreven, hebben de betreffende aandeelhouders recht op een extra aandeel, waar nauwelijks economische rechten aan verbonden zijn, maar wel het recht om één stem uit te brengen. Hiermee krijgen de 'loyale' aandeelhouders als het ware dubbel stemrecht.⁷ Ten tijde van de fusie werden aan alle houders

- 6 M. van Offfen, 'Nederlandse loyaliteitsaandelen met een Frans sausje', *Ondernemingsrecht* 2013, 67, p. 333-337 en A.A. Bootsma, 'Loyaliteitsstemrecht naar Italiaans recht en bij Fiat Chrysler Automobiles NV Arrivederci Italia en welkom in Nederland?', *Ondernemingsrecht* 2015, 5, p. 32-43.
- 7 Opmerking verdient dat de *holding period* niet had te gelden voor de oorspronkelijke aandeelhouders van Fiat SpA als aan vier vereisten was voldaan. Zie hierover uitgebreid de literatuur genoemd in voetnoot 6.

van één aandeel Altice S.A. drie aandelen A en één aandeel B toegekend en het 'loyaliteitsvereiste' speelt verder geen rol om *High Voting Stock* te houden. Bovendien zijn bij Altice zowel de aandelen A als de aandelen B giraal verhandelbaar. Hoewel het vennootschapsrecht vele duale kapitaalstructuren kent waarbij bijzondere (winst)rechten aan bepaalde soorten aandelen zijn verbonden, lijkt de implementatie van *High/Low Voting Stock* bij Altice een relatief nieuw verschijnsel. Voor zover mij bekend hebben in het verleden alleen KPNQWest N.V. en Benckiser N.V. een dergelijke structuur geïmplementeerd waarbij beide soorten aandelen vrij verhandelbaar waren.⁸

In dit artikel wil ik eerst ingaan op het wettelijk kader van *High/Low Voting Stock*, dan de implementatie van deze structuur behandelen, om vervolgens af te sluiten met een internationaal perspectief op *High/Low Voting Stock* structuren.

Wettelijk kader en implementatie

Op grond van art. 2:92 lid 1 BW zijn voor zover bij de statuten niet anders is bepaald aan alle aandelen van een NV in verhouding tot hun (nominale) bedrag gelijke

Om een *High/Low Voting Stock* structuur te implementeren, zullen de statuten moeten voorzien in verschillende soorten aandelen.

rechten verbonden. Daarnaast bevat art. 2:118 lid 1 BW het uitgangspunt dat aan iedere aandeelhouder ten minste één stem toekomt. Het aantal stemmen dat op een aandeel kan worden uitgebracht is dus in principe afhankelijk van de nominale waarde van de aandelen, zoals volgt uit de leden 2 en 3 van art. 2:118 BW.⁹ Wil men bij een NV bewerkstelligen dat de houder van het ene aandeel meer stemmen kan uitbrengen dan de houder van een ander aandeel, dan moeten in de statuten verschillende soorten aandelen met een verschillende nominale waarde worden gecreëerd.¹⁰ Het aandeel met de laagste nominale waarde heeft dan een stem (*low voting*) en voor de bepaling van het hogere aantal stemmen dat kan worden uitgebracht op het aandeel met de hogere nominale waarde (*high voting*) dient in principe de hoge nominale waarde door de laagste nominale waarde gedeeld te worden.

De nominale waarde van aandelen speelt echter niet alleen een rol in het bepalen van het aantal stemrechten dat verbonden is aan de betreffende soort. Zo zijn op grond van art. 2:105 lid 6 BW ook de verplichte stortingen op het

nominale bedrag van aandelen bepalend bij de berekening van het winstbedrag dat op ieder aandeel zal worden uitgekeerd, tenzij bij de statuten anders is bepaald. Bij *High/Low Voting Stock* is het echter meestal de bedoeling om slechts een onderscheid te maken in het stemrecht verbonden aan verschillende soorten aandelen, en niet tussen de winstrechten. Bij het opzetten van een *High/Low Voting Stock* structuur zal hier dan ook in de statuten rekening mee moeten worden gehouden. Indien, zoals bij Altice, de statuten bepalen dat *High Voting Stock* en *Low Voting Stock* gelijke rechten hebben bij elke uitkering, dan zal dit als gevolg hebben dat de kapitaalbreng op *High Voting Stock* en *Low Voting Stock* (vrijwel) gelijk zal moeten zijn. Aangezien art. 2:80 lid 1 BW voorschrijft dat de minimale stortingsplicht de nominale waarde van een aandeel omvat, zal de nominale waarde van *High Voting Stock* leidend zijn om de minimale storting per aandeel te bepalen.¹¹ Dit impliceert dat bij de opzet van een *High/Low Voting Stock* structuur of een situatie waarbij *Low Voting Stock* nog moeten worden uitgegeven, er relatief veel agio op de *Low Voting Stock* zal moeten worden gestort om een zelfde uitgiftekoers te hebben als de *High Voting Stock*. Om te voorkomen dat de op de *Low Voting Stock* gestorte vrij uitkeerbare agio ook aanwast bij de *High Voting Stock* is het aan te raden om tevens per soort aandeel aparte agioreserves te creëren. Een ander praktisch punt om in acht te nemen bij het creëren van *High/Low Voting Stock* structuren is dat op grond van art. 2:105 lid 2 BW, de vennootschap slechts uitkeringen kan doen voor zover het eigen vermogen groter is dan het bedrag van het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal vermeerderd met de reserves die krachtens de wet of de statuten moeten worden aangehouden. Om het gebonden vermogen zo klein mogelijk te maken, is het daarom raadzaam om ook voor beide soorten aandelen met in achtneming van de onderlinge (stem)verhouding een relatief lage nominale waarde te kiezen.

Om een *High/Low Voting Stock* structuur te implementeren, zullen de statuten van de vennootschap dus moeten voorzien in twee of meer soorten aandelen. De eenvoudigste wijze om dit te implementeren is uiteraard bij oprichting, of in ieder geval om voorafgaand aan de beursnotering de statuten te wijzigen. De publieke aandeelhouders zullen dan van meet af aan bekend zijn met de duale kapitaalstructuur. Ook voor reeds beursgenoteerde vennootschappen is het in beginsel mogelijk om een duale kapitaalstructuur te implementeren,¹² door de algemene vergadering te verzoeken de statuten te wijzigen. Hierbij zou elk bestaand aandeel gesplitst kunnen worden in een *High Voting* aandeel en een of meer *Low Voting* aandeel/aandelen. Om aandeelhouders na de invoering van een duale kapitaal-

8 Zie in dit verband: H.M. Parson, 'High/Low Voting Stock bij beursvennootschappen', *V&O* februari 2000/ aflevering 2, p. 29-32.

9 Op de mogelijkheden die de leden 4 en 5 van art. 2:118 BW bieden om van het evenredig stemrecht af te wijken, wordt in dit artikel niet nader ingegaan.

10 Bij een BV heeft men uiteraard veel meer mogelijkheden, nu art. 2:228 lid 4 BW de mogelijkheid geeft ook op andere manieren in de statuten van het evenredig stemrecht af te wijken.

11 Ik laat hier buiten beschouwing dat daarboven voor de *High Voting Stock* nog agio bedongen kan worden, hetgeen dan deel uitmaakt van de stortingsplicht.

12 Aannemende dat de reglementen van de beurs waar de vennootschap is genoteerd dit toestaan, zie hierover onder *High/Low Voting Stock* in internationaal perspectief.

structuur de mogelijkheid te bieden om *High Voting Stock* in te ruilen voor de soms meer liquide *Low Voting Stock* kan een conversiebepaling in de statuten opgenomen worden. Nu *High Voting Stock* een hogere nominale waarde heeft dan *Low Voting Stock* kan de conversie niet een-op-een plaatsvinden, aangezien er dan sprake zal zijn van kapitaalvermindering. Dit kan worden opgelost door in de statuten te bepalen dat indien de conversie leidt tot een groter aantal *Low Voting Stock* dan de te converteren *High Voting Stock* de aldus ‘te veel’ verkregen *Low Voting Stock* om niet aan de vennootschap moeten worden overgedragen.¹³

Een belangrijke vraag bij de implementatie van een *High/Low Voting Stock* in een bestaande structuur zal steeds zijn hoe omgegaan wordt met de zittende aandeelhouders. Als de zittende aandeelhouders gelijkelijk worden behandeld bij de implementatie van een *High/Low Voting Stock* structuur en bijvoorbeeld alle zittende aandeelhouders *High Voting Stock* krijgen of alle zittende aandeelhouders naar rato van hun aandelenbezit een mix van *High* en *Low Voting Stock* krijgen dan valt mijns inziens niet goed in te zien dat het in art. 2:92 lid 2 BW vervatte gelijkheidsbeginsel dat de vennootschap aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden op dezelfde wijze moet behandelen, wordt overtreden. Ook na de implementatie van de *High/Low Voting Stock* structuur hoeft art. 2:92 lid 1 BW niet tot problemen te leiden. Art. 2:92 lid 1 BW voorziet immers uitdrukkelijk in de mogelijkheid om in de statuten af te wijken van het gelijkheidsbeginsel. Zo is bij de implementatie van art. 2:92 BW door de minister opgemerkt dat een statutaire bepaling die door lid 1 wordt toegestaan kan leiden tot verschillende omstandigheden als bedoeld in art. 2:92 lid 2 BW en dat daarom het gelijkheidsbeginsel niet hoeft te gelden tussen houders van verschillende soorten aandelen.¹⁴ In de literatuur wordt echter wel geopperd dat onder omstandigheden de invoering van een statutaire regeling die leidt tot ongelijke behandeling van aandeelhouders in strijd kan zijn met de beginselen van redelijkheid en billijkheid.¹⁵ Omwille van de rechtszekerheid denk ik echter dat slechts in uitzonderlijke omstandigheden de redelijkheid en billijkheid zich verzetten tegen de invoering van *High/Low Voting Stock* structuren. Dit zal in ieder geval niet zo zijn als de zittende aandeelhouders gelijkelijk worden behandeld bij de implementatie van een *High/Low Voting Stock* structuur. Een uitzonderlijke omstandigheid waarbij de redelijkheid en billijkheid zich zouden kunnen verzetten tegen de implementatie van een *High/Low Voting Stock* structuur, is als bij de implementatie van een dergelijke structuur tevens een *reverse stock split* plaatsheeft, waarbij de uitstaande

aandelen worden samengevoegd tot *High Voting Stock* met een hogere nominale waarde dan de uitstaande aandelen en deze samenvoeging van aandelen dusdanig is dat minderheidsaandeelhouders *de facto* worden uitgestoten.¹⁶

Na de implementatie van een *High/Low Voting Stock* structuur heeft in de algemene vergadering tussen de houders van de verschillende soorten aandelen onderling de norm van redelijkheid en billijkheid te gelden.¹⁷ Voor inkleuring van deze norm bij een vennootschap met een *High/Low Voting Stock* structuur zou mijns inziens jurisprudentie over de positie van minderheidsaandeelhouders analoog kunnen worden toegepast. Bij toepassing van voornoemde jurisprudentie over minderheidsaandeelhouders zullen de vennootschap en de meerderheidsaandeelhouders (de houders van de *High Voting Stock*) jegens de minderheidsaandeelhouders (de houders van de *Low Voting Stock*) de nodige zorgvuldigheid moeten betrachten. De uitwerking van deze zorgvuldigheidsplicht zal mede afhankelijk zijn van de omstandigheden van het geval.¹⁸ Dit laat echter onverlet dat de rechter terughoudendheid past bij de beoordeling of alle in aanmerking komende belangen naar redelijkheid en billijkheid zijn afgewogen en of daarbij de nodige zorgvuldigheid in acht is genomen.¹⁹ Voor beursvennootschappen geldt dat ook de Corporate Governance Code (‘Code’) de norm van redelijkheid en billijkheid nader kan inkleuren.²⁰

Code

Wellicht omdat het zo’n evident beginsel van goede governance is en het basisprincipe in Boek 2 BW is neergelegd, is in de Code het beginsel van ‘one share one vote’ niet opgenomen. In *best practice provision* IV.1.2 is

Institutionele beleggers en stemadviesbureaus zijn geen voorstander van duale kapitaalstructuren.

slechts bepaald dat het stemrecht op financieringspreferente aandelen wordt gebaseerd op de reële waarde van de kapitaalbreng. Het is voorstelbaar dat een dergelijke redenering ook heeft te gelden voor *High/Low Voting Stock* structuren en dat deze redenering de norm van redelijkheid en billijkheid nader kan inkleuren bij een beursgenoteerde vennootschap.

Hoewel Boek 2 BW en de *Code High/Low Voting Stock* structuren niet verbieden, zijn institutionele beleggers en stemadviesbureaus geen voorstander van dergelijke structuren, aangezien deze structuren afwijken van de idee dat aandeelhouders met een gelijke hoeveelheid

13 M. van Olffen, ‘Loyaliteitsaandelen’, *WPNR* 2006/6687, p. 780 en art. 14 van de statuten van Altice.

14 *Kamerstukken II* 1979/80, 15304, nr. 6, p. 17-18, maar kritisch of dit in zijn algemeenheid zo valt te zeggen G.T.M.J. Raaijmakers, ‘Gelijke behandeling van aandeelhouders en beleggers’, in: *Handboek onderneming en aandeelhouder*, Deventer: Kluwer 2012, p. 47.

15 A. Doorman, ‘Het buigzame gelijkheidsbeginsel’, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 200.

16 Zie in dit verband Hof Amsterdam (OK) 20 december 2007, *JONDR* 2008/104 (*Shell*).

17 P.J. Dortmond, E.J.J. van der Heijden & W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de Naamloze en Besloten Vennootschap*, Deventer: Kluwer 2013, p. 259 anders G.T.M.J. Raaijmakers, Deventer: Kluwer 2012, p. 45.

18 HR 1 maart 2002, *NJ* 2002, 296 (*Zwagerman*).

19 HR 12 juli 2013, *NJ* 2013, 461 (*KLM*).

20 HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 434 (*ABN AMRO*).

risicodragend kapitaal in een vennootschap gelijke zeggenschap hebben.²¹ Zo heeft de belangenorganisatie van institutionele beleggers International Corporate Governance Network ('ICGN') in haar *Global Corporate Governance Principles* opgenomen dat een afwijking van 'one share one vote' moet worden uitgelegd. Volgens het ICGN zullen dergelijke structuren regelmatig moeten worden geëvalueerd en vergezeld gaan met adequate extra beschermingen voor minderheidsaandeelhouders, met name in het geval van een overnamebod. Institutional Shareholder Services is strenger en raadt in haar *Summary Proxy Voting Guidelines* aan om tegen enig agendapunt te stemmen dat beoogt om duale kapitaalstructuren of aandelen met een buitenproportioneel stemrecht te doen ontstaan. PGGM geeft in haar *Global Voting Policy 2015* dezelfde aanbeveling.²²

Gevolgen implementatie

Op grond van art. 2:120 BW worden besluiten van de algemene vergadering waaromtrent bij de wet of statuten geen grotere meerderheid is voorgeschreven genomen met een volstrekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen. Uit art. 2:118 lid 3 BW volgt dat de nominale waarde van een aandeel beslissend is om het aantal aan het aandeel verbonden stemrechten te bepalen. Ook waar de wet versterkte meerderheden voorschrijft die een bepaald gedeelte van het kapitaal dienen te vertegenwoordigen²³ zal steeds aanknopingspunten moeten worden gezocht bij de nominale waarde van de aandelen, en wordt aan de reële waarde van de kapitaalbreng voorbijgegaan. Hetzelfde geldt voor het in art. 2:110 BW vervatte recht van aandeelhouder(s) die ten minste 10% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen om gemachtigd te worden om een vergadering bijeen te roepen en sinds de wijziging van art. 2:114 BW op 1 juli 2013 ook voor het agenderingsrecht van aandeelhouders die ten minste 3% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen.

Een bepaling in Boek 2 BW waarin niet alleen aangeknoopt wordt bij de nominale waarde van een aandeel maar eventueel ook bij de beurswaarde van de aandelen is art. 2:346 lid 1 sub c BW waarin wordt bepaald wie er bevoegd is tot het indienen van een enquêteverzoek. Heeft een NV een geplaatst (nominaal) kapitaal dat hoger is dan € 22,5 miljoen, dan kunnen aandeelhouders (of certificaathouders) die een beurswaarde vertegenwoordigen van € 20 miljoen een dergelijk verzoek indienen.²⁴ Voor de *High/Low Voting*

Stock structuur geldt dat er verschillende soorten aandelen met verschillende nominale waarden bestaan, waarbij de *High Voting Stock* om de extra stemmen te bewerkstelligen een hogere nominale waarde heeft gekregen dan aandelen wellicht hadden gehad in het geval dat er geen *High/Low Voting Stock* was geïmplementeerd. Het gevolg van een *High/Low Voting Stock* structuur kan dus zijn dat een dergelijke vennootschap een hoger geplaatst kapitaal heeft dan het anders zou hebben, hetgeen zou kunnen betekenen dat eerder de grens van € 22,5 miljoen wordt overschreden. Gezien de verregerende bevoegdheden van de Ondernemingskamer, zoals het bevelen van onmiddellijke voorzieningen, kan dit de houder(s) van *Low Voting Stock* wellicht enige bescherming bieden die zij mogelijk vanwege hun kapitaalbreng verdienen.

Na implementatie van een *High/Low Voting Stock* structuur zal ook de positie van het bestuur en de raad van commissarissen (kunnen) veranderen. Het bestuur en de raad van commissarissen zullen bij het richtsnoer van het vennootschappelijk belang de belangen van de houders van *High Voting Stock* en *Low Voting Stock* moeten laten meewegen. Ingeval de *High/Low Voting Stock* structuur tot gevolg heeft dat er een controlerend blok of een controlerende aandeelhouder is dan zal dit ook grote gevolgen hebben voor de governance van de desbetreffende vennootschap. In veel gevallen waarin een aandeelhouder dominant is in de algemene vergadering zal de positie voor (onafhankelijke) commissarissen (of niet-uitvoerende bestuurders) en bestuurders soms lastiger zijn. Bij niet-structuurvennootschappen geldt immers dat zij steeds ontslagen kunnen worden door de door *High Voting Stock* houders gecontroleerde algemene vergadering.

Uit het voorgaande volgt dat, zeker indien, zoals bij Altice, de statuten bepalen dat *High Voting Stock* en *Low Voting Stock* gelijke rechten hebben bij elke uitkering, met (vrijwel) eenzelfde kapitaalbreng als de houders van *Low Voting Stock* de houders van *High Voting Stock* in staat zullen zijn meer controle uit te oefenen op en in de algemene vergadering en zij zullen daarmee meer macht hebben binnen de vennootschap. Dit maakt een dergelijke duale kapitaalstructuur ook een aantrekkelijke beschermingsconstructie. Een belager zal namelijk weinig kunnen beginnen indien hij niet ook de houders van *High Voting Stock* mee krijgt.

Daarnaast kan, zoals Altice heeft betoogd, de nieuwe gecreëerde *Low Voting Stock* gebruikt worden om overnames mee te financieren, zonder dat daarmee het stembelang van de zittende aandeelhouders verwatert. Nu bij de implementatie van een *High/Low Voting Stock* structuur alle zittende aandeelhouders gelijkelijk behandeld moeten worden, kan het gegeven dat het stembelang van de zittende aandeelhouders niet of nauwelijks verwatert als bij opvolgende uitgaven slechts *Low Voting Stock* wordt uitgegeven ook voor zittende minderheidsaandeelhouders

diening van het enquêteverzoek. De statuten kunnen een lagere waarde bepalen.

21 Vergelijk in dit verband ook het onderzoek van de Europese Commissie naar de proportionaliteit van stemrecht en kapitaalbreng. http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm.

22 Zie ook het kritische persbericht van PGGM naar aanleiding van de invoering van *High/Low Voting Stock* bij Altice <https://www.pggm.nl/wie-zijn-we/paginas/Statement-PGGM-over-corporate-governance-Altice.aspx>.

23 Zie onder meer art. 2:18 lid 2 onderdeel a, art. 2:96a lid 7, art. 2:99 lid 6, art. 2:133 lid 2 en art. 2:330 lid 1 BW.

24 Dat wil zeggen volgens de slotkoers van de laatste handelsdag voor in

een reden zijn om voor de implementatie van een dergelijke structuur te stemmen.

Internationaal perspectief

Hoewel het ‘one share one vote’ principe een basisbeginsel is van goede governance, is het in verschillende jurisdicties mogelijk om van dit beginsel af te wijken. Met name in de Verenigde Staten komen *High/Low Voting Stock* structuren al lange tijd voor bij beursgenoteerde vennootschappen. Aanvankelijk werden dergelijke structuren vooral door mediabedrijven gebruikt, maar in de jaren tachtig van de vorige eeuw werden *High/Low Voting Stock* structuren populair als een beschermingsmaatregel in de Verenigde Staten en werd als een vijandig bod aanstaande was *High Voting Stock* aan het management of andere *insiders* uitgegeven. Vanwege deze ontwikkeling greep de *Securities and Exchange Commission* (‘SEC’) in 1988 in en stelde *Rule 19c-4* vast. Op grond van deze *Rule 19c-4* werden de noteringsvereisten van de Amerikaanse beurzen gewijzigd. Hierdoor werd het onmogelijk gemaakt voor uitgevende instellingen om hun notering te behouden als zij effecten zouden gaan aanbieden die de stemrechten van de zittende aandeelhouders beperkten. In 1990 oordeelde de federale rechter echter dat de SEC buiten haar bevoegdheden was getreden met het invoeren van *Rule 19c-4* en verklaarde *Rule 19c-4* ongeldig.²⁵ Ondanks deze uitspraak passen de belangrijkste Amerikaanse beurzen, hiertoe aangemoedigd door de SEC, ‘vrijwillig’ nog steeds materieel het verbod van *Rule 19c-4* toe.²⁶

Een belangrijke uitzondering op het *Rule 19c-4* verbod is dat het niet van toepassing is op uitgifte van effecten in het kader van een beursgang. In 2004 heeft Google bij haar beursgang dankbaar gebruikgemaakt van deze uitzondering en een notering verkregen met een *High/Low Voting Stock* structuur. Dit voorbeeld is hierna door vrijwel ieder technologiebedrijf dat nadien een notering heeft verkregen zoals Facebook, Groupon en LinkedIn gevolgd. Waar mediabedrijven het bewaren van de journalistieke onafhankelijkheid als een rechtvaardigingsgrond aandragen voor het hebben van een duale kapitaalstructuur, zien technologiebedrijven de rechtvaardiging in de uitzonderlijke kwaliteiten van hun oprichters en wordt betoogd dat hun langetermijnvisie de waarde van de aandelen kan vergroten. Dat duale kapitaalstructuren niet door iedere beurs worden geaccepteerd, bleek toen Alibaba, de Chinese *online retailer*, aankondigde om haar beursgang aan de New York Stock Exchange te doen. In eerste instantie overwoog Alibaba een notering aan de Hong Kong Stock Exchange, maar de reglementen van deze beurs schrijven voor dat aandelen waaraan stemrecht verbonden is dat niet

in verhouding staat tot de reële waarde van de kapitaalbreng in beginsel niet worden toegelaten in de notering.²⁷

Samenvattend

Een *High/Low Voting Stock* structuur kan geïmplementeerd worden door in de statuten verschillende soorten aandelen met een onderling verschillende nominale waarde te creëren. Omwille van de rechtszekerheid denk ik dat slechts in uitzonderlijke omstandigheden de redelijkheid en billijkheid zich verzetten tegen de invoering van *High/Low Voting Stock* structuren. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn als een dergelijke duale kapitaalstructuur wordt gebruikt om minderheidsaandeelhouders uit te stoten.

Na de implementatie van een *High/Low Voting Stock* structuur zal in de algemene vergadering de norm van redelijkheid en billijkheid hebben te gelden tussen de houders van *High Voting Stock* en *Low Voting Stock*, waarbij voor inkleuring van deze norm aansluiting gezocht zou kunnen worden bij de jurisprudentie over de positie van minderheidsaandeelhouders. Ook het vennootschappelijk belang zal nader ingekleurd worden door de implementatie van een *High/Low Voting Stock* structuur. Ingeval de *High/Low Voting Stock* structuur tot gevolg heeft dat er een controlerend blok of een controlerende aandeelhouder is dan zal dit ook grote gevolgen hebben voor de governance van de desbetreffende vennootschap. In veel gevallen waarin een aandeelhouder dominant is in de algemene vergadering zal de positie voor (onafhankelijke) commissarissen (of niet-uitvoerende bestuurders) en bestuurders soms lastiger zijn.

De houders van *Low Voting Stock* zullen daarom terdege moeten beseffen dat de houders van *High Voting Stock* de vennootschap controleren, terwijl het niet noodzakelijkerwijs zo hoeft te zijn dat de houders van *High Voting Stock* meer kapitaal in de vennootschap hebben ingebracht. Of een *High/Low Voting Stock* structuur als instrument gebruikt zal gaan worden om de controle van een grootaandeelhouder op een beursgenoteerde NV te bestendigen zal de toekomst uit moeten wijzen.

Over de auteur

Mr. Bas P. Buirma is kandidaat-notaris bij Stibbe N.V.

²⁵ *Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2nd 406 (D.C. Cir. 1990).

²⁶ Zie hierover meer uitgebreid L.J. Posh, ‘Beschermingsconstructies naar Amerikaans Recht’ in: *Handboek Openbaar Bod*, Deventer: Kluwer 2012, p. 1105.

²⁷ Hong Kong Stock Exchange Main Board Listing Rule 8.11.