

Aandeelhoudersrechten en -plichten bij een beurs-NV: een schema

MR. F.M. PETERS

Aandeelhouders bouwen soms ineens, en soms stapje voor stapje een belang op in een beursfonds. Met de groei van het belang nemen ook de vennootschapsrechtelijke rechten en de financieelrechtelijke plichten toe; fiscaal kunnen de wijzigingen ook betekenis hebben. Deze bijdrage is een elementaire maar hopelijk voor de praktijk nuttige handleiding voor dergelijke trajecten. Een en ander is ook schematisch weergegeven. Het schema biedt in één oogopslag inzicht in de relevante grenzen, en de gevolgen van overschrijding daarvan. Het kan een startpunt zijn voor verder onderzoek en advisering van de aandeelhouder.

Inleiding

Passieve, actieve of activistische investeerders bouwen soms ineens, en soms stapje voor stapje een belang op in een beursfonds. Met de groei van het belang nemen ook de vennootschapsrechtelijke rechten en de financieelrechtelijke plichten toe; fiscaal kunnen de wijzigingen ook betekenis hebben. Deze bijdrage behandelt met name belangen in aandelen die zijn toegelaten tot de handel op de Nederlandse effectenbeurs, aandelen in beurs-NV's dus. Hierbij gaat een schematische weergave van de rechten en plichten van een aandeelhouder (of: een al dan niet samenwerkende groep aandeelhouders¹), afhankelijk van het door hem of hen gehouden percentage aandelen. Het schema biedt in één oogopslag inzicht in de relevante grenzen, en de gevolgen van overschrijding daarvan. Het kan een startpunt zijn voor verder onderzoek en advisering van de aandeelhouder.

In het grote, bovenste deel van het schema (Vennootschapsrecht) zijn de vennootschapsrechtelijke rechten en plichten weergegeven. Horizontaal zijn weergegeven de vergaderrechten die de aandeelhouder(s) geldend kan (kunnen) ma-

ken bij een gegeven aandelenbezit uitgedrukt als percentage van het geplaatste kapitaal. Verticaal zijn de andere vennootschapsrechtelijke rechten en plichten weergegeven. In de horizontale balk (Financieel Recht) daaronder komen ook de voor de ondernemingsrechtpraktijk meest relevante (en dus niet alle) financieelrechtelijke drempels aan de orde: aangezien de Wet op het financieel toezicht (Wft) in wezen toezichtwetgeving is, vloeien uit overschrijding van de drempels voor aandeelhouders met name verplichtingen voort. Bewustheid van die financieelrechtelijke verplichtingen is, gezien het sanctie arsenaal van de Autoriteit Financiële Markten (AFM), voor de ondernemingsrechtjurist van groot belang.

In het onderste deel van het schema (Fiscaal Recht) benoem ik de fiscaal relevante drempels, waar ook de ondernemingsrechtjurist niet omheen kan en waarvan zijn opdrachtgever zal verwachten dat hij er op hoofdlijnen mee vertrouwd is.

Groeiën de vennootschapsrechtelijke rechten met name bij een groeiend aandelenbezit, de plichten nemen ook toe, met name op grond van het financieel recht. Denk aan de meldingsplicht van substantiële deelnemingen, en onder omstandigheden het verplichte openbaar bod. Catch 22-achtige situaties kunnen ontstaan waarbij de oplossing van bijvoorbeeld een financieelrechtelijk probleem, de oorzaak van bijvoorbeeld een fiscaalrechtelijk probleem is.

¹ Over de vennootschapsrechtelijke, financieelrechtelijke en mededingingsrechtelijke aspecten van samenwerkende aandeelhouders, lees A.V.V. De Vlaam, 'Acting in concert – samenwerkende aandeelhouders in beursfondsen', in: *Ondernemingsrecht* 2006, nr. 17, p. 599-606.

Een tweetal voorbeelden uit de praktijk wordt aan het slot van dit artikel beknopt uitgewerkt. Onderstaand licht ik een aantal van de belangrijkste in het schema aangeduide grenzen toe.

Toelichting bij enkele grenzen uit het schema

Vennootschapsrecht

Algemeen

In het schema zijn de aandeelhoudersrechten weergegeven zoals die voortvloeien uit het Burgerlijk Wetboek.² Statuten kunnen op onderdelen anders bepalen. De percentages geven, zoals bekend, een wat vertekend beeld: de aanwezigheid op algemene vergaderingen van aandeelhouders laat te wensen over. Gemiddeld zou slechts tussen de 40% en 45% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd zijn.³ Met name bij vennootschappen die aan het structuurregime zijn onderworpen is een magere opkomst een rem op de macht van de aandeelhouders (zie bijvoorbeeld bij art. 2:158 lid 4 en 9 BW en het schema bij 51%, d.w.z. volstrekte meerderheid van stemmen). Ook het recht om aan een oligarchische clause het bindende karakter te ontnemen (art. 2:133 lid 2 BW), kan bij een opkomst van minder dan de helft van de stemmen niet geldend worden gemaakt. Bij een dergelijke opkomst geldt voorts dat aandeelhouders die gezamenlijk meer dan een derde van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, een besluit tot fusie, splitsing, uitsluiting voorkeursrecht en kapitaalvermindering kunnen blokkeren, terwijl als meer dan 50% geplaatste kapitaal aanwezig is, aandeelhouders die een kwart van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen dat al kunnen (resp. art. 2:96a lid 7 BW, art. 2:99 lid 6 BW, art. 2:330 en art. 2:334ee BW).

Eén aandeel

De rechten die aan een houder van ten minste één aandeel toekomen, zijn de volgende:

- bijeenroepen aandeelhoudersvergadering wanneer dit niet ingevolge art. 2:219 BW door het bestuur en de raad van commissarissen is gedaan (art. 2:112 BW);
- het recht om de aandeelhoudersvergadering bij te wonen, aldaar het woord te voeren en te stemmen (art. 2:117 BW);
- vordering tot vernietiging van een fusie- of splitsingsbesluit van het bestuur (art. 2:323 BW en art. 2:334u BW);
- blokkerende stem: als een besluit tot statutenwijziging is uitgesloten, kunnen de statuten alleen met volstrekte meerderheid van stemmen worden genomen;

2 De in het schema genoemde rechten komen niet alle enkel aan aandeelhouders toe; sommige rechten komen ook aan anderen toe, zoals bijvoorbeeld het enquêterecht ook toekomt aan vakorganisaties (art. 2:347 BW), en het recht om vernietiging van een besluit te vragen ook toekomt aan andere belanghebbenden.

3 Zie J.S.T. Tiemstra en J. de Keijzer, 'Algemene vergadering van aandeelhouders: hoeksteen van corporate governance of niet-representatieve formaliteit?', *Ondernemingsrecht* 2008, nr. 5, p. 192-197.

- besluitvorming buiten vergadering (art. 2:128 BW) of elders dan volgens de statuten aangewezen (art. 2:116 BW).

Deze opsomming is vanwege zijn omvang niet in het schema weergegeven.

Financieel recht

Meldingsplicht substantiële deelnemingen

Op grond van art. 5:38 Wft dient een persoon die de beschikking over stemrecht op ter Nederlandse beurse genoteerde aandelen verkrijgt of verliest, en daarbij een drempelwaarde overschrijdt, daarvan melding doen aan de AFM. De bijzondere meldingsplicht van insiders (art. 5:48 jo. 60 Wft⁴) laat ik hier buiten beschouwing. Bij het berekenen van de omvang van het stemrecht moeten worden meegeteld het stemrecht op de aandelen waarover men op grond van art. 5:45 Wft geacht wordt te beschikken. Dat wil zeggen dat ook meetellen de aandelen waarop men kan stemmen als vruchtgebruiker of pandhouder, aandelen die gehouden worden door een dochtermaatschappij (art. 2:24a BW, zie hierboven), aandelen die door een derde voor zijn rekening worden gehouden, aandelen waarvan het stemrecht tijdelijk en tegen betaling aan hem is overgedragen, en aandelen waarover men als gevolmachtigde naar eigen goedgevoelen kan stemmen. Een belangrijke categorie stemmen die ook moet worden meegeteld betreft de stemmen op aandelen die gehouden worden door een persoon met wie een overeenkomst is gesloten die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake het uitbrengen van stemmen (art. 5:45 lid 5 Wft).⁵

Naast het gebruikelijke bestuursrechtelijke handhavingsarsenaal (aanwijzing, inlichtingen inwinnen, etc.) kan het niet voldoen aan de meldingsplicht een economisch delict opleveren (art. 1, sub 2 Wet op de economische delicten). Ook kan de burgerlijke rechter bepaalde maatregelen treffen. Dit op verzoek van houders van 5% of meer van het geplaatste kapitaal, houders van aandelen met bijzondere statutaire rechten of de uitgevende instelling zelf (art. 5:52 Wft). Deze maatregelen kunnen ver gaan, zoals bijvoorbeeld het schorsen van het stemrecht voor een bepaalde periode (maximaal drie jaar), een bevel aan de meldingsplichtige om zich gedurende een periode van vijf jaar te onthouden van het verkrijgen van de beschikking over aandelen of stemmen van de uitgevende instelling.⁶

Er zij op gewezen dat de eerste drempel van 5% wellicht op

4 Zie voor de verhouding tussen art. 5:60 Wft en art. 5:48 Wft, J.J.J. Schutte, 'Meldingsverplichtingen', in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann en M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek marktmisbruik*, Deventer: Kluwer, 2008, Serie Onderneming en Recht 34, p. 292 e.v.

5 Er bestaat geen volledige duidelijkheid wat onder een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid moet worden verstaan. Zie voor de toelichting van de AFM p. 23 van de net vernieuwde (april 2009) Voorlichtingsbrochure Aandeelhouders, te raadplegen via www.afm.nl.

6 Zie verder S. Perrick 'Melding van zeggenschap' in: D. Busch e.a. (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer, 2007, Serie Onderneming en Recht 40, p. 433 e.v.

korte termijn wordt teruggebracht naar 3%: in de brief van 25 mei 2009 van de minister van Financiën aan de voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal (*Kamerstukken II 2008-2009*, 31 083, nr. 29, p.12-13), laat de minister weten de adviezen van Monitoringscommissie – waaronder deze verlaging tot 3% – gedaan in haar rapport van mei 2007 grotendeels te volgen in een “voor de zomer in te dienen wetsvoorstel”. In lijn daarmee kan ook op afzienbare termijn de introductie van een meldingsplicht van intenties worden verwacht, eveneens voor aandeelhouders die een belang van 3% of meer houden.

Groeiën de vennootschapsrechtelijke rechten bij een groeiend aandelenbezit, de plichten nemen ook toe, met name op het gebied van het financieel recht.

Verplicht openbaar bod

Een persoon die “overwegende zeggenschap” verkrijgt in een ter Nederlandse beurse genoteerde vennootschap, is in beginsel gehouden een zogenoemd “verplicht openbaar bod” uit te brengen op alle (met medewerking van deze vennootschap uitgegeven certificaten van) aandelen van deze vennootschap (art. 5:70 Wft). Van overwegende zeggenschap is sprake indien men ten minste 30% van de stemrechten in een algemene vergadering van aandeelhouders van een naamloze vennootschap kan uitoefenen (art. 1:1 Wft). Bij berekening van het percentage dient men ook die aandelen mee te tellen die worden gehouden door personen met wie in onderling overleg wordt gehandeld. Voor berekening van het gehouden percentage moet niet worden gekeken naar het hiervoor besproken art. 5:45 Wft.⁷

Verklaring van geen bezwaar

Op grond van art. 3:95 Wft is het verboden een rechtstreeks of middellijk belang van ten minste 10% van het geplaatste kapitaal, of het rechtstreeks of middellijk kunnen uitoefenen van tenminste 10% van de stemrechten of vergelijkbare zeggenschap (art. 1:1 Wft) te verwerven in een bank die haar zetel heeft in Nederland, tenzij een verklaring van geen bezwaar is afgegeven door De Nederlandse Bank of (als het een van de vijf grootste banken van Nederland betreft) door de Minister van Financiën (art. 3:97 Wft). Daarbij moeten worden meegeteld de aandelen waarover men kan beschikken in de zin van art. 5:45 Wft (zie hierboven).

Fiscaal recht

Deelnemingsvrijstelling/inhoudingsvrijstelling van dividendbelasting

Indien een in Nederland gevestigde aan vennootschapsbe-

lasting onderworpen rechtspersoon een belang heeft van 5% of meer van het nominaal gestorte kapitaal in een – in het kader van dit artikel – beursgenoteerde en in Nederland gevestigde rechtspersoon, dan kunnen op grond van de deelnemingsvrijstelling (art. 13 Wet op de vennootschapsbelasting 1969 (Vpb)) dividenden belastingvrij worden ontvangen en is een eventuele boekwinst op de verkoop van de aandelen ook onbelast – verliezen zijn uiteraard niet aftrekbaar. Ook vindt geen heffing van dividendbelasting plaats (art. 4 Wet op de dividendbelasting). De deelnemingsvrijstelling en de inhoudingsvrijstelling vloeien mede voort uit de zogenoemde Moeder-Dochter Richtlijn,⁸ zij het dat de drempel op grond daarvan ook hoger had mogen zijn, te weten 10%.

Buitenlandse belastingplicht

Bij het overschrijden van de 5% grens moet echter opgelet worden voor de buitenlandse belastingplicht: in het buitenland gevestigde aandeelhouders die een belang van 5% of meer in een in Nederland gevestigde vennootschap houden, en die geen aanspraak kunnen maken op bescherming van een verdrag tot voorkoming van dubbele belasting zijn onder omstandigheden in Nederland belasting verschuldigd over de winsten die voortkomen uit die aandelen (aanmerkelijk belang, art. 4.6 Wet inkomstenbelasting 2001 jo. art. 17 lid 3 Vpb).

Statusverlies beleggingsinstellingen

Op grond van art. 28 Vpb kan (onder andere) een naamloze vennootschap behandeld worden als een “fiscale beleggingsinstelling”, hetgeen inhoudt dat het tarief voor de van de beleggingsinstelling geheven vennootschapsbelasting 0% bedraagt. Men moet gerealiseerde winsten dan wel binnen een bepaalde termijn uitkeren. Om die status te behouden moet aan strikte voorwaarden worden voldaan, onder meer wat betreft de samenstelling van de aandeelhouders in een dergelijke beleggingsinstelling. Als de aandelen in het kapitaal van de beleggingsinstelling ter beurse worden verhandeld, dan gelden beperkingen aan de omvang van door individuele aandeelhouders gehouden belangen. Ik verwijs naar het schema waarin die grenzen zijn weergegeven.

Verbonden lichaam

Een centraal begrip in de belastingwetgeving is dat van ‘verbonden lichaam’. Indien een belastingplichtige rechtspersoon een belang heeft van ten minste een derde gedeelte in een andere rechtspersoon, dan gelden deze rechtspersonen als verbonden lichamen (art. 10a lid 4 Vpb). Ook vennootschappen die deel uitmaken van dezelfde fiscale eenheid (art. 15 Vpb) gelden ten opzichte van elkaar als een verbonden lichaam. Dit begrip staat centraal in vele fiscale bepalingen.⁹

7 Zie uitgebreid A. Doorman, ‘Het verplichte bod’, in: M.P. Nieuwe Weme e.a. (red.), *Handboek openbaar bod*, Deventer: Kluwer, 2008, Serie Onderneming en Recht 46.

8 Richtlijn van de Raad van 23 juli 1990, *PbEG* L 225.

9 Zie onder meer art. 10 (beperking kostenaf trek), 13 (deelnemingsvrijstelling), 14 (bedrijfsfusie faciliteit) en 20 (verliesverrekening) Vpb.

Twee voorbeelden

De activistische aandeelhouder: de 5% grens

Investerders zoals *hedge funds*, maar ook andere, zijn vaak gevestigd in fiscaal aantrekkelijke jurisdicties, zoals de Kaaiman eilanden. Die locaties zijn aantrekkelijk omdat daar geen belasting over de winsten hoeft te worden betaald. Nadeel is dat deze landen veelal geen partij zijn bij internationale verdragen ter voorkoming van dubbele belasting. Dat betekent dat Nederland onder omstandigheden aldaar gerealiseerde winsten hier te lande kan belasten met Nederlandse vennootschapsbelasting (buitenlandse belastingplicht bij een aandelen bezit van 5% of meer). Een aandeelhouder die 5% of meer houdt, dient ook melding te doen van zijn substantiële deelneming (art. 5:38 lid 3 Wft). Wil de aandeelhouder van beide problemen af, dan moet hij zijn belang onder de 5% houden. Kan of wil hij zijn belang niet verkleinen, dan zal hij moeten overwegen zijn belang anders te structureren. Wil de buitenlandse aandeelhouder in Nederland geen belasting betalen, dan kan hij zijn investering via bijvoorbeeld Luxemburg leiden. Die landen belasten de in de Kaaiman eilanden gemaakte winsten niet, en Nederland belast op haar beurt de in Luxemburg gemaakte winsten ook niet.

Niet altijd bestaat het economisch belang van de aandeelhouder volledig uit rechtstreeks gehouden aandelen. Er wordt veel gewerkt met *contracts for difference*, CFD's, derivaten die de houder ervan tegen betaling van een premie het rendement op een aandeel doen toekomen. De laatste tijd is nogal wat te doen geweest over de vraag of CFD's meetellen voor berekening van de drempelwaarden voor de meldingsplicht substantiële deelnemingen, mede naar aanleiding van dubbelzinnige uitlatingen van de minister daarover.¹⁰ De status van die discussie¹¹ is dat wordt aangenomen dat dat niet hoeft zolang de CFD's geen recht geven op levering van aandelen en "cash settled" zijn. Wijkt de aandeelhouder uit naar CFD's, dan belandt hij fiscaal echter van de regen in de drup: als zijn "echte" aandelenbelang onder de 5% zakt, zal hij over eventuele tussentijdse dividenden dividendbelasting moeten betalen.

¹⁰ Stb. 2008, 578, p. 19-20 en 29.

¹¹ Zie met name J. Luyér en M.M. van den Broek, 'Naar een meldingsplicht voor derivaten?', in: *Tijdschrift voor financieel recht* 2009, nr. 1, p. 27-34.

Meer dan 30% of toch maar minder?

Een partij gaat bieden op een beursgenoteerde onderneming die belegt in onroerend goed. De onderneming is onderworpen aan 0% vennootschapsbelasting omdat zij de status van beleggingsinstelling heeft in de zin van art. 28 Vpb. Deze fondsen zijn soms relatief klein. De biedende aandeelhouder moet zich er dan van bewust zijn dat als hij alleen, of tezamen met aandeelhouders met wie hij overleg voert, 30% of meer van de stemmen kan bepalen, hij een openbaar bod op alle aandelen zal moeten uitbrengen. Zo ver strekken de ambities (en de middelen) niet altijd, en er moet dus voor worden gewaakt dat niet onbedoeld die grens wordt gepasseerd.

Daarbij geldt tevens dat moet worden gewaakt voor verlies van de status van beleggingsinstelling: zodra 45% of meer van de aandelen in één hand (waarbij de belangen van verbonden lichamen worden samengeteld) belandt, wordt de beleggingsinstelling alsnog onderworpen aan het gewone belastingtarief, waardoor een belangrijk deel van de attractie van het fonds verloren zal gaan. Dit is ook het geval indien een Nederlandse aandeelhouder meer dan 25% van de aandelen in het beleggingsfonds houdt via een buitenlandse vennootschap. Ook dan verliest het beleggingsfonds zijn bijzondere fiscale status.

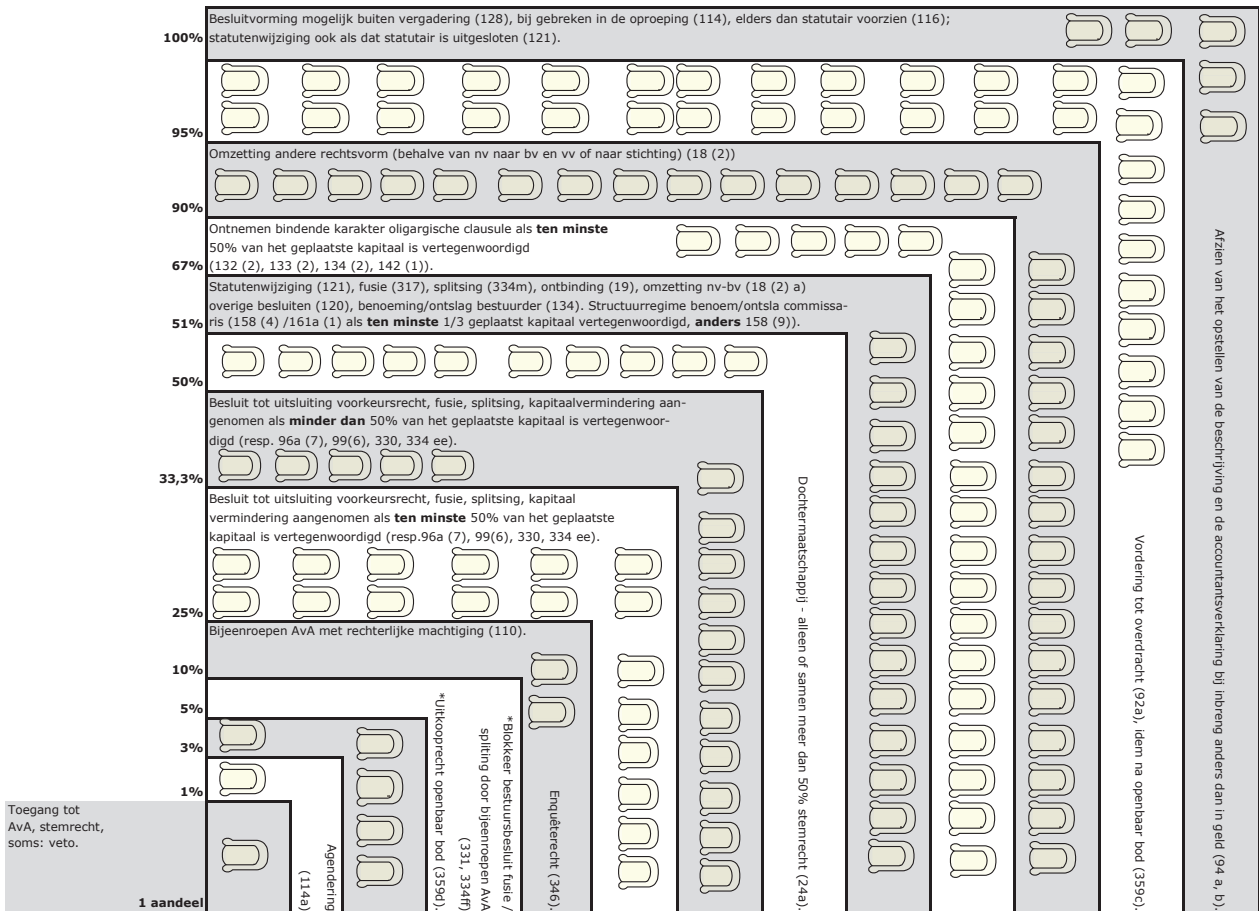
Conclusie

Hierboven zijn in enkele brede streken de drempels geschetst die men in het ondernemingsrecht kan tegenkomen op een drietal rechtsgebieden. Het valt buiten het bestek van deze bijdrage – of zelfs enig enkel handboek – om er al te diep op in te gaan. Het schema kan echter in de praktijk wellicht dienstig zijn als checklist en als startpunt voor verdere analyse.

Over de auteur

Mr. Frank M. Peters is advocaat bij Spigthoff in Amsterdam.

VENNOOTSCHAPSRECHT
* Ziet enkel op Nederlandse nv's.
* Percentages geven percentage van het geplaatste kapitaal weer.
* Vergaderrechten zijn horizontaal weergegeven.
* Overige vennootschapsrechtelijke rechten zijn verticaal weergegeven.
* Cijfers tussen haakjes verwijzen naar wetsartikelen uit boek 2 BW.



FINANCIËEL RECHT	3%?	5%	10%	15%	20%	25%	30%	40%	50%	60%	75%	95%
Drempels melding subst. deelnemingen (5:38 (3) Wft)	Toekomst: zeggenschap melden v.a. 3%?											
Overig financieel recht	Toekomst: intenties melden v.a. 3%?	VVGB vereist bij een gekwalificeerde deelneming (dwz. ten minste 10% stemrecht of geplaatst kapitaal) in een bank (3:95, 1:1 Wft).	Verplicht openbaar bod, (5:70, 1:1 Wft).									

FISCAAL RECHT	5% NG	25% BEL	33,3% BEL	45% BEL	95% NG op alle soorten aandelen
(A) Schema gaat uit van aandelenbelang in een Nederland gevestigde, beursgenoteerde onderneming; (B) criterium is ofwel een aandelenbelang bezien als % van het nominaal gestort kapitaal ("NG") of het ruimere begrip "belang" ("BEL").	Bij 5%: (A) deelnemingsvrijstelling van toepassing in binnenlandse verhoudingen (13 Vpb); geen dividendbelasting bij uitkering aan elders in Europa gevestigde aandeelhouders (4 Dividendbelasting); (B) aanmerkelijk belang (buitenlandse belastingplicht) bij 5% geplaatst kapitaal, winstbewijzen of opties op aandelen (4.6 IB).	Beursgenoteerde beleggingsinstelling: Als 25% of meer in handen van 1 natuurlijke persoon, of via buitenland in handen van een in NL gevestigd lichaam, dan verlies status en bijzondere tarief 0% Vpb (28 (2)(c)(1)/(e) Vpb).	Verbonden lichaam of persoon (10 (4) Vpb).	Beursgenoteerde beleggingsinstelling: Als 45% of meer in handen van 1 aan winstbelasting onderworpen lichaam, dan verlies status en bijzondere tarief 0% (28 (2)(c)(2) Vpb).	Dochtermaatschappij, fiscale eenheid mogelijk (15 Vpb).