

## **Notitie belonen trouwe aandeelhouders**

### **Inleiding**

Er is recentelijk van diverse kanten – vakbonden, bestuurders en politici – gepleit voor het scheppen van mogelijkheden om trouwe houders van aandelen in beursvennootschappen extra te kunnen belonen. De gedachte achter het belonen van trouwe aandeelhouders is dat het lange termijn aandeelhouderschap kan bevorderen en dat dit het belang van de beursvennootschap (vennootschappelijk belang) kan dienen.

In deze notitie zal eerst worden belicht wat de verhouding is tussen bedoeld vennootschappelijk belang en de aandeelhouder. Daarna zal worden ingegaan op de wenselijkheid van het bevorderen van lange termijn aandeelhouderschap bij beursvennootschappen. Tevens zal worden stil gestaan bij de mogelijkheden om het lange termijn aandeelhouderschap te bevorderen specifiek door trouwe aandeelhouders te belonen, daarbij zal ook buitenlandse wetgeving worden betrokken. Ten slotte zal worden ingegaan op de wenselijkheid van het bevorderen van lange termijn aandeelhouderschap specifiek door fiscale maatregelen. Afsluitend zal bezien worden of het opportuun is om, naast de bestaande mogelijkheden, verdere voorstellen te doen voor maatregelen met betrekking tot het belonen van trouwe aandeelhouders.

### **Vennootschappelijk belang en aandeelhouder**

In de Nederlandse vennootschappelijke verhoudingen geldt als uitgangspunt dat de vennootschap een samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen. Daarbij zijn niet alleen de belangen van aandeelhouders relevant, maar dienen ook de belangen van andere belanghebbenden, zoals werknemers en toeleveranciers, in dit samenwerkingsverband te worden behartigd. Het kabinet ondersteunt het standpunt van de Monitoring Commissie dat het bestuur een centrale positie en de integrale verantwoordelijkheid heeft voor de afweging van deze belangen die doorgaans gericht zijn op de continuïteit van de onderneming, waarbij de vennootschap streeft naar het creëren van aandeelhouderswaarde op lange termijn. Het bestuur staat niet altijd alleen in zijn taak. De raad van commissarissen houdt daarop toezicht en staat het bestuur met raad terzijde.<sup>1</sup>

Anders dan het bestuur en de raad van commissarissen, zijn de overige belanghebbenden bij de vennootschap niet gebonden aan het richtsnoer van het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Voor aandeelhouders geldt dat ze bij hun handelen in beginsel hun eigen belang mogen nastreven. In de praktijk hebben zich gevallen voorgedaan waarin bepaalde aandeelhouders invloed wensten uit te oefenen op het beleid en de strategie van de vennootschap. Deze aandeelhouders hebben eigen belangen die niet noodzakelijkerwijs samenvallen met belangen van andere aandeelhouders of andere belanghebbenden bij de vennootschap. Dat is toegestaan, aandeelhouders mogen hun binnen de wettelijke kaders, waaronder de maatstaf van redelijkheid en billijkheid, hun eigen belang – het behalen van rendement op hun investering – dienen.<sup>2</sup> Dit eigen belang betreft overigens niet alleen het belang van de

---

<sup>1</sup> Een raad van commissarissen is niet wettelijk verplicht, behalve als het structuurregime van toepassing is. In de Nederlandse Corporate Governance Code (Code) wordt uitgegaan van de structuur waarin naast het bestuur een aparte raad van commissarissen functioneert; de zogenoemde “two-tier” bestuursstructuur. In Nederland kunnen vennootschappen die niet onder de verplichte toepassing van de structuurregeling vallen ook kiezen voor een “one tier”

bestuursstructuur, waarbij in het bestuur zowel de uitvoerende (“executives”) als toezichthoudende (“non-executives”) bestuursleden zitting hebben. De Code bevat bepalingen die rekening houden met een duale (two tier board) en een monistische (one tier board) structuur. Bij het merendeel van de Nederlandse beursvennootschappen is er een raad van commissarissen aanwezig.

<sup>2</sup> Een uitzondering hierop vormen de prioriteitsaandelen. De zeggenschapsrechten van prioriteitsaandelen dienen voor het doel van creatie te worden aangewend. De discussie over lange

aandeelhouder. Institutionele aandeelhouders – pensioenfondsen, banken, verzekeringsmaatschappijen en beleggingsinstellingen – hebben vaak achterliggende begunstigen die van de institutionele aandeelhouder verwachten dat deze een zeker rendement behaalt. Het handelen van aandeelhouders, met gebruikmaking van zijn aandeelhoudersrechten, kan echter niet zover gaan dat deze de vennootschap en degenen die krachtens de wet en statuten bij de vennootschap betrokken zijn schade berokkent doordat zijn handelen naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn. Er dient daarbij gekeken te worden naar het belang van de uitoefening van de aandeelhoudersrechten en het belang dat door deze uitoefening wordt geschaad.

Het is de verantwoordelijkheid en taak van het bestuur en de raad van commissarissen om een adequate strategie te ontwikkelen en tot een evenwichtige belangenafweging te komen. In deze belangenafweging dienen de belangen van genoemde aandeelhouders te worden betrokken maar zeker ook de belangen van andere bij de vennootschap betrokken partijen (werknemers, klanten en schuldeisers).

Een evenwichtige belangenafweging in een dergelijk krachtenveld is voor het bestuur niet altijd een eenvoudige taak. Het kabinet ondersteunt het standpunt van de Monitoring Commissie dat een toenemend gebruik van (structurele) beschermingsmaatregelen geen adequaat middel is om deze doelstelling te bereiken. Om bij te dragen aan een zorgvuldig proces tussen bestuur, commissarissen en aandeelhouders en een optimale belangenafweging heeft het kabinet, naar aanleiding van een advies van de Monitoring Commissie, een wetsvoorstel in voorbereiding.<sup>3</sup> Het wetsvoorstel bevat een verlaging van de meldingsdrempel voor aandelenbezit van een belang van 5% naar 3%, een regeling voor het melden van intenties, een regeling voor identificatie van aandeelhouders en daarnaast een systeem voor communicatie tussen vennootschap en aandeelhouders en aandeelhouders onderling. Naast maatregelen ter bevordering van de transparantie van aandeelhouders verhoogt het kabinet ook de drempel voor het agenderingsrecht. Het streven is om dit wetsvoorstel dit najaar bij uw Kamer in te dienen.

Verder kan worden gewezen op het voorstel van de Monitoring Commissie van de zogeheten “responstijd” dat ertoe strekt het bestuur tijd te gunnen om op verantwoorde wijze een mening te vormen over de geuite wensen van aandeelhouders onder gelijktijdige afweging van de belangen van alle stakeholders.<sup>4</sup> Mogelijk wordt dit voorstel in de te actualiseren Code verankerd.

### **Wenselijkheid van het bevorderen van lange termijn aandeelhouders**

Het bestuur en de raad van commissarissen dragen derhalve de integrale verantwoordelijkheid voor een zorgvuldige afweging van alle bij de beursvennootschap betrokken belangen doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming, waarbij de beursvennootschap streeft naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. Het kabinet heeft, zoals aangegeven, maatregelen in voorbereiding die kunnen bijdragen aan een evenwichtige taakvervulling. De vraag die centraal staat is of, en zo ja, op welke wijze, het specifiek bevorderen van lange termijn aandeelhouderschap bijdraagt aan lange termijn aandeelhouderswaardecreatie van beursvennootschappen.

---

termijn aandeelhouderschap is niet toegespitst op prioriteitsaandelen, maar op “gewone” op de gereglementeerde markt verhandelde aandelen. Zie ook Kamerstukken II 2007/08, 31083, nr. 23 (Rapport over de evaluatie en actualisering van de Nederlandse corporate governance code).

<sup>3</sup> Kamerstukken II 2006/07, 31083, nr.1.

<sup>4</sup> Kamerstukken II 2007/08, 31083, nr. 23 (Rapport over de evaluatie en actualisering van de Nederlandse corporate governance code).

Enerzijds kunnen aandeelhouders die voor langere termijn aan een vennootschap zijn verbonden positief bijdragen aan het beleid van de vennootschap en kunnen tevens voor stabiliteit zorgen. Beursvennootschappen kunnen een duurzame relatie met hun lange termijn aandeelhouders aangaan die hen minder kwetsbaar kan maken voor overnames. Anderzijds is het voor aandeelhouderswaardecreatie op lange termijn door een beursvennootschap niet noodzakelijk dat de vennootschap langdurig dezelfde aandeelhouders heeft. In de eerste plaats kunnen teveel aandeelhouders die aandelen vasthouden het risico meebrengen van verminderde liquiditeit in aandelen, hetgeen een negatief effect kan hebben op de aandeelhouderswaardecreatie en – in extremis – de handel op de gereglementeerde markt.

Zijn deze lange termijn aandeelhouders daarnaast ook overwegend passief, in de zin dat geen gebruik wordt gemaakt van aandeelhoudersrechten, dan kan er bovendien een situatie optreden met weinig prikkels voor effectieve controle van het bestuur. Vanuit het oogpunt van goede corporate governance lijkt dat niet wenselijk.

In de tweede plaats liggen de strategieën van korte en lange termijn aandeelhouders in beginsel in elkanders verlengde. In theorie worden de lange termijn verwachtingen over een vennootschap verwerkt in de prijs van dat aandeel op de beurs. Hierdoor kan er een prikkel aanwezig zijn om ook bij korte termijn beslissingen rekening te houden met de lange termijn. De realisatie van aandeelhouderswaarde op lange termijn kan daardoor in veel gevallen positief worden beïnvloed door het streven naar aandeelhouderswaardecreatie op korte termijn. Kortdurend aandeelhouderschap hoeft niet schadelijk te zijn voor de realisering van de lange termijn doelstelling van de vennootschap.

Er zijn echter ook situaties mogelijk waarbij aandeelhouders op korte termijn geen of slechts een beperkt belang hebben bij een lange termijn oriëntatie. De aanwezigheid van korte termijn aandeelhouders kan het risico meebrengen dat het bestuur van een beursvennootschap wordt gehinderd bij het realiseren van haar eigen lange termijn doelstelling. Korte termijn aandeelhoudersstrategieën kunnen erop gericht zijn om te speculeren op een koersdaling. Een aandeelhouder van een vennootschap kan proberen de markt te beïnvloeden in de hoop op een door hem gewenste koersbeweging. Het wettelijke verbod op marktmanipulatie dient er mede toe te voorkomen dat aandeelhouders door onjuiste of misleidende informatie te verspreiden, bijvoorbeeld over de strategie, een dergelijke koersbeweging tot stand doen komen.

Het bovenstaande leidt ertoe, zoals het kabinet in haar brief van 14 maart 2008<sup>5</sup> heeft aangegeven, dat vennootschappen moeten kunnen streven naar een samenstelling van het aandeelhoudersbestand die gericht is op een zekere balans tussen zowel lange termijn als korte termijn aandeelhouders. Een dergelijke evenwichtige balans kan bijdragen aan de doelstelling van een vennootschap. Binnen dat verband heeft een vennootschap de vrijheid te proberen om een groep van aandeelhouders voor lange termijn aan zich te binden. Dit kan bijvoorbeeld wenselijk zijn met het oog op een vergemakkelijkte uitvoering van de lange termijn strategie van de vennootschap doordat het voor stabiliteit kan zorgen. De juiste balans tussen lange termijn en korte termijn aandeelhouders kan verschillen per bedrijfstak. Het is aan een beursvennootschap zelf om te bepalen welke balans tussen lange en korte termijn aandeelhouders bij haar past.

Wanneer een vennootschap een groep van aandeelhouders voor lange termijn aan zich wil binden ten einde een zekere balans in het aandeelhoudersbestand te

---

<sup>5</sup> Kamerstukken II 2007-2008, 31083, nr. 10.

bewerkstelligen, bestaan daarvoor verschillende mogelijkheden. Een voorname manier is te proberen om een constructieve dialoog tot stand te brengen tussen de vennootschap en haar aandeelhouders en op transparante wijze verantwoording af te leggen over het gevoerde en het te voeren beleid. Dit vergt een continue stroom van informatie over de vennootschap en het verwezenlijken van de geplande strategie. Dit kan binnen maar vooral ook buiten het verband van algemene vergadering, waarbij uiteraard de wettelijke marktmisbruikregels dienen te worden geëerbiedigd. Een continue effectieve dialoog tussen het bestuur en haar aandeelhouders, bijvoorbeeld met betrekking tot haar plannen op lange termijn en het afleggen van een adequate verantwoording daarover, kan ertoe bijdragen dat vennootschappen in staat zijn aandeelhouders voor lange termijn aan zich te binden. Het kan goede onderlinge verhoudingen creëren tussen bestuur, aandeelhouders en de andere stakeholders en daarmee van grote waarde zijn. Voor het creëren van goede onderlinge verhoudingen acht het kabinet het waardevol als het bestuur de mogelijkheid heeft om kennis te nemen van de identiteit van haar aandeelhouders. De voorgestane regeling voor identificatie van aandeelhouders dient hiervoor te zorgen en kent twee hoofddoelstellingen. Ten eerste het aan uitgevende instellingen verschaffen van inzicht in hun aandeelhoudersbestand. Ten tweede het faciliteren van een verbeterde communicatie tussen uitgevende instellingen en hun aandeelhouders en tussen aandeelhouders onderling.

Een andere mogelijkheid voor de vennootschap, om te bevorderen dat aandeelhouders hun aandelen langer vasthouden is het extra belonen van de aandeelhouders. Daarop is de motie Omtzigt/Kalma specifiek gericht. Hieronder zal deze mogelijkheid nader worden belicht.

### **Mogelijkheden voor het bevorderen van lange termijn aandeelhouderschap door extra belonen**

Allereerst wordt gekeken of er in buitenlandse wetgeving mogelijke aanknopingspunten aanwezig zijn voor het bevorderen van lange termijn aandeelhouderschap. In Frankrijk bepaalt de Code de Commerce dat naamloze vennootschappen aandeelhouders die minstens twee jaar aandelen in een vennootschap houden hen via een statutaire regeling kunnen belonen met dubbel stemrecht of extra dividend<sup>6</sup>. In de Franse regeling is er een wettelijk maximum gesteld aan het extra dividend en het aantal aandelen dat voor deze regeling in aanmerking komt. Ook onder de Franse wetgeving is het primair een zaak van vennootschappen om te kijken of en hoe zij aandeelhouders voor langere termijn aan zich willen binden.

Tevens is de Spaanse wetgeving om aan aandeelhouders die gebruik maken van hun stemrecht een stemdividend toe te kennen in ogenschouw genomen. Dit stemdividend is niet zozeer gericht is op de bevordering van lange termijn aandeelhouderschap, maar op de verhoging van het opkomstpercentage op de aandeelhoudersvergadering.

De Engelse wet bevat geen specifieke regeling om lange termijn aandeelhouderschap te bevorderen. Wel is sinds de invoering van de Companies Act 2006 wettelijk bepaald dat het bestuur in zijn besluitvorming rekening moet houden met de consequenties voor vennootschap op de lange termijn<sup>7</sup>. Deze regeling ziet uitsluitend op beïnvloeding van het gedrag van bestuurders en niet op dat van aandeelhouders.

In het Duitse vennootschapsrecht is er evenmin specifieke wetgeving op het gebied van het extra belonen van loyale aandeelhouders. Per 1 januari 2009 zal

---

<sup>6</sup> Article L225-123 en L232-14 Code de Commerce.

<sup>7</sup> Article 172 Companies Act 2006.

de bepaling worden afgeschaft waarbij geen winstbelasting hoeft te worden betaald indien aandelen langer dan een jaar worden gehouden.

In lijn met de kabinetsreactie over het Rapport Monitoring Commissie Corporate Governance Code d.d. 19 december 2007<sup>8</sup> zijn wij van mening dat het primair een zaak is van vennootschappen om te kijken of en hoe zij aandeelhouders voor langere termijn aan zich willen binden. De huidige regelgeving werpt geen belemmeringen op om aandeelhouders binnen de grenzen van het gelijkheidsbeginsel extra te belonen en daarmee voor een lange termijn te binden. Er kunnen daarbij grofweg twee categorieën worden onderscheiden: ten eerste winstuitkeringen en ten tweede stemrecht. Met betrekking tot de eerste categorie oordeelde de Hoge Raad in de zaak DSM<sup>9</sup> dat de wet niet dwingend voorschrijft dat aan aandelen van dezelfde soort altijd in omvang gelijke aanspraken op dividend moeten zijn verbonden. De bepaling dat aan alle aandelen in verhouding tot hun bedrag gelijke rechten en verplichtingen zijn verbonden verzet zich niet tegen een regeling in de statuten waarbij aan geregistreerde aandeelhouders een extra dividend wordt toegekend, mits dit geen strijd oplevert met het gelijkheidsbeginsel van aandeelhouders. Uit deze uitspraak blijkt dat het statutair toekennen van extra dividend aan aandeelhouders in beginsel mogelijk is.

#### Gelijkheidsbeginsel

Het gelijkheidsbeginsel houdt in dat de vennootschap de aandeelhouders onderscheidenlijk certificaathouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden, op dezelfde wijze moet behandelen. Benadrukt moet worden dat deze bepaling ziet op de gelijke behandeling van aandeelhouders en niet op de gelijke behandeling van aandelen. Deze bepaling is in de wet opgenomen ter uitvoering van artikel 42<sup>10</sup> van de Tweede richtlijn vennootschapsrecht<sup>11</sup>. Van het gelijkheidsbeginsel kan worden afgeweken op grond van de statuten, indien aandeelhouders zich niet in gelijke omstandigheden bevinden en als laatste ingeval voor ongelijke behandeling een redelijke en objectieve rechtvaardiging bestaat. Op grond van de Nederlandse jurisprudentie wordt het gelijkheidsbeginsel niet geschonden indien voor de ongelijke behandeling van aandeelhouders een redelijke en objectieve rechtvaardiging kan worden aangewezen<sup>12</sup>. De Nederlandse rechter dient hierbij te toetsen aan proportionaliteit en subsidiariteit. De Hoge Raad heeft tot op heden geen uitspraak gedaan over de situaties waarin er sprake is van een redelijke en objectieve rechtvaardiging. Aangezien het gelijkheidsbeginsel gestoeld is op een Europese Richtlijn, is de interpretatie in laatste instantie aan het Hof van Justitie voorbehouden. Tot op heden is deze interpretatie niet gegeven.

Ook het toekennen van extra stemrechten aan lange termijn aandeelhouders is een mogelijke manier voor een vennootschap om lange termijn

<sup>8</sup> Kamerstukken II 2007/08, 31083, nr.10.

<sup>9</sup> HR 14 december 2007, LJN: BB3523.

<sup>10</sup> Artikel 42: "Voor de toepassing van deze richtlijn waarborgen de wetgevingen van de Lid-Staten een gelijke behandeling van aandeelhouders die zich in identieke omstandigheden bevinden". Zie ook artikel 4 van de Richtlijn nr 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen (PB EU L184/17): "De vennootschap draagt zorg voor een gelijke behandeling van alle aandeelhouders die zich in identieke omstandigheden bevinden wat de deelneming aan en de uitoefening van stemrechten in de algemene vergadering betreft."

<sup>11</sup> Richtlijn nr 77/91/EEG van de Raad van 13 december 1976 strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de Lid-Staten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van artikel 58, tweede alinea, van het Verdrag, om de belangen te beschermen zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal, zulks ten einde die waarborgen gelijkwaardig te maken (Pb. EU L 26);

<sup>12</sup> HR 31 december 1993, NJ 1994, 436 (Verenigde Bootlieden).

aandeelhouderschap te bevorderen. Statutair kan namelijk worden bepaald dat aan aandelen van een bepaalde klasse, loyaliteitsaandelen, meer stemrecht is verbonden dan aan andere aandelen. Dit maakt het in beginsel voor een vennootschap mogelijk om statutair te regelen dat aandelen nadat de aandeelhouder deze gedurende een bepaalde periode in bezit heeft, worden “omgezet” in loyaliteitsaandelen. Uiteraard geldt ook voor het toekennen van extra stemrecht dat dit geen strijd zou mogen opleveren met het gelijkheidsbeginsel.

Voor een nadere uiteenzetting van de mogelijkheden die vennootschappen zouden kunnen treffen om aandeelhouders voor langere termijn aan zich te binden, kan verwezen worden naar de kabinetsreactie over het Rapport Monitoring Commissie Corporate Governance Code d.d. 19 december 2007<sup>13</sup>.

Gegeven de kaders van de wet hebben vennootschappen de statutaire vrijheid om te bepalen wanneer een houder van aandelen in aanmerking komt voor extra dividend of stemrecht. Het kabinet ziet daarom geen noodzaak om daarnaast nog specifieke wettelijke maatregelen te nemen, zoals bijvoorbeeld maatregelen die vergelijkbaar zijn met de Franse wetgeving op het gebied van het toekennen van extra stemrecht en dividend.

### **Wenselijkheid van het bevorderen van lange termijn aandeelhouders door fiscale maatregelen**

Zoals eerder in deze brief al is aangegeven, is het aan een beursvennootschap zelf om te bepalen welke balans tussen lange en korte termijn aandeelhouders bij haar past. Het is daarom primair een zaak van de vennootschappen om te kijken of en hoe zij aandeelhouders voor langere termijn aan zich willen binden. Het kabinet vindt het in dit kader daarom niet wenselijk om via fiscale maatregelen invloed uit te oefenen op de lengte van de termijn waarop aandelen worden aangehouden.

Daarnaast zijn er kanttekeningen te plaatsen bij het bereik van fiscale maatregelen rond aandelenbezit. Potentiële maatregelen kunnen worden gezocht in de sfeer van de dividendbelasting of de vennootschapsbelasting. Maatregelen in de sfeer van de dividendbelasting zullen voor Nederlandse aandeelhouders geen effect hebben, omdat de dividendbelasting slechts een voorheffing is die in beginsel verrekend kan worden met de door de aandeelhouder verschuldigde inkomsten- of vennootschapsbelasting. Buitenlandse aandeelhouders kunnen de Nederlandse dividendbelasting doorgaans verrekenen met de door hen in hun eigen land verschuldigde belasting. Een eventuele verlaging van de dividendbelasting zou in dat geval niet ten gunste van de aandeelhouder komen, maar ten gunste van de staatskas van het land dat de dividendbelasting niet in mindering hoeft te brengen op de eigen belastingheffing.

Ook maatregelen in de sfeer van de vennootschapsbelasting zullen niet effectief zijn. De resultaten en inkomsten uit hoofde van grote aandelenpakketten (5%-belangen) zijn op grond van de deelnemingsvrijstelling reeds vrijgesteld van belastingheffing. Daarnaast is een groep lange termijn aandeelhouders van zeer grote omvang – namelijk de pensioenfondsen – eveneens vrijgesteld voor de vennootschapsbelasting.

Een belangrijke kanttekening is dat de invloedssfeer van Nederlandse belastingen in beginsel beperkt is tot de Nederlandse aandeelhouders. Veel aandelen van Nederlandse bedrijven zijn echter in handen van buitenlandse aandeelhouders.

---

<sup>13</sup> Kamerstukken II 2007/08, 31083, nr.10.

De belastingheffing van buitenlandse aandeelhouders is op grond van internationale verdragen in principe een zaak van het land waar de buitenlandse aandeelhouder woont of gevestigd is.