

## Meervoudig stemrecht in genoteerde vennootschappen - een kwestie van tijd ?

Carl Clottens

Sinds het WVV zijn aandelen met meervoudig stemrecht zonder beperking mogelijk in de niet-genoteerde NV en BV. NV's of BV's die genoteerd zijn in de zin van art. 1:11 WVV kunnen daarentegen enkel voorzien in dubbel stemrecht voor volgestorte aandelen die minstens twee jaar zonder onderbreking op naam van dezelfde aandeelhouder zijn ingeschreven (art. 7:53 resp. art. 5:2, lid 1, 2° en 3° WVV). Met dit 'loyauteitsstemrecht' beoogt de wetgever trouwe aandeelhouders te belonen en hen aan te zetten tot langetermijngerichtheid. Dit was echter vooral een verkoopargument. In Frankrijk, waar de Belgische wetgever zijn inspiratie haalde, was reeds gebleken dat het loyauteitsstemrecht niet leidt tot langere houdperiodes<sup>(1)</sup>. Bovendien blijkt dat hoofdzakelijk controlerende aandeelhouders en andere 'insiders' er gebruik van maken, terwijl andere aandeelhouders overwegend tegen de invoering ervan stemmen<sup>(2)</sup>. In werkelijkheid is het loyauteitsstemrecht slechts een verkapt meervoudig stemrecht waarvan de scherpste kanten afgevlind zijn. Mede om die reden slaat het loyauteitsstemrecht niet aan. Nog geen 10 % van de genoteerde vennootschappen heeft het reeds ingevoerd.

Het is een kwestie van tijd voor de wetgever dit *status quo* zal moeten heroverwegen.

Enerzijds is de '*regulatory competition*' niet stilgevallen sinds het WVV, integendeel. Andere landen hebben recent versoepelingen ingevoerd inzake meervoudig stemrecht voor genoteerde vennootschappen of overwegen dit te doen. Het motief is zoveel mogelijk beursnoteringen aan te trekken, of deze niet

te verliezen. In de UK zijn sinds eind 2021 '*dual class*'-structuren onder bepaalde voorwaarden en voor maximum vijf jaar na de beursgang toegelaten op het premium segment van de London Stock Exchange Main Market. In Frankrijk stelde een werkgroep voor om, onder bepaalde voorwaarden en beperkingen, vennootschappen toe te laten naar de beurs te trekken met meervoudig stemrecht<sup>(3)</sup>. Zelfs in Duitsland, waar meervoudig stemrecht nog steeds principieel verboden is, ook in niet-genoteerde vennootschappen, werd op 13 april 2023 een ontwerp van *Zukunftsförderungsgesetz* (ZuFinG) neergelegd dat onder meer de toelating van aandelen met meervoudig stemrecht in het vooruitzicht stelt.

België hinkt dus - sneller dan verwacht - opnieuw achterop. Belgische ondernemingen zouden hierdoor kunnen uitwijken naar buitenlandse beurzen. Een Belgische NV of BV zou bv. een notering kunnen aanvragen op de Amerikaanse Nasdaq met behoud of invoering van meervoudig stemrecht. Nasdaq is immers geen gereguleerde markt in de zin van art. 1:11 WVV, zodat het verbod van meervoudig stemrecht in de genoteerde NV en BV geen toepassing vindt<sup>(4)</sup>. Daarbij komt dat de grensoverschrijdende mobiliteit van vennootschappen - en bijgevolg de mogelijkheid om de *lex societatis* te kiezen - binnen de EER sterk is toegenomen. Vennootschappen kunnen gemakkelijk verhuizen naar pakweg Nederland, dat zoals bekend al lang een koploper is als het op controletechnieken aankomt, en van daaruit een beursnotering aanvragen op Euronext Amsterdam of eventueel zelfs op Euronext Brussel om zo, via een omweg, toch

\* Persoonlijke stellingname van de auteur.

1. M. BECHT, Y. KAMISARENKA en A. PAJUSTE, "Loyalty Shares with Tenure Voting - Does the Default Rule Matter? Evidence from the Loi Florange Experiment", ECGI - Law Working Paper No. 398/2018, 1 april 2018.
2. S. DECLERCQ, J. DELVOIE, T. MONNENS en T. VOS, "Loyalty Voting Rights in Belgium: Nothing More than a Control-Enhancing Mechanism?", *ECFR* 2023, 27-57.
3. Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, *Rapport sur les droits de vote multiples*, 15 september 2022, beschikbaar op <https://hcjp.fr/droit-des-societes>, 22-37.
4. Vgl. T. CRUYSMANS, "La SRL cotée en Bourse va-t-elle fonctionner en pratique?", *TRV-RPS* 2020, (374) 384.

meervoudig stemrecht te combineren met een beursnotering. Dat dit geen fictie is, blijkt uit precedentes in Frankrijk (Altice), Italië (Ferrari, Fiat-Chrysler), Spanje (Ferrovial) en sinds kort ook België (Collibra).

Anderzijds nam de Europese Commissie op 7 december 2022, als onderdeel van de EU Listing Act, een richtlijnvoorstel aan dat beoogt vennootschappen die om de toelating van hun aandelen tot de handel op een mkb-groeimarkt<sup>(5)</sup> verzoeken toe te laten een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in te voeren of te behouden<sup>(6)</sup>. Het doel is een *'level playing field'* te creëren voor KMO's en groeibedrijven die voor het eerst naar de beurs willen trekken. De lidstaten zouden worden verplicht om, minstens in deze gevallen, aandelen met meervoudig stemrecht toe te laten, mits inachtneming van een aantal voorwaarden die een eerlijke en niet-discriminerende behandeling van aandeelhouders moeten waarborgen. Bij de bepaling van die voorwaarden krijgen de lidstaten een zekere keuzevrijheid. De lidstaten kunnen aanvullend voorzien in een horizonbepaling die het meervoudig stemrecht automatisch laat uitdoven (op basis van overdracht, tijdsverloop of een welbepaalde gebeurtenis), maar zij zijn daartoe niet verplicht. Daarnaast is er ook transparantie vereist, zowel bij de toelating tot notering als nadien op jaarlijkse basis.

Het is ironisch dat Europa, nadat het er niet in geslaagd is om het principe *'one share, one vote'* te harmoniseren, thans het tegenovergestelde wil promoten. Waar het motief voor *'one share, one vote'* er destijds vooral in bestond een *'level playing field'* inzake openbare overnamebiedingen te bewerkstelligen, beoogt Europa tegenwoordig een *'level playing field'* inzake beursnoteringen. Het credo luidt dat beursnoteringen - en bijgevolg financiering, groei en innovatie - worden afgeremd indien aandelen met meervoudig stemrecht niet mogelijk zouden zijn in genoteerde vennootschappen. Vooral jonge, innovatieve ondernemingen zouden baat hebben bij een *'dual class'*-structuur, omdat dit hun visionaire oprichters zou toelaten ook na een beursgang controle te behouden over hun project, wat in het

belang zou zijn van alle *'stakeholders'*<sup>(7)</sup>. Hoewel het richtlijnvoorstel alvast positief onthaald werd door de Raad, is het wetgevend traject nog lang.

Indien de richtlijn wordt aangenomen, zal de Belgische wetgever stappen moeten ondernemen, minstens voor NV's<sup>(8)</sup> die een eerste notering op Euronext Growth aanvragen; hij zou echter meteen alle MTF's en gereguleerde markten aan eenzelfde regeling kunnen onderwerpen. Er zal dan ook moeten worden nagedacht over de verhouding tot het loyauiteitsstemrecht. Beide regimes, die deels een andere finaliteit hebben, lijken zonder al te veel problemen naast elkaar te kunnen bestaan<sup>(9)</sup>, maar de vraag is of dat wel zin heeft.

De vraag zal tevens rijzen wat er gebeurt bij kapitaalverhogingen met voorkeurrecht na de IPO : zullen houders van aandelen met meervoudig stemrecht dan gewone aandelen ontvangen of bijkomende aandelen met meervoudig stemrecht ? Het tweede lijkt verdedigbaar vanuit de bekommernis om bestaande evenwichten niet te verstoren.

Sommigen gaan nog een stap verder en bepleiten dat aandelenstructuren met meervoudig stemrecht ook na IPO zouden moeten kunnen worden ingevoerd, eventueel in combinatie met een horizonbepaling<sup>(10)</sup>. Dat is echter een ander paar mouwen. Het argument van de bevordering van IPO's speelt in dat geval niet. Bovendien hebben de aandeelhouders dan geen echte keuze meer omdat zij reeds geïnvesteerd hebben. Als de spelregels *en cours de route* veranderd worden, kan de marktwerking hen niet beschermen : zij kunnen hun aandelen dan enkel nog verkopen tegen een korting. Het is geen toeval dat de *listing rules* van de NYSE en Nasdaq de *midstream*-invoering van meervoudig stemrecht aan banden leggen. Om hieraan tegemoet te komen zou kunnen worden voorzien in een uittredingsrecht voor aandeelhouders die tegen de invoering van het meervoudig stemrecht hebben gestemd<sup>(11)</sup>, maar een dergelijke oplossing is niet evident<sup>(12)</sup>.

5. D.i. een subcategorie van multilaterale handelsfaciliteiten (MTF's) ingevoerd door MiFID. Minstens de helft van de emittenten waarvan de financiële instrumenten zijn toegelaten tot de handel op een mkb-groeimarkt moeten mkb-ondernemingen zijn (art. 33, lid 3, (a) MiFID), d.w.z. een gemiddelde marktkapitalisatie van minder dan 200 miljoen euro hebben op basis van de slotkoers op de laatste handelsdag van de vorige drie kalenderjaren (art. 4, lid 1, 13<sup>e</sup> MiFID).
6. Voorstel van richtlijn betreffende de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in ondernemingen die om de toelating tot de handel van hun aandelen op een mkb-groeimarkt verzoeken, COM(2022) 761 def.
7. Zie bv. C. GARCIA-MORENO, "Championing the Entrepreneur through a Dual Class Share Structure", *TRV-RPS* 2022, 641.
8. Hoewel enkel de NV geïsoleerd wordt, zal de richtlijn desgevallend ook moeten worden omgezet voor de BV om discriminatie te vermijden.
9. In dezelfde zin : Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, *Rapport sur les droits de vote multiples*, 15 september 2022, 35-36.
10. Zie bv. S. COOLS en T.A. KEIJZER, "Standpunt : Dubbel stemrecht in combinatie met een horizonbepaling : een alternatief voor het loyauiteitsstemrecht ?", *TRV-RPS* 2019, 239-244.
11. Vgl. het uittredingsrecht bij grensoverschrijdende fusie, splitsing en omzetting, zoals ingevoerd in omzetting van de Europese Mobiliteitsrichtlijn-2019/2121.
12. S. DECLERCQ, "Boekbespreking : T.A. KEIJZER, *Vote and Value. An economic, historical and legal-comparative study on dual class equity structures*, Deventer, Wolters Kluwer, 2020, 690 p.", *TRV-RPS* 2022, (264) 269.