

Grensoverschrijdend stemmen in Europa

‘Het creëren van zekerheid over wie in girale effectensystemen gerechtigd is te bepalen hoe het stemrecht op aandelen in Europese beursgenoteerde ondernemingen, met een (internationaal) verspreid aandelenbezit, wordt uitgeoefend.’

Dit is de kern van de aanbevelingen die de Expert Group on Cross Border Voting in Europe (hierna: de Groep) in haar rapport ‘Cross Border Voting in Europe’ heeft gedaan. De Groep, die is ingesteld door minister Kort-hals, heeft onderzoek verricht naar de juridische en praktische problemen die optreden wanneer stemgerechtigde aandeelhouders geïdentificeerd moeten worden in het geval aandelen grensoverschrijdend worden gehouden via een keten van intermediairs. De Groep heeft haar rapport in september 2002 aan minister Donner aangeboden. Voorts heeft zij haar bevindingen aangeboden aan de Europese High Level Group of Company Law Experts.

Inleiding

Slechts aandeelhouders hebben stemrecht (art. 2:118/228 lid 1 BW). Zoals in de meeste Europese landen geldt ook in Nederland dat slechts diegenen die tegenover de vennootschap kunnen aantonen rechthebbende te zijn op bepaalde door de vennootschap uitgegeven aandelen, gerechtigd zijn tot uitoefening van het stemrecht. De vraag is aan de hand waarvan wordt bepaald wie aandeelhouder is. In Europa kennen we, kort gezegd, effectensystemen gebaseerd op aandelen aan toonder, en effectensystemen gebaseerd op aandelen op naam, dan wel een combinatie van beide. De kern van het probleem is echter dat degene die juridisch gerechtigd is te stemmen, vaak niet dezelfde persoon is als diegene die het economisch belang in de aandelen heeft.

Tegenwoordig worden aandelen in beursgenoteerde ondernemingen doorgaans gehouden via een giraal effectensysteem. De uiteindelijke belegger houdt gewoonlijk een rekening aan bij een intermediair die bijvoorbeeld op zijn beurt weer een rekening aanhoudt bij een andere intermediair die uiteindelijk een rekening aanhoudt bij een girale instelling al dan niet in een andere jurisdictie. In grensoverschrijdende situaties worden aandelen veelal gehouden door ketens van intermediairs met de uiteindelijke belegger aan de basis van de keten en de girale instelling aan de top.

Indien er sprake is van een grensoverschrijdende keten tussen de uiteindelijke belegger en de uitgevende instelling rijst de vraag aan wie het stemrecht toekomt in een algemene vergadering. Krachtens de *lex societatis* dient deze vraag te worden beantwoord aan de hand van het recht dat de juridische status van de uitgevende instelling en haar interne verhoudingen beheerst. In de meeste Europese landen is bepaald dat het stemrecht toekomt aan de *aandeelhouder*. Maar nu rijst de tweede vraag. Wie wordt in de grensoverschrijdende keten tussen uitgevende instelling en uiteindelijke belegger beschouwd als aandeelhouder en naar welk recht moet dit worden beoordeeld? In de literatuur bestaat consensus dat deze vraag kan worden beantwoord aan de hand van de 'law of the intermediary'. De goederenrechtelijke positie van effectenrekeninghouders wordt beheerst door het recht van het land waar de intermediair die de effectenrekening administreert, is gevestigd. Zodra er zich in een keten meerdere intermediairs bevinden die gevestigd zijn in meerdere landen, bestaat het gevaar dat in die keten een aantal rechtsstelsels van toepassing zijn, met als gevolg een cumulatie van aanspraken op stemrechten. In de literatuur wordt aangenomen dat er geen regel van nationaal of internationaal privaatrecht bestaat die de vennootschap houvast kan geven hoe zij moet omgaan met deze cumulatieve en soms botsende aanspraken op stemrecht. Kortom, het is de hoogste tijd dat op Europees niveau enig houvast wordt gegeven *wie* mag stemmen, *hoe* moet worden gestemd en de wijze waarop de stemgerechtigden daartoe dienen te worden *geïnformeerd*.

De Groep heeft in haar rapport aanbevelingen gedaan die erop zijn gericht deze problemen op te lossen en om binnen de Europese Unie een wettelijke infrastructuur te creëren waardoor het mogelijk wordt dat op efficiënte wijze grensoverschrijdend kan worden gestemd. In deze bijdrage geef ik een weergave van de aanbevelingen die de Groep in haar rapport heeft gedaan.

Aan wie dient het stemrecht te worden toegekend?

De Groep is van mening dat het recht te bepalen hoe het stemrecht wordt uitgeoefend, dient te worden toegekend aan diegene (die zo dicht mogelijk bij de persoon staat) die het *economisch belang* in de aandelen heeft. Om te bepalen wie deze persoon is, heeft de Groep in haar rapport een tweetal regels gedefinieerd. De hoofdregel is dat de 'uiteindelijke houder van de effectenrekening' (niet zijnde een intermediair) in een giraal effectensysteem ('Ultimate Accountholder') bevoegd zou moeten zijn om te bepalen hoe het stemrecht op zijn aandelen wordt uitgeoefend. Een Ultimate Accountholder is de

laatste rekeninghouder in een grensoverschrijdende keten van intermediairs *binnen* het Europese girale effectensysteem. Over het algemeen zal bij toepassing van de hoofdregel degene die het economisch belang in de aandelen heeft, worden beschouwd als Ultimate Accountholder. Er zijn echter uitzonderingen. Namelijk in het geval dat een intermediair is gevestigd *buiten* Europa en derhalve geen deel uitmaakt van het Europese girale effectensysteem, zal deze intermediair bij toepassing van de hoofdregel worden beschouwd als Ultimate Accountholder. Als aanvullende regel is derhalve gegeven dat in een dergelijk geval de Ultimate Accountholder bevoegd zou moeten zijn om cliënten aan te wijzen om in zijn plaats te bepalen hoe het stemrecht op de aandelen wordt uitgeoefend. Ten slotte is de Groep van mening dat de aanvullende regel zou kunnen worden verscherpt door degene die door toepassing van de aanvullende regel wordt gezien als de Ultimate Accountholder, te verplichten de identiteit van zijn cliënten te onthullen indien de uitgevende instelling vermoedt dat de Ultimate Accountholder niet de uiteindelijke belegger is. De sanctie voor het niet onthullen van de identiteit zou kunnen zijn dat de uitgevende instelling de uitgeoefende stemmen op de door deze Ultimate Accountholder gehouden aandelen mag negeren. De Groep overweegt echter dat dit niet in alle gevallen gewenst is. Niet altijd zal de uiteindelijk economische gerechtigde belang hechten aan het recht te mogen bepalen hoe het stemrecht op de door hem of haar gehouden aandelen wordt uitgeoefend. De Groep beveelt derhalve aan dat lidstaten vrij zouden moeten zijn om een dergelijke verplichting op te leggen aan Ultimate Accountholders die aandelen houden in uitgevende instellingen die zijn onderworpen aan hun jurisdictie.

Hoe het stemrecht kan worden uitgeoefend

Nadat is vastgesteld wie gerechtigd is tot uitoefening van het stemrecht, komt de vraag aan de orde hoe het stemrecht dan kan worden uitgeoefend. Op welk moment moet men Ultimate Accountholder zijn, wil men het stemrecht kunnen uitoefenen en op welke wijze kan de gerechtigdheid van de Ultimate Accountholder tot de door hem gehouden aandelen ('authenticity') worden vastgesteld?

Lidstaten dienen te garanderen dat Ultimate Accountholders (dan wel de door hen aangewezen gerechtigden bij de aanvullende regel) het stemrecht kunnen uitoefenen. Om dit te bereiken formuleert de Groep in haar rapport een viertal opties waarvan de lidstaten er ten minste één in hun nationale wetgeving zouden moeten opnemen. De opties zijn zo gekozen dat het voor de lidstaten mogelijk is om aan hun verplichtingen

te voldoen zonder dat het nationale vennootschapsrecht dat bepaalt wie formeel stemgerechtigd is, behoeft te worden gewijzigd.

- a. Een lidstaat kan aan een uitgevende instelling opleggen Ultimate Accountholders te erkennen als stemgerechtigde aandeelhouders. Dit systeem is met name geschikt voor landen met een systeem van aandelen aan toonder.
- b. In lidstaten met een effectensysteem gebaseerd op aandelen op naam zou een Ultimate Accountholder in het aandeelhoudersregister als stemgerechtigde kunnen worden *aangewezen*.
- c. Voor het geval een lidstaat niet de onder a. of b. omschreven maatregelen wenst te treffen en de *lex societatis* van een uitgevende instelling de intermediair aanwijst als formeel stemgerechtigde, kan deze laatste worden gehouden een volmacht te geven aan de Ultimate Accountholder.
- d. Ten slotte zou in alle gevallen waarin een intermediair als formeel stemgerechtigd wordt beschouwd, de mogelijkheid geschapen moeten worden dat de intermediair het stemrecht uitoefent, maar dan slechts op basis van door de Ultimate Accountholder gegeven instructies.

In de hiervoor onder c. en d. omschreven opties wordt op de intermediairs met een formeel stemrecht de positieve verplichting opgelegd dat zij de Ultimate Accountholders in de gelegenheid stellen te bepalen hoe het stemrecht dient te worden uitgeoefend. De Groep meent echter dat de intermediairs daarnaast een negatieve verplichting dient te worden opgelegd. Zij dienen zich volgens de Groep te onthouden van de uitoefening van het stemrecht ook al zijn zij daartoe formeel gerechtigd, tenzij daartoe een specifieke instructie is gegeven door de Ultimate Accountholder dan wel op basis van een expliciete overeenkomst met de Ultimate Accountholder.

De Groep overweegt dat van groot belang is dat onmiskenbaar vaststaat welk moment bepalend is voor de vaststelling wie gerechtigd is het stemrecht uit te kunnen oefenen. Ruw gezegd kennen we in Europa twee systemen: het systeem waarbij men aandeelhouder dient te zijn op het moment van de aandeelhoudersvergadering en het systeem waarbij men aandeelhouder dient te zijn op een bepaalde vastgestelde dag vóór de algemene vergadering, de zogeheten record-date. De Groep is van mening dat het niet nodig is op dit punt harmonisatie aan te brengen in het vennootschapsrecht van de lidstaten. Wel stipt de Groep aan dat de thans bestaande technologie een verplichting dat de handel in aandelen gedurende enige tijd wordt geblokkeerd op het moment dat men

stemrecht wil kunnen uitoefenen in een algemene vergadering, overbodig maakt, en dat een dergelijke blokkering derhalve dient te worden verboden.

Ten slotte dient uiteraard te worden voorkomen dat tweemaal wordt gestemd op dezelfde aandelen. Aan de uitgevende instellingen dient kenbaar te worden gemaakt welke rekeninghouders op welk moment welke aandelen bezitten. Zoals reeds aangegeven dient de uitgevende instelling in een giraal effectensysteem genoeg te nemen met een verklaring van een intermediair dat een bepaald persoon via hem bepaalde effecten houdt. Een Ultimate Accountholder die wenst te stemmen, zal de intermediair middels wie hij zijn effecten houdt, dienen te verzoeken zijn gerechtigdheid tot de door hem gehouden aandelen vast te stellen. Lidstaten dienen te garanderen dat intermediairs de gegevens met betrekking tot deze gerechtigdheid bevestigen en doorgeven aan intermediairs hoger in de keten en dat uiteindelijk de girale instelling aan de top van de keten de gerechtigdheid bevestigt aan de uitgevende instelling.

Informatie

Het laatste aspect dat de Groep in haar rapport aan de orde heeft gesteld, is de informatievoorziening. Ultimate Accountholders dienen te worden voorzien van alle relevante informatie over besluiten die aan hen worden voorgelegd. Uiteraard spelen moderne communicatiemiddelen een belangrijke rol in dit informatieproces. Lidstaten dienen beursgenoteerde vennootschappen in de gelegenheid te stellen op elektronische wijze te communiceren met hun aandeelhouders en Ultimate Accountholders. Ultimate Accountholders dienen via de websites van de uitgevende instellingen te worden geïnformeerd over de bij de uitoefening van het stemrecht toe te passen regels en procedures. De uitgevende instelling dient aan de Ultimate Accountholder duidelijk te maken welke faciliteiten beschikbaar zijn om te kunnen bepalen hoe het stemrecht op de door hem gehouden aandelen wordt uitgeoefend of om te worden toegelaten om te stemmen.

In sommige gevallen is het echter gewenst dat Ultimate Accountholders actief worden benaderd door de uitgevende instellingen. Communicatie tussen uitgevende instellingen en Ultimate Accountholders kan ofwel direct ofwel middels de keten van intermediairs geschieden. Directe communicatie tussen uitgevende instellingen en Ultimate Accountholders zal het meest efficiënt zijn, maar werpt problemen op indien een belegger zijn identiteit niet wenst prijs te geven. Om te bereiken dat toch een zo groot mogelijk aantal stemgerechtigden wordt bereikt, beveelt de Groep aan dat lidstaten ervoor

Vennootschap & Onderneming

zouden moeten zorg dragen dat intermediairs op verzoek van de uitgevende instelling de identiteit van de Ultimate Accountholders aan de uitgevende instelling prijsgeven met uitzondering van die Ultimate Accountholders die aan hun intermediair kenbaar hebben gemaakt anoniem te willen blijven. Over aspecten van privacy en bankgeheim dient nader onderzoek te worden verricht alvorens een dergelijke regel zou kunnen worden ingevoerd.

Europese richtlijn?

De Groep is van mening dat een Europese richtlijn het meest geëigende instrument zou zijn om de hiervoor genoemde aanbevelingen te verwezenlijken, daar het zou verzekeren dat de belangrijkste regels die grensoverschrijdend stemmen mogelijk maken, in alle lidstaten worden geïmplementeerd. Tegelijkertijd wordt het dan aan de lidstaten overgelaten op welke specifieke wijze zij deze regelgeving in hun nationale vennootschapsrecht en regelgeving voor intermediairs wensen te implementeren.

De High Level Group on Company Law Experts stelt in haar op 4 november 2002 verschenen rapport 'A modern regulatory framework for company law in Europe', dat de zaken die de Groep in haar rapport over Cross Border Voting aan de orde heeft gesteld, dringend op EU-niveau dienen te worden aangepakt. De High Level Group beveelt derhalve aan dat de Europese Commissie de aanbevelingen van de Groep, in samenhang met de aanbevelingen die de High Level Group zelf heeft gedaan ten aanzien van informatie aan, communicatie met en tussen, en besluitvorming door aandeelhouders, met voorrang in behandeling neemt. Bovendien zou de Europese Commissie, volgens de High Level Group, in het licht van de hiervoor omschreven aanbevelingen een specifiek project dienen op te zetten teneinde een gereguleerd kader te scheppen om de invloed van de Europese aandeelhouders (en waar mogelijk aandeelhouders buiten Europa) in Europese beursgenoteerde ondernemingen te bevorderen.

Het woord is aan de Europese Commissie.

*Mr. K. van der Meer
Stibbe*