

De nieuwe oproepingstermijn en registratiedatum – enkele praktische beschouwingen

*Mr. J. G. Thijssen en mr. W. T. Bongartz**

Inleiding

Op 1 juli 2010 is de Wet aandeelhoudersrechten¹ ingevoerd ter implementatie van de Europese richtlijn betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen (hierna: de richtlijn).² De richtlijn is uitsluitend van toepassing op vennootschappen waarvan de aandelen of met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten toegelaten zijn tot de handel op een gereglementeerde markt als bedoeld in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht (hierna: beursgenoteerde NV's) en heeft als doel het versterken van de rechten van aandeelhouders van beursgenoteerde vennootschappen en het oplossen van problemen rondom het grensoverschrijdend stemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders (hierna: AVA) van deze vennootschappen.

In deze bijdrage zullen we nader ingaan op de wijze waarop de Nederlandse wetgever invulling heeft gegeven aan de implementatie van met name de oproepingstermijn en registratiedatum die onder de richtlijn verplicht worden voor beursgenoteerde NV's en op de gevolgen voor de praktijk, alsmede op de wijze waarop deze gevolgen tegemoet zouden kunnen worden gekomen. Daarnaast zullen we ook kort stilstaan bij mogelijke gevolgen voor de oproepingsdatum voor NV's die niet beursgenoteerd zijn.

Het wetsvoorstel aandeelhoudersrechten is behandeld in de Eerste Kamer op 29 juni 2010 en gepubliceerd in het Staatsblad op 30 juni 2010,³ waardoor het van kracht werd op 1 juli 2010 zonder dat er een overgangstermijn van toepassing was. De reden voor de wetgever om te besluiten tot deze korte invoeringstermijn is kennelijk dat de lidstaten de richtlijn reeds 3 augustus 2009 in nationale wetgeving dienden te implementeren. De korte implementatietermijn en de afwezigheid van een overgangstermijn (die er overigens wel is met

betrekking tot de op hetzelfde moment ingevoerde wijzigingen van het recht van de ondernemingsraad om zijn standpunt over bepaalde besluiten kenbaar te maken⁴) was ongelukkig voor vennootschappen die kort na 1 juli een AVA wilden oproepen en opeens werden geconfronteerd met nieuwe veristen, waaronder een veel langere oproepingstermijn.

Een van de meest in het oog springende wijzigingen in de Wet aandeelhoudersrechten is de verlenging van de minimumoproepingstermijn voor AVA's van beursgenoteerde NV's van 15 naar 42 dagen. In eerste instantie was een registratietermijn van 21 dagen en een oproepingstermijn van 30 dagen opgenomen in het wetsvoorstel. Het SP-Tweede Kamerlid Ewout Irrgang heeft echter een amendement⁵ ingediend dat heeft geleid tot een nog verdere verruiming van zowel de oproepingsdatum als de registratiedatum naar de huidig geldende termijnen van respectievelijk de 42ste en 28ste dag voorafgaand aan de AVA. Deze oproepingstermijn is het dubbele van de in artikel 5 van de richtlijn vastgestelde minimumtermijn van 21 dagen en bijna het drievoudige van de oude termijn van 15 dagen.

Verplichte registratiedatum voor beursgenoteerde vennootschappen

Artikel 7 lid 2 van de richtlijn stelt een registratiedatum verplicht voor beursgenoteerde vennootschappen. Bovendien bepaalt dit artikel dat de registratiedatum niet vroeger voor de AVA mag liggen dan 30 dagen en moeten er tussen de oproepingsdatum en de registratiedatum ten minste 8 dagen verstrijken, waarbij de dag van oproeping en de dag van de registratiedatum niet meetellen. Tevens verbiedt artikel 7 lid 2 van de richtlijn het hanteren van het depositosysteem, waarbij aandeelhouders worden verplicht om hun aandelen te deponeren teneinde de AVA bij te kunnen wonen en het stemrecht uit te kunnen oefenen. In dat geval wordt de handel in het aandeel beperkt en blijkt de opkomst in de praktijk ook lager dan wanneer een registratiedatum wordt gehanteerd. Dit

* Mr. J.G. Thijssen is werkzaam als advocaat bij Clifford Chance. Mr. W.T. Bongartz is werkzaam als advocaat bij Clifford Chance.

1. Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de Wet op het financieel toezicht ter uitvoering van de richtlijn (PbEU L 184), 31 746.
2. Richtlijn nr. 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 11 juni 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen.
3. Stb. 2010, nr. 257.

4. Wijziging van Boek 2 BW in verband met de invoering van een recht voor de ondernemingsraad van NV's om een standpunt kenbaar te maken ten aanzien van belangrijke bestuursbesluiten en besluiten tot benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen, alsmede ten aanzien van het bezoldigingsbeleid. Stb. 2010, nr. 250.
5. Kamerstukken II 2009/10, 31 746, nr. 16.

wordt geïllustreerd door het volgende praktijkvoorbeeld. Voorafgaand aan de AVA van ASML in 2010 had een aantal grote bewaarbanken de aandeelhouders van ASML ontrecht meegedeeld dat de aandelen die zij hielden in ASML geblokkeerd dienden te worden om aan de AVA deel te kunnen nemen. Als gevolg hiervan was tijdens de AVA slechts 37% van de aandelen vertegenwoordigd, terwijl dit tijdens de AVA van 2009 60% was.⁶ Overigens was het voorafgaand aan de wetswijziging reeds mogelijk en gebruikelijk voor beursgenoteerde NV's om een registratiesysteem te hanteren.

In haar reactie op het consultatiedocument geeft Eumedion een voorkeur aan voor registratie op een datum minimaal 21 dagen voorafgaand aan de AVA. Als reden hiervoor geeft zij dat institutionele beleggers, die gemiddeld 80% van de aandelen van NV's die zijn opgenomen in de AEX-index houden, de aandelen die zij houden vaak uitlenen in de periode voorafgaand aan de AVA. De inlenende partij leent de aandelen voornamelijk om te speculeren op koersschommelingen rond de AVA als gevolg van onder meer de dividendvaststelling en is volgens Eumedion over het algemeen niet geïnteresseerd in het uitoefenen van stemrechten in de AVA.⁷ Derhalve dwingt een korte registratietermijn institutionele beleggers een keuze te maken tussen het uitlenen van de aandelen waarvoor zij een financiële vergoeding ontvangen of het uitoefenen van het stemrecht in de AVA. Als er een registratiedatum van 21 dagen is, gaat Eumedion ervan uit dat er voldoende tijd is voor een institutionele belegger om de aandelen na deze datum uit te lenen en zelf het stemrecht uit te kunnen oefenen.

Tweede Kamerlid Irrgang was desalniettemin bang dat een registratiedatum op de 21ste dag voorafgaand aan de vergadering zou kunnen leiden tot *empty voting*, de praktijk waarbij (activistische) aandeelhouders kort voor de AVA aandelen inlenen om stemrecht te verkrijgen, en heeft met succes een amendement voorgesteld waardoor de registratiedatum op de 28ste dag voor die van de vergadering is gezet. Naar onze mening is het zeer de vraag of een langere oproepings- en registratietermijn *empty voting* tegen kan gaan. Als een partij voorheen in staat was om aandelen in te lenen uitsluitend ter verkrijging van het stemrecht, waarom zou deze partij dat niet meer kunnen doen indien de registratiedatum verder voor de AVA ligt? In beide gevallen moet een aandeelhouder bereid zijn tegen betaling zijn aandelen voor een korte periode uit te lenen en het daaraan verbonden stemrecht op te geven. Het is onduidelijk hoe een langere termijn deze praktijk zou kunnen verhinderen. Het blijft immers mogelijk voor een aandeelhouder om de inlener van aandelen een stemvolmacht te geven in het geval de aandelen worden ingeleend na de registratiedatum.

6. Evaluatie AVA-Seizoen 2010 Eumedion, p. 15.

7. Consultatiedocument uitvoering richtlijn aandeelhoudersrechten d.d. 10 september 2007, kenmerk: 2007.84, p. 2.

Registratietermijn voor niet-beursgenoteerde vennootschappen

Zoals reeds eerder aangegeven, is de aandeelhoudersrichtlijn alleen van toepassing op beursgenoteerde NV's en de wetgever heeft terecht besloten dat de oproepingstermijn van ten minste 15 dagen in principe van toepassing blijft op niet-beursgenoteerde NV's.⁸ In principe, omdat deze termijn in de praktijk langer zal zijn indien een niet-beursgenoteerde NV een registratiedatum wenst te hanteren. Artikel 2:119 BW bepaalt namelijk dat indien een niet-beursgenoteerde vennootschap een registratiedatum wenst te hanteren, deze datum evenals bij beursvennootschappen op de 28ste dag voor die van de vergadering dient te liggen.

Naar onze mening brengt artikel 2:119 BW niet met zich mee dat de oproepingsdatum in zo'n geval ook ten minste 42 dagen voor die van de vergadering dient te liggen. Zoals gezegd, is de richtlijn immers alleen van toepassing op beursgenoteerde vennootschappen en de Nederlandse wetgever heeft niet specifiek bepaald dat in het geval een niet-beursgenoteerde vennootschap een registratiedatum hanteert, de minimumoproepingstermijn ook wordt verlengd. In de praktijk zal de oproepingstermijn voor een AVA van een niet-beursgenoteerde vennootschap die een registratiedatum hanteert derhalve minimaal 28 dagen bedragen.

De wetgever gaat ervan uit dat uitsluitend beursvennootschappen gebruikmaken van het systeem van de registratiedatum.⁹ Deze veronderstelling blijkt in de praktijk niet juist. Er zijn vennootschappen die het registratiesysteem hanteren en waarvan aandelen niet genoteerd zijn op een gereguleerde markt. Hierbij valt te denken aan aandelen die niet zijn toegelaten tot een gereguleerde markt, maar wel verhandelbaar zijn via een giraal systeem, aandelen waarvoor de beursnotering nog dient te worden aangevraagd, maar die wel al zijn geleverd aan het girale systeem, of aandelen waarvoor de beursnotering is beëindigd en waarvan de aandelen nog in administratie zijn opgenomen in het girale systeem in afwachting van bijvoorbeeld een uitkoop van minderheidsaandeelhouders via artikel 2:92a of 2:359c BW. In deze gevallen geniet het de voorkeur om een registratiedatum te hanteren, zodat de aandeelhouders niet verplicht worden om hun aandelen te deponderen, hetgeen omslachtig is. Een dergelijke vennootschap is in zo'n geval wel verplicht tot het hanteren van een langere oproepingstermijn.

De reden die wordt gegeven voor het vaststellen van de oproepingsdatum en de registratiedatum op een veelvoud van zeven is dat het in dat geval niet mogelijk is dat deze data in het weekend zouden vallen.¹⁰ Hoewel dat juist is, blijft het echter onduidelijk wat de relevantie hiervan is. Naar onze mening is het niet relevant of de registratiedatum een dag is waarop in de aandelen kan worden gehandeld. De registratiedatum is

8. Kamerstukken II 2008/09, 31 746, nr. 3, p. 25.

9. Kamerstukken II 2008/09, 31 746, nr. 3, p. 27.

10. Kamerstukken II 2009/10, 31 746, nr. 16.

immers slechts een administratief moment. Daarnaast is het zo dat de kans dat een op een werkdag gepubliceerde AVA door een groot publiek wordt opgemerkt, groot is. Dit is echter geen argument om de oproepingsdatum op de 42ste dag voor die van de vergadering te zetten.

Praktische gevolgen van een lange oproepingstermijn

Het is de vraag of de gevolgen van de zeer lange oproepingstermijn voor beursvennootschappen afdoende zijn afgewogen. Wij voorzien in de praktijk een aantal nadelige gevolgen als gevolg van de lange oproepingstermijn voor buitengewone algemene vergaderingen van aandeelhouders (hierna: BAVA's). Het ligt voor de hand dat de kosten in verband met het uitgeven van nieuwe aandelen door middel van bijvoorbeeld een *rights issue* zullen toenemen. De banken die het risico van niet-plaatsing van alle aandelen in de emissie nemen, zullen immers voor een langere periode het koersrisico voor hun rekening moeten nemen, waarvoor zij vanzelfsprekend vergoed dienen te worden. Daarnaast zullen deze *underwriters* het risico op prijsschommelingen willen afdekken door een hogere korting op de prijs van de aandelen die in de *rights issue* zullen worden uitgegeven. Hetgeen zal resulteren in een groter aantal uit te geven nieuwe aandelen teneinde het vereiste kapitaal op te halen in de transactie, en dus een grotere verwatering van aandeelhouders die hun *rights* niet uitoefenen.

De verlenging van de oproepingsperiode zal ook gevolgen hebben voor openbare biedingen. Volgens artikel 14 Besluit openbare biedingen Wft (hierna: Bob) dient de aanmeldingstermijn van een openbaar bod tussen vier en tien weken te liggen. In de praktijk bestaat de behoefte bij partijen om een zo kort mogelijke aanmeldingstermijn aan te houden. Uitgaande van het gebruikelijke scenario dat de doelwitvennootschap de ingevolge artikel 18 Bob verplichte informatieve algemene vergadering van aandeelhouders oproept gelijktijdig of kort na het uitbrengen van het bod, zal de aanmeldingstermijn ingevolge artikel 18 lid 1 Bob voor nieuwe biedingen ten minste 42 dagen plus 6 werkdagen zijn. Hierdoor wordt de termijn van onzekerheid over de toekomst van de doelvennootschap voor alle bij de vennootschap betrokken belanghebbenden, zoals bestuurders, commissarissen, aandeelhouders en werknemers, onnodig verlengd. Daarnaast is de tijd dat een derde of, in het geval van een vijandig bod, de doelvennootschap het succes van het bod kan proberen te doorkruisen langer. Deze afgenomen *deal certainty* is in het nadeel van de aandeelhouder indien dit leidt tot het niet uitbrengen van een bod door eenieder die deze risico's te hoog vindt. Tevens dient eenieder op basis van artikel 7 lid 4 Bob de financiering van het bod zeker te hebben gesteld uiterlijk op de datum van de indiening van de aanvraag tot goedkeuring van het biedingsbericht. Het ligt in de lijn der verwachting dat de langere periode dat deze financiering beschikbaar dient te zijn en het toegenomen risico hogere financieringslasten voor eenieder met zich mee zullen brengen.

Kortere oproepingstermijn voor BAVA's

De richtlijn biedt een mogelijkheid voor de nationale wetgevers om aan deze bezwaren tegemoet te komen door een kortere oproepingstermijn voor BAVA's toe te staan. Artikel 5 lid 1 van de richtlijn creëert de mogelijkheid voor een oproepingsstermijn van ten minste 14 dagen voor BAVA's als de betrokken beursgenoteerde vennootschap stemmen door middel van elektronische middelen mogelijk maakt voor alle aandeelhouders en de aandeelhoudersvergadering met een twee derde meerderheid van de aanwezig stemmen heeft besloten tot het verkorten van de oproepingstermijn. Dit besluit is geldig tot de eerstvolgende reguliere jaarlijkse AVA. Net als de gebruikelijke agendapunten met betrekking tot delegatie van de uitgiftebevoegdheid en de inkoop van aandelen zou dit besluit dan jaarlijks door de AVA kunnen worden overwogen.

Van deze mogelijkheid heeft de Nederlandse wetgever geen gebruik gemaakt nu hij ervan uitgaat dat de registratiedatum volgens de richtlijn altijd ten minste op de 21ste dag voorafgaand aan de vergadering dient te zijn. De tweede alinea van artikel 5 lid 1 van de richtlijn creëert juist een uitzondering op deze regel zolang aan de daar genoemde vereisten van goedkeuring door de AVA met een twee derde meerderheid en het mogelijk maken van elektronisch stemmen is voldaan. Op basis van artikel 7 lid 3 van de richtlijn zullen er dan wel ten minste 8 dagen tussen de oproepingsdatum en de registratiedatum dienen te liggen.

De redenering van de Nederlandse¹¹ wetgever volgend, zou iedere wetgever die van de optie uit de tweede alinea van artikel 5 lid 1 van de richtlijn gebruik zou willen maken de registratiedatum op de vijfde dag of korter voor de AVA moeten vaststellen voor alle AVA's (dus ook de jaarvergaderingen). Dit kan onmogelijk de bedoeling van de richtlijn geweest zijn en volgt ook niet uit de tekst.

Conclusie

De doelstelling van de richtlijn is het uniformeren van procedures om het eenvoudiger te maken voor (buitenlandse) aandeelhouders om te participeren in een AVA. Het verplicht stellen van het registratiesysteem maakt daarnaast verwarring, zoals die ontstond rond de AVA van ASML, in de toekomst onmogelijk en zorgt ervoor dat aandeelhouders van beursvennootschappen zich niet langer geconfronteerd zien met de onnodig belastende gevolgen van het depositosysteem om te kunnen participeren in een AVA.

De Nederlandse wetgever heeft de beoogde harmonisering echter niet bereikt door een oproepingstermijn op te nemen die tweemaal zo lang is als de in de richtlijn opgenomen minimumstermijn. Dit lijkt in eerste instantie ook niet de bedoeling te zijn geweest omdat na consultatie van marktpartijen was voorgesteld om de oproepingstermijn op 30 dagen vast te stellen met een bijbehorende registratiedatum van 21 dagen voor

11. Kamerstukken II 2008/09, 31 746, nr. 3, p. 5.

de AVA. Deze termijnen wijken niet sterk af van de termijnen zoals opgenomen in de richtlijn en voldoen aan de wensen van marktpartijen die uit de consultatie naar voren zijn gekomen.

Het verlengen van de registratiedatum en oproepingstermijn maakt *empty voting* echter niet duidelijk lastiger of onmogelijk, terwijl de langere oproepingstermijn in de praktijk wel negatieve gevolgen heeft en tot hogere kosten kan leiden voor het ophalen van nieuw kapitaal. De richtlijn biedt een oplossing voor deze problemen door de mogelijkheid op te nemen om, onder bepaalde voorwaarden, de termijn van BAVA's door de aandeelhouders te laten verkorten. De Nederlandse wetgever heeft er echter voor gekozen om deze mogelijkheid niet op te nemen in de wet.