

## NOTITIE

Aan            Knowhow  
Van            F.M. Peters  
Datum        24 november 2010  
Betreft       Dutch law shareholder rights

---

### I.        **AANDEELHOUDERSRECHTEN EN Plichten BIJ EEN BEURS NV – EEN SCHEMA**

1.        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 elementair maar hopelijk voor de praktijk nuttige handleiding voor dergelijke trajecten. Een en ander is ook schematisch weergegeven. Het schema biedt in een 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.

#### A.        INLEIDING

2.        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.

3.        Hierbij gaat een schematische weergave van de rechten en plichten van een aandeelhouder (of: een al dan niet samenwerkende groep aandeelhouders<sup>1</sup>),

---

<sup>1</sup> Over de vennootschapsrechtelijke, financieelrechtelijke en mededingingsrechtelijke aspecten van samenwerkende aandeelhouders, lees A.V.V. De Vlaam, "Acting in concert-

afhankelijk van het door hem of hen gehouden percentage aandelen. Het schema biedt in een 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.

4. In het grote, bovenste deel van het schema (getiteld "Vennootschapsrecht") zijn de vennootschapsrechtelijke rechten en plichten weergegeven. Horizontaal zijn weergegeven de rechten die de aandeelhouder(s) geldend kan (kunnen) maken bij een gegeven aandelenbezit uitgedrukt als percentage van het geplaatste kapitaal. Verticaal zijn de andere vennootschapsrechtelijke rechten en plichten weergegeven.
5. In de horizontale balk (getiteld "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 toezichtswetgeving is, vloeien uit overschrijding van de drempels geen rechten voort, maar wel verplichtingen. Bewustheid van die financieelrechtelijke verplichtingen is, gezien het sanctie arsenaal van de stichting Autoriteit Financiële Markten ("AFM"), voor de ondernemingsrecht jurist van groot belang.
6. In het onderste deel van het schema (getiteld "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.
7. Groeien 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. Een tweetal voorbeelden uit de praktijk worden aan het slot van dit artikel beknopt uitgewerkt.
8. Onderstaand licht ik een aantal van de belangrijkste in het schema aangeduide grenzen toe.

---

samenwerkende aandeelhouders in beursfondsen", Ondernemingsrecht nr. 17, 7 dec. 2006, p. 599-606.

## B. TOELICHTING BIJ ENKELE GRENZEN UIT HET SCHEMA

### VENNOOTSCHAPSRECHT

#### *Algemeen*

9. In het schema zijn de aandeelhoudersrechten weergegeven zoals die voortvloeien uit het Burgerlijk Wetboek.<sup>2</sup> Statuten kunnen op onderdelen anders bepalen.
10. 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 40-45% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd zijn.<sup>3</sup>
11. 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 (4) en (9) BW en het schema bij 51%, d.w.z. volstreekte meerderheid van stemmen). Ook het recht om aan een oligargische clause het bindende karakter te ontnemen (art. 2:133 (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 (7) BW, art. 2:99 (6) BW, art. 2:330, en art. 2:334 ee BW).

#### *1 aandeel*

12. De rechten die aan een houder van tenminste één aandeel toekomen, zijn de volgende:

---

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

<sup>3</sup> Zie J.S.T. Tiemstra en J. de Keijzer, "Algemene vergadering van aandeelhouders: hoeksteen van corporate governance of niet-representatieve formaliteit?", Ondernemingsrecht 2008-5, p. 192-197.

- 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 aandeelhouders vergadering bijwonen, aldaar het woord te voeren en te stemmen (art. 2:117 BW)
- Vordering tot vernietiging van een fusie- of splitsing- besluit van het bestuur (art. 2:323 (s) BW en art. 2:334u BW).
- Blokkerende stem:
  - als een besluit tot statutenwijziging is uitgesloten, kunnen de statuten alleen met volstrekke meerderheid van stemmen worden genomen.
  - Besluitvorming buiten vergadering (art. 2:128 BW)/elders dan volgens de statuten aangewezen (art. 2:116 BW).

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

## FINANCIEEL RECHT

### *Meldingsplicht substantiële deelnemingen*

14. Op grond van art. 5:38 Wft dient een persoon die de beschikking verkrijgt of verliest 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 Wft<sup>4</sup>) laat ik hier buiten beschouwing.
15. 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 goeddunken 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

---

<sup>4</sup> 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.), *Markmisbruik*, Serie Onderneming en Recht, deel 34, Deventer: Kluwer 2008 p. 292 e.v.

voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake het uitbrengen van stemmen (art. 5:45 (5) Wft)<sup>5</sup>.

16. Naast het gebruikelijke bestuurrechtelijke 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 en 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.<sup>6</sup>
17. Er zij op gewezen dat de eerste drempel van 5% wellicht op 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 (TK, 2008-2009, 31 083, nr. 29 p.12 en 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.

#### *Verplicht openbaar bod*

18. Een persoon die “overwegende zeggenschap” verkrijgt in een Nederlands ter 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

---

<sup>5</sup> 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](http://www.afm.nl).

<sup>6</sup> Zie verder S. Perrick ‘Melding van zeggenschap’ in: S.C.J.J. Kortmann en N.E.D. Faber (red.), Serie Onderneming en Recht, deel 40, Deventer: Kluwer 2007, p. 433 e.v.

overleg wordt gehandeld. Voor berekening van het gehouden percentage moet niet worden gekeken naar het hiervoor besproken art. 5:45 Wft.<sup>7</sup>

## *Verklaring van geen bezwaar*

19. 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 5 grootste banken van Nederland betreft) door de Minister van Financiën (3:97 Wft).
20. 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*

21. Indien een in Nederland gevestigde aan Vennootschapsbelasting 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 en 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,<sup>8</sup> zij het dat de drempel op grond daarvan ook hoger mag zijn, te weten 10%.

### *Buitenlandse belastingplicht*

22. Bij het overschrijden van de 5% grens moet echter opgelet worden voor de buitenlandse belastingplicht: in het buitenland gevestigde aandeelhouders die een belang houden van 5% of meer in een in Nederland gevestigde vennootschap, en die

---

<sup>7</sup> Zie uitgebreid A. Doorman, 'Het verplichte bod', in S.C.J.J. Kortmann en N.E.D. Faber (red.), *Handboek Openbaar Bod*, Serie Onderneming en recht, deel 46, Deventer: Kluwer 2008.

<sup>8</sup> Richtlijn van de Raad van 23 juli 1990, Pb EG L 225.

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 (3) Vpb).

## *Statusverlies beleggingsinstellingen*

23. Op grond van art. 28 Vpb kan (onder anderen) 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 verwijst naar het schema waarin die grenzen zijn weergegeven.

## *Verbonden lichaam*

24. Een centraal begrip in de belastingwetgeving is die 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 (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.<sup>9</sup>

## C. EEN TWEETAL VOORBEELDEN

### DE ACTIVISTISCHE AANDEELHOUDER: DE 5% GRENS

25. Investeerders zoals *hedge funds*, maar ook andere, zijn vaak gevestigd in fiscaal aantrekkelijke jurisdicties, zoals de Kaaiman Eilanden. Die locaties zijn aantrekkelijk, omdat over de winsten daar geen belasting 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

---

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

vennootschapsbelasting (buitenlandse belastingplicht bij een aandelen bezit van 5% of meer).

26. Een aandeelhouder die 5% of meer houdt, dient ook melding te doen van zijn substantiële deelneming (art. 5:38 (3) Wft).
27. 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.
28. Wil de buitenlandse aandeelhouder in Nederland geen belasting betalen, dan kan hij zijn investering via bijvoorbeeld Luxemburg of Malta leiden. Die landen belasten de in de Kaaiman eilanden gemaakte winsten niet, en Nederland belast op haar beurt de in Luxemburg of Malta gemaakte winsten ook niet omdat Nederland met die landen een verdrag ter voorkoming van dubbele belasting heeft gesloten.
29. Niet altijd bestaat het economische 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 uitspraken van de minister daarover.<sup>10</sup> De status van die discussie<sup>11</sup> is dat wordt aangenomen dat dat niet hoeft als de CFD's maar 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.

MEER DAN 30% OF TOCH MAAR MINDER?

30. Een partij gaat bieden op een beursgenoteerde onderneming die belegt in onroerend goed. De onderneming is onderworpen aan 0% vennootschapsbelasting, omdat het 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

---

<sup>10</sup> Stb. 2008, 578, p. 19, 20 en 29.

<sup>11</sup> Zie met name J. Luyé en M.M. van den Broek "Naar een meldingsplicht voor derivaten?", FR 2009, nr. 1, p. 27-34.



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.

31. Daarbij geldt tevens dat moet worden gewaakt voor statusverlies van de 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.

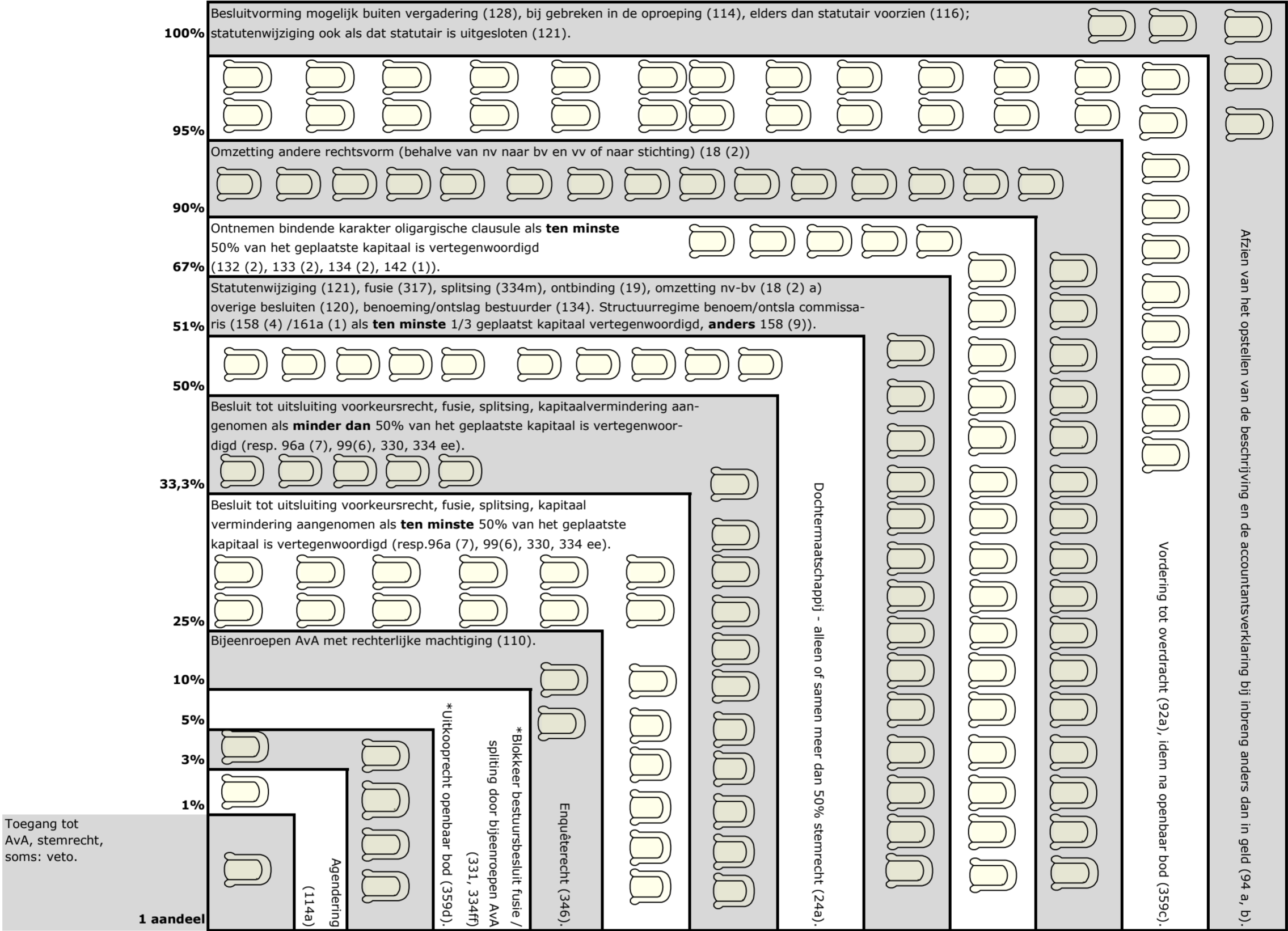
## **II. CONCLUSIE**

32. Hierboven is 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.

•••

**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**

Drempels melding subst. deelnemingen (5:38 (3) Wft)	[3%?]	5%	10%	15%	20%	25%	30%	40%	50%	60%	75%	95%
Overig financieel recht	[3%]	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).	10%	30%	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 gezien 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).	