

De impact van de royeerbaarheid van certificaten op certificering in de Belgische en Nederlandse rechtsorde

Joris Latui

Onder wetenschappelijke leiding van Prof. Dr. Koen Geens en Floris Parrein

1. INLEIDING

Het onderwerp van dit seminariewerk lijkt op het eerste zicht een vrij beperkt aspect van een reeds specifiek thema te beslaan: de royeerbaarheid en overdracht van certificaten. Hoewel die vaststelling terecht lijkt, zal echter gepoogd worden om deze thematiek te kaderen in een breder geheel. Het onderwerp heeft immers raakvlakken met verschillende domeinen van het recht, zoals het vennootschapsrecht, het (familiaal) vermogensrecht, het financiële recht en het fiscaal recht.

Toch zal deze bijdrage geen alomvattend onderzoek nastreven op de invloed die certificaten in het algemeen op deze domeinen van het recht kan hebben. Om het onderwerp dus enerzijds niet tot een eerder donkere hoek van ons recht te verbannen, maar anderzijds ook niet te breed op te vatten, zal het thema door de lens van de royeerbaarheid en de invloed ervan op de doelstellingen van certificering, vooral als beschermingsconstructie, bekeken en doorgelicht worden. Ook zal verdedigd worden dat certificering een *agency*-probleem creëert. Daarbij aansluitend, wordt aandacht besteed aan de *corporate governance* aspecten die relevant zijn voor certificering en zal de effectiviteit van certificering als beschermingsconstructie in het licht van een aantal juridische en economische evoluties in België en Nederland geanalyseerd worden. Ten slotte zal de nieuwe Belgische overnamewet en de impact ervan op certificering onder de loep genomen worden.

Voordat op deze ongetwijfeld boeiende problematiek kan worden ingegaan, dient echter eerst kort uitgeklaard te worden wat certificering in het algemeen en, meer uitgebreid, royeerbaarheid in het bijzonder, juridisch-technisch betekenen in de Belgische rechtsorde. Daarom zal het échte thema van dit seminarie voorafgegaan worden door een korte analyse van het art. 503 W.Venn. zoals ingevoerd door de Wet van 15 juli 1998 op de certificering van aandelen (hierna: “**Certificatiewet**”).

Omdat de certificering van aandelen een onderwerp is dat zijn genese kent in de Nederlandse rechtspraktijk, zou dit werk tekortschieten indien het niet, waar nodig, zijn inspiratie zoekt bij de oplossingen die het Nederlandse recht biedt voor dezelfde problemen of indien het nalaat om na te gaan hoe ze voor andere problemen, ingegeven door een andere economische realiteit, certificaten gebruikt als redmiddel. Om de integratie in dit werk van het Nederlandse recht te bevorderen, zal geopteerd worden voor een eerder subtiele verwerking ervan in de paragrafen waar het probleem besproken wordt om aldus niet een toevlucht te nemen tot een vaak weinig verhelderende juxtapositie. Laatstgenoemde stijflijn slaagt er immers dikwijls niet in om aan te tonen waar nu de gelijkenis of het verschil liggen. Dit seminariewerk zal dus, waar het interessant is, het Nederlands recht gebruiken om een contrastervaring of een moment van familiäre bekendheid in te bouwen, wat hopelijk bijdraagt tot een beter begrip van de problematiek.

2. CERTIFICERING - ALGEMEEN

Certificering wordt in de Belgische rechtsleer in het algemeen omschreven als de transactie waarbij een rechtspersoon of emittent (hierna: “**administratiekantoor**”) certificaten uitgeeft die effecten van een vennootschap vertegenwoordigen¹.

Deze uitgifte kan op twee wijzen totstandkomen². Ten eerste kan er sprake zijn van een ruil³ waarbij de houder van het aandeel of andere effecten zijn titel

¹ P. BAERT, “Certificering van vennootschapseffecten: bij de noorderburen over het muurtje kijken”, *T.R.V.* 1999, 128; F. BOUCKAERT, “Nederlandse administratiekantoren en Belgisch internationaal privaatrecht”, *T.R.V.*, 1989, 182; M. ECKER en A. HAELTERMAN, “Het Nederlands administratiekantoor”; *T.F.R.*, 1988, 117; L. DHAENE, “De verhouding tussen de certificaathouder en de vennootschap”, *Jura Falc.*, 1999, <http://www.law.kuleuven.ac.be/jura/37n3/dhaene.htm>; K. GEENS, “Een alternatief voor de certificering bij familiäre opvolging: de commanditaire vennootschap op aandelen”, in *Liber amicorum Ernest Krings*, Brussel, Story-Scientia, 1991, 568; A. HAELTERMAN, “Het Belgische administratiekantoor”; *A.F.T.*, 1991, 120; P. HAMER, “Administratiekantoor de droit néerlandais et actions de sociétés de droit belge: convention de vote et de blocage”, *R.P.S.*, 1993, 286; P. LAVRYSEN, « De private stichting: een volwaardig alternatief voor de Nederlandse stichting-administratiekantoor? », *T.B.H.* 2002, 668; J. MALHERBE en O. HERMAND, “Formes étrangères de transmission du patrimoine : le trust et le bureau d’administration”, in *Les sociétés et le patrimoine familial*, Brussel, Adademia-Bruylant, 1996, 325; D. PATART, « Les aspects contractuels de la certification des titres des sociétés commerciales », *Rev. prat. soc.* 1999, 6; B. PEETERS, « Het Nederlandse stichting-administratiekantoor : een stichtend voorbeeld ? », *A.F.T.*, 1988, 165; G. POPPE., Het certificeren naar Belgisch recht, *Activa* 2004, afl. 2, 7; R. PRIOUX, “L’admissibilité en Belgique de l’administratiekantoor, de la fiducie et du trust portant sur des actions d’une société de droit belge”, *J.T.*, 1996, 450; H. SWENNEN, « Trustachtige rechtsfiguren in België », *T.P.R.* 1992, 1101; M. TISON, « Certificering van aandelen naar Belgisch recht » in A. VERBEKE, H. DERYCKE e.a. (eds.), *Handboek Estate Planning 3. Vermogensplanning met Effect bij Leven – Rechtspersoon*, Larcier, 2004, 175-180.

² D. PATART, *l.c.*, 6-7.

³ Ruil wordt hier niet gebruikt in de zin van ruilovereenkomst waarbij zakelijk rechten worden uitgewisseld, maar in de zin van tegenpartij. Zie hierover B. PEETERS, *o.c.*, 171.

overdraagt aan een entiteit, doorgaans een administratiekantoor genoemd, en daarvoor in ruil een certificaat ontvangt. Deze vorm wordt door de Nederlandse auteur VAN DEN INGH ook aangeduid met de term *certificering tegen aandelen*⁴. Ten tweede is er de hypothese waar een persoon reeds eigenaar is van het effect krachtens een uitgifte door een vennootschap en certificaten wenst uit te geven die betrekking hebben op dat effect. Omdat de tegenprestatie van de certificaathouder hier niet bestaat uit een aandeel, maar uit een geldsom die hij voor het certificaat moet betalen, noemt VAN DEN INGH deze vorm *certificering tegen contanten*⁵. Het onderscheid tussen beide vormen wordt in art. en art. 503 §1, 1^e lid W.Venn. bevestigd door de zinsnede “Certificaten [...] worden uitgegeven door een rechtspersoon die in het bezit blijft of het bezit verkrijgt van de effecten waarop de certificaten betrekking hebben” waarbij het verkrijgen van het bezit duidt op de ruilhypothese en het in bezit blijven duidt op de uitgiftehypothese⁶.

Het belangrijkste gevolg van deze operatie is dat op contractuele wijze de zeggenschapsrechten die aan de effecten zijn verbonden, gescheiden worden van de vermogensrechten⁷. De juridische eigenaar van de effecten, het administratiekantoor, oefent op die manier de zeggenschapsrechten, waarvan het stemrecht het meest in het oog springt⁸, uit die verbonden zijn aan het effect, terwijl de economische eigenaar, de certificaathouder, een persoonlijk vorderingsrecht ten aanzien van eerstgenoemde heeft op de vermogensrechtelijke aanspraken, zoals onder meer de dividendrechten. De obligatoire verhouding van de certificaathouder ten opzichte van het administratiekantoor wordt belichaamd en vertegenwoordigd door een certificaat. Aldus wordt *ownership* in de zin van *cash flow rights* gescheiden van *control* en wijkt certificering in die zin af van het “*proportionality principle*” oftewel “*one share one vote*”⁹.

Het is duidelijk dat op deze manier een fiduciaire verhouding tot stand komt die als trustachtig bestempeld kan worden. In tegenstelling tot de trust echter, wordt bij certificering geen splitsing van het eigendomsrecht in legal en beneficial ownership doorgevoerd¹⁰. Het administratiekantoor bezit evenwel

⁴ F.J.P. VAN DEN INGH., *Certificering en certificaat van aandeel bij de besloten vennootschap*, Deventer, Kluwer, 1991, 17.

⁵ F.J.P. VAN DEN INGH, *o.c.*, 17.

⁶ D. PATART, *l.c.*, 7.

⁷ De zeggenschaps- en vermogensrechten die aan aandelen verboden zijn worden besproken in M. WYCKAERT, “Kapitaal in N.V. en B.V.B.A. Vermogens- en kapitaalvorming door inbreng. Rechten en plichten van vennoten”, in JAN RONSE INSTITUUT K.U. LEUVEN (ed.), *Reeks rechtspersonen en vennootschapsrecht*, Kalmthout, Biblo, 1995, 385-601.

⁸ Art. 503 §1, 2^e lid W. Venn.

⁹ SHEARMAN & STERLING LLP, “Proportionality between Ownership and Control in EU listed Companies: External Study Commissioned by the European Commission”, 2007, http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm.

¹⁰ P. BAERT, *l.c.*, 141 ; G. POPPE, *l.c.*, 15 ; contra : M.E. STORME, “Van trust gespeend? Trusts en fiduciaire figuren in het Belgische privaatrecht”, *T.P.R.*, 1998, 762-763 . De Raad van State beslecht deze kwestie door in zijn advies te stellen dat de certificaathouder geen zakelijk recht kan

de volle eigendom van het effect als juridisch eigenaar slechts ten titel van beheer (*fiducia cum amico*) en is als zodanig tot een aantal fiduciaire verplichtingen (*fiduciary duty*) gehouden¹¹.

Door het fiduciaire karakter zijn de rechten verbonden aan de effecten beperkter dan bij het volwaardige eigendomsrecht het geval zou zijn. Zo moet het administratiekantoor bij het uitoefenen van de lidmaatschapsrechten rekening houden met het belang van de certificaathouder, voor zover dit niet afwijkt van het belang van de vennootschap¹². Het is moeilijk in te schatten hoever deze begrenzing in concreto kan gaan¹³, doch zal voor certificaathouders vaak een eerder financieel geïnspireerd belang prevaleren¹⁴. Dat uitgangspunt biedt de certificaathouders een zekere bescherming, iets wat ontbreekt bij aandelen zonder stemrecht¹⁵, die nochtans veelal voor dezelfde doeleinden als certificering gebruikt worden, namelijk het ontkoppelen van kapitaalbreng en zeggenschapsrechten¹⁶. Toch kan het belang van de

behouden of verkrijgen op de effecten in kwestie. Advies Raad van State, *Parl. St.*, Kamer, 1997-98, nr. 1430/1, 19.

¹¹ P. BAERT, *l.c.*, 128-129; P.A. FORIERS, "La fiduciaire et droit belge", in C. WITZ (ed.) *Les opérations fiduciaires*, Parijs, Feduci, 1985, 270; J.M. NELISSEN GRADE, *Vennootschapsrecht – Capita Selecta*, 2007-2008, 104; M.E. STORME, *l.c.*, 754; B.T.M. STEINS BISSCHOP, *De beperkte houdbaarheid van beschermingsmaatregelen bij beursvennootschappen : een analyse aan de hand van certificering*, XIV, Deventer, Kluwer, 1991, 79; H. SWENNEN, "Trustachtige rechtsfiguren in België", *T.P.R.* 1992, 1102; F.J.P. VAN DEN INGH, *o.c.*, 175.

¹² P.J. DORTMUND, "Administratiekantoor en de Code-Tabaksblat", *Ondernemingsrecht*, 2004, 444; G. POPPE, *l.c.*, 16; F.J.P. VAN DEN INGH, *o.c.*, 204.

¹³ STEINS BISSCHOP beargumenteert dit door te wijzen op een zekere overbedeling van rechten ten voordele van het administratiekantoor. Bijvoorbeeld in geval van het gebruik van certificering als beschermingsconstructie, zou het niet ondenkbaar zijn om de certificaathouder te laten stemmen in 'vredestijd', zoals ook verdedigd wordt door bepaalde Nederlandse auteurs (zie o.m. P. SANDERS en W. WESTBROEK, *B.V. en N.V.*, Kluwer, Deventer, 1998, 500). STEINS BISSCHOP meent echter dat het te ver zou gaan om te stellen dat behalve in situatie waarvoor de beschermingsmaatregel in het leven is geroepen, te weten een overname, het administratiekantoor niet gerechtigd zou zijn om zelfstandig als aandeelhouder op te treden. Hij wijst hier op het permanente karakter van certificering als beschermingsmaatregel. B.T.M. STEINS BISSCHOP, *o.c.*, 81-82. Zoals uit randnummer 14 blijkt, is deze problematiek in Nederland achterhaald door de invoering van stemvolmachten voor certificaathouders van beursgenoteerde ondernemingen. Deze argumentatie is echter wel nog dienend voor de modulering van het stemrecht van Belgische administratiekantoren

¹⁴ Zo stelt VAN DEN INGH dat de fiduciaire relatie tussen het administratiekantoor en certificaathouder meebrengt dat het administratiekantoor dient te waken tegen aantasting van zijn financiële rechten, aangezien die aantasting in gelijke mate de financiële rechten van de certificaathouders raakt. Dat betekent onder meer dat het bestuur van het administratiekantoor erop dient toe te zien dat de koers van de aandelen die aan anderen worden uitgegeven, niet te laag is. Zie F.J.P. VAN DEN INGH, *o.c.*, 208. Zie ook B.T.M. STEINS BISSCHOP, *o.c.*, 44-45.

¹⁵ P.J. DORTMUND, "Stemrechtloze aandelen met stemrecht", *Het financiële Dagblad* 15 februari 1990

¹⁶ H. BRAECKMANS, "De nieuwe vennootschapswet van 18 juli 1991", *R.W.*, 1991-92, 1012; L. CORNELIS en J. PEETERS, "De verkrijging van eigen aandelen en winstbewijzen, het nemen van wederzijdse deelnemingen, de uitgifte van aandelen zonder stemrecht, van obligaties en warrants", in H. BRAECKMANS en E. WYMEERSCH, *Het gewijzigde vennootschapsrecht 1991*, Antwerpen, Maklu, 1992, 196-201; J. TYTECA, "Aandelen zonder stemrecht en winstbewijzen, converteerbare obligaties en warrants", in JAN RONSE INSTITUUT K.U. LEUVEN (ed.), *N.V. en B.V.B.A. na de Wet van 18 juli 1991*, Kalmthout, Biblio, 1992, 96-105.

certificaathouder niet altijd prevaleren, omdat er anders geen scheiding tussen zeggenschaps- en vermogensrechten meer aanwezig is en de constructie dus zijn zin verliest. J.B. HUIZINK stelt daarom voor om ook met het doel waarvoor de certificering is opgericht, rekening te houden¹⁷. Duidelijk is in ieder geval dat certificering een complexe afweging van belangen teweegbrengt. Zoals het belang van de vennootschap, kan aangenomen worden dat het belang van de certificaathouder eveneens slechts marginaal getoetst zal worden.

Gezien de moeilijke verhouding tussen fiduciaire relaties en de Belgische rechtsorde¹⁸, zal het invullen van de fiduciaire verplichtingen en het criterium van belang van de certificaathouder een voorsnog te precair karakter vertonen, deels verergerd door het gebrek aan verhelderende rechtspraak die dergelijke verplichtingen en criteria een voldoende rechtszekere en daardoor beleidsbepalende inhoud zou kunnen geven. Het is daarom van fundamenteel belang dat de verplichtingen die tussen partijen gelden voldoende duidelijk omschreven worden in de administratievoorwaarden¹⁹. Zo is het niet ongebruikelijk dat in de administratievoorwaarden een criterium wordt opgenomen dat als toetssteen gehanteerd wordt bij de uitoefening van de stemrechten²⁰. Deze administratievoorwaarden maken geen deel uit van de statuten van de vennootschap, omdat de certificaathouder daar geen lidmaatschapsverhouding mee heeft²¹.

Omdat, zoals het vennootschapsrecht in het algemeen, de certificering een dynamisch gegeven is, kan echter niet alles op voorhand voorzien worden in de administratievoorwaarden. Naar analogie met de algemene vergadering, heeft de Nederlandse rechtspraak in een apart orgaan voorzien om net die problematiek aan te pakken, namelijk de vergadering van certificaathouders. In deze vergadering kan een peiling gehouden worden naar het standpunt van de gezamenlijke certificaathouders²². Dit orgaan is echter van geringe praktische

¹⁷ J.B. HUIZINK, « Certificaten, bij t/m 01-02-2007 » (gevonden via plaza).

¹⁸ X. DIEUX, D. WILLERMAIN, "La certification de titres comme technique d'acquisition et de stabilisation du contrôle des entreprises", in *Legal Tracks, I, Essays on contemporary corporate and finance law*, X. DIEUX, (ed.), Brussel, Bruylant, 400.

¹⁹ M. TISON somt de modaliteiten die in dergelijke voorwaarden geregeld worden overzichtelijk op. Het gaat onder meer over de duur van de certificering, de al dan niet royeerbaarheid, de modaliteiten van doorstorting van opbrengsten en dividenden, de wijze van uitoefening van het stemrecht verbonden aan de onderliggende effecten, de bedingen betreffende de overdraagbaarheid van de onderliggende effecten. Zie uitgebreider: M. TISON, "Certificering van aandelen naar Belgisch recht", *o.c.*, 178-179.

²⁰ M. DELBOO merkt hierbij op dat er allerhande formules denkbaar zijn, gaande van een voorafgaandelijke consultatieplicht van (een deel van) de certificaathouders tot een verregaande vrijheid voor het bestuur van het administratiekantoor. M. DELBOO, "Behoud van controle door familie-administratiekantoor naar Belgisch recht", in A. VERBEKE, H. DERYCKE e.a. (eds.), *Handboek Estate Planning*, Larcier, 2006, 13; Zie ook F.J.P. VAN DEN INGH, *o.c.*, 204.

²¹ K. GEENS, "Een alternatief voor de certificering bij familiale opvolging: de commanditaire vennootschap op aandelen", in *Liber Amicorum Ernest Krings*, Brussel, Story-Scientia, 1991, 572.

²² B.T.M. STEINS BISSCHOP, *o.c.*, 82- 83; F.J.P. VAN DEN INGH, *o.c.*, 207-209.

betekenis wegens gebrek aan wettelijke regeling en het beperkte gebruik ervan in Nederlandse ondernemingen²³.

2.1. OMWISSELING VAN CERTIFICATEN OF ROYEERBAARHEID EN DE OVERDRACHT VAN DE GECERTIFICEERDE EFFECTEN - ALGEMEEN

In dit onderdeel zal kort ingegaan worden op de notie royeerbaarheid in het algemeen en meer specifiek hoe deze wettelijk geregeld is in België. Omwisseling van certificaten, conversie, decertificering en royeerbaarheid zijn allemaal verschillende termen die op dezelfde vraag duiden, namelijk of een certificaathouder zijn certificaat kan omwisselen tegen het onderliggende aandeel, moest hij zulks wensen²⁴. De royeerbaarheid bekleedt een centrale rol in dit seminariewerk, omdat de royeerbaarheid bepaalt hoe precair de certificering is in het licht van het vooropgestelde doel. Dit onderdeel zal echter enkel kort inzoomen op enkele algemene aspecten. Op de vraag in welke mate en in welke context certificaten royeerbaar zijn, zal uitgebreid ingegaan worden in de komende hoofdstukken, zij het op een subtielere manier dan in dit onderdeel.

Het principe dat de materie regeert is dat van de onbeperkte royeerbaarheid: het certificaat kan op elk moment omgewisseld worden tegen het onderliggende aandeel²⁵. De partijen kunnen niettemin van dit principe afwijken. Deze afwijking kan verschillende vormen aannemen. Zo kan men de royeerbaarheid volledig uitsluiten. Sinds de Wet van 28 januari 2003 tot wijziging van het Wetboek vennootschappen met betrekking tot de opheffing van de verplichting de niet-omwisselbaarheid van certificaten te beperken tot een bepaalde tijd²⁶ kan de uitsluiting van de royeerbaarheid ook onbeperkt in de tijd. Het recht om te royeren kan ook beperkt worden tot bepaalde momenten of tot een beperkt aantal aandelen.

De beperkingen zullen daarom ook niet altijd in de administratievoorwaarden terug te vinden zijn, maar soms ook in de statuten, zoals de vaak in Nederland gebruikte beperking van het aantal aandelen dat gehouden kan worden door een aandeelhouder, met uitzondering van het administratiekantoor (zie ook *infra*). Deze statutaire bepaling maakt daarom *ipso facto* een beperking uit van het recht om de certificaten om te wisselen²⁷.

De Belgische wetgever voorziet echter in twee gevallen waar de royeerbaarheid van certificaten altijd mogelijk is²⁸. Ten eerste is er de ernstige verwaarlozing van de belangen van de certificaathouder door het administratiekantoor. Hoger werd er al op gewezen dat certificering een

²³ B.T.M. STEINS BISSCHOP, *o.c.*, 82.

²⁴ F.J.P. VAN DEN INGH, *o.c.*, 78.

²⁵ D. PATART, *l.c.*, 21.

²⁶ *B.S.* 21 februari november 2003.

²⁷ K. GEENS, "Een alternatief voor de certificering bij familiale opvolging: de commanditaire vennootschap op aandelen", *o.c.*, 569.

²⁸ Art. 503 §1, 6^e lid W.Venn.

fiduciare overdracht ten titel van beheer uitmaakt, waardoor het administratiekantoor over de belangen van de certificaathouder moet waken. Opdat de certificaten royeerbaar zijn, moet het evenwel over een *ernstige* schending gaan²⁹. Men kan zich afvragen of deze toevoeging wel nodig is, omdat aangenomen kan worden dat een begrip zoals “belang van de certificaathouder” slechts marginaal getoetst zal worden, zoals het belang van de vennootschap. Dit houdt in dat de titularis bij zijn rechtsuitoefening kennelijk de grenzen van de redelijkheid moet overschrijden, opdat van rechterlijk ingrijpen sprake kan zijn³⁰. Het belang van een goede omschrijving van de rechten en plichten van de partijen in de administratievoorwaarden lijkt daarom voorsnog de veiligste oplossing. Een tweede geval waarbij royering altijd kan, is in geval van samenloop bij het administratiekantoor. Dan treedt er van rechtswege een omwisseling van de certificaten in de gecertificeerde effecten in (art. 503 §2 W.Venn).

Het uitgangspunt dat bij royeerbaarheid geldt, namelijk de principiële royeerbaarheid, is op zijn beurt een uitzondering op het principiële verbod op het overdragen van de gecertificeerde effecten door het administratiekantoor³¹. Indien het administratiekantoor de gecertificeerde effecten vervreemdt, wordt de bescherming van de certificaathouders immers zeer problematisch, want het administratiekantoor blijft in principe hun schuldenaar, maar beschikt niet meer over de effecten die de inkomsten genereren³². Ook zal de certificaathouder de effecten niet kunnen royeren, daar certificering, zoals hoger reeds aangehaald, geen zakelijke werking heeft en derhalve niet het voorwerp van een revindicatievordering kan uitmaken. Enkel derdemedepligtigheid aan contractbreuk zal derhalve soelaas kunnen brengen, indien de koper van de gecertificeerde effecten te kwader trouw is³³.

De memorie van toelichting benadrukt ook dat “*de verkoop door de emittent van de vertegenwoordigde effecten in beginsel geenszins beantwoordt aan de doelstellingen van de certificatie*”. Evenwel, zo stelt de memorie: “*aangezien*

²⁹ Zoals hoger aangeduid is het criterium ‘belangen van de certificaathouder’ te vaag om beleidsbepalend te zijn. De memorie van toelichting geeft maar enkel een voorbeeld ter verduidelijking van deze notie. Zo kan een beslissing om in het belang van de vennootschap geen dividend uit te keren niet gezien worden als een *ernstige* schending van de belangen van de certificaathouder. Memorie van Toelichting, *Parl. St.*, Kamer, 1997-98, nr 1430/1, 7.

Zoals hoger reeds geargumenteerd werd, is het belang van de certificaathouder allicht een belang dat vooral gericht is op het financiële. Het niet uitkeren schendt dus de belangen van de certificaathouders, doch, volgens de memorie van toelichting, niet op een onevenredige wijze. Het is aldus een taak van de rechtbanken om aan dit begrip meer slagkracht te geven. FONTAINE en VANDERHAEGE reiken alvast deze richtlijn aan: “*Il faudra qu’il y ait, selon nous, abus de pouvoir, que ce soit sous la forme d’un abus du droit de vote ou d’une faute caractérisée dans l’exercice des attributs de la propriété fiduciaire dont l’émetteur est investi* ». Zie A. FONTAINE, M. VAN DER HAEGEN, « La certification comme moyen de défense contre les O.P.A », *Rev. prat. soc.* 1999, 77.

³⁰ J. RONSE, “Marginale toetsing in het privaatrecht”, *T.P.R.* 1977, 210-211.

³¹ I. VERHAERT, “De overdraagbaarheid van gecertificeerde effecten door het administratiekantoor in het licht van de Wet van 15 juli 1998”, *V&F* 2000, 7.

³² P. BAERT, *l.c.*, 137.

³³ I. VERHAERT, *l.c.*, 9-10

*het instrument zijn flexibele karakter moet bewaren, is de bepaling waarbij de overdracht van die effecten wordt verboden, van aanvullende aard*³⁴. Indien in zo'n geval het administratiekantoor de gecertificeerde effecten overdraagt, zal het de verkoopopbrengst dadelijk ter beschikking moeten stellen van de certificaathouders tegen afgifte van het certificaat³⁵ ofwel moet het administratiekantoor volgens de modaliteiten van de administratievoorwaarden de opbrengst van de gecertificeerde effecten wederbeleggen in nieuwe of andere effecten³⁶.

Bij vennootschappen die een openbaar beroep op het spaarwezen gedaan hebben, kan er evenwel niet afgeweken worden van het vervreemdingsverbod, daar het wettelijk verankerd is in art. 503 §1, 5^e lid W.Venn. Derden worden geacht hier steeds kennis van te hebben, waardoor de certificaathouder de nietigheid van dergelijke overdracht kan vorderen³⁷.

In Nederland wordt de certificaathouder bijkomend beschermd door de invoering van een wettelijk pandrecht in art. 3:259, 2^e lid N.B.W., doch dit slechts onder twee voorwaarden: de gecertificeerde aandelen moeten op naam zijn en de vennoot moet hebben meegewerkt aan de certificering. Dit pandrecht kan evenwel volgens art. 3:259, 3^e lid N.B.W. slechts onder bepaalde voorwaarden uitgeoefend worden en wordt gevestigd ten behoeve van de gezamenlijke certificaathouders. Het pandrecht kan volgens art. 3:259, 3^e lid N.B.W. alleen worden uitgeoefend in geval van niet-betaling van het aan de certificaathouder verschuldigde. Onder het verschuldigde vallen alle rechten van vermogensrechtelijke aard die een certificaathouder aan de administratievoorwaarden kan ontfangen³⁸. Indien het administratiekantoor het conversierecht schendt of er helemaal in geen conversiemogelijkheid voorzien is, kan de certificaathouder in geval van niet-betaling van het hem verschuldigde dus nog zijn pandrecht uitoefenen, waardoor het pand (= het gecertificeerde effect) wordt verkocht en de rechtsverhouding tussen het administratiekantoor en de certificaathouder van rechtswege wordt beëindigd.

Toch kan men niet besluiten dat door dit pandrecht de Nederlandse wetgever de certificaathouders *beter* beschermd. In tegenstelling tot de Belgische wet is de royeerbaarheid van certificaten in Nederland niet geregeld in een dwingende wetgeving. Zo stelt VAN DEN INGH dat of en zo ja, in hoeverre, een certificaat op verzoek van de houder royeerbaar is, afhankelijk is van de inhoud van de administratievoorwaarden³⁹. P. BAERT onderkent twee redenen waarom de Belgische wet de certificaathouder beter beschermd. Zo is het Nederlandse pandrecht beperkt tot een geval van niet-betaling (art. 3:259, 3^e lid N.B.W.), terwijl de Belgische wet dwingend voorziet in een royering bij

³⁴ Memorie van Toelichting, *Parl. St.*, Kamer, 1997-98, nr. 1430/1, 6.

³⁵ Memorie van Toelichting, *Parl. St.*, Kamer, 1997-98, nr. 1430/1, 6.

³⁶ H.-P. LEMAITRE en M. DALLE, « La certification de titres émis par des sociétés commerciales », *J.T.* 1999, 419.

³⁷ I. VERHAERT, *l.c.*, 9.

³⁸ F.J.P. VAN DE INGH, *o.c.*, 185.

³⁹ F.J.P. VAN DE INGH, *o.c.* 78.

ernstige schending van de belangen van de certificaathouder en in geval van samenloop. Daarenboven is een dwingende royeerbaarheid effectiever dan een pandrecht, dat enkel een uitkering in geld garandeert, terwijl royering de certificaathouder tot eigenaar van het gecertificeerde effect maakt⁴⁰. Uiteraard kunnen de administratievoorwaarden in Nederland wel zodanig opgesteld worden dat ze evenveel bescherming bieden als de Belgische regeling, of zelfs verder gaan. Ondanks gebrek aan dwingende wetgeving, komen niet-royeerbare certificaten op beursgenoteerde ondernemingen echter quasi niet voor, waardoor de Nederlandse certificaathouder toch vaak goed beschermd wordt (*infra*). Dit fenomeen kan verklaard worden door het feit dat certificering in Nederland eerder een organische groei vanuit de praktijk gekend heeft, in tegenstelling tot in België.

2.2. CERTIFICERING EN BEWILLIGDE CERTIFICATEN – INSTITUTIONEEL ASPECT

Ten slotte kan dit hoofdstuk afgesloten worden met te wijzen op het institutionele aspect dat aan certificering verbonden kan zijn. Zo verkrijgen de certificaathouders nieuwe rechten indien de certificaten uitgegeven zijn met medewerking van de vennootschap. Het uitgangspunt is immers dat de vennootschap buiten de certificering staat van haar effecten, wat certificering tot een *res inter alios acta* maakt. Door middel van de medewerking van de vennootschap, overstijgt de certificering aldus het louter contractuele.

Dit medewerkingscriterium is afkomstig uit het Nederlandse recht en wat medewerking constitueert krijgt wellicht ook dezelfde invulling als in Nederland⁴¹. Zo wordt volgens de memorie van toelichting de vennootschap geacht haar medewerking te verlenen als zij de wil geuit heeft om de verrichting te bevorderen, hetzij door zelf het initiatief ertoe te nemen, hetzij door de certificatiekosten te dragen, hetzij door rechtstreeks of onrechtstreeks deel te nemen aan het bestuur van de rechtspersoon die de certificaten uitgeeft⁴². Dit soort van certificaten –certificaten die kunnen rekenen op de medewerking van de vennootschap- werden door VAN DEN INGH gedoopt tot “bewilligde certificaten”⁴³.

In Nederland heeft men voor deze bewilligde certificaten, meer dan in België, de certificaathouders meer en meer lidmaatschapsrechten toegekend, zoals onder meer het recht om de algemene vergadering bij te wonen en het recht op informatie⁴⁴. Dat brengt mee dat voor die rechten twee titularissen zijn, namelijk de certificaathouder en het administratiekantoor⁴⁵. Deze toebedeling

⁴⁰ P. BAERT, *l.c.*, 143.

⁴¹ Zie L. DHAENE, *l.c.*, <http://www.law.kuleuven.ac.be/jura/37n3/dhaene.htm>; P. BAERT, *l.c.*, 135-136.

⁴² Verder stelt de memorie van toelichting dat het begrip medewerking van de vennootschap ruim moet worden opgevat. Memorie van Toelichting, *Parl. St.*, Kamer, 1997-98, nr. 1430/1, 8.

⁴³ F.J.P. VAN DEN INGH, *o.c.*, 84.

⁴⁴ W.C. TREURNIET, “Certificaten”, *N.V.* 1970-71, 146.

⁴⁵ P. BAERT, *l.c.*, 135.

van lidmaatschapsrechten aan de certificaathouders werd in Nederland verder uitgebreid door de toekenning van de stemvolmachten, waarop in volgend hoofdstuk zal worden ingegaan⁴⁶.

3. CERTIFICERING EN OMWISSELING VAN CERTIFICATEN OF ROYEERBAARHEID – AGENCYKOSTEN, CORPORATE GOVERNANCE EN BESCHERMINGSCONSTRUCTIES

Zoals reeds uit het vorige hoofdstuk gebleken is, heeft certificering een grote invloed op de structuur van de vennootschap. Er wordt door middel van een administratiekantoor een stabiel actionnariaat gecreëerd dat zijn stemrecht wegens het fiduciaire karakter van de certificering in het belang van de certificaathouder zal moeten uitoefenen⁴⁷, voor zover dit niet strijdig is met het belang van de vennootschap⁴⁸. Wegens gebrek aan een orgaan dat dit belang kan toetsen, behalve dan de theoretische mogelijkheid van een vergadering van certificaathouders die echter zelfs in Nederland maar weinig gebruikt wordt, is het duidelijk dat er op dit niveau tussen de certificaathouders en het administratiekantoor een *agency*-probleem kan ontstaan dat *agency*-kosten meebrengt⁴⁹. Er kan met andere woorden een divergentie aan belangen zijn, die het gevolg is van de scheiding tussen certificaathouders en het bestuur van het administratiekantoor. We hebben gezien dat het daarom belangrijk is om de wederzijdse rechten en plichten goed te omschrijven in de administratievoorwaarden. Ook kan gewezen worden op de in België dwingend opgelegde royeringsmogelijkheid bij ernstige schending van de belangen van de certificaathouder.

Vooral in Nederland zien we daarom ook veel aandacht voor certificering tijdens de *corporate governance* debatten. *Corporate governance* gaat in het algemeen over hoe een onderneming bestuurd wordt en over de verhouding tussen de organen van de vennootschap, namelijk de algemene vergadering (*the general assembly*), de raad van bestuur (*the board*), en het management⁵⁰. De discussie bij certificering spitst zich vooral toe op de verhouding tussen certificaathouder en administratiekantoor⁵¹. De discussies hebben een aantal

⁴⁶ Art. 2:118a 1. N.B.W. bepaalt logischerwijze dat enkel houders van bewilligde certificaten een stemvolmacht kunnen vragen.

⁴⁷ P. LAVRYSEN, *l.c.*, 669.

⁴⁸ Zie voor een uitvoerige analyse over de verhouding tussen deze begrippen: H. LANGMAN, "Het administratiekantoor na Tabaksblat", *Ondernemingsrecht* 2004, 448-449.

⁴⁹ A. BYTTEBIER, J. FRANCOIS, e.a. (eds.), *De Wet Corporate Governance ont(k)leed*, Mechelen, Kluwer, 2004, 16.

⁵⁰ *Corporate Governance* wordt ook vaak, als zelfregulerend mechanisme, aangereikt als oplossing voor het *agency*-probleem tussen aandeelhouders en het management. Zie K. GEENS, «De *agency*-problemen van een vennootschap tegen het licht gehouden van de familiale eigenaar», *Jura Falconis Libri*, 2006, 135.

⁵¹ H. LANGMAN, *l.c.*, 447-450.

evoluties die in dit hoofdstuk geschetst zullen worden aan het licht gebracht. Deze evoluties hebben de Nederlandse *corporate governance* beweging (hierna “**Commissie Tabaksblat**”)⁵² ertoe gebracht om aan de certificaathouder steeds meer rechten toe te kennen, waardoor certificering steeds meer uitgehouden en minder gebruikt wordt. In België daarentegen zal blijken dat het gebrek aan nut van certificering (behalve voor familiale opvolging) vooral verklaard kan worden vanuit een gebrek aan visie.

Een van de belangrijkste aandachtspunten op *corporate governance* gebied voor certificering was de problematiek van het stemrecht. Op instigatie van de Commissie Tabaksblat is die problematiek voor een groot deel geschiedenis, omdat certificaathouders in beursgenoteerde ondernemingen⁵³ door de invoering van art. 2:118a N.B.W. van het administratiekantoor stemvolmachten kan verlangen. De taak van het administratiekantoor zal dan met name de behartiging van de belangen zijn van degenen die geen stemvolmacht hebben⁵⁴.

De Nederlandse wetgever nam deze visie niet geheel over, daar zij de opvatting van de Commissie Tabaksblat niet deelde dat certificaten niet mogen dienen als beschermingsconstructie. Ook verklaarde de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (hierna “**VEUO**”) in een consultatie met de toenmalige Nederlandse Minister van Financiën Zalm, dat de stelling dat certificering van aandelen niet gebruikt mag worden als beschermingsmaatregel, niet op een brede maatschappelijke steun kan bogen⁵⁵. Het resultaat is hiervan is dus dat, daar waar de Commissie Tabaksblat het gebruik van certificering van aandelen als beschermingsmaatregel wil uitsluiten en de onbeperkte volmachtverlening onder alle omstandigheden mogelijk wil maken, de wetgever in art. 2:118a 2^e lid a) N.B.W. bepaalt dat het administratiekantoor de volmacht in “oorlogstijd” kan beperken, uitsluiten of herroepen⁵⁶.

Door de mogelijkheid van stemvolmachten te beperken tot ter beurse genoteerde ondernemingen, koppelt de Nederlandse wetgever schijnbaar andere rechten aan certificaten al naargelang ze uitgegeven worden met als doel het waarborgen van de familiale opvolging of het opzetten van een

⁵² Zie http://www.corpgov.nl/Corporate_Governance_Code.

⁵³ Art. 2:118a 1^e lid N.B.W.

⁵⁴ Aldus de Code Tabaksblat: “*Certificering van aandelen wordt niet gebruikt als beschermingsmaatregel. Het bestuur van het administratiekantoor verleent aan certificaathouders die daarom vragen onder alle omstandigheden en onbeperkte volmachten. De aldus gevolmachtigde certificaathouders kunnen het stemrecht naar eigen inzicht uitoefenen. Het bestuur van het administratiekantoor geniet het vertrouwen van de certificaathouders.*” C.W. DE MONCHY (ed.), *Corporate Governance in Nederland*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2004, 152.

⁵⁵ Zie de website van het Nederlandse ministerie van financiën : www.minfin.nl/binaries/minfin/assets/pdf/old/veuo_consultatie_overnamerichtlijn.pdf, 8/10.

⁵⁶ C.A. SCHWARZ, “Aantekening 2. Certificaathouders en corporate governance, bij t/m 01-02-2005”, in *Artikelgewijs Commentaar, art. 118a*, (Geconsulteerd op internet via “Plaza”)

beschermingsconstructie⁵⁷. Reeds voor deze wet werd door verschillende auteurs dit onderscheid verdedigd om certificaathouders stemrecht in vredestand toe te kennen indien de certificering diende als beschermingsconstructie⁵⁸. Voor familiale ondernemingen kunnen de hoger beschreven middelen nog gebruikt worden om het stemrecht van het administratiekantoor in een bepaalde zin te moduleren (*supra*).

Men kan zich afvragen of deze beperking van de stemvolmachten tot de "vredestand" wel zin heeft omdat, zeker sinds de invoering van de dertiende richtlijn, certificering in Nederland als beschermingsconstructie steeds meer op een helling komt te staan. Niet-royeerbare certificaten mogen volgens de effectenbeurs van Amsterdam en de meerderheid van de rechtsleer in Nederland immers niet tot de beurs toegelaten worden, waardoor certificaten steeds omgewisseld moeten kunnen worden in aandelen⁵⁹. Niet-royeerbare certificaten komen daarom haast niet meer voor op de beurs⁶⁰.

Het lijkt op het eerste zicht contradictoair dat enerzijds in oorlogstijd een beperking of uitsluiting kan gesteld worden op de stemvolmachten en anderzijds een volledige royeerbaarheid van de certificaten in het algemeen,

⁵⁷ "Bij familievennootschappen moet het mogelijk blijven middels certificering de continuïteit van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming ook na het overlijden van de oprichter/erflater te waarborgen.", aldus de Commissie op p. 1/2 van haar rapport van 5 maart 2002. In de Memorie van toelichting wordt op p. 23 opgemerkt: "Teneinde problemen rondom familievennootschappen te vermijden, is het toepassingsbereik beperkt tot certificaten die zelf ter beurse genoteerd staan."

⁵⁸ L. DHAENE, *l.c.*, <http://www.law.kuleuven.ac.be/jura/37n3/dhaene.htm>; P. SANDERS en W. WESTBROEK, *o.c.*, 500.

⁵⁹ Zie Bijlage X van het Nederlandse Fondsenreglement dat geldt voor de beursgenoteerde ondernemingen op de beurs in Amsterdam, dat de toegelaten beschermingsconstructies bepaalt voor de ondernemingen toegelaten tot de beurs van Amsterdam; P.J. DORTMUND, *l.c.*, 444; J.B. HUIZINK, "Royeerbare en niet-royeerbare certificaten" in *Artikelgewijs Commentaar*, art. 82. (Geconsulteerd op internet via "Plaza"); A. FONTAINE, M. VAN DER HAEGEN, *La certification comme moyen de défense contre les O.P.A.*, *Rev. prat. soc.* 1999, 57; L. TIMMERMAN, "Certificaten: altijd als beschermingsmiddel controversieel geweest", *Ondernemingsrecht*, 2004, 443; In het *Report of the high level group of company law experts* voor de Europese Commissie wordt een duidelijke positie ingenomen tegen niet-royeerbare én beperkt royeerbare certificaten in een passage over beschermingsmaatregelen tegen openbare biedingen die buiten het bereik van de doorbraakregel liggen: "*A specific example of this is where a company has issued risk bearing shares to a trust or administration office, which has issued listed non-voting depository receipts in respect of those shares. It is not uncommon that the articles of association of the company or the documents regulating the depository receipts for shares, either fully exclude the possibility to exchange depository receipts or limit such exchange to a small percentage of the underlying shares which can be held by each shareholder. If depository receipts for risk bearing shares are listed, they should be freely exchangeable into the underlying shares in the event of a general takeover bid*". Deze aanpak ligt volledig in lijn van het door de doorbraakregel gehanteerde principe van "shareholder decision making" en "proportionality between risk bearing capital and control", hoewel volgens het rapport certificering dus niet onder de doorbraakregel valt. Zie J. WINTER, *Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids*, Brussel, 10 januari 2002, 37, http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf (Engelse versie).

⁶⁰ B.T.M. STEINS BISSCHOP, "Niet-royeerbare certificaten; meer dan een interessante theoretische discussie alleen", *N.V.*, 1990, 168.

waardoor het aandeel en *ipso facto* het stemrecht in handen komt van de voormalige certificaathouder.

In de praktijk evenwel, laten de administratievoorwaarden bij Nederlandse certificeringen vaak slechts een beperkte royeerbaarheid van de certificaten toe in plaats van volledige royeerbare certificaten⁶¹. Deze techniek komt erop neer dat certificering gepaard gaat met andere statutaire beschermingsmaatregelen, waarbij in de statuten van de vennootschap wordt bepaald dat het aandelenbezit van een persoon wordt beperkt of uitgesloten of dat de houder aan bepaalde statutaire voorwaarden moet voldoen om de onderliggende aandelen te bezitten. Deze beperking aan het aandelenbezit bepaalt een maximaal percentage van het geplaatste aandelenkapitaal dat door een aandeelhouder kan worden gehouden, vaak aangeduid als de X%-regeling. Hierdoor wordt de feitelijke mogelijkheid voor certificaathouders om hun certificaten te royeren voor aandelen aanmerkelijk beperkt⁶². Vaak worden rechtspersonen, behalve het administratiekantoor, volledig uitgesloten van aandelenbezit, zelfs van de X%-regeling⁶³. Wat op het eerste zicht tegenstrijdig lijkt, wordt aldus op die manier door de praktijk hervormd tot een regeling die het beschermingsconstructiepotentieel van certificering overeind houdt, zij het op een gehavende manier.

Ook een aantal Belgische auteurs lieten zich inspireren door deze Nederlandse oplossing. De vraag rees of een dergelijke beperking van het aandelenbezit mogelijk is. Dit is uiteraard een vraag van het algemeen vennootschapsrecht. Een mogelijke oplossing worden aangeboden door D. PATART. Deze auteur ziet deze X%-regeling als een beperking op de vrije overdraagbaarheid van effecten, waardoor de statutaire clause die zoiets invoert, moet voldoen aan de voorwaarden van art. 510 W. Venn⁶⁴

Daarnaast werd gedacht aan de creatie van aparte categorieën van aandelen waarop de hierboven beschreven regeling van beperkte royeerbaarheid en de daarmee gepaard gaande beperkingen in het aandelenbezit van toepassing zijn, indien de vennootschap eraan zou denken om toch een aantal rechtstreeks participerende aandeelhouders, naast het administratiekantoor, te behouden⁶⁵. Deze discussies dateren echter van voor de Wet van 28 januari 2003 tot wijziging van het Wetboek vennootschappen met betrekking tot de opheffing van de verplichting de niet-omwisselbaarheid van certificaten te beperken tot een bepaalde tijd.

⁶¹ Aldus bemerkt men: “*Pour que [la certification] puisse être utilisée comme moyen de défense contre une prise de contrôle inamicale, la certification implique que les certificats soient niet royeerbaar ou, à tout le moins, beperkt royeerbaar. L’efficacité de la certification comme mesure anti-O.P.A. suppose, en effet, qu’un potentiel acquéreur hostile ne puisse, après avoir acquis tout ou partie des certificats, en demander la conversion dans les actions sous-jacentes et obtenir le droit de vote qui y est attaché et ainsi, le cas échéant, le contrôle de la société* ». Zie o.m. A. FONTAINE en M. VAN DER HAEGEN, *l.c.*, 57.

⁶² B.T.M. STEINS BISSCHOP, *o.c.*, 32.

⁶³ A. FONTAINE, M. VAN DER HAEGEN, *l.c.*, 58.

⁶⁴ D. PATART, *l.c.*, 23.

⁶⁵ A. FONTAINE, M. VAN DER HAEGEN, *l.c.*, 74.

Zoals in voetnoot 58 wordt beargumenteerd, komt door de dertiende richtlijn echter steeds meer druk te staan op constructies die in tegenspraak zijn met de principes “*shareholder decision making*” en “*proportionality between risk bearing capital and control*”. Ook beperkt royeerbare certificaten worden geïnterpreteerd in het Winterrapport. J.B. HUIZINK merkt hieromtrent op dat een ingrijpen van de wetgever noodzakelijk wordt want certificering als beschermingsconstructie begint in Nederland op steeds wankelere juridische poten te staan, waardoor certificering steeds meer en meer uitgehoud wordt.⁶⁶

Deze juridische onzekerheid wordt mee gevoeld door het debat dat in Nederland ontsproten is, naar aanleiding van het groot aantal fusies en overnames eind jaren tachtig over de legitimiteit van beschermingsconstructies die als doel de continuïteit van de onderneming hebben. Dit debat vormde een belangrijke stimulans voor het *corporate governance* gedachtegoed in Nederland⁶⁷, waarvan de stemvolmachten zoals hoger besproken een duidelijk product zijn, hoewel de Nederlandse wetgever zoals gezegd dus toch niet even ver gaat als de Commissie Tabaksblat. De schrik, zoals K. GEENS schrijft, dat de eertijds zo respectabele Nederlandse waarden door overdreven beschermingsconstructies in de internationale competitie aan aantrekkingskracht zouden verliezen, zit er bij de Nederlanders diep in, waardoor beschermingsconstructies meer dan ooit onder vuur staan⁶⁸.

Deze juridische en economische evoluties laten zich voelen in het gebruik van certificering en de X%-regeling in Nederland. Volgens recente cijfers worden deze technieken respectievelijk in 15% en 1% van de beursgenoteerde ondernemingen gebruikt, terwijl de cijfers in 1992 nog op 39% en 9% lagen⁶⁹.

In België daarentegen, lijken de hierboven beschreven bezwaren geen indruk te maken op de wetgever, hoewel verschillende auteurs wijzen op de nogal chaotische context waarin de certificaten, althans op wettelijk vlak, het daglicht zagen in België. De wettelijke regeling dateert immers van 1998, een

⁶⁶ Deze auteur vat de redenen hiervoor als volgt samen: “het nagenoeg verdwijnen van niet-royeerbare certificaten aan de AEX, de aanvaarding en implementatie van de 13e EU-richtlijn inzake openbare biedingen, de Nederlandse Corporate Governance Code en de introductie van art. 2:118a in 2004”. Zie J.B. HUIZINK, “Royeerbare en niet-royeerbare certificaten” in *Artikelgewijs Commentaar*, art. 82. (Gevonden op internet via “Plaza”). De economische reden die als impuls voor deze verandering geldt is de internationalisering van de kapitaalmarkten, waardoor er druk op de wetgever kwam te staan om de rechten van de aandeelhouder te versterken om concurrentie mogelijk te houden. Zie o.m. C. VAN DER ELST, A. DE JONG en T. RAAIJMAKERS, “Een overzicht van juridische en economische dimensies van de kwetsbaarheid van Nederlandse beursvennootschappen – Onderzoeksrapport ten behoeve van de SER Commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur”, 24 oktober 2007, http://www.ser.nl/~media/DB_Deeladviezen/2000_2009/2008/b26273/b26273_onderzoek1.ashx, 69.

⁶⁷ D. MEEUS, “Corporate governance in Nederland: het Rapport Peters, een aanzet tot verandering?”, *V&F* 1997, 147.

⁶⁸ K. GEENS, “Over corporate governance, aandeelhoudersstructuren en vennootschapsrecht”, in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Reeks Rechtspersonen-en vennootschapsrecht*, 1999, 750; L. TIMMERMAN, *I.c.*, 443.

⁶⁹ C. VAN DER ELST, A. DE JONG en T. RAAIJMAKERS, *o.c.*, 56.

periode waar de wetgever, net zoals in Nederland, zijn wil doet blijken de economische activiteiten te stimuleren en te liberaliseren via de financiële markten en de doordringing van internationale ondernemingen in België te promoten⁷⁰. Ook kenmerkt de Belgische economische realiteit zich reeds door aandeelhoudersstructuren die uitgesproken geconcentreerd zijn, in de hand gewerkt door het groot aantal holdings in België⁷¹.

Het lijkt dus alsof geen enkele beursgenoteerde onderneming echt zat te wachten om certificaten als beschermingsconstructie te gebruiken⁷² en tot dusver heeft, volgens een externe studie van de Europese Commissie, ook nog geen enkel Belgische beursgenoteerde vennootschap toegehad⁷³. Desondanks is de Belgische wetgever vrij recent, zoals reeds hoger vermeld, zelfs nog een stap verder gegaan, door in België niet-royeerbare certificaten onbeperkt in de tijd toe te laten⁷⁴. Het onderscheid tussen beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen is met betrekking tot royeerbaarheid niet aanwezig in de wet (art. 503 §1, 6^e lid W.Venn), waardoor ook eerstgenoemde van deze techniek, die in Nederland nochtans uiterst controversieel is, ook gebruik kunnen maken. In Nederland verbiedt het fondsenreglement, dat enkel voor beursgenoteerde ondernemingen geldt, immers niet-royeerbare certificaten in bijlage X (*supra*). Hierbij dient echter onmiddellijk opgemerkt te worden dat de nieuwe Belgische overnamewet het gebruik van niet-royeerbare certificaten voor beursgenoteerde ondernemingen in belangrijke mate verhindert (*infra* hoofdstuk 5).

Toch lijkt het in België, gezien het gebrek aan belangstelling en ondanks de soepelere regeling dan in Nederland wat betreft al dan niet royeerbaarheid, alsof in de praktijk het doel van certificering voorsnog beperkt blijft tot opvolging in familiale ondernemingen. De wetgever richt met zijn nieuwe maatregelen dus vooral zijn pijlen op dergelijke ondernemingen. In die context

⁷⁰ X. DIEUX, D. WILLERMAIN, "La certification de titres comme technique d'acquisition et de stabilisation du contrôle des entreprises", in *o.c.*, 396. Ook wijst de CBFA (destijds nog de CBF) erop dat het ontbreken van stemrecht een invloed moet hebben op de waardering van de aandelen, meer bepaald omdat een vijandig openbaar overnamebod op de betrokken vennootschap hierdoor onmogelijk zou worden en de aandeelhouders hun invloed substantieel beknot zouden zien. Zie C.B.F., *Jaarverslag 1997-1998*, 106. De koers wordt met andere woorden gedrukt omdat de vennootschap niet meer 'opéable' is. Ook zijn certificaten vrij onbekende effecten in het Belgisch beurslandschap, iets wat hun aantrekkelijkheid zeker niet zal verhogen.

⁷¹ Zie o.m. E. WYMEERSCH, "Institutional Investors, Financial Groups and their Impact on Corporate Governance in Belgium", in T. BAUMS, R. BUXBAUM e.a. (eds.), *Institutional Investors and Corporate Governance*, Walter de Gruyter, Berlin, 1994, 347-350.

⁷² K. GEENS, "Over corporate governance, aandeelhoudersstructuren en vennootschapsrecht", *o.c.*, 750.

⁷³ Certificering is als techniek beschikbaar in 7 van de onderzochte landen, maar het wordt enkel in Nederland gebruikt. In België staat de teller dus nog steeds op 0%. Zie SHEARMAN & STERLING LLP, "Proportionality between Ownership and Control in EU listed Companies: External Study Commissioned by the European Commission", 2007, http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm.

⁷⁴ E. SPRUYT, P. VAN MELKEBEKE, "Certificering - Verplichte beperking in de tijd van het 'royeerverbod' opgeheven", *Notariaat* 2003, afl. 6, 5; M. WAUTERS, "Certificeren kan voortaan zonder beperking in de tijd", *TVW* 2003, afl. 5, 164-166.

is niet-royeerbaarheid ook meer verdedigbaar, omdat royeerbare certificaten de opvolging van de onderneming zoals gewenst door de erflater zou doorkruisen. In zo'n geval wenst men immers de certificaathouders uit het vennootschapsleven uit te sluiten⁷⁵. Als men de memorie van toelichting van de Certificatiewet erop naleest, blijkt daarom ook dat, hoewel de wetgever de notering van certificaten niet wou uitsluiten, de wetgever toch vooral familiale ondernemingen beoogde met deze regeling⁷⁶.

Indien men dus de hierboven geschetste redenen buiten beschouwing laat, lijkt het dus op het eerste zicht paradoxaal dat enerzijds in Nederland gesteld wordt door de VEUO dat, zoals door de commissie Tabaksblat nochtans bepleit wordt, het afschaffen van certificaten als beschermingsconstructie geen groot maatschappelijk draagvlak kent, hoewel beschermingsconstructies *an sich* wel onder vuur staan, terwijl anderzijds in België, waar de beschermingsconstructie veel gemakkelijker op poten gezet kan worden door de recente afschaffing van de beperking in de tijd van de niet-royeerbaarheid van de certificaten in de onderliggende aandelen, certificering niet echt beklijft voor beursgenoteerde ondernemingen.

4. CERTIFICERING EN OMWISSELING VAN CERTIFICATEN OF ROYEERBAARHEID – DE NIEUWE OVERNAMEWET

Uit het vorige hoofdstukken is reeds gebleken dat de royeerbaarheid van certificaten een belangrijk deel van de certificering uitmaakt. Zo werd beschreven hoe de royeerbaarheid bepalend is voor de effectiviteit van een beschermingsconstructie of het organiseren van de familiale opvolging in een onderneming. Aan de hand van dat onderscheid wordt door de wetgever een verschillend regime van royeerbaarheid ingevoerd. Zo bleken in Nederland niet-royeerbare certificaten verdedigbaar in een context van familiale opvolging, maar niet in die van een beschermingsconstructie. In België daarentegen, lijken niet-royeerbare certificaten altijd mogelijk te zijn, hoewel er nauwelijks gebruik gemaakt wordt van dergelijke certificaten om een beschermingsconstructie op te zetten. Hierop aansluitend, zal aangetoond worden hoe de wet die niet-royeerbare certificaten toelaat, *de facto* voor certificering als beschermingsconstructie van weinig betekenis zal zijn door de nieuwe overnamewetgevingen en derhalve enkel van nut kan zijn voor het steviger verankeren van de familiale opvolging of het creëren van een stabiel actionnariaat in vredestijd.

⁷⁵ L. DHAENE, *l.c.*, <http://www.law.kuleuven.ac.be/jura/37n3/dhaene.htm>; F.J.P. VAN DEN INGH, *o.c.*, 29-34.

⁷⁶ Memorie van Toelichting, *Parl. St.*, Kamer, 1997-98, nr. 1430/1, 4.

Om dus de analyse over de reden waarom certificering als beschermingsconstructie niet van grond komt in België verder te zetten, zal nu de nieuwe Wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen⁷⁷ (hierna “**Overnamewet**”) en vooral het Koninklijk besluit van 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen⁷⁸ (hierna “**Overname K.B.**”) onder de loep genomen worden. Deze wetgeving is de resultante van de omzetting van de beruchte Richtlijn 2004/25/E van het Europees parlement en de raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod⁷⁹, ook wel de dertiende richtlijn genoemd.

Een van de doelstellingen van de richtlijn is om aandeelhouders die effecten verwerven in beursgenoteerde ondernemingen te onderwerpen aan een biedplicht, indien ze een bepaald percentage van de stemrechten in de vennootschap vertegenwoordigen⁸⁰. Deze regel komt overgewaaid van landen zoals het Verenigd Koninkrijk, die geen gecontroleerde (private) vennootschappen wensen op de beurs⁸¹. Hierdoor wordt de controlepremie die normaal enkel voorbehouden is voor de controleaandeelhouder of referentieaandeelhouder geïntegreerd in de beurskoers, waardoor de aandeelhouders een betere prijs voor hun aandeel kunnen krijgen⁸². Het *top down* opleggen van deze regel zou er *bottom up* door middel van concurrentie voor zorgen moeten dat geleidelijk aan gecontroleerde ondernemingen van de markt gedreven worden. Art. 5 Overnamewet bepaalt daarom nu ook dat wanneer een persoon meer dan 30% van de effecten met stemrecht houdt in een vennootschap met statutaire zetel in België, een openbaar overnamebod uit dient te brengen op het geheel van de effecten met stemrecht of die toegang geven tot stemrecht.

De wetgever voorziet voor certificering echter in een uitzondering op de biedplicht in art. 52, 12° Overname K.B.⁸³. Het administratiekantoor dat dus meer dan 30% van de stemrecht verlenende effecten verwerft, hoeft toch geen openbaar bod uit te brengen indien de certificaten onbepert royeerbaar zijn gedurende drie jaar. Indien binnen die drie jaar de royeerbaarheid beperkt wordt, zal bij een verwerving van effecten die de grens van 30% overschrijdt

⁷⁷ B.S. 26 april 2007.

⁷⁸ B.S. 23 mei 2007.

⁷⁹ P.B. 30 april 2004.

⁸⁰ J-M. NELISSEN GRADE, “De dertiende richtlijn betreffende het openbaar overnamebod”, *TRV* 2006, 109.

⁸¹ K. GEENS, “Over corporate governance, aandeelhoudersstructuren en vennootschapsrecht”, *o.c.*, 741.

⁸² K. GEENS, “Hoe het vennootschapsrecht zich met een *reverse take over* verweert tegen een overnamepoging door het “beginsel van de juist prijs””, *ongepubliceerd*, 5-6.

⁸³ De biedplicht, bepaald in Afdeling I, geldt niet in geval van een verwerving door een rechtspersoon met het oog op de uitgifte met medewerking van de vennootschap van certificaten met betrekking tot effecten met stemrecht en onder de verbintenis van de rechtspersoon om de opbrengst of de inkomsten voor te behouden aan de houder van deze certificaten, voor zover deze certificaten onder alle omstandigheden en onbepert kunnen worden omgewisseld tegen de betrokken effecten met stemrecht, en dit gedurende een periode van drie jaar na de verwerving.

toch een verplicht bod uitgebracht moeten worden⁸⁴. Na de drie jaar zal men de royeerbaarheid aldus weer kunnen moduleren, waardoor de voorlopige uitzondering op de biedplicht definitief verkregen wordt. De royeerbaarheid van de certificaten blijkt hier weer de doeleinden waarvoor certificering gebruikt kan worden, te bepalen.

Om van de uitzondering op de biedplicht te kunnen genieten, zal het ook moeten gaan om bewilligde certificaten (d.w.z. dat de certificering tot stand gekomen moet zijn met medewerking van de vennootschap). C. VAN ACKER merkt terecht op dat hierdoor duidelijk wordt dat de certificering enkel mag worden ingevoerd om de *governance* van de vennootschap te organiseren en niet om controlerechten te verwerven. Het staat dus vast dat certificering die louter op initiatief van de effectenhouder in het leven geroepen wordt, zich niet kan beroepen op deze uitzondering. Zoniet, zou het neerkomen op de oprichting van een holding⁸⁵.

Ook beperkt niets de partijen overeenkomsten te bedingen betreffende voorkooprechten of andere overdrachtsbeperkingen, doch enkel wat de certificaten betreft. De royeerbaarheid mag daarentegen niet worden beperkt, daar deze resulteert uit de rechtsverhouding tussen het administratiekantoor en de certificaathouder. Overdrachtsbeperkingen tussen certificaathouders, of verbintenissen om niet te royeren, zijn hieraan vreemd⁸⁶.

De wet tot uitvoering van richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod⁸⁷ (hierna “**Nederlandse overnamewet**”) bepaalt als uitzondering op de biedplicht vastgelegd in art. 6a in art. 6b 1. onderdeel d) dat de biedplicht niet geldt voor degene die een van de doelvennootschap onafhankelijke rechtspersoon is die met medewerking van de vennootschap certificaten van aandelen heeft uitgegeven⁸⁸. In tegenstelling tot België wordt dus niets gesteld over de royeerbaarheid van de certificaten

Langs de andere kant is het ook belangrijk om zich af te vragen of, in tegenstelling tot de verwerving van de gecertificeerde effecten, de verwerving van de certificaten zelf aanleiding kan geven tot een verplicht bod. De overnamewet heeft een aparte categorie van effecten gedefinieerd, namelijk de effecten die toegang geven tot stemrecht. Relevant voor certificering is de volgende zinsnede: effecten die toegang geven tot stemrecht zijn “*de effecten*”

⁸⁴ Art. 52 § 4, 2° lid Overname K.B. bepaalt dat in het geval bedoeld in §1, 12°, de biedplicht opnieuw geldt indien de persoon, binnen een tijdspanne van 3 jaar te rekenen vanaf de verwerving die de biedplicht initieel heeft doen ontstaan, de uitgegeven certificaten niet langer onder alle omstandigheden en onbeperkt kunnen worden omgewisseld tegen de betrokken effecten met stemrecht.

⁸⁵ C. VAN ACKER, “Art. 52 K.B. 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen”, in X., *Financieel recht. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer. Openbare overnamebiedingen, algemeen*, 272.

⁸⁶ C. VAN ACKER, “Art. 52 K.B. 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen”, o.c., 273.

⁸⁷ *Nederlands Staatsblad*, 12 juni 2007. Inwerkingtreding op 28 oktober 2007.

⁸⁸ Zie ook M. VAN OLFEN, “Certificering van aandelen en de dertiende EG-richtlijn”, *Ondernemingsrecht* 2004, 451-452, nr. 7.

*die recht geven op het verkrijgen van om het even welke effecten met stemrecht van de doelvennootschap door middel van conversie [...], op voorwaarde dat deze effecten zijn uitgegeven door de uitgevende instelling van de te creëren effecten met stemrecht*⁸⁹. Al snel merkt men dat deze bepaling slechts bepaalde certificaten beoogt, namelijk deze die converteerbaar of, om het in de termen te zeggen die al heel dit seminarie gebruikt werden, royeerbaar zijn. Niet-royeerbare certificaten kunnen sinds kort in België, zoals reeds hoger aangeduid werd, nu ook onbeperkt in de tijd bestaan. Het is duidelijk dat dergelijke certificaten in België nooit stemrecht kunnen opleveren en vallen daarom m.i. dus ook niet onder het toepassingsgebied van deze bepaling. Een houder van niet-royeerbare certificaten die onbeperkt in de tijd kunnen bestaan, kan dus m.i. de drempel van 30% overstijgen⁹⁰.

In Nederland is de situatie door het invoeren van de stemvolmachten en de niet-toelaatbaarheid van niet-royeerbare certificaten in beursgenoteerde ondernemingen iets complexer. Door de stemvolmachten zijn certificaten van aandelen effecten met een potentieel stemrecht. Volgens een strikte opvatting van de definitie van effecten in de dertiende richtlijn zouden certificaten niet onder de definitie vallen, althans niet altijd. Het enkele feit dat onder omstandigheden aan de houders van certificaten van aandelen stemrecht kan toekomen, kan in een ruime opvatting van de definitie evenwel tot de conclusie leiden dat certificaten van aandelen altijd effecten zijn als bedoeld in de dertiende richtlijn⁹¹. De kwestie werd ondertussen beslecht door de Nederlandse wetgever in de Nederlandse overnamewet. Art. 6a van de Nederlandse overnamewet doet het verwerven van 30% van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten vallen onder de biedplicht.

Zowel in België als in Nederland kan een verwerving van certificaten dus ook naar alle waarschijnlijkheid aanleiding geven tot een biedplicht. Het administratiekantoor dat door de overnamewetgeving gedurende drie jaar perfect royeerbare certificaten moet uitgeven om in België niet onderworpen te zijn aan de biedplicht eens ze door een verwerving de drempel van 30% bereikt, zal er dus ook goed aan doen om de certificaten te verdelen over een gedispenseerd actionnariaat, omdat de verwerving van bepaalde certificaten op zijn beurt ook aanleiding kan geven tot een biedplicht. Dit betekent weer een stap achteruit voor de operationalisering van certificering, daar het administratiekantoor nu niet bij eender wie certificaten kan plaatsen om liquiditeiten te verkrijgen⁹² en aldus haar groei niet onvoorwaardelijk kan belenen, wat nochtans één van de voordelen van certificering is⁹³ in

⁸⁹ Art. 3 §1, 9° Overnamewet.

⁹⁰ Zie ook B.T.M. STEINS BISSCHOP, *De beperkte houdbaarheid van beschermingsmaatregelen bij beursvennootschappen : een analyse aan de hand van certificering*, XIV, Deventer, Kluwer, 1991, 227.

⁹¹ Prof. M. VAN OLFENEN sluit zich bij deze laatste hypothese aan in "Certificering van aandelen en de dertiende EG-richtlijn", *Ondernemingsrecht* 2004, 451.

⁹² P. LAVRYSEN, *l.c.*, 670, nr. 10.

⁹³ K. GEENS, "Over corporate governance, aandeelhoudersstructuren en vennootschapsrecht", *o.c.*, 747.

vergelijking met een holding, die opdat ze controle kan behouden en niet gedilueerd zou worden, ook zelf steeds op een kapitaalverhoging moet inschrijven door het uitoefenen van haar voorkeurrecht. Certificering als middel om liquiditeiten te verkrijgen is dus niet compleet nutteloos geworden, maar er zit toch weer een haar extra in de boter.

Het lijkt er dus op dat de overnamewetgeving niet alleen de Wet van 28 januari 2003 tot wijziging van het Wetboek vennootschappen met betrekking tot de opheffing van de verplichting de niet-omwisselbaarheid van certificaten te beperken tot een bepaalde tijd nutteloos maakt voor beschermingsconstructies, maar wel eens de doodsteek zou kunnen betekenen voor certificering als beschermingsconstructie in het algemeen.

5. CONCLUSIE

Dit seminarie begon met het opzet om de impact die royeerbaarheid heeft op certificering in België en Nederland te onderzoeken. Om dit doel te bereiken bleek het noodzakelijk om een aantal zijsprongen te maken naar andere onderdelen van het ondernemingsrecht, zoals *corporate governance* en de overnamewetgeving.

Een steeds wederkerend element in Nederland is de uitholling van certificering als beschermingsconstructie onder druk van verschillende juridische en economische evoluties. Het Nederlands antwoord op deze evoluties komt vooral uit de *corporate governance* hoek. Een steeds verdere toekenning van lidmaatschapsrechten, waartoe ondertussen op verzoek van de Commissie Tabaksblat zelfs het stemrecht behoort, en de ontoelaatbaarheid van niet-royeerbare certificaten doen echter de vraag rijzen naar de werkbaarheid van certificering. Het administratiekantoor lijkt herleid te worden tot een fiscaal transparante sluis voor het doorgeven van dividenden. De enige actieve rollen die het administratiekantoor nog kan opnemen zijn enerzijds het verdedigen van de belangen van de certificaathouders die niet om een volmacht verzocht hebben en anderzijds het uitoefenen van het stemrecht tijdens de “oorlogstijd”, omdat in die periode de stemvolmachten ingetrokken kunnen worden. De statistieken voor Nederland lijken het verval van beschermingsconstructies in beursgenoteerde ondernemingen in het algemeen en certificering in het bijzonder te bevestigen.

In België doet zich een heel ander verhaal voor. Certificering heeft zichzelf nog niet kunnen bewijzen als valabel alternatief voor de meer gebruikelijke constructies, zoals de holding, en bevindt zich momenteel in een zware identiteitscrisis. Ondanks de poging van de wetgever om niet-royeerbare aandelen, in tegenstelling tot Nederland, toe te laten zonder onderscheid naar het al dan niet beursgenoteerd karakter van de vennootschap, heeft tot dusver nog geen enkele beursgenoteerde onderneming van deze mogelijkheid gebruik gemaakt. Dit valt enerzijds te verklaren vanuit dezelfde juridische en economische evoluties die zich voordoen in Nederland, zoals het onvriendelijk

klimaat ten aanzien van beschermingsconstructies door internationale concurrentie en de beschermingsconstructie onvriendelijke dertiende richtlijn en de daarmee gepaard gaande principes van “*shareholder decision making*” en “*proportionality between risk bearing capital and control*”, maar anderzijds ook vanuit een compleet gebrek aan coherentie tussen de overnamewetgeving en de wet die niet-royeerbare certificaten toelaatbaar maakt. De overnamewetgeving vereist immers gedurende drie jaar perfect royeerbare certificaten opdat het administratiekantoor zelf niet onderworpen zou zijn aan de biedplicht.

Het begint er dus meer en meer op te lijken dat certificering wat beschermingsconstructies betreft in Nederland langzaam een stille dood tegemoet gaat, terwijl men in België eerder van een doodgeboren kind kan spreken.

Om toch met een positieve noot te eindigen, kunnen er nog twee opmerkingen gemaakt worden. Ten eerste dient vastgesteld te worden dat zowel in België als Nederland certificering nog kan dienen om de familiale opvolging op een goede manier te regelen door de aandelen in handen te geven van de meest geschikte opvolger, terwijl de inkomsten over de andere rechtsopvolgers eerlijk verdeeld kunnen worden. Op het vlak van familiale opvolging zal de royeerbaarheid van certificaten immers niet snel de spelbreker zijn, omdat de inhoud van de mogelijkheid tot omwisseling van de certificaten meer dan bij beschermingsconstructies overgelaten wordt aan de wil van de betrokken partijen (i.c. de persoon die zijn erfopvolging geregeld wil zien). Ten tweede, en dit meer vanuit een metastandpunt, draagt de wettelijke erkenning van certificering in België ertoe bij dat er weer een bres extra in de muur van het fiduciaverbod geslagen wordt. Certificering geldt in België als voorbeeld bij uitstek van een fiduciaire verhouding en kan op die manier helpen om onze rechtscultuur open te stellen aan een enorme rijkdom van tot dusver in de interne Belgische rechtsorde ongebruikte rechtsfiguren.

