

## Stockdividend: getapt uit twee vaatjes

Waarin verschilt de toekenning van stockdividend van een 'gewone' uitgifte van aandelen en van een 'gewone' uitkering van winst? Enkele vennootschapsrechtelijke en effectenrechtelijke beschouwingen

Mr. J.D.M. Schoonbrood en mr. P. Ravensbergen, datum 21-02-2014

### Datum

21-02-2014

### Auteur

Mr. J.D.M. Schoonbrood en mr. P. Ravensbergen<sup>[1]</sup>

### Vakgebied(en)

Financieel recht / Algemeen

Ondernemingsrecht / Algemeen

In deze bijdrage geven de schrijvers enkele vennootschapsrechtelijke en effectenrechtelijke beschouwingen ten aanzien van stockdividend bij beursfondsen. Er moeten vennootschapsrechtelijk twee regelsystemen doorlopen worden, in elk waarvan verschillende organen verschillende bevoegdheden kunnen hebben. Voor de toekenning van stockdividend is vaak een uitgifte van (nieuwe) aandelen nodig. Voor de besluitvorming zal gekeken moeten worden naar de regels omtrent uitgifte van aandelen enerzijds maar ook naar die omtrent (winst)uitkeringen anderzijds. Hierin schuilt juridisch gezien het hybridische karakter van stockdividend. Wat het vennootschapsrechtelijke instrumentarium betreft tapt stockdividend uit twee vaatjes. Ook aan de financieelrechtelijke kant van het effectenrecht kan bij een stockdividend uit verschillende vaatjes worden getapt. De keuze van de prospectusvrijstelling bij stockdividend kan belangrijk zijn voor de vraag of bij een andere uitgifte van aandelen ter versterking van het eigen vermogen nog volledig uit het vaatje van de sub-ten-prospectusvrijstelling van art. 5.4 sub 1 Wft kan worden getapt. Ook voorwetenschapskwesities zullen zich kunnen voordoen indien voor het dividend gekozen kan worden uit twee vaatjes (cash of aandelen). Volgens de schrijvers kan het risico van voorwetenschap op eenvoudige wijze worden beperkt. De wijze waarop het dividendvoorstel is verwoord, is daarbij van belang.

## 1. Inleiding

Gedurende de afgelopen drie jaren heeft de helft van de Nederlandse AEX-fondsen gebruikgemaakt van de mogelijkheid dividend in de vorm van aandelen (stockdividend) of cash uit te keren (keuzedividend). Beursfondsen kunnen verschillende redenen hebben dividend in deze alternatieve vorm aan te bieden. Vanwege de economische crisis zijn liquide middelen wellicht niet in voldoende mate aanwezig of het bedrijf wil – voor zover die middelen wel aanwezig zijn – die liquiditeiten liever niet uitkeren maar ergens anders voor gebruiken.<sup>[2]</sup> Een andere reden kan zijn gelegen in de afspraken van het beursfonds met banken over bepaalde ratio's die betrekking hebben op het eigen vermogen van de onderneming. Voor beursfondsen is het echter ook van belang de eigen aandeelhouders tevreden te houden. Tot die aandeelhouders behoren vaak institutionele beleggers: voor deze beleggers kan het van belang zijn dat zij op hun belegging (aandelen in het beursfonds) een dividend ontvangen en dan bij voorkeur in de vorm van *cash*. Dat cashdividend is dan weer nodig opdat de institutionele belegger aan zijn eigen aandeelhouders een (gebruikelijk) cashdividend kan uitkeren.

De voorstellen om een stockdividend toe te kennen bevatten vaak een keuzemogelijkheid voor aandelen of cash. Het hele pakket wordt dan keuzedividend genoemd. Aldus kunnen aandeelhouders op grond van hun eigen fiscale en beleggingsafwegingen een keuze maken omtrent de vorm waarin zij hun dividend ontvangen. Daarbij kunnen zich allerlei varianten voordoen:

- er wordt alleen stockdividend aangeboden;
- er wordt zowel stockdividend als cashdividend aangeboden en de aandeelhouder heeft de keuze;
- er wordt alleen stockdividend aangeboden, maar voor wie dat niet wil worden de nieuwe aandelen op de beurs verkocht en de opbrengst wordt cash uitbetaald;
- er wordt zowel stockdividend als cashdividend aangeboden, maar wie geen keuze maakt wordt geacht voor stockdividend te hebben gekozen<sup>[3]</sup>;
- er wordt zowel stockdividend als cashdividend aangeboden maar het stockdividend is gelimiteerd waardoor het deel waarvoor de keuze van stockdividend niet gehonoreerd kan worden als cashdividend zal worden uitbetaald;
- er wordt cashdividend aangeboden met de mogelijkheid daarvoor bepaalde aandelen te kopen onder een bepaald programma (dividend re-investment plan of DRIP).

Degenen die zich wel eens hebben verdiept in het onderwerp stockdividend zullen hebben gemerkt dat er meer juridische vraagstukken een rol spelen dan zich in eerste instantie lijken aan te dienen. In dit artikel willen wij laten zien dat er diverse kwesties met een vennootschapsrechtelijke en een effectenrechtelijke achtergrond van belang kunnen zijn.

## 2. Besluitvorming (emissie, delegatie, voorkeursrecht)

### 2.1 Het hybridische karakter van stockdividend

Stockdividend kan worden toegekend ten laste van de winst van het afgesloten boekjaar of ten laste van de winst van het lopende boekjaar, maar ook ten laste van de winstreserve, agioreserve of een andere uitkeerbare reserve. Het is gebruikelijk aandelen die ten laste van bestaande reserves worden toegekend aan te duiden als bonusaandelen. Voor de toekenning van stockdividend of bonusaandelen is vaak<sup>[4]</sup> een uitgifte van (nieuwe) aandelen nodig. Voor de besluitvorming zal derhalve gekeken moeten worden naar de regels omtrent (winst)uitkeringen enerzijds maar ook naar die omtrent uitgifte van aandelen anderzijds. Hierin schuilt juridisch gezien het hybridische karakter van stockdividend. Er moeten twee regelsystemen doorlopen worden, in elk waarvan verschillende organen verschillende bevoegdheden kunnen hebben. Wat het juridisch instrumentarium betreft tapt stockdividend uit twee vaatjes.

### 2.2 Emissie – uitgiftebevoegdheid en delegatie

Om te bepalen of de besluitvorming omtrent stockdividend op de juiste wijze geschiedt, zal gelet dienen te worden op de relevante wettelijke bepalingen en op de statuten van de vennootschap. Voor de uitgifte van aandelen is allereerst art. 2:96 BW van belang. De algemene vergadering (hierna ook: AvA<sup>[5]</sup>) zal tot uitgifte besluiten, tenzij een ander vennootschapsorgaan daartoe is aangewezen. Die aanwijzing wordt delegatie genoemd. Delegatie kan worden verleend bij besluit, maar ook "bij de statuten" (art. 2:96 lid 1 BW); in beide gevallen is de maximale termijn vijf jaar. Bij beursfondsen is de uitgiftebevoegdheid in de praktijk voor een deel van de uit te geven aandelen gedelegeerd aan het bestuur of de raad van commissarissen (hierna ook: RvB en RvC). Vaak wordt daarbij bepaald (in de statuten of bij de aanwijzing) dat de RvC goedkeuring dient te geven aan een uitgiftebesluit van de RvB. Voor een structuurvennootschap volgt dit al uit de wet (art. 2:164 lid 1 sub a BW). De delegatieperiode is meestal korter dan de vijfjaarsperiode uit de wet en wordt in de praktijk vaak gesteld op 18 maanden. Vijftien jaar geleden was het nog gebruikelijk om de delegatie te vragen voor de volle vijf jaar; dat was toen wenselijk om een emissiebeleid te kunnen voeren waarbij het bestuur een ruime marge kreeg.<sup>[6]</sup> De eisen rondom AvA's zijn in Nederland de afgelopen tijd kritischer en veeleisender geworden. Dit is mede veroorzaakt door een verschuiving van de wenselijke krachtenverdeling op het gebied van *corporate governance*, waarvoor de veertig aanbevelingen van de Commissie-Peters uit 1997 een eerste codificatie waren.<sup>[7]</sup>

Aandeelhouders willen in beginsel het risico op verwatering voorkomen en willen de periode en de omvang van de delegatie liever inperken. De delegatietermijn wordt vaak gesteld op 18 maanden, omdat die termijn volgens de in noot 6 genoemde schrijvers aansluit bij de termijn tussen het begin van het boekjaar en de laatst mogelijke datum van de eerstvolgende wettelijk verplichte jaarlijkse AvA (art. 2:108 BW), alsook de termijn waarbinnen de jaarrekening moet worden geopenbaard (art. 2:101, 2:102 en 2:394 BW). Volgens deze schrijvers kan die periode inmiddels verder worden ingeperkt, en wel tot 16 maanden, aangezien beursfondsen tegenwoordig reeds binnen vier maanden na afloop van het boekjaar de opgemaakte jaarrekening algemeen verkrijgbaar moeten stellen<sup>[8]</sup> (zonder de mogelijkheid van verlenging van de termijn met ten hoogste zes maanden door de AvA op grond van bijzondere omstandigheden, welke faciliteit uit art. 2:101 lid 1 BW voor beursfondsen niet langer beschikbaar is).

De delegatie kan volgens de wet alleen worden ingetrokken indien dat bij het verlenen is bepaald. In de praktijk wordt daarvan bijna niet gebruikgemaakt. Algemeen wordt aangenomen<sup>[9]</sup> dat een delegatiebesluit privaatieve werking heeft, dat wil zeggen dat de AvA niet zelf (tevens) de bevoegdheid tot emissie heeft zolang het delegatiebesluit 'loopt'. Wij menen dat de privaatieve werking alleen ziet op het aantal aandelen dat op grond van de delegatie kan worden uitgegeven, welk aantal in de praktijk vaak beperkt is.

De vennootschap dient zich te realiseren dat delegatie (zonder het voorbehoud van intrekking) de uitgiftebevoegdheid van de AvA beperkt. Bij de delegatie zal immers bepaald moeten worden hoeveel aandelen het andere orgaan mag uitgeven (art. 2:96 lid 1 BW); dat aantal behoort dan dus niet meer tot de 'beschikkingsbevoegdheid' van de AvA. Ook andere dan getalsmatige beperkingen kunnen onzes inziens rechtsgeldig aan de gedelegeerde uitgiftebevoegdheid worden gekoppeld, bijvoorbeeld de restrictie dat de uitgiftebevoegdheid door de RvB alleen gebruikt mag worden in het kader van acquisities, overnames en strategische allianties of de restrictie dat de uitgiftebevoegdheid alleen in een specifiek omschreven geval mag worden gebruikt.

Voor emissies in het algemeen is verder art. 2:97 BW van belang (niet-volgetekende emissie). Indien bij een emissie bekend is gemaakt welk bedrag zal worden uitgegeven en slechts een lager bedrag kan worden geplaatst, dan kan die emissie voor dat lagere bedrag alleen doorgaan als de voorwaarden van de emissie dat uitdrukkelijk bepalen. Voor een

stockdividend is dit wetsartikel niet van belang. Als besloten wordt tot een stockdividend, zal het bedrag van de winstuitkering altijd volledig in de vorm van aandelen worden geplaatst. Als er sprake is van een keuzedividend, zal het bedrag van tevoren niet bekend zijn gemaakt en speelt art. 2:97 BW niet. Indien het bedrag dat blijkens de toelichting op de agenda als stockdividend kan worden gekozen gemaximeerd is, is volgens ons dit wetsartikel ook niet van toepassing. Uit de gestelde grens blijkt immers dat er minder kan worden geplaatst.

Voordat een vennootschap het voorstel voor een stockdividend agendeert, zal zij ook moeten kijken naar de relatie tussen de delegatiebevoegdheid of uitgiftebevoegdheid en de omvang van het maatschappelijke kapitaal in de statuten. Een uitgifte van een stockdividend boven de grens van het maatschappelijk kapitaal is immers nietig.<sup>[10]</sup> Indien de vennootschap dit tijdig signaleert, kan direct ook een voorstel worden geagendeerd tot verhoging van het maatschappelijk kapitaal via een wijziging van de statuten. Het voorstel voor een stockdividend kan dan voorwaardelijk worden gemaakt aan het besluit tot statutenwijziging en het passeren van de akte van statutenwijziging. Ook voor de reikwijdte van de delegatie kan het maatschappelijk kapitaal een rol spelen. De procentuele beperking van de delegatie is meestal gekoppeld aan het geplaatste kapitaal ten tijde van het verlenen van de delegatie. Bij het vragen van de delegatie kan ook vermeld worden of de procentuele beperking is gekoppeld aan het maatschappelijk kapitaal (zoals dat nu luidt of in de delegatieperiode komt te luiden). Indien in de delegatie wordt bepaald dat alle nog niet uitgegeven aandelen mogen worden uitgegeven, zal onzes inziens in lijn met de oude departementale richtlijnen tot uitdrukking gebracht moeten worden of dat ook geldt voor aandelen die na een verhoging van het maatschappelijk kapitaal kunnen worden uitgegeven.<sup>[11]</sup> Als dat niet is vermeld, zal de delegatie alleen betrekking hebben op de grens van het oude maatschappelijke kapitaal. Als vermeld is dat de delegatie wel geldt voor een latere verhoging van het maatschappelijk kapitaal, dan zal bij het besluit van de AvA tot wijziging van de statuten eerst vaststaan wat de omvang van de delegatie uiteindelijk is; er geldt dan een nieuwe grens vastgesteld door de AvA ten gevolge van de statutenwijziging.

Indien een stockdividend wordt toegekend, zal dus – voordat de agenda van de AvA wordt opgesteld – goed gekeken moeten worden naar de inhoud van de meest recentelijk verleende delegatie en de omvang van het maatschappelijk kapitaal in de statuten. Indien de RvB de delegatie wil gebruiken en de 'lopende' delegatie het stockdividend niet dekt, zal een besluit van de AvA (alsnog) nodig zijn.<sup>[12]</sup>

### 2.3 Emissie – voorkeursrecht

Voor een uitgifte van aandelen is verder van belang de regeling inzake het voorkeursrecht. De hoofdregel is dat iedere aandeelhouder bij uitgifte van aandelen een voorkeursrecht heeft naar evenredigheid van het gezamenlijke bedrag van zijn aandelen (art. 2:96a BW). Het voorkeursrecht geeft de aandeelhouder de mogelijkheid om zijn relatief belang in het aandelenkapitaal, het stemrecht en de winstgerechtigdheid in stand te houden. Uitgifte van bonusaandelen/stockdividend valt hieronder.<sup>[13]</sup> Een andere redenering ware hierbij denkbaar, luidende: aangezien iedere aandeelhouder *pro rata parte* kan meedoen aan het stockdividend, is aan (de strekking van) het voorkeursrecht reeds voldaan. Deze redenering is onzes inziens wel degelijk geldig als er sprake is van verplicht stockdividend (zonder een keuzemogelijkheid voor cash). Aangenomen zou kunnen worden dat het voorkeursrecht altijd uit de aard der zaak *beperkt* is (in de zin van art. 2:96a lid 6 BW) bij dit type emissie. In de agenda en toelichting zou opgenomen kunnen worden dat het voorstel aan de AvA als orgaan bevoegd tot uitgifte van stockdividend tevens omvat het voorstel tot uitsluiten van het voorkeursrecht. Wie echter het zekere voor het onzekere wil nemen, moet het voorkeursrecht uitdrukkelijk geheel laten uitsluiten door het bevoegde orgaan, ook om niet terecht te komen in het administratieve traject van lid 4 van art. 2:96a BW (aankondiging in de Staatscourant).

Indien beursfondsen overgaan tot een stockdividend plegen zij aandeelhouders de keuze te laten tussen een cashdividend en een stockdividend. De vennootschap weet dan bij het voorstel/besluit nog niet of alle aandeelhouders voor aandelen zullen kiezen; het voorkeursrecht zal dan uitgesloten (moeten) worden om te voorkomen dat het voorkeursrecht zou aanwassen bij de andere aandeelhouders. Wanneer zou dat aanwassen zich kunnen voordoen? Als de statuten het volgende bepalen: indien een aandeelhouder aan wie een voorkeursrecht toekomt, daarvan niet of niet volledig gebruikmaakt (dat wil zeggen, hij kiest voor cashdividend), komt voor het vrijvallend gedeelte het voorkeursrecht toe aan de overige aandeelhouders. Bij een reguliere uitgifte van aandelen is dit een zinnige bepaling, maar bij keuzedividend kan van dat aanwassen geen sprake zijn, aangezien op het stockdividend alleen kan worden ingetekend op basis van de gerechtigdheid tot het winstdeel, dat wil zeggen gebaseerd op het aantal aandelen dat een aandeelhouder houdt. Het voorkeursrecht past niet bij de uitvoering van enkel een keuzedividend.

Het besluit tot het uitsluiten van het voorkeursrecht wordt genomen door de AvA, tenzij die bevoegdheid (ook) is gedelegeerd aan het tot uitgifte bevoegde orgaan. Bij beursfondsen is deze bevoegdheid tot uitsluiting van het voorkeursrecht in de praktijk ook gedelegeerd aan de RvB of de RvC. Het tot uitgifte bevoegde orgaan kan dan voor de aandelen die door dat orgaan uitgegeven mogen worden ook het voorkeursrecht uitsluiten. Deze delegatieperiode is meestal ook korter dan de vijfjaarsperiode uit de wet en wordt vaak eveneens gesteld op 18 maanden. Het orgaan dat bevoegd is om het voorkeursrecht uit te sluiten, dient tevens aangewezen te zijn als het tot uitgifte bevoegde orgaan.

In het voorstel aan de AvA moeten de redenen voor het voorstel tot uitsluiting van het voorkeursrecht en de keuze van de voorgenomen koers van uitgifte schriftelijk worden toegelicht; art. 2:96a lid 6 BW. Bij stockdividend is er, strikt genomen, geen koers van uitgifte; wij nemen aan dat aan dit wettelijk voorschrift genoegzaam wordt voldaan indien in plaats van genoemde toelichting de nodige details rond het stockdividend (omwisselverhouding e.d.) worden toegelicht. Bij een voorstel aan de AvA om de voorkeursrechtuitsluitingsbevoegdheid te delegeren, hoeft er geen toelichting te worden gegeven over de (toekomstige) redenen voor de uitsluiting en de keuze van de (toekomstige) voorgenomen koers (al zal ook dan de agenda voor de AvA doorgaans enige toelichting bevatten die meestal betrekking zal hebben op de omvang van de delegatie van de uitgiftebevoegdheid). De toelichting is ook niet voorgeschreven als het orgaan waaraan de bevoegdheid gedelegeerd is, een besluit tot uitsluiting neemt; dit alles is in lijn met de tekst van de wet.

## 2.4 Emissie – meerderheid, quorum, goedkeuring

Beursvennootschappen hebben per definitie een ‘gespreid’ aandelenbezit, vandaar dat zij moeten letten op twee bijzonderheden bij de besluitvorming. De eerste ziet op het besluit tot uitgifte, de tweede op het besluit tot uitsluiting van het voorkeursrecht (en in beide gevallen valt het corresponderende delegatiebesluit er óók onder):

- art. 2:96 lid 2 BW bepaalt voor het besluit tot uitgifte dat, indien er verschillende soorten aandelen zijn, goedkeuring moet worden verleend door aandeelhouders aan wier rechten de uitgifte afbreuk doet.<sup>[14]</sup> Bij stockdividend zal meestal sprake zijn van uitgifte van beursgenoteerde (‘gewone’) aandelen als winstuitdeling op aandelen van diezelfde soort, en dat is een uitgifte die per definitie geen afbreuk doet aan rechten (in de zin als hier aan de orde is) van geplaatste aandelen van een andere soort;
- art. 2:96a lid 7 BW schrijft voor dat voor het besluit van de AvA tot uitsluiting van het voorkeursrecht een meerderheid van ten minste twee derden van de uitgebrachte stemmen is vereist indien minder dan de helft van het geplaatste kapitaal ter vergadering is vertegenwoordigd.

Deze twee voorschriften kunnen beursfondsen in een spagaat brengen, namelijk wanneer de presentie op de AvA en de stemuitslagen tot gevolg hebben, dat het ene besluit wél, maar het andere besluit niet wordt aangenomen. Als de uitgiftebevoegdheid wordt gedelegeerd aan de RvB maar de voorkeursrechtuitsluitingsbevoegdheid niet, dan zal de RvB de AvA nodig hebben voor een beperking van het voorkeursrecht. Indien het voorstel tot delegatie van het voorkeursrecht wel wordt aangenomen en het voorstel tot delegatie van de uitgifte niet, zal het aangewezen vennootschapsorgaan geen gebruik kunnen maken van het voorkeursrecht; voor beide besluiten blijft in dat geval de AvA bevoegd, omdat de wet voorschrijft dat het orgaan dat bevoegd is om het voorkeursrecht uit te sluiten tevens aangewezen dient te zijn als het tot uitgifte bevoegde orgaan. Het is mogelijk in de agenda met toelichting duidelijk te maken dat beide besluiten bij elkaar horen en alleen als aangenomen gelden als zij beide zijn aangenomen; de twee voorstellen/besluiten zijn dan door die gestelde voorwaarden *interconditional* gemaakt.

## 2.5 Emissie – BMVK

Op een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal (art. 2:96b BW) is het voorgaande niet van toepassing. Art. 2:96 en art. 2:96a BW gelden dan niet. Uitgifte van aandelen geschiedt bij een dergelijke vennootschap door het bestuur (art. 2:76a BW). Ook bij BMVK’s wordt omtrent de winst echter besloten door de AvA, althans art. 2:105 BW is ook op hen van toepassing. Dergelijke vennootschappen kunnen te maken hebben met een fiscale uitkeringsverplichting, hetgeen kan betekenen dat zij de door aandeelhouders uitgebrachte keuzes niet in alle omstandigheden ten volle kunnen honoreren, maar slechts tot een bepaald maximum.<sup>[15]</sup> In het voorstel aan de AvA kunnen deze bijzonderheden worden gemeld en als voorwaarden worden uitgewerkt.

## 3. Besluitvorming (winst- en andere uitkeringen)

Tot dusverre behandelen wij de regels omtrent uitkering van aandelen wat de component uitgifte betreft. Nu komt de andere component van stockdividend aan bod, namelijk het dividend.

### 3.1 Bevoegdheidsconflict?

Aandeelhouders hebben in beginsel recht op een uitkering in geld. Dit is anders als de statuten uitdrukkelijk een andere vorm van uitkering toestaan of als de individuele aandeelhouder met een andere vorm van uitkering instemt.<sup>[16]</sup> Bij veel beursfondsen is in de statuten uitdrukkelijk bepaald dat een uitkering in de vorm van stockdividend mogelijk is. Indien een beursfonds wenst over te gaan tot het uitkeren van dividend in de vorm van aandelen, zal soms blijken dat de statuten op dit punt niet duidelijk zijn. In de bepaling omtrent de winstuitkering kan bijvoorbeeld staan dat de AvA kan besluiten het dividend in de vorm van aandelen uit te keren.

Hoe verhoudt dit artikel in de statuten zich dan met delegatie van de uitgiftebevoegdheid aan de RvB door de AvA? Is er een bevoegdheidsconflict? De volgende drie benaderingen zijn mogelijk.

- A.** *AvA besluit tot uitkering én tot uitgifte*  
 Voor het niet aan een ander vennootschapsorgaan gedelegeerde gedeelte zal onzes inziens de AvA zelf tot uitgifte kunnen besluiten. Bij de agendering van het voorstel voor stockdividend kan hiermee rekening worden gehouden. In de toelichting kan opgenomen worden dat een besluit tot het toekennen van een stockdividend impliceert dat de AvA (tevens) besluit tot uitgifte van zoveel aandelen als nodig zijn, een en ander onder uitsluiting van het voorkeursrecht. De uitsluiting van het voorkeursrecht past onzes inziens vanwege de aard van deze uitgifte niet bij de uitvoering van een keuzedividend (zie onderdeel 2.3, tweede alinea) maar is formeel nodig omdat er ook aandeelhouders zullen zijn die cash (wensen te) ontvangen. Ook van die uitsluitingsbevoegdheid is de AvA niet geheel beroofd.
- B.** *AvA besluit tot uitkering, maar delegeert uitgiftebevoegdheid*  
 Ook zou opgenomen kunnen worden dat het voorstel tot het doen van een stockdividend impliceert een bijzondere (extra) delegatie (bovenop de bestaande delegatie) aan de RvB om de aandelen die nodig zijn, uit te geven en te plaatsen, inclusief een bijzondere (extra) delegatie tot uitsluiting van het voorkeursrecht.
- C.** *AvA besluit tot uitkering, uitgiftebevoegdheid is reeds gedelegeerd*  
 Ook zou de vennootschap kunnen menen dat de uitgifte van aandelen in het kader van een stockdividend al valt onder de bestaande delegatie aan de RvB (hetzij de delegatie die is verleend in dezelfde AvA, hetzij de delegatie van het jaar daarvoor). De bewoordingen waaronder standaarddelegaties worden verleend, hebben meestal niet expliciet betrekking op stockdividend of bonusaandelen.

In haar proefschrift ziet Bier<sup>[17]</sup> bij beursfondsen vooral een rol weggelegd voor de RvB en meent zij dat de AvA slechts een rol speelt bij het dividendbesluit, dat dan uitgewerkt moet worden in andere besluiten. Wij menen dat dit afhangt van de statutaire regeling, de inhoud van eerdere delegaties en de formulering in de agenda voor de AvA met de daarbij behorende toelichting. Daarnaast staat in bepaling IV.1.4 van de Corporate Governance Code,<sup>[18]</sup> dat in elk geval ook de *dividendvorm* (als onderdeel van het dividendbeleid) op de AvA wordt behandeld en verantwoord, hetgeen vooral zal klemmen als stockdividend voor de desbetreffende vennootschap een nieuw verschijnsel is. In bepaling IV.1.5 van deze Code is opgenomen dat het voorstel tot uitkering van dividend als apart agendapunt op de AvA wordt behandeld.

Bij dit alles geldt dat in de praktijk bij beursvennootschappen het onderwerp stockdividend (keuzedividend) alleen op de agenda komt als de RvB en de RvC als agenderende organen die kant op willen. De AvA zal niet spontaan tot stockdividend besluiten en als het goed is liggen de juiste (concept-)besluiten al klaar.

Het is mogelijk dat een ander vennootschapsorgaan in de besluitvorming moet worden betrokken als uitkeringen ten laste van een bepaalde reserve volgens de statuten tot de competentie van dat orgaan behoren of goedkeuring van dat orgaan (bijvoorbeeld de prioriteit) vergen.

### 3.2 Boeking

Een stockdividend wordt vaak uitgegeven ten laste van de fiscaal erkende agioreserve en niet ten laste van de winstreserve.<sup>[19]</sup> De reden hiervoor is dat er geen dividendbelasting ingehouden hoeft te worden over de toekenning van een stockdividend ten laste van de fiscaal erkende agioreserve, terwijl er bij een toekenning van stockdividend ten laste van de winstreserve door het desbetreffende beursfonds wel dividendbelasting moet worden ingehouden over de nominale waarde van het stockdividend.<sup>[20]</sup> Dit is in het bijzonder van belang voor (buitenlandse) aandeelhouders die geen recht hebben op een vrijstelling en evenmin recht hebben op een teruggaaf of (volledige) verrekening van de ingehouden dividendbelasting. Binnenlandse aandeelhouders zijn in de meeste gevallen vrijgesteld van dividendbelasting of hebben recht op teruggaaf of verrekening van de ingehouden dividendbelasting. Voor binnenlandse aandeelhouders maakt het daarom doorgaans niet uit ten laste van welke reserve het stockdividend wordt geboekt; een boeking ten laste van de winstreserve zal de voorkeur hebben omdat de fiscaal erkende agioreserve dan voor andere doeleinden gebruikt kan worden.

In geval van een boeking ten laste van de agioreserve wordt de 'eigenlijke' jaarwinst dus niet uitgekeerd maar gereserveerd en toegevoegd aan de algemene reserve.<sup>[21]</sup> Tot slot in dit verband: een stockdividend kan ook ten laste worden gebracht van meer dan één reserve.

### 3.3 Interim(stock)dividend

Ook is het mogelijk dat een vennootschap een *interim*dividend in de vorm van een stockdividend of keuzedividend uitkeert. Een besluit tot het uitkeren van een dergelijk interimdividend zal op grond van de statuten meestal worden genomen door de RvB al dan niet onder goedkeuring van de RvC. Het is niet praktisch om deze bevoegdheid in de statuten aan de AvA te geven. Om over te gaan tot een interimdividend in de vorm van een stockdividend of keuzedividend zal derhalve de RvB ook aangewezen moeten zijn als het tot uitgifte bevoegde orgaan. Bij het verlenen van de delegatie van de uitgiftebevoegdheid en de bevoegdheid inzake het uitsluiten of beperken van het voorkeursrecht dient hiermee rekening te worden gehouden.

Bij interimdividend in de vorm van stockdividend/keuzedividend kan het gaan om de herplaatsing van aandelen in haar

eigen kapitaal die de vennootschap heeft ingekocht of bij die gelegenheid inkoop. Een uitgifte van nieuwe aandelen is dan niet aan de orde. Voor de volledigheid merken wij op dat bij interimdividend voldaan moet zijn aan art. 2:105 lid 4 BW, waar onder meer wordt voorgeschreven dat er een tussentijdse vermogensopstelling beschikbaar moet zijn.

### 3.4 Uitgiftebesluit zonder aantal?

Tot slot nog de vraag of een besluit tot uitgifte van aandelen kan worden genomen zonder dat het precieze aantal uit te geven aandelen bekend is. Indien deze vraag bevestigend wordt beantwoord, wie bepaalt dan op welk moment hoeveel aandelen er worden uitgegeven? Is die bepaling van het aantal dan zelf weer een besluit? We lopen de in onderdeel 3.1, tweede alinea genoemde varianten A, B en C af.

- A.** Als de AvA het besluit tot uitgifte neemt, zal het aantal aandelen noodzakelijkerwijze omschreven worden in de trant van: een zodanig aantal als nodig is om het stockdividendbesluit te kunnen uitvoeren gelet op de nog door aandeelhouders te maken keuze en gelet op de nog te bepalen omwisselverhouding. Een ander orgaan – de RvB komt dan logischerwijs in het beeld – moet aan het eind van het proces het aantal aandelen bepalen. Welke bevoegdheid heeft de RvB daarvoor nodig?
- B./C.** Als bijvoorbeeld de RvB het orgaan is waaraan de uitgiftebevoegdheid is gedelegeerd, zal de RvB tweemaal een besluit moeten nemen: namelijk eerst een besluit tot toekenning van aandelen in het kader van stockdividend (waarbij ook geregeld kan worden hoe de omwisselverhouding zal worden bepaald, hoe aandeelhouders hun keuze kunnen uitbrengen en dat het voorkeursrecht is uitgesloten) en vervolgens, aan het einde van het proces, een besluit waarbij het aantal uit te geven aandelen wordt bepaald. Dit laatste kan de RvB in de praktijk ook weer overlaten aan een *pricing committee*.<sup>[22]</sup>

Als het zo werkt, valt er vanuit vennootschapsrechtelijk oogpunt niet veel op aan te merken. In het geval onder A lijkt sprake te zijn van een impliciete delegatie, een delegatie die voor zich spreekt. 'Iemand' moet toch ervoor zorgen dat het besluit van de AvA handen en voeten krijgt. In het geval onder B/C is de formele delegatie wel met zoveel woorden verleend.

De uitvoeringshandelingen worden in de praktijk overgelaten aan de banken onder leiding van een paying agent/betaalkantoor/clearinginstelling, te weten de bank die in opdracht van de uitgevende instelling onder meer alle kwesties regelt die te maken hebben met Euronext Amsterdam en Ncgif/Euroclear Nederland in het kader van de Wet giraal effectenverkeer. Een rol hierbij speelt ook nog de omwisselverhouding. De vennootschap bepaalt hoeveel stockdividenden nodig zijn om één nieuw aandeel te krijgen. In de praktijk leidt dat meestal ertoe dat er nog dividendaanspraken overblijven die geen recht geven op een heel aandeel. In de praktijk worden die restanspraken veelal door de banken verkocht en degene die dan voldoende rechten op stockdividend heeft na de aankoop, verkrijgt als stockdividend weer een heel aandeel. Deze verhandeling moet ook in de berekeningen worden verwerkt. Dat zou betekenen dat de vennootschap aan het eind van de rit een melding krijgt: u hebt per vandaag X aandelen uitgegeven. Dat aantal moet de vennootschap natuurlijk wel kennen in verband met opgaven aan het handelsregister, eventuele aantekeningen in het aandeelhoudersregister, zeggenschapsmeldingen ex art. 5:34 en 5:35 Wft, de post geplaatst kapitaal in de jaarrekening, het aantal in de notering opgenomen aandelen en eventueel in het kader van de gegeven machtiging.

## 4. Waardeverschil stockdividend en cashdividend

Er ontstaat vrijwel altijd een zekere discrepantie tussen de waarde van het cashdividend en de waarde van de uit te geven aandelen, al was het maar door afrondingen. Er zal een omwisselverhouding gehanteerd moeten worden: welk dividendbedrag levert een nieuw aandeel op? Meestal wordt een aantal dagen lang de gemiddelde beurskoers van de reeds genoteerde aandelen 'gewogen'. Het 'wegen' van de beurskoers gebeurt vaak volgens de zogenoemde VWAP, dat wil zeggen: Volume-Weighted Average Price. Deze prijsbepaling is gebaseerd op het aantal transacties (per dag) en dient te voorkomen dat een handjevol transacties tegen een gemanipuleerde of althans extravagante koers de statistiek merkbaar beïnvloedt. Het bedrag van de winst per aandeel in euro wordt gedeeld door de aldus gewogen gemiddelde koers per aandeel. De uitkomst is het aantal stockdividendaandelen dat per aandeel uitgekeerd wordt (ook wel 'dividendrechten' genoemd). Dat aantal is veelal een breuk. Per aandeelhouder moet berekend worden wat zijn totale bezit aan aandelen oplevert aan nieuwe aandelen. Het bedrag achter de komma kan uiteindelijk niet in aandelen worden 'betaald', dus de overblijvende fractie zal in geld moeten worden uitgekeerd. Soms gaan de banken over tot het verkopen of aankopen voor klanten die fracties overhouden; dat zal afhangen van de afspraken tussen bank en klant<sup>[23]</sup>. Dat zijn meestal acties waarbij de vennootschap verder niet betrokken is.

De discrepantie die voortvloeit uit het bovenstaande wordt door de markt geaccepteerd en kan worden gepast in de vennootschapsrechtelijke besluiten tot uitkering-annex-uitgifte, mits de omwisselverhouding redelijk en marktconform is en het hele proces goed wordt uiteengezet in de AvA-agenda met toelichting en daaropvolgende berichten (advertenties).

Een stap verder gaat de doelbewuste bevoordeling van aandeelhouders die een keuze maken voor stockdividend (of die,

door geen keuze te maken, via de *default option* – zie hierna onderdeel 7, derde alinea – stockdividend ontvangen). Sommige vennootschappen willen die keuze aanmoedigen en beloven een soort bonus (vaak wordt gesproken van *discount*) door toe te zeggen dat de waarde van de aandelen enkele procenten hoger zal liggen dan de waarde van dividend in cash (waarvoor niet gekozen wordt).<sup>[24]</sup>

Eenzijds zou op grond van art. 2:92 BW gesteld kunnen worden dat een dergelijke positieve discriminatie een basis moet hebben in de statuten en niet slechts door besluitvorming in het leven mag worden geroepen. Anderzijds kan geredeneerd worden dat als de keuze voor het stockdividend met de discount voor alle dividendgerechtigde houders van aandelen zonder beperkingen geldt, er geen sprake is van een ongelijke behandeling.<sup>[25]</sup> Er is geen verplichting in te gaan op het lokkertje van de vennootschap; iedere aandeelhouder is vrij in zijn keuze. Bovendien geldt bij dit alles de vraag of de bonus/discount ertoe kan leiden dat er 'teveel' wordt uitgegeven, te weten meer dan de beschikbare en uit te keren winst. Degenen die de besluitvorming voorbereiden moeten dat (laten) uitrekenen.

## 5. De civielrechtelijke kwalificatie van stockdividend

Hierboven in onderdeel 3 bespraken we reeds dat het stockdividend diverse 'bronnen' kan hebben. Op aandelen die als stockdividend worden uitgegeven, wordt niet gestort: de aandeelhouder gaat niet naar het dividendloket om vervolgens bij het stortingsloket met hetzelfde bedrag nieuwe aandelen te 'kopen'.<sup>[26]</sup> Vermogen (van de vennootschap) wordt, zonder dat de aandeelhouder het op enig moment geniet of in handen krijgt, omgezet in (geplaatst) kapitaal. Hoe moet dit nu behandeld worden?

Eerst een voorbeeld: art. 2:389 lid 6 BW bepaalt met zoveel woorden dat de daar bedoelde reserve (reserve deelnemingen) 'in kapitaal [kan] worden omgezet'. Hetzelfde geldt voor de herwaarderingsreserve (art. 2:390 lid 2 BW). Een andere formulering die vaak gebruikt wordt, is dat de uitgifte geschiedt 'ten laste van' een andere post. Het hoeft dan niet per se een post te zijn die al op de balans staat.<sup>[27]</sup>

Dit alles lijkt in tegenspraak met een formulering zoals die in de statuten kan worden aangetroffen en die bijvoorbeeld luidt:

"De algemene vergadering kan besluiten dat dividenden geheel of gedeeltelijk in een andere vorm dan in geld zullen worden uitgekeerd."

Die woorden doen eerder denken aan een reeds in de statuten toegestane vorm van *inbetalinggeving* zoals geregeld in art. 6:45 BW, waarbij de schuldenaar (lees: de vennootschap die dividend moet betalen) een andere prestatie levert dan de verschuldigde betaling in geld.<sup>[28]</sup> Ook een vorm van *verrekening* (art. 6:127 BW) dient zich aan: de een moet dividend betalen, de ander moet nieuw uit te geven aandelen volstorten (eveneens een geldschuld, zie art. 2:80 lid 1 BW), kortom, verrekening is in beginsel mogelijk, zij het dat het niet de aandeelhouder is die deze bevoegdheid (eenzijdig) heeft (art. 2:80 lid 4 BW). Bier<sup>[29]</sup> ziet hier de figuur van *afstand*: een aandeelhouder doet afstand van zijn recht op dividend en verkrijgt bij voorrang het recht op een gedeelte van de reserve ten laste waarvan de nieuwe aandelen worden uitgegeven. In de discussie omtrent de vraag of de als stockdividend uitgegeven aandelen wel als volgestort hebben te gelden, signaleert Huizink<sup>[30]</sup> de visie dat sprake zou zijn van *nakoming door een ander dan de schuldenaar* op de voet van art. 6:30 lid 1 BW<sup>[31]</sup>, waarbij de vennootschap de stortingsplicht van de aandeelhouder voldoet door een bedrag uit de winst te bestempelen als (over te boeken naar) kapitaal.

Onzes inziens kan in het algemeen stockdividend bekeken worden vanuit de techniek van omzetting van posten binnen het eigen vermogen. De samenstelling van het eigen vermogen wijzigt door de omzetting van posten zoals uitkeerbare reserves in kapitaal. Dit alles dan op basis van de statuten en op grond van besluiten van organen die bevoegd zijn tot uitgifte van aandelen respectievelijk tot uitkering (bestemming) van winst of tot uitkering (bestemming) van een (andere) reserve die wordt aangewend. Figuren als inbetalinggeving, verrekening, afstand en nakoming-door-een-ander zijn nuttig voor de gedachtevorming maar doen zich *stricto sensu* niet voor. Ook Van Schilfgaarde<sup>[32]</sup> en Van Solinge en Nieuwe Weme<sup>[33]</sup> bezien dit vanuit de sleutel van omzetting. Huizink t.a.p. wil de civielrechtelijke kwalificatie in het midden laten. Het is begrijpelijk dat beursvennootschappen deze kwestie in hun AvA-documentatie en externe publicaties ook in het midden laten.

## 6. Prospectusplicht

We tappen nog even uit een ander vaatje en behandelen nog enkele effectenrechtelijke kwesties.<sup>[34]</sup> Art. 5:2 Wft kent het verbod om zonder goedgekeurd prospectus effecten aan te bieden aan het publiek of effecten toe te laten tot de handel op een in Nederland gelegen of functionerende gereguleerde markt. Art. 5:4 sub a Wft kent een uitzondering van het verbod tot het toelaten tot de handel indien over een periode van twaalf maanden minder dan 10% van dezelfde klasse aandelen als reeds tot de handel is toegelaten, wordt geplaatst ('sub-ten-offering'). Een probleem dat zich bij stockdividend (en bij bonusaandelen) kan voordoen is dat er een prospectusverplichting is indien er in een periode van twaalf maanden

10% of meer van dezelfde klasse wordt uitgegeven (art. 5:2 juncto 5:4 sub a Wft). Dat zal zich bij stockdividend niet snel voordoen, maar als in een periode van twaalf maanden naast het stockdividend andere emissies hebben plaatsgevonden, dan kan de grens van 10% door het stockdividend of door die andere emissies worden overschreden. Beursfondsen dienen zich dat te realiseren. Voor de berekening van de 10%-grens dient het totaal aantal toe te laten aandelen opgeteld te worden bij het totaal aantal andere aandelen van dezelfde klasse dat in het jaar voorafgaand aan de toelating tot de handel met gebruikmaking van de 10%-uitzondering al is toegelaten. De uitkomst van die som wordt vervolgens gedeeld door het aantal aandelen van die klasse dat ten tijde van de toelating (van de aandelen waarvoor de berekening wordt gemaakt) al tot de handel is toegelaten.

Voor beursfondsen bestaat echter de mogelijkheid om de aandelen die als stockdividend worden geplaatst niet te laten vallen onder de 10%-uitzondering maar onder een andere uitzondering van het verbod om zonder prospectus aandelen tot de handel op de gereguleerde markt toe te laten. Daarvoor dient dan gelet te worden op art. 5:4 sub e Wft. Het verbod is immers niet van toepassing op dividenden die worden uitgekeerd in de vorm van aandelen van dezelfde klasse als de waardebewijzen waarop de dividenden worden uitgekeerd. Daarbij is dan vereist dat (i) aandelen van dezelfde klasse al tot de handel op die markt zijn toegelaten; en (ii) 'een document' beschikbaar wordt gesteld (op de website of in een advertentie of anderszins) dat informatie bevat over het aantal aangeboden waardebewijzen, de kenmerken van de waardebewijzen, de redenen voor de aanbieding en de bijzonderheden daarvan.

Kan het stockdividend zonder prospectus aan het publiek worden aangeboden? Volgens art. 2 lid 1 onderdeel d van de Prospectusrichtlijn is sprake van het begrip 'aanbieden van effecten aan het publiek' als er een mededeling is waarin voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbieding en de aangeboden effecten wordt verstrekt om een belegger in staat te stellen tot aankoop of inschrijving op deze effecten te besluiten. Uit ESMA Frequently asked questions regarding prospectuses ([www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)) volgt dat als de belegger geen beslissing kan of hoeft te nemen omtrent de verkrijging van effecten er geen sprake zal zijn van het aanbieden van effecten.<sup>[35]</sup> Bij de toekenning van aandelen bij een juridische fusie (expliciet uitgezonderd van het verbod in art. 5:3 lid 2 sub c Wft) en bij zuiver stockdividend zal er geen beslissing van de individuele belegger zijn; bij een zuiver stockdividend is geen sprake van een aanbieding in de zin van de Prospectusrichtlijn. Bij een stockdividend – en volgens ons ook bij een keuzedividend<sup>[36]</sup> – kan ook een uitzondering van de prospectusverplichting worden gebruikt, te weten de uitzondering van art. 5:3 lid 2 sub d Wft. Het aanbieden van het stockdividend valt niet onder het verbod om zonder prospectus aandelen aan het publiek aan te bieden indien (i) het stockdividend wordt uitbetaald in de vorm van dezelfde klasse aandelen als de aandelen waarop het stockdividend betaalbaar wordt gesteld; en (ii) eenzelfde document als het hiervoor genoemde document voor de toelating tot de handel op de gereguleerde markt beschikbaar wordt gesteld. De regeling inzake het 'wildwestbordje' als bedoeld in art. 5:20 lid 5 Wft is overigens niet van toepassing op deze uitzondering.

Voor beursfondsen kan het dus interessant zijn om aandelen die als dividend worden uitgegeven onder een andere uitzondering te laten vallen dan onder de 10%-uitzondering. De zogeheten 'sub-ten-offering' wordt niet verminderd met het aantal aandelen dat tot de handel is toegelaten met gebruikmaking van een andere uitzondering.<sup>[37]</sup> Op deze wijze behouden zij de mogelijkheid om in de periode van twaalf maanden zonder prospectus extra kapitaal aan te trekken en kunnen zij daarbij de 10%-uitzondering alsnog volledig gebruiken.

## 7. Voorwetenschap?

Onder omstandigheden kan bij keuzedividend sprake zijn van misbruik van voorwetenschap door aandeelhouders: zij kunnen immers voor aandelen kiezen en daarmee onder art. 5:56 Wft vallen. Dat artikel bepaalt dat het primaire insiders verboden is om in of vanuit Nederland gebruik te maken van voorwetenschap door 'een transactie te verrichten of te bewerkstelligen' in financiële instrumenten.<sup>[38]</sup> Voor een secundaire insider geldt een gelijksoortig verbod maar in dit geval moet worden bewezen dat hij wist of redelijkerwijze moest vermoeden dat zijn wetenschap voorwetenschap is (art. 5:56 lid 3 Wft). Het begrip 'transactie' in dit artikel wordt ruim uitgelegd. Zowel de uitkerende vennootschap als de dividendgerechtigden zullen bij het toekennen van het keuzedividend een dergelijke transactie verrichten.

Voor de vennootschap kan gebruikgemaakt worden van de uitzondering op het verbod van art. 5:56 Wft neergelegd in art. 2 onderdeel f van het Besluit marktmisbruik Wft, luidende:

"het bij wijze van dividenduitkering uitgeven of [, anders dan in de vorm van keuzedividend,]<sup>[39]</sup> verkrijgen van aandelen of certificaten van aandelen".

Blijkens de nota van toelichting op hiervoor genoemd wetsartikel geldt deze uitzondering ook voor het door de vennootschap uitgeven van aandelen in de vorm van keuzedividend.<sup>[40]</sup>

De uitzondering geldt echter niet voor de dividendgerechtigden die de aandelen verkrijgen. Een dividendgerechtigde die over voorwetenschap beschikt zal derhalve geen keuze mogen maken. Een oplossing voor dit probleem kan zijn dat de keuze wordt omgedraaid: alle aandeelhouders die **niet** uitdrukkelijk voor een cashdividend kiezen, krijgen aandelen



toegekend. Dit wordt wel genoemd: 'reverse optional stock dividend', waarbij de zogenoemde *default* is: aandelen ontvangen. De betreffende aandeelhouder hoeft dan zelf geen keuze te maken en zal niet met eventuele voorwetenschapskwesties worden geconfronteerd. Het niet-maken van een keuze kan namelijk niet worden beschouwd als een 'transactie'. Het verbod van art. 5:56 Wft is in dat geval niet van toepassing en de uitzondering op het transactieverbod van art. 2 Besluit marktmisbruik Wft is ook niet van belang. Een keuze voor het cashdividend blijft mogelijk; de cash valt immers niet onder de definitie van 'financiële instrumenten' zoals gedefinieerd in de Wft. Mogelijk wordt dit in de toekomst anders. Het voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad over misbruik van voorwetenschap en marktmanipulatie bepaalt in art. 7 lid 1 dat het gebruik van voorwetenschap door het annuleren of aanpassen van een order met betrekking tot een financieel instrument waarop verkregen voorwetenschapsinformatie betrekking heeft terwijl de order werd geplaatst voordat de persoon over de voorwetenschap beschikte, ook als handel met voorwetenschap wordt aangemerkt.<sup>[41]</sup> Wij zouden menen dat een keuze voor cash in beginsel niet als een dergelijke 'annulering of aanpassing van een order' gezien moet worden.

Van de Nederlandse AEX-fondsen zijn er twaalf die tussen 2010 en 2013 een keuzedividend hebben geagendeerd. Vier van de twaalf beursfondsen hadden bij de toelichting op de agenda opgenomen wat het gevolg is van het niet-uitbrengen van een keuze (voor cash of aandelen), waarbij de aandeelhouder bij drie van de vier beursfondsen bij het niet-uitbrengen van een keuze automatisch een stockdividend zou ontvangen. Anders dan in de door ons geraadpleegde toelichtingen, zal de vennootschap in de toelichting op de agenda kunnen opnemen dat een aandeelhouder alleen hoeft te reageren indien hij een cashdividend wenst te ontvangen. Op andere reacties zal de vennootschap niet ingaan, omdat degenen die niet hebben aangegeven cash te willen ontvangen automatisch stockdividend krijgen. Dus in de toelichting bij de agenda komt niet te staan dat er een keuze voor stockdividend kan worden uitgebracht; wel dat stockdividend als 'default' wordt toegekend. Aan de banken die betrokken zijn bij de uitvoering van dit instrument (dat wil zeggen, geen keuze maken betekent 'stock' krijgen) zal duidelijk gemaakt kunnen worden dat zij aan de dividendgerechtigden geen ruimte moeten geven om te kiezen voor een dividend in de vorm van aandelen.

## 8. Publicaties

Het beursfonds dient informatie bekend te maken met betrekking tot de vaststelling en de betaling van dividenden en dient aan aandeelhouders informatie te verschaffen over de uitgifte van nieuwe aandelen (art. 5:25k lid 4 sub c en d Wft). Na de AvA<sup>[42]</sup> waarin omtrent het stockdividend is besloten, zal er een bericht (advertentie/persbericht/website) moeten volgen waarin een tijdschema staat met de relevante data. Zo zal op basis van de regels van Euronext twee dagen na de vergadering het aandeel ex-dividend worden genoteerd en daarna (maar niet per se meteen daarna) zal de keuzeperiode aanvangen. Gedurende de keuzeperiode kunnen aandeelhouders hun keuze kenbaar maken via hun bank of commissionair. In het tijdschema zal de dag worden opgenomen waarop door een orgaan van de vennootschap het aantal dividendrechten vastgesteld zal worden dat recht geeft op één nieuw aandeel (de omwisselverhouding). De wijze waarop dit wordt berekend en de periode waarover (bijvoorbeeld de gewogen gemiddelde koers van de laatste drie handelsdagen voor de vaststelling van het aantal dividendrechten) is reeds, als het goed is, vermeld in de toelichting bij de agenda voor de AvA. Vervolgens zal de dag van betaalbaarstelling worden vermeld. Voor fracties van aandelen (die niet kunnen worden uitgegeven) zal gelden dat die in cash worden verrekend.

Hieronder nemen wij een voorbeeld op van een tijdschema zoals dat kan worden gehanteerd. Daartoe lichten wij eerst de volgende begrippen toe.

Het begrip *record date* betekent in dit verband de dag waarop het bezit aan aandelen van de aandeelhouders wordt geteld ter bepaling van de dividendgerechtigdheid.<sup>[43]</sup> Omdat er handel in aandelen blijft plaatsvinden, moet er een einddatum zijn om vast te stellen wie gerechtigden zijn: dat zijn degenen die aandeelhouder zijn op de record date.

De *ex-dividend date* is de datum waarop de handel van de aandelen begint zonder dat er nog rechten op gedeclareerd dividend in zijn verwerkt. De beurs(praktijk) meent dat vanaf die dag in de aandelen gehandeld moet worden alsof het dividend al is uitbetaald.

De *payment date* is de dag waarop de aandelen in de vorm van stockdividend worden geplaatst of cash wordt betaald. De feitelijke betaling geschiedt in de praktijk langs elektronische/girale weg via de bank.

Datum	Actie
2 april 2014 (twee dagen na AvA)	Ex-dividend notering ( <i>ex-dividend date</i> )
4 april 2014	Dividend <i>record date</i>
7 april-28 april 2014	Keuze periode: cash of stock dividend
29 april 2014	Bepaling van de omwisselverhouding ( <i>exchange ratio</i> ) (na beursluiting)
30 april 2014	Publicatie van de omwisselverhouding en het aantal uit te geven aandelen
1 mei 2014	Dividendbetaling in cash of door uitgifte van aandelen ( <i>payment date</i> )

## 9. Enkele aandachtspunten tot slot

Zonder volledig te willen zijn noemen we nog enkele andere aandachtspunten die bij stockdividend van belang kunnen zijn.

NV's en BV's mogen/kunnen geen aandelen nemen in hun eigen kapitaal en kunnen dus ingekochte eigen aandelen niet benutten om in te schrijven op stockdividend; op ingekochte eigen aandelen kan in beginsel wel cashdividend ontvangen worden, zie art. 2:105/2:216 lid 5 BW. Dit laatste betekent onder meer dat een NV bij keuzedividend de keuze zou kunnen uitbrengen voor dividend in cash; in onderdeel 7 besteedden wij aandacht aan voorwetenschap bij een dergelijke keuze. Indien er geen sprake is van een keuzedividend maar van een stockdividend, kan een NV de dividendrechten die zij ontleent aan ingekochte eigen aandelen te gelde maken en de opbrengst innen.<sup>[44]</sup> Dit alles heeft overigens weinig zin: het levert een vennootschap uiteindelijk niets op als zij meedoet in haar eigen winstuitkering.

Zoals elk besluit tot uitgifte van aandelen, moet ook het besluit tot toekenning van stockdividend worden neergelegd bij het handelsregister (art. 2:96 lid 3 BW). Van belang daarbij is te analyseren, zie hierboven onderdeel 3, welk besluit van welk orgaan heeft te gelden als het besluit tot uitgifte (of dat sprake is van een besluit van de AvA tot (nadere) delegatie). Voorts dient na het einde van het kalenderkwartaal een opgave te worden gedaan aan het handelsregister van de uitgifte, art. 2:96 lid 4 BW. Ook andere deponeringen bij het handelsregister (kunnen) zijn voorgeschreven, zie art. 2:105 lid 4 BW voor een tussentijdse vermogensopstelling bij interimdividend; voorts art. 2:394 lid 1 BW en art. 5:25o Wft voor de jaarrekening.

Daarnaast kunnen meldingen voorgeschreven zijn in het kader van de regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang zoals opgenomen in de Wft (art. 5:33-5:52 Wft).

Tot slot wijzen wij er kort op dat de vennootschap nog aandacht zal moeten schenken aan diverse plaatsingshandelingen die afhankelijk zijn van de 'vorm' van de aandelen. Voor zover er aandelen op naam zijn betrokken bij de toekenning van het stockdividend, zal het aandeelhoudersregister moeten worden bijgewerkt; bij gedematerialiseerde aandelen op naam geldt daarbij art. 8b Wge. Voor zover er sprake is van een *global* aandeelbewijs aan toonder (art. 36 lid 5 Wge), zal dat stuk ook moeten worden bijgewerkt door de uitgifte erop aan te tekenen. Dit alles vormt tezamen met de betaling van het cashdividend de betaalbaarstelling.

## 10. Slot

Bij het gebruik van stockdividend (met of zonder keuze) kan er voor verschillende onderwerpen uit twee vaatjes worden getapt. Voor de besluitvorming zal nauwkeurig gekeken moeten worden naar de regels inzake de uitkering maar ook de regels inzake uitgifte van aandelen spelen daarbij een rol.

Om te voorkomen dat stockdividend invloed heeft op de 10%-uitzondering op de prospectusverplichting kan het verstandig zijn om te zorgen dat voor stockdividend 'de vrijstelling' uit een ander vaatje wordt getapt.

Het gebruik van voorwetenschap zal zich kunnen voordoen indien voor het dividend gekozen kan worden uit twee vaatjes (cash of aandelen). Op redelijk eenvoudige wijze kan dit worden voorkomen door aandeelhouders alleen maar actief te laten kiezen voor cash waarbij degenen die geen keuze voor cash hebben gemaakt automatisch aandelen als dividend ontvangen.

Voetnoten

[\[1\]](#)

Mr. J.D.M. Schoonbrood is notaris te Amsterdam. Mr. P. Ravensbergen is kandidaat-notaris te Amsterdam.

[\[2\]](#)

Om dezelfde redenen onderbraken sommige vennootschappen hun aandeleninkoopprogramma's.

[\[3\]](#)

Deze variant lijkt momenteel de trend te zijn.

[4]

Ingekochte aandelen worden bij de verdeling van jaarwinst niet vaak gebruikt voor stockdividend. Bij interimdividend kan dit anders liggen, zie onderdeel 3.3 van deze bijdrage.

[5]

Hoewel de wet niet meer spreekt over algemene vergadering van aandeelhouders gebruiken we wel als afkorting AvA in plaats van AV.

[6]

Zie Asser/*Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa* 2013/342, p. 379.

[7]

Interessant is ook het rapport 'Delegatie van emissiebevoegdheid: Onderzoek in opdracht van Eumedion naar de delegatie van emissiebevoegdheid bij beursgenoteerde vennootschappen' door P.J. van der Korst, M.P. Nieuwe Weme en G. van Solinge uit 2008, te vinden op de website [www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl). Dit rapport is tevens uitgegeven als deel 96 in de Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, Kluwer 2008.

[8]

Implementatie per 1 januari 2009 van de EU-transparantierichtlijn 2004/109/EG, PbEU 2004, L390/38 en art. 2:101 lid 1 BW. Zie Asser/*Van Solinge & Nieuwe Weme 2-a* 2013/342, p. 379.

[9]

Zie Asser/*Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa* 2013/343, p. 380.

[10]

Zie Hof Amsterdam 20 mei 1986, NJ 1987/733 (*Aquapharm/Vermeulen*). Sinds invoering van de Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht is de verplichting om een maatschappelijk kapitaal op te nemen bij een BV komen te vervallen.

[11]

Par. 29 departementale richtlijnen 1986; [Kamerstukken II 1998/99, 26 277, nr. 3](#), p. 4 en 5: "Dat een aantal in de richtlijnen opgenomen voorbeelden niet langer in de wet of de regelgeving is opgenomen, doet aan hun bruikbaarheid niet af"; zie W. Bosse in Statuten zonder bezwaar, preadvies KNB, p. 19.

[12]

Onduidelijk kan zijn welke delegatie nog 'loopt'. Zie over enkele problemen bij opeenvolgende besluiten tot delegatie G. van Solinge, Vragen uit de rechtspraak, *Ondernemingsrecht* 2004/115.

[13]

Aldus ook J.B. Huizink, Groene Serie Privaatrecht, Rechtspersonen, Boek 2 BW, aantekening 3 bij art. 2:96a BW.

[14]

Zie Asser/*Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa* 2013/346, p. 382, voor de vraag om welke 'groep' aandeelhouders het gaat en voor het begrip afbreuk aan rechten.

[15]

Zie art. 28 Wet op de vennootschapsbelasting 1969. Zo zal ook gelet moeten worden op de wijze van boeken van het stockdividend. De toekenning van een aandeel ten laste van de agioreserve vormt geen uitkering van winst. Door de uitkering van een agiobonus voldoet een beleggingsinstelling niet aan haar uitdelingsverplichtingen (Nadere MvA, [Kamerstukken I 1989/1990, 20 701, nr. 78d](#)).

[16]

Asser/*Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa* 2013/183, p. 217. Van der Heijden/*Van der Grinten & Dortmund*, Handboek van de *naamloze en besloten vennootschap* 2013, nr. 332, p. 739 achten stockdividend ook geoorloofd als de statuten de bestemming van de winst overlaten aan de AvA of enig ander orgaan van de vennootschap. Onzes inziens zal dit voor beursfondsen altijd het geval zijn.

[17]

B. Bier, *Uitkeringen aan aandeelhouders*, Uitgaven vanwege het instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, nr. 42, 2003, p. 112.

[18]

Als bedoeld in art. 2:391 lid 5 BW.

[19]

In 2013 en 2012 koos Philips ervoor om de toekenning van stockdividend ten laste te brengen van de winstreserve.

[20]

Tenzij een inhoudingsvrijstelling van toepassing is; bijvoorbeeld als de deelnemingsvrijstelling van toepassing is op de voordelen die door een aandeelhouder worden genoten uit aandelen in het beursfonds.

[21]

*Van der Heijden/Van der Grinten*, Handboek, 1992, nr. 185, p. 333. In de nieuwe druk komt deze verwijzing niet meer voor.

[22]

---

Art. 2:129a BW lijkt een wettelijk kader te geven om een deel van de taken en zelfs besluiten van het bestuur bij een one tier board over te laten aan een commissie uit zijn midden.

[\[23\]](#)

De klant kan dan een raadselachtige 'conversienota' van zijn bank verwachten, met bekendmaking van de 'ratio' en met zinnen als: "Uit hoofde hiervan hebben wij voor u verwisseld" en "De nieuwe effecten hebben wij voor u gedeponeed".

[\[24\]](#)

Zie bijvoorbeeld Philips in 2013 en TNT Express in 2010. Zie verder B. Bier, t.a.p., p. 113 e.v. over deze goedkope manier van financiering; zij geeft inzichtelijke rekenvoorbeelden en wijzen van (boekhoudkundige) verwerking.

[\[25\]](#)

Ter voorkoming van beperkingen in verband met voorwetenschap kan opgenomen worden dat iedere aandeelhouder die niet voor cash kiest het dividend in de vorm van aandelen ontvangt (aandelen met discount als 'default option'; zie onderdeel 7).

[\[26\]](#)

Dat is wel de gang van zaken bij een zogeheten DRIP: *dividend re-investment plan*, dat wij verder onbehandeld laten.

[\[27\]](#)

Op grond van art. 2:362 lid 2 BW kan de *bestemming van het resultaat* in de balans zijn verwerkt, maar dat hoeft niet. Zie ook art. 2:373 lid 1 sub g BW inzake de passieve balanspost *niet verdeelde winsten*.

[\[28\]](#)

Zie ook M. van Olffen, 'Uitkeringen anders dan in geld', *WPNR* 6231 (1996), p. 534-537. Inbetalinggeving lijkt aan de orde indien ingekochte aandelen worden 'herplaatst' om stockdividend uit te keren. Zoals wij hierboven in onderdeel 3.3.1 bespreken komt dat voor bij interimdividend.

[\[29\]](#)

B. Bier, t.a.p., p. 112, voetnoot 322.

[\[30\]](#)

J.B. Huizink, *Groene Serie Privaatrecht, Rechtspersonen*, Boek 2 BW, aantekening 6 bij artikel 2:80 BW.

[\[31\]](#)

Ten onrechte wordt aldaar verwezen naar art. 130 uit Boek 6 BW.

[\[32\]](#)

P. van Schilfgaarde, bewerkt door J. Winter en J.B. Wezeman, *Van de BV en de NV*, Kluwer, Deventer 2013, zestiende druk, p. 92.

[\[33\]](#)

*Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa* 2013/311, p. 353.

[\[34\]](#)

In dit artikel gaan we niet in op de zaken die afgekaart moeten worden met de beurs/beurzen waar aandelen in de vennootschap zijn genoteerd. Euronext A-2705/5(iii).

[\[35\]](#)

ESMA Questions and Answers, vraag 6, versie 21 d.d. 14 januari 2014 (ESMA/2014/35).

[\[36\]](#)

Zie T&C Ondernemingsrecht Effectenrecht, commentaar bij art. 5:3 lid 2 d Wft: uit wet en wetsgeschiedenis blijkt niet of deze uitzondering ook voor keuzedividend geldt. Bij keuzedividend is er wel een element van keuze en kan sprake zijn van aanbidding, zie ESMA, ESMA Questions and Answers, vraag 6, versie 21 d.d. 14 januari 2014 (ESMA/2014/35).

[\[37\]](#)

ESMA Questions and Answers, vraag 31, versie 21 d.d. 14 januari 2014 (ESMA/2014/35). Als meer uitzonderingen van toepassing zijn, mag een keuze gemaakt worden. Zie voor een rekenvoorbeeld het commentaar bij art. 5:4 sub a Wft in T&C Ondernemingsrecht Effectenrecht.

[\[38\]](#)

De wet onderscheidt vier categorieën van insiders (zie art. 5:56 lid 2 Wft).

[\[39\]](#)

Rechte haken geplaatst door de schrijvers van deze bijdrage.

[\[40\]](#)

Nota van toelichting Besluit marktmisbruik Wft, [Kamerstukken II 2005/06, 29708, nr. 26](#).

[\[41\]](#)

Voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik) (COM(2011)0651 – C7-0360/2011 – 2011/0295(COD)).

[\[42\]](#)

Voor de publicatie van de oproeping tot de AvA, zie art. 2:114 lid 1 BW en art. 5:25ka Wft. Mogelijk omvat deze berichtgeving reeds alle informatie die wordt voorgeschreven door art. 2:25k lid 4 sub e en sub f Wft.

[43]

Het begrip is bekender in de zin van art. 2:119 BW waar het gaat om de 28e dag als registratiedatum voor de AvA ter bepaling wie er vergadergerechtigd is en voor hoeveel stemmen.

[44]

Zie *Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa* 2013/239, p. 275.