

Bijlage 6. Landenoverzicht Loyaliteitsregelingen

1 Toelichting

Deze bijlage bevat een overzicht van de wijzen waarop loyaliteitsaandelen in andere landen zijn geregeld. Getracht is, voor zover redelijkerwijs mogelijk, de meest recente wetteksten te vinden en die, voor zover nodig, met behulp van vertaalprogramma's te vertalen. Niet valt echter uit te sluiten dat er ten aanzien van bepaalde landen recentere versies van wetten zijn en dat bepaalde buitenlandse woorden niet accuraat of correct zijn vertaald. Verder is wat hieronder volgt, geen rechtsvergelijkend onderzoek in wetenschappelijke zin. Er is slechts op bescheiden schaal per land bronnenonderzoek verricht. De focus ligt primair op de vraag of een buitenlandse wet een (verbod op een) loyaliteitsregeling kent. Bij ontkennende beantwoording daarvan is niet zelfstandig onderzoek gedaan naar de vraag of het desondanks voor vennootschappen rechtens mogelijk is tot de invoering van zulk een regeling over te gaan. Wel is onder meer gekeken naar alternatieven, zoals de mogelijkheid tot uitgifte van *dual class*-aandelen.

2 Inhoudsopgave

1	Toelichting.....	1
2	Inhoudsopgave.....	1
3	Landenoverzicht Europa.....	2
3.1	België.....	2
3.2	Bulgarije	4
3.3	Cyprus	5
3.4	Denemarken.....	7
3.5	Duitsland	8
3.6	Estland	8
3.7	Finland.....	10
3.8	Frankrijk	12
3.9	Griekenland	13
3.10	Hongarije	15
3.11	Ierland.....	17
3.12	IJsland.....	19
3.13	Italië.....	20
3.14	Letland.....	23
3.15	Litouwen.....	25
3.16	Luxemburg	26
3.17	Malta.....	27
3.18	Noorwegen	27
3.19	Oostenrijk	29

3.20	Polen.....	30
3.21	Portugal	32
3.22	Roemenië.....	34
3.23	Slovenië.....	36
3.24	Slowakije.....	38
3.25	Spanje.....	39
3.26	Tsjechië.....	44
3.27	Verenigd Koninkrijk.....	46
3.28	Zweden.....	49
3.29	Zwitserland.....	50
4	Landenoverzicht buiten Europa.....	53
4.1	Australië.....	53
4.2	Canada.....	56
4.3	China.....	57
4.4	Hongkong.....	58
4.5	India.....	60
4.6	Japan.....	62
4.7	Nieuw-Zeeland.....	66
4.8	Singapore.....	67
4.9	Verenigde Staten - Delaware.....	69
4.10	Zuid-Korea.....	71
5	Tabel.....	74

3 Landenoverzicht Europa

3.1 België

België kent een wettelijke loyaliteitsregeling. Deze staat in art. 53 van Boek 7 (De naamloze vennootschap) van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen.¹ Daarin is het volgende bepaald:

‘§ 1. In genoteerde vennootschappen kunnen de statuten, aan de volgestorte aandelen die ten minste twee jaar ononderbroken op naam van dezelfde aandeelhouder in het register van de aandelen op naam zijn ingeschreven, een dubbel stemrecht verlenen in vergelijking met de andere aandelen die een gelijk deel in het kapitaal vertegenwoordigen. In afwijking van artikel 7:153, vierde lid, kan dit besluit worden

¹ Dit wetboek is te vinden op:
http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&table_name=wet&cn=2019032309.

genomen met een meerderheid van twee derde van de uitgebrachte stemmen. Van deze meerderheid kan slechts worden afgeweken door een statutaire bepaling die specifiek strekt tot de invoering van het dubbel stemrecht. Deze statutaire bepaling vindt toepassing op alle aandelen die aan de voorwaarden voldoen.

De termijn van twee jaar begint te lopen op de dag waarop de aandelen op naam zijn ingeschreven, zelfs wanneer die inschrijving is gebeurd voordat de statutaire bepaling die het dubbel stemrecht invoert werd aangenomen en voordat de vennootschap genoteerd is.

Bij kapitaalverhoging door omzetting van reserves wordt het dubbel stemrecht vanaf de uitgifte verleend aan bonusaandelen die worden uitgegeven ten gunste van aandeelhouders voor oude aandelen waarvoor zij over dit recht beschikken.

Het dubbel stemrecht kan worden afgeschaft met naleving van dezelfde aanwezigheids- en meerderheidsvereisten als voor de invoering ervan.

§ 2. Elk aandeel dat in een gedematerialiseerd aandeel wordt omgezet of waarvan de eigendom wordt overgedragen verliest het overeenkomstig paragraaf 1 toegekende dubbel stemrecht.

De overdracht van aandelen ten gevolge van erfopvolging, vereffening van huwelijksvermogensstelsel of van overdracht, onder bezwarende titel of om niet, ten gunste van een erfgerechtigde heeft evenwel niet het verlies van dit stemrecht voor gevolg en onderbreekt evenmin de in paragraaf 1 bedoelde termijn. Hetzelfde geldt in geval van overdracht van aandelen tussen vennootschappen die door dezelfde aandeelhouder, of ingeval van gezamenlijke controle, door dezelfde aandeelhouders, natuurlijke of rechtspersonen, zijn gecontroleerd, of tussen een van deze vennootschappen en deze controlerende aandeelhouders.

Indien de aandelen worden aangehouden door een vennootschap, geldt de wijziging van de controle over deze vennootschap als een overdracht van die aandelen, tenzij de controlewijziging plaatsvindt ten gunste van de echtgenoot, de wettelijk samenwonende partner of van één of meer erfgerechtigden van de controlerende aandeelhouder of aandeelhouders.

Een overdracht van aandelen aan een rechtspersoon tegen uitgifte van certificaten als bedoeld in artikel 7:61, § 1, eerste lid, onder de verbintenis van die rechtspersoon om de opbrengst of de inkomsten voor te behouden aan de houder van deze certificaten, of ten gevolge van een omwisseling van certificaten tegen aandelen als bedoeld in artikel 7:61, § 1, zesde lid, of § 2, tweede lid, heeft evenmin het verlies van het in paragraaf 1 bedoelde dubbel stemrecht voor gevolg en onderbreekt de in paragraaf 1 bedoelde termijn niet, voor zover die omwisseling gebeurt ten voordele van diegene die tot certificering overging of aan één van zijn overnemers die voldoet aan de voorwaarden van het tweede of derde lid. Een wijziging van controle over de in de vorige zin bedoelde rechtspersoon heeft het verlies van het dubbel stemrecht ten gevolge tenzij die wijziging van controle plaatsvindt ten gunste van overnemers die voldoen aan de voorwaarden van het tweede of derde lid. De artikelen 1:14 tot 1:18 worden mutatis mutandis toegepast.

De fusie of de splitsing van de genoteerde vennootschap blijft zonder gevolg op het dubbel stemrecht dat verder kan worden uitgeoefend in de verkrijgende vennootschappen, indien de statuten van deze vennootschappen daarin voorzien.

§ 3. Aandelen die met toepassing van deze bepaling van het dubbel stemrecht genieten, zijn geen soort aandelen als bedoeld in artikel 7:155.

§ 4. Een niet-genoteerde vennootschap waarvan de statuten overeenkomstig artikel 7:52 in een meervoudig stemrecht voor een of meer soorten aandelen voorzien, kan het

dubbel stemrecht met het oog op de notering invoeren, na opheffing van het meervoudig stemrecht door een statutenwijziging met inachtneming van artikel 7:155.’

Deze (stemrecht)regeling houdt, kort gezegd, het volgende in. De statuten van beursgenoteerde (naamloze) vennootschappen kunnen aan de volgestorte aandelen – die ten minste twee jaar ononderbroken op naam van dezelfde aandeelhouder staan geregistreerd – een dubbel stemrecht toekennen, wat neerkomt op twee stemmen, gezien het feit dat in art. 7:51 is bepaald dat wanneer de aandelen een gelijke kapitaalvertegenwoordigende waarde hebben, zij elk recht geven op één stem. Dergelijke aandelen zijn géén soort aandelen.² Overdracht ervan heeft in beginsel verlies van het toegekende dubbele stemrecht tot gevolg. Aandelen met meervoudig stemrecht en aandelen met loyaliteitsstemrecht gaan, overigens, niet samen. Een vennootschap die naar de beurs wil en met het oog daarop dubbel stemrecht wil invoeren, zal daarom eerst het meervoudig stemrecht moeten opheffen.

3.2 Bulgarije

De relevante wet hier is de Commerce Act.³ In hoofdstuk 14 (art. 158 e.v.) staan bepalingen over de *joint stock company*. Bepalingen over (een verbod op) een loyaliteitsregeling zijn niet aangetroffen. Wel werd gestuit op:

‘Art. 165. (amend., SG 84/00) The statutes shall contain:
(...)

3. (suppl., - SG 66/05) the size of the capital and what part of it shall be paid up at constituting the company, the type and the number of the stocks, the rights for the different classes of stocks, the special conditions for their transfer, if any, as well as the nominal value of the individual stock;
(...).’

en

‘Art. 175. (1) A stock shall be a security which shall attest to the fact that its owner participates in the capital with the nominal value indicated on it.
(2) A joint stock company may not issue shares of different nominal values.
(3) (...).’

en

‘Art. 181. (1) A stock entitles its holder to a single vote in the general meeting of stockholders, to a dividend and to a share in the assets in case of liquidation in proportion to the nominal value of the stock.

² ‘De techniek achter loyaliteitsaandelen naar Belgisch (verdubbeling stemrecht) verschilt van deze naar Nederlands recht (verdubbeling aantal aandelen)’, aldus [Over meervoudig stemrecht, loyaliteitsstemrecht, levenscycli en horizonbepalingen. Rechtseconomische en rechtsvergelijkende beschouwingen - KU Leuven \(libis.be\)](#), par. 2.3, voetnoot 29.

³ Deze wet is te raadplegen op [Commercial act - Bulgarian commercial law \(bulgaria-commercial-law.bg\)](#).

(2) Where a company issues stocks with special rights this must be indicated and provided for in the statutes.

(3) (suppl., SG 84/00) The stocks providing equal rights form a separate class. The restriction of the rights of individual stockholders of one class shall be prohibited.’

en

‘Art. 182. (1) (Suppl., SG, No 103 1993) Preferred stocks may provide a guaranteed or additional dividend or share in the company's assets in case of liquidation, as well as other rights provided for in this Act or the statutes. The statutes may provide that preferred shares have no voting rights, which must be indicated on the stock itself.

(2) Preferred shares without voting rights shall be included in the nominal value of the capital.

(3) (New - SG No 63/1995) It shall not be allowed more than 1/2 of the stocks to be without voting rights.

(...).’

Daaruit volgt dat het Bulgaarse recht toelaat het statutair hebben van meerdere klassen aandelen – met dezelfde nominale waarde – waaraan verschillende rechten zijn verbonden.⁴ Wat die ‘special rights’ kunnen inhouden, is niet geheel duidelijk. Afgevraagd kan worden of die extra stemrecht kunnen inhouden, gelet op het wettelijke uitgangspunt van *one share, one vote* (art. 181, eerste lid, eerste zinsnede). Qua dividend lijkt meer mogelijk, omdat in art. 181, eerste lid, tweede zinsnede slechts wordt gesproken van een recht ‘to a dividend’. In dat verband kan ook genoemd worden de mogelijkheid tot uitgifte van preferente aandelen. Art. 182, eerste lid, eerste volzin bepaalt immers dat dergelijke aandelen ‘may provide (...) additional dividend (...), as well as other rights provided for in this Act or the statutes’.

3.3 Cyprus

Dit land heeft de Companies Law (Chapter 113).⁵ Daarin staat geen (verbod op een) loyaliteitsregeling. Wel bepaalt die wet, voor zover hier van belang, het volgende:

‘59A. (1) Where this Law provides for a decision by shareholders of the company to change the amount or classes of the share capital or the rights attached to any class of shares, the following rules shall apply:

(a) When the capital of the company is divided into several classes of shares, (...).’

en

‘60B. (1) When increasing the share capital of a public company by cash contributions, the shares must preferably be offered to the existing shareholders, depending on the percentage of the capital represented by their shares:

(...)

⁴ Zie in dit verband ook [Joint stock company in Bulgaria - Bulgarian commercial law \(bulgaria-commercial-law.bg\)](http://bulgaria-commercial-law.bg), alwaar wij lezen: ‘According to Article 181 (3) sentence 2 all stockholders of the same stock class must be treated equally; on the contrary, the stockholders of different classes may be entitled to different rights.’

⁵ Te raadplegen op [The Companies Law - CAP.113 \(cylaw.org\)](http://cylaw.org).

(3) Where the company has several classes of shares in which the voting rights or the right to participate in distributions within the meaning of Section 169A and/or in the distribution of assets in the event of liquidation are different from each other, (...).
(...)'

en

'61.-(1) If a company with share capital has-
(...)

(g) convert any shares belonging to a certain class of shares into another class of shares, whether such conversion is made by resolution or automatically on the basis of the terms of issue of the shares concerned;'

en

'69A. Shareholders of a public company who hold shares of the same class are treated equally by the company. Contrary provisions in the memorandum or articles of association or decisions of a general meeting are null and void.'

en

'Rights of holders of special classes of shares

70.-(1) If, in the case of a company whose share capital is divided into several classes of shares, provision is made by the memorandum or articles of association for the authorization to change the rights attached to any class of shares of the company, subject to the consent of any certain proportion of the holders of the issued shares of that class; or the ratification of the resolution to be taken at a separate meeting of the holders of those shares, and in accordance with the aforesaid provision the rights attached to any such class of shares shall change at any time, the holders of no less than a total of fifteen per cent of the issued shares of that class of persons who did not consent or voted in favour of the decision to change, may apply to the Court for annulment of the change and, where such an application is made, the change shall not be valid unless and until it has been confirmed by the Court.'

en

'128.-(1) Subject to the provisions of subsection (2) The following provisions shall apply to the extent that there is no other provision for them in the articles of association of the company:

(...)

(e) in the case of a company which originally had a share capital, each member shall have one vote in respect of each share or for every ten pounds of capital held by it, and in any other case each member shall have one vote.'

Verder kan gewezen worden op de bij deze wet behorende tabel A (de statuten⁶ mogen alle of een deel van de daarin opgenomen (model)bepalingen bevatten; zie art. 10, eerste lid,)⁷ waarin, voor zover hier van belang, het volgende staat:

‘Share Capital and Change of Rights

2. Without affecting any special rights already granted to the holders of any existing shares or share class, each share of the Company may be issued with such pre-emptive, deferred or other special rights or with such restrictions, relating either to the dividend, the right to vote, the return of capital or otherwise, which the company may determine from time to time by an ordinary resolution.’

Hieruit kan worden opgemaakt dat naar het recht van Cyprus het mogelijk is verschillende aandelenklassen te creëren en dat het stemrecht verbonden aan, alsook het dividend op, de aandelen behorend tot de ene klasse kan verschillen van dat van de andere klasse. Het uitgangspunt is *one share, one vote*, maar in art. 128, eerste lid, staat ‘to the extent that there is no other provision for them in the articles of association of the company’. Hoewel zo een-twee-drie geen zekerheid is verkregen dat daaronder ook aandelen met meervoudig stemrecht vallen, wordt hier, op basis van de bovengenoemde citaten, verondersteld dat zulks kan. Hetzelfde geldt voor stemrechtloze aandelen.

3.4 Denemarken

Hoewel in Denemarken een aandeel dat, afhankelijk van de houdperiode van de eigenaar, zijn stemrechten verhoogt (zulk een aandeel wordt een ‘loyalty share’ genoemd), wettig is, is het ‘practically unheard of’, terwijl meervoudig stemrecht toegekend aan een bepaalde klasse aandelen ‘unbiquitous’ is.⁸ Desondanks kent Denemarken geen wettelijk geregelde loyaliteitsregeling.

Het relevante recht aldaar ligt in de Companies Act.⁹ Daarin staat onder meer het volgende:

‘45 In limited liability companies [i.e. public en private limited companies; zie art. 1, eerste lid, en art. 5, eerste en tweede lid], all shares carry equal rights. However, the articles of association of a company may provide that the company must have different share classes, in which case the articles must specify the different characteristics and size of each class.’

en

⁶ Van zowel een public company als een private company; zie [cypruschapter_2016_final.pdf \(pavlaw.com\)](#), p. 1.

⁷ Zie voor die tabel [The Companies Law - CHAPTER 113 - FIRST ANNEX \(cylaw.org\)](#).

⁸ [Company Law and Economic Protectionism: New Challenges to European Integration - Wolf-Georg W. Ringe - Google Boeken](#), p. 180.

⁹ Te raadplegen op [Microsoft Word - SL engelsk version 06122010.DOC \(danishbusinessauthority.dk\)](#). Zie voor de laatste wijzigingen van deze wet [New bill to amend the Danish Companies' Act, the Danish Financial Statements Act etc sent out for consultation \(plesner.com\)](#). Die zijn hier echter niet van belang.

‘46(1) All shares carry voting rights. However, the articles of association of a limited liability company may provide that certain shares carry no voting rights, and that the voting power of certain shares differs from that of the other shares.’

Naar Deens recht kunnen er *dual class*-aandelen worden gecreëerd, zowel *high/low voting*-aandelen als aandelen zonder stemrecht en aandelen met één stem per aandeel.¹⁰ Qua dividend kan er eveneens worden gedifferentieerd.¹¹

3.5 Duitsland

De relevante Duitse wet is de Stock Corporation Act.¹² Die bevat echter geen (verbod op een) wettelijke loyaliteitsregeling. Gesteld kan worden de vraag of het Duitse recht daar desondanks een opening toe biedt.

Er kunnen in Duitsland verschillende aandelenklassen worden gecreëerd; men zie art. 11, waarin het volgende staat:

‘The shares of stock may confer different rights, namely as concerns the distribution of profits and the company’s assets. Shares of stock having the same rights shall form a class of stock.’

Maar art. 12 bepaalt:

‘(1) Each share of stock shall confer the right to vote. According to the regulations of the present Act, preferential stock may be issued as shares of stock without a voting right.

(2) Multiple voting rights are impermissible.’

Aandelen met meervoudig stemrecht zijn dus niet toegestaan. Er kunnen dus geen *dual class*-aandelenstructuren met *high/low voting*-aandelen worden opgetuigd. Wel kan worden gewerkt met *preferential stock* zonder stemrecht (zie art. 139, eerste lid), tot maximaal 50% van het aandelenkapitaal (art. 139, tweede lid), en gewone aandelen met één stem per aandeel.¹³

3.6 Estland

De Commercial Code¹⁴ van Estland kent geen (verbod op een) loyaliteitsregeling.

¹⁰ Zie [Corporate-Governance-Factbook.pdf \(oecd.org\)](#), p. 97; [The-Nordic-Corporate-Governance-Model.pdf \(corporategovernance.dk\)](#), p. 53, 126 en 136. De nominale waarde van de verschillende aandelen hoeft niet verschillend te zijn, zodat aandeel A met 1 stemrecht en aandeel B met 2 stemrechten dezelfde nominale waarde van bijv. 10 DKK kunnen hebben.

¹¹ Steun voor dat laatste kan mede worden gevonden in [Shareholders' Rights in Private and Public Companies in Denmark: Overview | Practical Law \(thomsonreuters.com\)](#), alwaar staat dat het recht op dividend kan worden beperkt of uitgesloten in een bepaalde aandelenklasse.

¹² Te vinden op [Stock Corporation Act \(gesetz-im-internet.de\)](#).

¹³ Het verbod (als bedoeld in art. 12, tweede lid) heeft tot gevolg dat *dual class*-aandelenstructuren naar Duits recht met name bestaan uit een combinatie van gewone en stemrechtloze preferente aandelen (*Vorzugsaktien*); zie T.A. Keijzer, ‘Dual-class-aandelenstructuren’, *Ondernemingsrecht* 2021/46, par. 4.3.

¹⁴ Te vinden op [Commercial Code–Riigi Teataja](#).

Deel 7 ervan (art. 221 e.v.) ziet op de *public limited company*. Daarin staat, voor zover hier van belang, het volgende:

‘§ 226. Rights attaching to share

A share shall grant the shareholder the right to participate in the general meeting of shareholders and in the distribution of profits and, upon dissolution, of the remaining assets of the public limited company, as well as other rights provided by law or prescribed by the articles of association.’

en

‘§ 235. Classes of shares

(1) Rights attaching to shares may be different in the case of distribution of profit according to the articles of association and in the event of division of remaining assets upon liquidation of the public limited company. Shares with the same rights form a class of shares.’

en

‘§ 236. Right to vote

(1) Each share shall grant a separate vote unless otherwise provided by law.
(2) Shares with equal nominal values shall grant an equal number of votes. If the public limited company has shares with different nominal values, the difference in votes granted by them shall correspond to the difference in nominal values.
(3) Shares without nominal value shall grant an equal number of votes.’

en

§ 244. Articles of association

‘(1) The articles of association of a public limited company shall set out:
(...)
5) upon issue of more than one class of shares, the denotation of the different classes of the shares and the rights attaching to the shares, and, in case of the shares with nominal value, the nominal value of each class of the shares;’

en

‘§ 272. Equality of shareholders

The shareholders shall be treated equally under equal circumstances.’

en

‘§ 276. Payment to shareholders

(...)

(2) A shareholder shall be paid a share of profit (dividend) according to the nominal value or book value of the shareholder's shares. The articles of association may prescribe different rights attaching to different classes of shares with regard to distribution of profit.'

Hieruit kan het volgende worden opgemaakt. Er kunnen in de statuten verschillende klassen aandelen worden gemaakt. De aandelen daarvan kunnen verschillende nominale waarden hebben. Het daaraan verbonden stemrecht verhoudt zich evenredig tot de nominale waarde van de aandelen. *Dual class*-structuren met *high/low voting*-aandelen kunnen aldus worden gecreëerd.¹⁵ Als dat goed wordt gezien, lijkt de wet alleen preferente stemrechtloze aandelen toe te staan; zie art. 236, eerste lid, juncto art. 237, eerste lid (zie ook lid 3). Er zou dus ook een *dual class*-structuur kunnen worden opgetuigd met zulke aandelen en gewone aandelen die elk recht geven op één stem. Door middel van aandelenklassen kan er ook qua dividend worden gedifferentieerd.

3.7 Finland

De Finse Limited Liability Companies Act¹⁶ kent geen (verbod op een) loyaliteitsregeling als zodanig. Wel bepaalt die wet, voor zover hier van belang, het volgende:

'Chapter 1

Main principles of company operations and application of this Act

(...)

Section 7 Equal treatment

All shares carry the same rights in the company, unless otherwise provided in the Articles of Association. (...).'

en

'Chapter 3

Shares

General provisions

Section 1

Equality of shares and different share classes

¹⁵ Dat deed bijv. het in Estland opgerichte Wise; zie [Estonia's third unicorn, Wise went public on the London Stock Exchange — Invest in Estonia](#). Aldaar lezen wij: 'Wise used a dual class share structure meaning the general public will be able to buy shares with little to no voting rights. This allows the founders and early investors such as [Peter Thiel's Valar Ventures](#) and [Richard Branson](#) to retain voting rights.'

¹⁶ Te raadplegen op [en20060624.pdf \(finlex.fi\)](#).

All shares carry equal rights in the company. However, it may be provided in the Articles of Association that the company has or may have shares that differ from each other as regards the rights or obligations they carry. In this event, the Articles of Association shall indicate how the shares are different.

Shares belong to different classes where they:

- 1) differ from each other as regards the voting rights they carry or the rights that they carry in the distribution of the assets of the company; or
- 2) are otherwise designated in the Articles of Association as belonging to different classes.

Provisions may be included in the Articles of Association on the conditions and procedures under which shares can be converted from one class to another (conversion clause). The conversion shall be notified for registration without delay. The conversion shall take effect upon registration.

(...)

Voting rights

Section 3

Voting rights carried by shares

One share carries one vote in all matters dealt with by the General Meeting. However, it may be provided in the Articles of Association that different shares carry different voting rights. It may also be provided in the Articles of Association that a share carries no voting rights or that a share does not carry a vote in given matters dealt with by the General Meeting. For each of the matters dealt with by the General Meeting, such a provision shall concern only a part of the shares in the company.

Section 4

Non-voting shares

Unless otherwise provided in the Articles of Association:

- 1) a share referred to in section 3, subsection 2 carries all shareholder rights except voting rights;

(...)

Accountable par and nominal value of a share

Section 5

Accountable par and nominal value

(...)

It may be provided in the Articles of Association that the shares of the company have a nominal value. In this event, all shares in the company shall have the same nominal value.’

Naar Fins recht is er dus veel vrijheid om in de statuten van deze wet af te wijken. Zo kunnen daarin meerdere klassen aandelen worden gecreëerd – als de aandelen een nominale waarde hebben, dan is die voor álle aandelen(klassen) gelijk – waaraan verschillende rechten zijn verbonden. Er kan niet alleen gedifferentieerd worden qua stemrecht, maar ook qua financiële rechten, zoals het recht op dividend.¹⁷ Finland kent niet het stelsel van evenredig stemrecht. Stemrechtloze aandelen zijn ook mogelijk. Hoewel in de praktijk de meeste beursvennootschappen het *one share, one vote*-uitgangspunt volgen, is een *dual class*-structuur met *high/low voting*-aandelen mogelijk.¹⁸ Overigens zou er een conversieclausule in de statuten kunnen worden opgenomen, met daarin bepalingen over de voorwaarden en procedures waaronder aandelen van de ene klasse kunnen worden geconverteerd in aandelen van de andere klasse.

3.8 Frankrijk

De France Code de commerce¹⁹ kent twee loyaliteitsregelingen. De eerste is opgenomen in art. L225-123 en art. L225-124. Daarin staat het volgende:

‘Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, peut être attribué, par les statuts à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.

En outre, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, le droit de vote double peut être conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.’

resp.

‘Toute action convertie au porteur ou transférée en propriété perd le droit de vote double attribué en application des articles L. 225-123 et L. 22-10-46. Néanmoins, le transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas le délai mentionné au premier alinéa de l'article L. 225-123 et à l'article L. 22-10-46. Il en est de même, sauf stipulation contraire des

¹⁷ Zie [The-Nordic-Corporate-Governance-Model.pdf \(corporategovernance.dk\)](#), p. 180; [Microsoft Word - PADOCS01-#339938-v8-EC_Study - Master Commission 2.DOC \(ecgi.global\)](#), p. 194.

¹⁸ *Ibid.* en [Corporate-Governance-Factbook.pdf \(oecd.org\)](#), p. 97.

¹⁹ Te raadplegen op [Code de commerce - Légifrance \(legifrance.gouv.fr\)](#).

statuts, en cas de transfert par suite d'une fusion ou d'une scission d'une société actionnaire.

La fusion ou la scission de la société est sans effet sur le droit de vote double qui peut être exercé au sein de la ou des sociétés bénéficiaires, si celles-ci en bénéficient.

Les droits de vote double dans des sociétés tierces dont bénéficie la société absorbée ou la société scindée sont maintenus, en cas de fusion ou de scission, au profit de la société absorbante ou de la société bénéficiaire de la scission ou, selon le cas, au profit de la société nouvelle résultant de l'opération de fusion ou de scission.'

Dit is een loyaliteitsstemrechtregeling voor een *société anonyme*. Deze houdt, kort gezegd, in dat een verdubbeling van het stemrecht (blijkens art. L225-122 is het uitgangspunt *one share, one vote*, waardoor het zou gaan om twee stemrechten) statutair – vanaf een registratie van ten minste twee jaar op naam van dezelfde aandeelhouder – aan alle volgestorte aandelen kan worden toegekend. Soort aandelen hoeven daar niet voor, zo lijkt, te worden gecreëerd.

De tweede loyaliteitsregeling is opgenomen in art. L232-14 en luidt aldus:

'Une majoration de dividendes dans la limite de 10 % peut être attribuée par des statuts à tout actionnaire qui justifie, à la clôture de l'exercice, d'une inscription nominative depuis deux ans au moins et du maintien de celle-ci à la date de mise en paiement du dividende. Son taux est fixé par l'assemblée générale extraordinaire. Dans les sociétés dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé, le nombre de titres éligibles à cette majoration de dividendes ne peut excéder, pour un même actionnaire, 0,5 % du capital de la société. La même majoration peut être attribuée, dans les mêmes conditions en cas de distribution d'actions gratuites.

Cette majoration ne peut être attribuée avant la clôture du deuxième exercice suivant la modification des statuts.'

Dit is een loyaliteitsdividendregeling. Deze houdt, kort gezegd, in dat bij statuten (van o.a. een *société anonyme*) kan worden bepaald dat een verhoging van het dividend tot maximaal 10% kan worden toegekend aan elke aandeelhouder die aan het einde van het boekjaar een registratie op naam heeft vanaf ten minste twee jaar en die handhaaft tot de datum der uitbetaling van het dividend. In geval van een beursvennootschap mag het aantal aandelen dat voor deze dividendverhoging in aanmerking komt, voor dezelfde aandeelhouder niet meer bedragen dan 0,5% van het kapitaal van de vennootschap. Er wordt niet gesproken van het creëren van soort aandelen.

3.9 Griekenland

In Law 2190/1920 on limited companies²⁰ is geen (verbod op een) loyaliteitsregeling opgenomen. Wel kan worden gewezen op art. 30, waarin staat:

²⁰ Alleen op deze site is een versie, met vertaaldienst, gevonden: [WIPO Lex](#).

‘1. Every share provides the right to vote. Always the rights of the shareholders, subject to the provisions of article 3 hereof, are compulsorily proportional to the percentage of the capital represented by the share.

2. The company ensures the equal treatment of all shareholders who are in the same position.’

Grieks recht kent de mogelijkheid tot de creatie van verschillende soorten aandelen. Gewezen kan bijvoorbeeld worden op art. 2, eerste lid, onderdeel e, waarin staat:

‘1. The Articles of Association of the joint - stock company must contain provisions:

(...)

e. For the type of shares, as well as for their number, nominal value and issue’

Duidelijker is art. 27, derde lid, onderdeel b, waarin staat:

‘3. In the case of companies with shares listed on a stock exchange, from the day of publication of the invitation to convene a general meeting until the day of the general meeting, at least the following information shall be posted on the company's website:

(...)

b) the total number of shares and voting rights existing on the date of the invitation, including separate totals per class of shares, if the company's capital is divided into several classes of shares;’

Verder kan genoemd worden art. 3, vierde lid, waarin het volgende staat:

‘Preference shares may be issued without voting rights or with voting rights limited to certain issues, in accordance with the provisions of the articles of association.’

Onder Grieks recht kan, bijvoorbeeld, een *dual class*-structuur worden opgetuigd met preferente aandelen zonder stemrecht en gewone aandelen met één stem per aandeel. Het lijkt erop dat aandelen met meervoudig stemrecht niet toegestaan zijn.²¹ Hoewel het bepaalde in art. 30, eerste lid, tweede volzin, wellicht zou kunnen doen vermoeden dat gewerkt kan worden met aandelen met verschillende nominale waardes en aldus qua stemrecht kan worden gedifferentieerd, moet onder de nieuwe ‘Law 4548/2018 (Official Government Gazette Bulletin A’ 104/13.06.2018) “Reform of the Law on Sociétés Anonymes” – deze wet, die zo een-twee-drie niet is aangetroffen op een website, maar geen bepalingen lijkt te bevatten die hier van belang zijn, vervangt de Law 2190/1920 – de nominale van alle uitgegeven aandelen gelijk zijn.²²

²¹ Zie [Corporate-Governance-Factbook.pdf \(oecd.org\)](#), p. 97, alwaar onder ‘Multiple voting rights’ staat ‘Not allowed’; [Shareholders' rights in private and public companies in Greece: overview | Practical Law \(thomsonreuters.com\)](#), onder vraag 11: ‘One (voting) share is equal to one vote and therefore voting rights are always *proportionate to the stock held* [curs. toev.]’

²² Zie [legal-flash law-44548-2018 \(en\).pdf \(pwc.com\)](#), p. 2, onder E, derde bolletje. Zie, naast dat stuk, eveneens over die nieuwe wet [cpa_newsflash_v45482018_18-6-2018-en.pdf \(cpalaw.gr\)](#).

3.10 Hongarije

In Hongarije ligt het hier relevante recht in Act V of 2013 on the Civil Code,²³ en wel in Boek 3 daarvan. Een (verbod op een) loyaliteitsregeling is niet aangetroffen Wel werd gestuit op:

‘Section 3:228 [*Types, classes and series of shares*]

(1) Companies limited by shares may issue

- a) ordinary shares;
- b) preference shares;
- c) employee shares;
- d) interest-bearing shares;
- e) redeemable shares.

(2) Within preference shares, shares may be divided into different classes of shares according to the preferential rights of shareholders, and shares representing different membership rights may be issued within the same class of shares.

(3) Within the same category or class of shares, several series of shares may be issued.

(...)

Section 3:230 [*Preference shares*]

(1) The articles of association of a company limited by shares may, by determining its conditions, provide for the issue of shares granting certain advantages to their holders compared to other types of shares.

(2) Within the category of preference shares, the articles of association may specify classes of shares that grant

- a) current dividend preference;
- b) priority to receive a portion of the assets to be distributed upon the termination without succession of the company limited by shares;
- c) priority related to voting rights;
- d) priority in appointing executive officers or supervisory board members;
- e) right of pre-emption; and
- f) any combination of the preferential rights referred to in points a) to e).

(3) When determining these conditions, the articles of association may, provide for the issue of a series of shares within a class of preference shares which the company shall, at the request of the shareholder, change into shares of another class of preference shares or into ordinary shares, or shares which, at its discretion, the company limited by shares may change into shares of another class of preference shares or for ordinary shares.

Section 3:231 [*Current dividend preference shares*]

(1) Current dividend preference shares shall entitle their holders to benefit to a larger extent than holders of shares of other categories and classes of shares from dividends from the taxed profit which are be distributed among shareholders.

(2) If the voting rights attached to current dividend preference shares are limited or precluded by the articles of association, and the company limited by shares does not pay dividends to holders of current dividend preference shares in a business year, or the

²³ Te raadplegen op [Civil Code of Hungary \(njt.hu\)](http://njt.hu).

dividend paid is less than the one that should have been paid based on the current dividend preference shares, the voting rights attached to current dividend preference shares may be exercised without restriction until the annual accounts for the following business year are approved.

Section 3:232 *[Voting preference shares]*

(1) Holders of voting preference shares may exercise multiple voting rights to an extent specified by the articles of association. The volume of voting rights attached to a single share of a public limited company shall not exceed ten times the voting rights corresponding to the nominal value of the share; any provision of the articles of association to the contrary shall be null and void.

(2) In the case of voting preference shares with a veto right, general meetings shall adopt resolutions by a simple majority vote of holders of such shares attending and being in favour of the resolution at hand or, if there is only one voting preference share, resolutions shall only be adopted if supported by the holder of this share.

(...)

Section 3:240 *[Other share types]*

A company limited by shares may adopt a resolution to issue types or classes of shares other than those specified in this Act if it specifies in the articles of association the content and the extent of membership rights attached to the shares to be issued.

(...)

Section 3:253 *[Equality of shareholders]*

Holders of shares belonging to the same series shall not be discriminated against in connection with the exercise of their shareholder rights

(...)

Section 3:260 *[Voting right]*

(1) Shares shall grant voting rights in proportion to their nominal value. Except for the cases specified in this Act, provisions of the articles of association attaching extra rights to certain shares shall be null and void.

(2) Shareholders shall not exercise their voting rights before they have provided their monetary or in-kind contributions.

(...)

Section 3:262 *[Dividends]*

(1) Shareholders shall be entitled to an available portion of the taxed profit of the company limited by shares which has been ordered by the general meeting to be distributed among shareholders in proportion to the nominal value of their shares. Shareholders shall be entitled to dividends if they are listed in the shareholder register at the date of the general meeting adopting a resolution on the disbursement of dividends. Dividends shall only be paid in a form other than cash if so permitted by the articles of association. Shareholders shall be entitled to receive dividends in proportion to the monetary or in-kind contributions already provided.

(2) When applying the provisions under paragraph (1), the specific rights determined in the articles of association for each class of shares shall be taken into account.’

Onder Hongaars recht kunnen, onder meer, gewone aandelen en preferente aandelen worden uitgegeven. Laatstgenoemde kunnen niet alleen zien op dividend, maar ook op stemrecht. Houders van ‘voting preference shares’ mogen, als bij de statuten te bepalen, per aandeel meerdere stemmen uitbrengen. In geval van een beursvennootschap zit er echter wel een maximum aan de stemrechtomvang: ‘[t]he volume of voting rights attached to a single share of a public limited company shall not exceed ten times the voting rights corresponding to the nominal value of the share’. Daarover staat in de literatuur het volgende:

‘(...) with each share having up to ten times the voting rights of *ordinary shares* [curs. toev.]’²⁴

en

‘(...) in Poland, no preference share shall carry more than five votes, in Hungary – no more than ten votes (...).’²⁵

Daaruit kan worden opgemaakt dat zo’n preferent aandeel hooguit tien stemmen mag hebben, oftewel, uitgaande van een gewoon aandeel met één stem, de stemverhouding maximaal 1:10 mag zijn. Bij de statuten kunnen geen extra stemrechten worden toegekend buiten de gevallen genoemd in de wet.

Qua dividend kunnen er ‘current dividend preference shares’ worden uitgegeven die, onder de voorwaarden als bij de statuten gesteld, recht geven op een groter deel van het dividend. Verder kan genoemd worden dat bij besluit andere – buiten die genoemd in de wet – type of klasse aandelen uitgegeven kunnen worden als het een en ander daarover gespecificeerd is in de statuten.

3.11 Ierland

Ierland heeft de Companies Act 2014.²⁶ Die wet kent geen (verbod op een) loyaliteitsregeling. Wel kan gewezen worden op het volgende:

65. (1) Each provision of this section applies save to the extent that the company's constitution provides otherwise.

(...)

(5) Subject to subsection (6), the holders of stock shall, according to the amount of stock held by them, have the same rights, privileges and advantages in relation to dividends,

²⁴ [Global Venture Capital Transactions: A Practical Approach - Beat Brechbühl, Robert J. Wooder - Google Boeken](#), p. 216.

²⁵ [Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy - Peter K. Cornelius - Google Boeken](#), p. 301, onder 10.

²⁶ Te vinden op [Companies Act 2014 \(irishstatutebook.ie\)](#).

voting at meetings of the company and other matters as if they held the shares from which the stock arose.

6) No such right, privilege or advantage (except participation in the dividends and profits of the company and in the assets on winding up) shall be conferred by an amount of stock which would not, if existing in shares, have conferred that right, privilege or advantage.

(...)

66. (1) Shares in the capital of a company shall have a nominal value.

(2) A company may allot shares—

(a) of different nominal values;

(...)

(3) Without prejudice to any special rights previously conferred on the holders of any existing shares or class of shares, any share in a company may be issued with such preferred, deferred or other special rights or such restrictions, whether in regard to dividend, voting, return of capital or otherwise, as the company may from time to time by ordinary resolution determine.

(...)

Votes of members

188. (1) Each provision of this section applies save to the extent that the company's constitution provides otherwise.

(2) Subject to any rights or restrictions for the time being attached to any class or classes of shares, where a matter is being decided—

(...)

(b) on a poll, every member shall, whether present in person or by proxy, have one vote for each share of which he or she is the holder or for each €15 of stock held by him or her, as the case may be.

(...)

Equality of treatment of shareholders

1100. In addition to any provisions of Part 4 imposing requirements on the company in that behalf, a traded PLC shall ensure equal treatment for all members who are in the same position with regard to the exercise of voting rights and participation in a general meeting of the company.'

Hieruit kan worden opgemaakt dat naar Iers recht aandelen(klassen) (met verschillende nominale waardes) kunnen worden gecreëerd (uitgegeven) waaraan verschillende dividend- of

stemrechten zijn verbonden. Daaronder lijken ook te vallen aandelen met meervoudig stemrecht en aandelen zonder stemrecht.²⁷

3.12 IJsland

In de IJslandse Act No. 2/1995 respecting Public Limited Companies²⁸ ligt geen (verbod op een) loyaliteitsregeling. Verder viel op:

‘Art. 9

The founders shall submit proposals for a Company’s Articles of Association.

Articles of Association shall i.a. specify the following items:-

(...)

5. The amount of shares and the shareholders’ voting rights.

(...)

12. Whether special rights shall attach to any shares in the Company.

(...)

(...)

Art. 20

(...)

All shares shall have equal rights in the Company. It may, however, be determined in Articles of Association that shares shall be divided into special classes, i.a. a class having no voting rights. In that case a mention shall be made in Articles of Association of the difference between classes of shares, the amounts of each class and special provisions relating to the right of subscription to new share capital to which shareholders are entitled upon increase of share capital.

(...)

Art. 82

Each share grants the right to vote. It may be decided in Company Articles of Association that increased voting value attach to specific shares and that shares may even be without voting rights.

It may be decided in Company Articles of Association that nobody can on his behalf or that of others control more than a limited share of the aggregate votes in the Company

(...)

²⁷ [Corporate-Governance-Factbook.pdf \(oecd.org\)](#), p. 97. Zie ook [PowerPoint Presentation \(capmktsreg.org\)](#), p. 8, alwaar staat: ‘Some European jurisdictions have adopted a permissive approach to dual class voting structures: (...) Ireland (...) generally allow unequal voting structures.’ (voetnoot verwijderd)

²⁸ Te raadplegen op [Government of Iceland | Company Law](#).

Art. 101

A shareholders' meeting will decide upon the allocation of dividend after a Company's Board of Directors have submitted proposals in that respect. It may not be decided to allocate more dividend than a Company's Board of Directors propose or approve.

Hieruit volgt dat naar IJslands recht (i) alle aandelen gelijke rechten hebben, maar (ii) statutair mag worden bepaald dat aandelen in verschillende klassen worden ingedeeld, (iii) elk aandeel stemrecht heeft, maar (iv) statutair mag worden bepaald dat (a) bepaalde aandelen, zo worden verstaan de woorden 'increased voting value', meervoudig stemrecht hebben, (b) aandelen geen stemrecht hebben of (c) niemand meer dan een beperkt deel van de totale stemmen kan hebben, en (v) de aandeelhoudersvergadering beslist over de toekenning van dividend nadat het bestuur voorstellen dienaangaande heeft gedaan.

3.13 Italië

In Legislative Decree No. 58 of 24 February 1998 Consolidated Law on Finance pursuant to Articles 8 and 21 of Law no. 52 of 6 February 1996, als laatstelijk gewijzigd bij de Italian Law no. 91 of 15.7.2022,²⁹ staan twee loyaliteitsregelingen, beide voor Italiaanse vennootschappen waarvan aandelen zijn toegelaten tot een gereguleerde markt in Italië of andere EU-landen (zie art. 119). De eerste regeling is opgenomen in art. 127-quater en luidt als volgt:

‘1. As an exception to paragraph 1 of article 2350 of the Italian Civil Code, the Articles of Association may order that each share held by the same shareholder for a continuous period indicated in the article, in any case of no less than one year or the lesser period running between two consecutive payment dates of the annual dividend, shall assign the right to an increase of no more than 10 percent of the dividend distributed to the other shares. The Articles of Association may envisage other conditions for granting such a benefit. The benefit may also be extended to shares allocated pursuant to Article 2442 of the Civil Code to a shareholder with right to the increase as indicated in paragraph 1.

2. Should the same party, during the maturation of the period indicated in paragraph 1, have directly or indirectly through trustees, subsidiaries or third party, have held an investment in excess of 0.5 percent of the company capital, or lesser percentage specified by the Articles of Association, the majority may only be assigned for shares in total representing this maximum stake. The majority cannot be assigned to shares held by those who, during said period, even temporarily exercised a dominant, individual or jointly with other shareholders by means of a shareholders' agreement as envisaged by article 122, or significant influence over the company. In any event, the increase may not be granted on shares which during the period indicated in paragraph 1 were continuously or temporarily assigned to a shareholders' agreement as envisaged in Article 122 and in the same period, or part of that period, formed part of a total shareholding exceeding that indicated in Article 106, paragraph 1.

²⁹ Zie [Laws and regulations \(consob.it\)](https://www.consob.it).

3. Disposal of the share, against payment or free of charge, shall result in loss of the benefits envisaged in paragraph 1. Such benefits are retained in the event of universal succession, and in the event of merger or spin-off of the owner of the shares. In the event of merger or spin-off of the company issuing the shares indicated in paragraph 1, the benefits shall be transferred to shares issued by the resulting companies, without prejudice to the application of paragraph 2 in reference to such companies.

4. Shares on which the benefits indicated in paragraph 1 are granted shall not constitute a special category of shares pursuant to Article 2348 of the Civil Code.

4-bis. those who have obtained assignment of the majority declare, at the request of the company, that there is no reason for hindrance established by paragraph 2 and show the certificates envisaged by article 83-quinquies certifying the duration the shares have been held for which benefits are requested and the certification relative to the existence of any additional conditions to which the Articles of Association subject assignment of the benefit.

4-ter. The resolution to amend the Articles of Association as envisaged by paragraph 1 does not assign the right to withdrawal in accordance with article 2437 of the Italian Civil Code.’ (voetnoten verwijderd)

Dit betreft een loyaliteitsdividendregeling. Deze houdt, kort gezegd, in dat de statuten kunnen bepalen dat elk aandeel dat door dezelfde aandeelhouder gedurende een daarin opgenomen ononderbroken periode, die in elk geval niet korter is dan één jaar of de kortere periode lopend tussen twee opeenvolgende betaaldaten van het jaarlijkse dividend, wordt gehouden, recht geeft op een verhoging van niet meer dan 10% van het uitgekeerde dividend op de andere aandelen. De statuten kunnen voorzien in andere voorwaarden voor de toekenning van zulk een voordeel. Ingeval de vorenbedoelde aandeelhouder in de vorenbedoelde periode (in)direct een aandelenbelang heeft van meer dan 0,5%, of zoveel minder als de statuten bepalen, van het kapitaal van de vennootschap, dan kan het extra dividend alleen worden toegekend aan aandelen waarvan het totaal dat maximale belang vertegenwoordigt. Vervreemding van het aandeel, tegen betaling of om niet, resulteert in verlies van de (dividend)voordelen als hiervoor bedoeld. De aandelen waaraan rechten als hier bedoeld worden toegekend vormen geen speciale aandelen categorie in de zin van art. 2348 van de Italiaanse Civil Code.³⁰

De tweede (loyaliteits)regeling is opgenomen in art. 127-quinquies en luidt aldus:

‘1. The articles of association may specify that increased voting rights may be attributed, up to a maximum of two votes, for each share belonging to the same subject for an uninterrupted period of no less than twenty-four months starting from the date of registration contemplated by paragraph 2. In such a case, the articles of association may also contemplate that the subject holding the voting right may irrevocably renounce, all or part, the increased votes.

2. The articles of association establish the methods for the attribution of the increased vote and for checking the relative conditions, contemplating, in any case, a specific list.

³⁰ De Italiaanse Civil Code staat hier: <http://extwprlegs1.fao.org/docs/pdf/ita197336.pdf>.

CONSOB establishes with its own regulation the implementation provisions of this article in order to ensure the transparency of the ownership structures and observance of the provisions of Title II, Chapter II, Section II. Without prejudice to the communication obligations borne by the holders of relevant stakes.

3. The transfer of shares for a consideration or free of charge, or the direct or indirect sale of the majority interest of a company or body whose voting right has increased to above the threshold contemplated by Article 120, section 2, involves the loss of the increased voting right. Unless otherwise laid down by the articles of association, the increased voting right:

a) is maintained in the case of succession pursuant to death, as well as in the case of the merger or spin-off of the shares;

b) extends to the newly issued shares in the case of a capital increase pursuant to Article 2442 of the Italian Civil Code.

4. The merger or spin-off project of a company whose articles of association rule that an increase in voting rights can contemplate that the increased voting right is also due to the entitled shares in lieu of those to which the increased vote is attributed. The articles of association may also rule that the increased voting right is extended proportionately to the shares issued in execution of a capital increase by means of new contributions.

5. The shares to which the benefit contemplated by paragraph 1 is applied do not represent a special category of shares pursuant to Article 2348 of the Italian Civil Code.

6. The resolution to amend the articles of association in order to contemplate increased voting does not recognise the withdrawal right as envisaged by Article 2437 of the Italian Civil Code.

7. If the resolution to amend the articles of association referred to in paragraph 6 is adopted during the procedure for the listing on a regulated market of the shares of a company not resulting from a merger involving a listed company, the relative clause can envisage that, for the purposes of the uninterrupted possession contemplated by paragraph 1, it is also necessary to count the possession prior to the date of registration on the list contemplated by paragraph 2.

8. Unless otherwise ruled by the articles of association, the vote increase is also calculated to determine the quorum for the constitution of the shareholders' meeting and for resolutions which regard the share capital quotas. The increase does not affect rights, other than voting rights, due pursuant to the possession of certain capital quotas.'

Dit betreft een loyaliteitsstemrechtregeling. Deze houdt, kort gezegd, in dat statutair bepaald mag worden dat een verhoogd stemrecht – van maximaal twee stemmen (vgl. art. 2351 van de Italiaanse Civil Code, waaruit het uitgangspunt van *one share, one vote* volgt en waarin het een en ander over meervoudig stemrecht is geregeld) – mag worden toegekend aan elk aandeel dat toebehoort aan hetzelfde subject voor een ononderbroken periode van niet minder dan vierentwintig maanden beginnend van de registratiedatum. Voorts bepalen de statuten de

methoden voor de toekenning daarvan en voor het controleren van de voorwaarden, waarbij in ieder geval gedacht wordt aan een specifieke lijst. Overdracht van aandelen, tegen betaling of om niet, brengt het verlies van het verhoogde stemrecht mee. De hier bedoelde aandelen vormen geen specifieke aandelencategorie in de zin van art. 2348 van de Italiaanse Civil Code.

Ten overvloede wordt nog wat opgemerkt over art. 127-sexies. Daarin is bepaald dat, in afwijking van art. 2351, vierde lid, van de Italiaanse Civil Code, waarin is bepaald dat de statuten kunnen voorzien in de creatie van aandelen met meervoudig stemrecht en dergelijke aandelen maximaal drie stemmen kunnen hebben, de statuten niet kunnen voorzien in de uitgifte van aandelen met meervoudig stemrecht. Echter, indien zulke aandelen zijn uitgegeven vóór de start van de handel op een gereguleerde markt, behouden zij hun kenmerken en rechten.

3.14 Letland

Commercial Law is de naam van de relevante wet in Letland.³¹ *Division XI* ziet op de ‘capital company’. Uit art. 134, eerste, tweede en vierde lid, volgt dat zulks een ‘stock company’ kan zijn en dat een ‘public company’ is ‘the shares (stock) of which may be publicly tradable objects’. Bepalingen over de *stock company* staan in *division XIII* (art. 225 e.v.). Een (verbod op een) loyaliteitsregeling is er niet in opgenomen. Wel staat erin, voor zover hier van belang, het volgende:

‘Section 161. Dividends

- (1) Dividends shall be determined by a decision of shareholders.
- (2) Dividends shall be paid to the shareholders in proportion to the total of the nominal value of the shares owned by them.
- (...)
- (7) A decision of the shareholders of the company that the dividends, even temporarily, are left at the disposal of the company is void.

(...)

Section 226. Stock and the Legal Relations Associated with It

- (1) Stocks are securities, which certify the stockholder's participation in the equity capital of the company and gives them the right, in conformity with the relevant category of stock, to take part in the administration of the company, to receive dividends and, in the case of the liquidation of the company, a liquidation quota.
- (...)

Section 227. Categories of Stock

- (1) Different rights may be fixed in stock in respect to:

- 1) receiving dividends;
- 2) receiving a liquidation quota;

³¹ <https://likumi.lv/ta/en/en/id/5490>.

3) voting rights at a meeting of stockholders.

(2) Stock in which an equal amount of rights are fixed is stock of one category. If the company has several categories of stock, each category of stock shall be given a different designation.

(...)

Section 279. Voting Rights of Stockholders

(1) Each minimum nominal value stock with voting rights gives the right to one vote at a meeting of stockholders. A stockholder has voting rights in conformity with the total of the nominal values of the stock with voting rights belonging to them.

(...)

Section 280. Restrictions on Voting Rights

(1) It may be provided for in the articles of association that only a certain amount of the nominal value of stock gives a right to one vote, if such provisions in the articles of association were in effect prior to the issuance of the stock.’ (voetnoot verwijderd)

Er kunnen dus (in de statuten)³² verschillende categorieën aandelen zijn waaraan verschillende rechten zijn verbonden. Vraag is of daarmee kan worden afgeweken van het uitgangspunt van *one share, one vote* als bedoeld in art. 279, eerste lid, eerste volzin. Dat hangt ervan af hoe art. 227, eerste lid, onderdeel 3, moet worden uitgelegd en/of hoe dat artikel zich verhoudt tot het voornoemde artikel. Een aanwijzing die erop zou kunnen duiden dat er geen aandelen met meervoudig stemrecht kunnen worden uitgegeven ligt in art. 211, eerste lid. Daarin is met betrekking tot het stemrecht van aandeelhouders van een *limited liability company* (i.e. ‘a private company, the shares of which are not publicly tradable objects’; zie art. 134, derde lid) namelijk bepaald dat:

‘[e]ach fully paid-up share shall give a shareholder only one vote, *if the articles of association do not specify otherwise* [curs. toev.]’.

Zulk een zinsnede komt evenwel niet voor in de evenknie als bedoeld in art. 279, eerste lid. Aanwijzing dat aandelen met meervoudig stemrecht wel, via het werken met verschillende aandelenklassen, kunnen worden uitgegeven ligt hierin:

‘The general rule is that one share gives one vote. *However* [curs. toev.], it is possible to have different share categories both for private and public limited liability companies that offer different rights for the different categories of shares. These can be established in the articles.’³³

³² Zie [Joint Ventures in Latvia: Overview | Practical Law \(thomsonreuters.com\)](#), onder vraag 16.

³³ *Ibid.*

In een OECD-onderzoek wordt daarentegen onder ‘Multiple voting rights’ geschreven ‘Not allowed’.³⁴ Alles afwegend, wordt het er hier vooralsnog voor gehouden dat er geen aandelen met meervoudig stemrecht kunnen worden uitgegeven.

Overigens kan nog gewezen worden op art. 231 en 232 over preferente aandelen, waaraan met betrekking tot dividend ‘special rights’ zijn verbonden, maar zonder stemrecht.

3.15 Litouwen

De Litouwse Law on Companies³⁵ is hier relevant. Een (verbod op een) loyaliteitsregeling komt er niet in voor. Wel staat erin, voor zover hier van belang, het volgende:

‘Article 3. Shareholders

(...)

2. Each shareholder shall have such rights in a company as are incidental to the shares in the company owned by him. Under identical circumstances, all shareholders of the same class shall have equal rights and duties.

(...)

Article 14. Rights and Duties of Shareholders

1. The rights and duties of shareholders shall be established by this Law and other laws of the Republic of Lithuania as well as the articles of association of the company. The property and non-property rights of shareholders established by this Law and other laws may not be subject to any restrictions, except in the cases specified by laws.

(...)

(...)

Article 15. Property Rights of Shareholders

1. The shareholders shall have the following property rights:

1) to receive a portion of the company’s profit (dividend);

(...)

Article 16. Non-Property Rights of Shareholders

1. The shareholders shall have the following non-property rights:

(...)

3) to vote at general meetings of shareholders according to voting rights carried by their shares;

(...)

6) other non-property rights established by this Law and other laws.

2. The articles of association of the company may also establish other non-property rights.

(...)

³⁴ [Corporate-Governance-Factbook.pdf \(oecd.org\)](#), p. 98.

³⁵ Zie [VIII-1835 Republic of Lithuania Law on Companies \(lrs.lt\)](#).

Article 17. Shareholder's Right to Vote

(...)

2. If all voting shares of a company are of equal nominal value, each share shall give one vote at the general meeting of shareholders. If voting shares are of a different nominal value, one share of the smallest nominal value shall give its holder one vote and the number of votes carried by other shares shall be equal to their nominal value divided by the smallest nominal value of a share.

3. The articles of association of a company may lay down that preference shares of certain classes shall not carry voting rights. The holders of the preference shares which do not carry the voting rights shall be given the right to vote in the cases specified in this Law.

(...)

Article 40. Shares

(...)

3. Shares shall be divided into classes according to the rights they grant to their holders.

4. The rights granted by shares of different classes must be indicated in the articles of association of the company. The nominal values and rights granted by all shares of the same class must be equal.

(...)

Article 60. Dividends

1. The dividend shall be a portion of the profit allocated to a shareholder in proportion to the nominal value of the shares owned by him.'

Het Litouwse recht kent aandelenklassen. De rechten die aan aandelen van verschillende klassen worden toegekend, dienen in de statuten te worden vermeld. Het kapitaal van de vennootschap kan in aandelen met hetzij gelijke nominale waarde, hetzij verschillende nominale waardes worden verdeeld. Litouwen kent het stelsel van (volstrekt) evenredig stemrecht: *one share, one vote* en het stemrecht verhoudt zich evenredig tot de nominale waarde. Door middel van de uitgifte van aandelen met verschillende nominale waardes kan een *dual class*-structuur worden gecreëerd waarin er aandelen met één stem per aandeel zijn en aandelen met meervoudig stemrecht. De hogere nominale waarde wordt gedeeld door de laagste nominale waarde om het aantal stemmen per aandeel met meervoudig stemrecht te vinden. Er kunnen ook, naast gewone aandelen die elk recht geven op één stem, preferente aandelen zonder stemrecht worden uitgegeven.

3.16 Luxemburg

Luxemburg heeft de Law of 10 August 1915 on commercial companies.³⁶ Titel IV daarvan heeft betrekking op, onder meer, de société anonyme. Noch daarin, noch daarbuiten is een (verbod op een) loyaliteitsregeling opgenomen.

³⁶ Deze wet staat op [Consolidated Version of the Law of 10th August, 1915 \(elvingerhoss.lu\)](#) en [Commercial Companies Act of 10 August 1915 \(e-nautadutilh.com\)](#).

Het Luxemburgse recht kent (i) aandelen zonder nominale waarde (zie art. 420-14 en 430-1), (ii) aandelenklassen (zie art. 420-15), (iii) aandelen zonder stemrecht (zie art. 430-9) en (iv) het gelijkheidsbeginsel (zie art. 430-15).³⁷ Aparte aandacht wordt gevestigd op art. 450-1, vijfde lid, waarin het volgende staat:

‘Notwithstanding any provision to the contrary in the articles of association, any shareholder may take part in the deliberations with as many votes as he possesses shares, without limit. Where the shares are of unequal value or their value is not stated and unless otherwise provided in the articles of association, each of them *ipso iure* confers a number of votes proportional to the portion of the capital that it represents by counting as one vote the share representing the lowest portion; no account is taken of fractions of votes, except in the case provided for in article 450-4.’³⁸

Daarin lijkt een evenredig stemrechtstelsel besloten te liggen, waarvan bij statuten kan worden afgeweken. Gedacht kan worden aan deze *dual class*-structuren: aandelen zonder stemrecht en aandelen met één stem per aandeel of aandelen met meervoudig stemrecht en aandelen met één stem per aandeel.

Een (aparte) bepaling over het dividend (los van interimdividend) is niet aangetroffen.

3.17 Malta

Malta heeft de Companies Act (Chapter 386).³⁹ Part V (art. 67 e.v.) ziet op de Limited Liability Company. In art. 1 wordt een onderscheid gemaakt tussen een ‘private company’ (zie ook art. 70, tweede lid), als bedoeld in art. 209, en een ‘public company’ (zie ook art. 70, eerste lid), i.e. ‘a company which is not a private company’.

De Maltese Companies Act bevat geen loyaliteitsregeling (ook geen verbod erop). Wel bestaan aandelenklassen (zie art. 69, eerste lid, onderdeel f, art. 88, tweede lid, art. 116, eerste lid). Verder kan gewezen worden op art. 131, waarin het volgende staat:

‘The following provisions shall have effect in so far as the articles of a company do not contain other provisions in that behalf-
(...)
(d) every member shall have one vote in respect of each share or each euro of stock held by him unless otherwise provided in the terms of issue of such shares or stock.’

De uitgiftevoorwaarden of statuten kunnen dus afwijken van het uitgangspunt van *one share, one vote*. Verondersteld wordt dat zulks niet alleen kan door aandelen zonder stemrecht uit te geven, maar ook door aandelen met meervoudig stemrecht uit te geven.

3.18 Noorwegen

³⁷ Zie ook art. 2 op p. 322 van het eerstgenoemde document in voetnoot 37 *supra*.

³⁸ Geciteerd uit het laatstgenoemde document in voetnoot 37 *supra*.

³⁹ Te vinden op <https://legislation.mt/eli/cap/386/eng/pdf>.

De Noorse Public Limited Liability Companies Act⁴⁰ bevat geen (verbod op een) loyaliteitsregeling. Wel staat daarin, voor zover hier van belang, het volgende:

‘Section 3-1. Share capital

(1)

(2) The share capital shall be divided into one or more shares to which the rights of the shareholder are attached. The shares shall be of equal value.

(...)

Section 4-1. The principle of equality / share classes

(1) All shares give equal rights in the company. In the articles of association, it may nevertheless be decided that there shall be shares of various kinds (several share classes). In such case, the articles of association shall state what distinguishes the share classes and the shares’ total nominal value within each class.

(2) The articles of association may stipulate that shares in one class of shares may be exchanged for shares in another class.

(...)

Section 5-4. Voting rights. Incapacity

(1) Each share gives one vote when something else does not follow from the law or articles of association. The articles of association may contain provisions on voting rights restrictions that are related to the person. The articles of association may also stipulate that the shares in a class of shares shall not give voting rights or shall have limited voting weight. Such articles of association shall be approved by the Ministry if the total nominal value of shares in the company with such voting restrictions shall constitute more than half of the share capital of the company.’

Naar Noors recht kan, in afwijking van het *one share, one vote*-uitgangspunt, in de statuten van een *public limited company* een *dual class*-aandelenstructuur met verschillende stemrechten worden gecreëerd, bijvoorbeeld aandelen A die elk geen stemrecht hebben (in dat geval zullen de statuten moeten worden goedgekeurd door de Noorse overheid indien de totale nominale waarde van zulke aandelen meer dan 50% van het aandelenkapitaal van de vennootschap vormt) en aandelen B die elk één stem hebben of aandelen A die elk één stem hebben en aandelen B die elk meerdere stemmen hebben.⁴¹ Niettemin zijn dergelijke structuren bij Noorse beursvennootschappen zeldzaam, wat verband houdt met deze passage uit de Norwegian Code of Practice for Corporate Governance (‘NCCG’):

⁴⁰ Zie [Act relating to public limited companies \(Public Limited Liability Companies Act\) - Lovdata](#).

⁴¹ Zie [RDS 2019-03e04 \(491-536\) - Doutrina - Nuno Serrão Faria - Dual-class shares - a governance battle between stock exchanges: The case of the UK.pdf \(revistadedireitodassociedades.pt\)](#), p. 523 (voetnoot 180); [Founders without Limits: Dual-Class Stock and the Premium Tier of the London ... - Bobby V. Reddy - Google Boeken](#), p. 113; [The Nordic Corporate Governance Model \(columbia.edu\)](#), p. 101 en voetnoot 11, en 107-108 (voetnoot 20); [Analysis: Differentiated Voting Rights in Europe | ISS \(issgovernance.com\)](#); [What drives the Unification of Multiple Voting Class Shares.pdf \(uwi.edu\)](#), p. 40.

‘The Public Companies Act permits companies to include provisions in their articles of association on share classes and on the free negotiability of their shares. Sections 3.1.4.3 and 3.1.4.4 of the Issuer Rules, Oslo Rule Book II, however, only allow a company to exercise any discretionary right it has in its articles of association to restrict share purchases or to impose other restrictions on the negotiability of shares, as well as any discretionary right to refuse shareholders the right to vote, to the extent that there is sufficient cause for it to do so. Furthermore, exercising restrictions on the negotiability of shares must not cause disturbances in the market. The Code of Practice is stricter than the legislation and the Issuer Rules. The Code of Practice stipulates that the company’s articles of association should not contain any form of restriction on a party’s ability to own, trade or vote for shares in the company, *including by using different classes of shares* [curs. toev.].’⁴²

Nagenoeg ‘all of the listed companies act in accordance with the principle that each share carries the same economic and organisational rights’.⁴³

3.19 Oostenrijk

In de Oostenrijkse Stock Corporation Act⁴⁴ ligt geen (verbod op een) loyaliteitsregeling. Verder viel op:

‘Aktien besonderer Gattung

§ 11.

Einzelne Gattungen von Aktien können verschiedene Rechte haben, namentlich bei der Verteilung des Gewinns und des Gesellschaftsvermögens.

Stimmrecht

§ 12.

(1) Jede Aktie gewährt das Stimmrecht. Das Stimmrecht wird nach dem Verhältnis der Aktiennennbeträge, bei Stückaktien nach deren Zahl ausgeübt. Ein Aktionär kann für verschiedene Aktien unterschiedlich abstimmen.

(2) Für den Fall, dass ein Aktionär mehrere Aktien besitzt, kann die Satzung das Stimmrecht durch Festsetzung eines Höchstbetrags oder von Abstufungen beschränken.

(3) Mehrstimmrechtsaktien sind unzulässig.

(...)

⁴² [The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance | NUES](#), commentaar bij nr. 5 over aandelen, en [Founders without Limits: Dual-Class Stock and the Premium Tier of the London ... - Bobby V. Reddy - Google Boeken](#), p. 113 en [The Nordic Corporate Governance Model \(columbia.edu\)](#), p. 214-215. Zie ook [RDS 2019-03e04 \(491-536\) - Doutrina - Nuno Serrão Faria - Dual-class shares - a governance battle between stock exchanges: The case of the UK.pdf \(revistadedireitodassociedades.pt\)](#), p. 514, onder 29 en voetnoot 87: ‘Stock exchanges in (...) Norway (...) permit such [dual class shares] listing.’

⁴³ [The Nordic Corporate Governance Model \(columbia.edu\)](#), p. 214. Zie ook [The Modern Firm, Corporate Governance and Investment - Google Boeken](#), p. 144.

⁴⁴ Te vinden op [RIS - German Stock Corporation Act - Federal Law consolidated, version of 11.08.2022 \(bka.gv.at\)](#).

Inhalt der Satzung

§ 17. Die Satzung muß bestimmen:

(...)

4. ob das Grundkapital in Nennbetragsaktien oder Stückaktien zerlegt ist, bei Nennbetragsaktien die Nennbeträge der einzelnen Aktien, bei Stückaktien deren Zahl und, wenn mehrere Gattungen bestehen, die Gattung der einzelnen Aktien;

(...)

(...)

Gleichbehandlung der Aktionäre

§ 47a.

Aktionäre sind unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln.

(...)

Gewinnbeteiligung der Aktionäre

§ 53.

(1) Die Anteile der Aktionäre am Gewinn bestimmen sich nach ihren Anteilen am Grundkapital.

(2) Sind die Einlagen auf das Grundkapital nicht auf alle Aktien in demselben Verhältnis geleistet, so erhalten die Aktionäre aus dem verteilbaren Gewinn vorweg einen Betrag von vier vom Hundert der geleisteten Einlagen; reicht der Gewinn dazu nicht aus, so bestimmt sich der Betrag nach einem entsprechend niedrigeren Satz. Einlagen, die im Lauf des Geschäftsjahres geleistet wurden, werden nach dem Verhältnis der Zeit berücksichtigt, die seit der Leistung verstrichen ist.

(3) Die Satzung kann eine andere Art der Gewinnverteilung bestimmen.’

Hieruit volgt dat naar Oostenrijks recht (i) er verschillende klassen aandelen, met daaraan verschillende rechten, in het bijzonder ten aanzien van de winstverdeling, mogen zijn, (ii) aandelen met meervoudig stemrecht niet zijn toegestaan,⁴⁵ (iii) aandeelhouders in gelijke omstandigheden gelijk behandeld moeten worden en (iv) de statuten een andere winstverdeling mogen bepalen.

3.20 Polen

In de Poolse Code of Commercial Companies and Partnerships⁴⁶ ligt geen (verbod op een) loyaliteitsregeling. Wel werd aangetroffen, in titel III (‘Capital companies’), afdeling II (‘Joint-stock company’), het volgende:

⁴⁵ Zie ook [The Corporate Governance Review - The Law Reviews](#). Oostenrijk kent wel, net als Duitsland, preferente aandelen zonder stemrecht; zie § 12a.

⁴⁶ Zie [Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych. \(sejm.gov.pl\)](#), en voor een, niet erg goede maar wel een aardig beeld gevende, vertaling [Machine Translation of "Law Of 15 September 2000, The Code Of Commercial Companies" \(Poland\) \(global-regulation.com\)](#). Zie ook [The Polish Code of Commercial Companies Reform now available in English - Ministry of State Assets - Portal Gov.pl \(www.gov.pl\)](#), waarover [Dentons - Significant changes to the Polish commercial companies code](#).

Art.302.

The share capital of a joint-stock company shall be divided into equal shares face value.

(...)

Art. 347.

§ 1. Shareholders shall have the right to participate in the reported profit in the audited financial statements, which has been designated by the general meeting to be paid to shareholders.

§ 2. Profit is distributed in proportion to the number of shares. If the stocks are not fully covered, the profit is distributed in relation to the payments made for shares.

§ 3. The articles of association may provide for a different method of profit distribution, taking into account art. 348, art. 349, art. 351 § 4 and article. 353.

(...)

(...)

Art. 351.

§ 1. If the statute provides for shares with special rights, these rights should be specified in the statute (preference shares). Actions with the exception of silent shares, privileged should be registered shares.

§ 2. The privileges referred to in § 1 may apply in particular, voting rights, dividend rights or property distribution rights in the event of liquidation of the company. No preference in terms of voting rights concerns a public company.

§ 3. The statute may make the granting of special powers conditional upon fulfillment additional benefits for the company, expiry of the deadline or fulfillment condition.

(...)

Art. 352.

One share may not be awarded with more than two votes. In the event of conversion of such a share into a bearer share or its sale contrary to the reserved conditions, this privilege expires.

Art 353.

§ 1 Preference shares in terms of dividends may to award the eligible person a dividend that does not exceed by half dividend to be paid to shareholders entitled to non-preferred shares.

§ 2. Preference shares do not benefit from dividends with priority satisfaction over other shares.

§ 3. There may be a preference share in terms of dividends no voting rights (silent shares). The provisions of § 1 and 2 shall not apply to shares dumb. The exclusion of the provision of § 1 does not apply to advances towards dividends.

(...)

(...)

Art 411.

§ 1.’ A share gives the right to one vote at the general meeting.’

Hieruit volgt dat naar Pools recht de statuten mogen voorzien in aandelen met speciale rechten (‘preference shares’). Die mogen in het bijzonder betrekking hebben op stemrechten en dividendrechten. Ten aanzien van het stemrecht geldt een maximum van twee stemmen per (preferent) aandeel (vgl. art. 174, § 4, waarin, ten aanzien van de ‘limited liability company’ wordt gesproken van drie stemmen). Van deze mogelijkheid kan echter geen gebruik worden gemaakt in geval van een beursvennootschap. Voor haar geldt het uitgangspunt van *one share, one vote* (vgl. art. 242, § 1, waarin staat dat ‘tenzij de statuten anders bepalen’. Zie ook § 2). Ten aanzien van het dividendrecht geldt een maximum van 150% van het dividend op gewone aandelen. Polen kent (ook) preferente aandelen zonder stemrecht. Verder voorziet het Poolse recht erin om bij statuten tot een andere winstverdeling te komen dan de wettelijke.

3.21 Portugal

De hier relevante wet is de Code of Commercial Companies.⁴⁷ Titel IV (art. 271 e.v.) ziet op *public limited companies*. Daarin, en evenmin elders in deze wet, staat een (verbod op een) loyaliteitsregeling (zie daarover nader *in fine*). Wel werd gestuit op art. 384, waarin het volgende staat:

‘1 In the absence of a different clause in the articles of association, each share shall carry one vote.

2 The articles of association may:

- a) Stipulate that a single vote correspond to a certain number of shares, provided that all shares issued by the company are included and that one vote corresponds to at least 1,000 Euro of capital;
- b) Establish that votes over and above a certain number shall not be counted, when issued by a single shareholder, on their own behalf or as a representative for another shareholder.

3 The voting limits permitted under item b) of the previous paragraph may be established for all shares or only for shares of one or more categories, which shall not be determined by shareholders.

(...)

5. The articles of association must not establish plural voting.’

Bij de statuten kan worden afgeweken van het *one share, one vote*-uitgangspunt. Maar meervoudig stemrecht is niet toegestaan. Echter, in de Portugese Securities Code (‘PSC’) is een uitzondering opgenomen voor een beursvennootschap, welke is te vinden in art. 21-D PSC, waarin, voor zover hier van belang, het volgende staat:⁴⁸

⁴⁷ Te vinden op [::: DL No. 262/86, of 2 September \(pgdlisboa.pt\)](http://www.dl.no.262/86.of.2.September/pgdlisboa.pt). Zie voor een vertaling bijvoorbeeld [CMVM - Commercial Company Act](#).

⁴⁸ Zie voor de wettekst [doc.pdf \(parlamento.pt\)](#), p. 108-(103 en 104). Zie daarover [Upcoming rules on multiple voting shares in Portugal | IFLR](#) en [The regime of multiple voting shares in the new Portuguese Securities Code, SÉrvulo Publications, Knowledge - SÉrvulo & Associados – Law firm, Portugal \(servulo.com\)](#).

‘1 — Companies issuing shares admitted to trading on a regulated market or in a multilateral trading system may issue shares with special right to plural vote, up to a limit of five votes per share.’

Wel geldt een limiet van vijf stemmen per aandeel.

Verder mag bepaald worden dat één stem wordt toegekend aan een groep aandelen, met dien verstande dat (a) alle uitgegeven aandelen zijn inbegrepen, waardoor ‘a disproportionate structure of economic and voting rights (e.g., 1:2 or higher) attaching to different categories of shares – i.e., a proper dual-class instrument as analysed in this article – cannot be achieved in this jurisdiction’,⁴⁹ en (b) één stem correspondeert met ten minste EUR 1.000 aan kapitaal. Ook mag een stemplafond worden opgenomen, voor alle aandelen of voor aandelen van een of meer categorieën (zie art. 272, aanhef en onderdeel c, en 302). Daarmee wordt bedoeld dat stemmen boven een bepaald aantal niet meetellen, wanneer uitgegeven door een enkele aandeelhouder.

Zie over het ten goede komen van de winst aan aandeelhouders art. 294, eerste lid. In dat verband verdient opmerking dat het Portugese recht (zie art. 341) preferente aandelen zonder stemrecht kent (zie ook art. 344 en 344a), die maximaal de helft van het aandelenkapitaal mogen vormen. Dit wordt verder met rust gelaten.⁵⁰

Over loyaliteitsaandelen werd buiten deze wet gestuit op het volgende:

‘53. Not only DCS structures are not found in the country, *loyalty shares are also absent in listed companies – both lack a legal basis¹⁸⁷ and regulation* [curs. toev.]. Contrary to some of its European peers (see IV. above), not much attention has been placed on long-term incentives through vote as a driving governance remedy against waves of short-termism under the most recent corporate governance codes issued in the country and therefore a double voting scheme is far from becoming a reality¹⁸⁸.’⁵¹

In voetnoot 187 staat:

‘Yet there is no direct prohibition of creation of loyalty shares under the law.’⁵²

Overigens kan gewezen worden op het volgende:

‘55. While some scholars have been highlighting the importance of double voting and loyalty shares to possibly shake the Portuguese capital markets, *we have seen no hints that Portugal could be next to join the short list of supporters of loyalty shares following the footsteps of pioneers France and Italy* [curs. toev.], a list which has been recently growing nonetheless (see 31. above).’⁵³

⁴⁹ [RDS 2019-03e04 \(491-536\) - Doutrina - Nuno Serrão Faria - Dual-class shares - a governance battle between stock exchanges: The case of the UK.pdf \(revistadedireitodassociedades.pt\)](#), p. 532.

⁵⁰ Zie verder de bron in voetnoot 47 *supra*, p. 532-533.

⁵¹ Zie voetnoot 47, p. 533.

⁵² *Ibid.* Zie ook voetnoot 188 van het document in voetnoot 47 *supra*.

⁵³ [RDS 2019-03e04 \(491-536\) - Doutrina - Nuno Serrão Faria - Dual-class shares - a governance battle between stock exchanges: The case of the UK.pdf \(revistadedireitodassociedades.pt\)](#), p. 534.

3.22 Roemenië

In Roemenië is de Law no. 31 of November 16, 1990 on Companies (zie i.h.b. hoofdstuk 4 (art. 91 e.v.) van titel 3 over de *joint-stock company*) kracht.⁵⁴ Daarin is geen (verbod op een) loyaliteitsregeling tegengekomen. Wel viel op:

‘Art. 8

The constitutive act of the joint-stock company or of the partnership limited by shares shall contain:

(...)

f¹) if there are several categories of shares, the number, nominal value and rights conferred to each category of shares;

(...)

(...)

Art. 67

(...)

(2) The dividends shall be distributed to the shareholders in proportion with their participation quota in the paid-up capital, optionally on a quarterly basis based on the interim financial statements and annually, after the regularization performed under the annual financial statements, unless the constitutive act provides otherwise. (...)

(...)

(...)

Art. 94

(1) The shares shall have to be equal in value; they shall grant equal rights to the holders.

(2) Still, certain categories of shares which confer different rights to their holders may be issued under the terms of the constitutive act, according to Art. 95 and 96.

Art. 95

(1) Preference shares which benefit from priority dividends without the right to vote may be issued and confer to the holder:

a) the right to a priority dividend out of the distributable profits obtained at the end of the given financial year, before any other payments;

b) the rights recognised to shareholders of ordinary shares, including the right to attend the general meeting, except for the right to vote.

⁵⁴ Zie [Legea 31 1990 engleza.pdf \(fondulproprietatea.ro\)](#). Zie ook [Dentons - Major amendments to Romania's Companies Law no. 31/1990 simplifying the transfer of shares in limited liability companies](#).

(2) The shares with priority dividends, without the right to vote, cannot exceed a quarter of the share capital and shall have the same nominal value as ordinary shares have.

(3) The directors, managers, or, respectively, the members of directorate and of the supervisory board, as well as the company's censors cannot be holders of shares with priority dividends without the right to vote.

(4) In case of a late payment of dividends, the preference shares shall be conferred the right to vote starting on the maturity date of the obligation of payment of dividends that are to be distributed throughout the next year, if the next year the general meeting decides that no dividends shall be distributed, starting on the date of publication of such decision of the general meeting and until the actual payment of the overdue dividends.

(5) Preference shares and ordinary shares can be converted from one category into the other by the decision of the extraordinary general meeting of the shareholders, taken under the terms of Art. 115.

(...)

Art. 101

(1) Each paid share shall give the right to one vote in the general meeting, provided that the constitutive act does not prescribe otherwise.

(2) The constitutive act can limit the number of votes belonging to the shareholders who possess more than one share.

(...)

(...)

Art. 120

The shareholders shall exercise their right to vote in the general meeting proportionally to the number of shares they hold, with the exception stipulated under Art. 101 (2).'

De oprichtingsakte en de statuten kunnen worden opgesteld als één document, genaamd de 'constitutive act' (art. 5, eerste lid juncto derde lid). Daarin kunnen verschillen aandelencategorieën, alsook de nominale waarde en de toegekende rechten, worden opgenomen. In principe hebben de aandelen alle dezelfde nominale waarde en kennen gelijke rechten toe. Niettemin mogen bepaalde aandelencategorieën met verschillende rechten worden uitgegeven onder de voorwaarden van de *constitutive act* overeenkomstig art. 95-96 (laatstgenoemd artikel bepaalt onder meer: '[s]hareholders of each category of shares shall meet in special meetings'). Het gaat alsdan om preferente aandelen zonder stemrecht. Roemeens recht erkent dus slechts twee soorten aandelen: gewone en preferente.⁵⁵ Het uitgangspunt is *one share, one vote*, tenzij de *constitutive act* anders bepaalt. Erin kan evenwel slechts, zo lijkt, worden beperkt het aantal stemmen van een aandeelhouder die meer dan één aandeel bezit.⁵⁶ Het stemrecht wordt evenredig tot het aantal aandelen, met uitzondering van de voornoemde

⁵⁵ Zie [European Company Law - Andrea Vicari - Google Boeken](#), p. 113 en voetnoot 13.

⁵⁶ Impliciet worden aandelen met meervoudig stemrecht verboden; zie voetnoot 53 *supra* (p. 113 juncto voetnoot 12).

bepierking, uitgeoefend. Ook de verdeling van dividend geschiedt op evenredige wijze. Extra stemrecht of extra dividend lijkt dus niet mogelijk te zijn onder Roemeens recht.

3.23 Slovenië

In dit land is van kracht de Companies Act.⁵⁷ Hoofdstuk 4 van deel III ervan ziet op *public limited companies* (art. 168 e.v.). Daarin, en evenmin daarbuiten, is geen (verbod op een) loyaliteitsregeling opgenomen. Wel viel op:

‘Article 176 (Ordinary and preference shares)

- (1) Shares shall be classified as ordinary or preference shares depending on the rights arising from them.
- (2) Ordinary shares are shares that grant their holders the following rights:
 - the right to participate in the management of the company;
 - the right to participate in the profits (dividend); and
 - (...).
- (3) Preference shares are shares which, in addition to the rights set out in the preceding paragraph, also confer upon their holders certain pre-emption rights such as preference regarding payment of predetermined sums or percentages of the nominal value of shares or profit, preference regarding payment when winding-up the company and other rights set out in the company's articles of association.
- (4) In accordance with the resolution to issue shares, cumulative preference shares shall confer upon their holders the pre-emption right to pay out all outstanding dividends before any dividends are paid to holders of ordinary shares in accordance with the resolution on the distribution of profit.
- (5) Participating preference shares shall, in addition to preference dividends, also confer on their holders the right to pay dividends accruing to holders of ordinary shares in accordance with the resolution on the appropriation of profit.
- (6) The rights derived from shares shall be indivisible.

Article 177 (Classes of shares)

Shares which confer the same rights shall form a single class of shares.

Article 178 (Voting rights)

- (1) Each share shall carry a voting right of one vote.
- (2) Only preference shares may be issued without voting rights; however, such shares may not account for more than one half of a company's share capital.
- (3) It shall be forbidden to issue shares which would give a different number of votes for the same proportion of the share capital.

(...)

Article 219 (Voting)

⁵⁷ Zie [Microsoft Word - EN-2019-01-0914-2006-01-1799-npb16.doc \(correggionet.eu\)](#).

(1) At the founding general meeting, each share shall carry one vote.

(...)

(...)

Article 221 (Principle of equal status of shareholders)

The bodies of the company shall treat the shareholders equally and under equal conditions.

(...)

Article 230 (Appropriation of net and distributable profit)

(...)

(5) The appropriation of distributable profits shall be decided by the general meeting.

(6) In its resolution on the appropriation of distributable profit the general meeting may decide to allocate an additional amount to other revenue reserves along with the potential amounts referred to in paragraphs three or four of this Article. If the articles of association provide that the distributable profit may also be appropriated for other purposes (e.g. payments to employees or members of management), the general meeting may decide in a resolution on the use of the distributable profit for such other purposes set out in the articles of association.

(...)

(...)

Article 308 (Right to vote)

(1) The voting rights of shareholders shall be exercised in accordance with the proportion of share capital that their shares represent. Each no-par value voting share shall carry one vote. Voting rights may be restricted by the articles of association so that the number of votes to which individual shareholders are entitled based on the number of their shares, shall not exceed a certain number or a certain percentage of votes. The articles of association may lay down that shares which are held by another person on behalf of the shareholder shall also be considered as shares held by the shareholder. If the shareholder is a company, the articles of association may lay down that the shares held by its subsidiary, its parent company, a company connected to it through a concern of companies or shares held by a third party on behalf of such companies, shall also be considered as its shares. Restrictions on voting rights referred to in the third sentence of this paragraph may not be imposed on individual shareholders. Likewise, such restrictions may not be imposed on the voting rights arising from shares traded on a regulated market.'

Sloveens recht kent twee soorten aandelen: gewone aandelen en preferente aandelen. Eerstgenoemde hebben stemrecht (een wet mag echter bepalen dat er gewone aandelen zonder stemrecht uitgegeven kunnen worden; zie art. 317), terwijl de laatstgenoemde geen stemrecht hebben (zie nader art. 314 en 315). Uitgangspunt is *one share, one vote*. Bij de statuten mag het

stemrecht echter beperkt worden door het daarin opnemen van een zogenoemde *voting cap* of *voting ceiling* (aantal of percentage). Dergelijke beperkingen mogen echter niet worden opgelegd ingeval de stemrechten verbonden zijn aan aandelen die op een gereguleerde markt worden verhandeld. Wat betreft dividend, beslist de algemene vergadering daarover.

3.24 Slowakije

In dit land is van kracht de Commercial Code.⁵⁸ In deel V (art. 154 e.v.) staan bepalingen over de ‘(public) joint-stock company’. Daarin, noch daarbuiten, is een (verbod op een) loyaliteitsregeling opgenomen. Wel viel op:

§ 155

(1) A share represents the rights of the shareholder to participate, pursuant to the law and the articles of association of the company, in the company’s management, to share its profits and its liquidation balance upon its winding up with liquidation, which are attached to the share as a security, unless the law provides otherwise.

(...)

(5) If the company issues several types of shares, the shares must contain an indication of the type. Shares to which no special rights are attached (hereinafter referred to as “ordinary share”) do not have to contain a designation of type.

(...)

§ 157

(1) (...) A joint-stock company may issue shares that have different nominal values, unless the law provides otherwise.

(...)

§ 159

(1) The articles of association may determine the issue of the type of shares with which preference rights regarding dividends are associated (priority shares), if the sum of their nominal values does not exceed half of the share capital.

(...)

(3) The articles of association may determine the issue of priority shares, which are not associated with the right to vote at the general meeting. Their owners have all other rights associated with shares. (...)

(...)

§ 176b

⁵⁸ Zie [WIPO Lex](#). Zie voor een oudere Engelse versie [Obchodny zakonnik 513 1991 v anglickom jazyku.pdf \(muni.cz\)](#).

(1) A shareholder may not exercise shareholder rights to the detriment of the rights and legitimate interests of other shareholders.

(2) The company must treat all shareholders equally under the same conditions.

(...)

§ 178

(1) The shareholder has the right to a share of the company's profit (dividend), which the general meeting determined for distribution according to the result of management. Unless something else follows from the provisions of the articles of association regarding shares with a different right to a share of the profit, this share is determined by the ratio of the nominal value of his shares to the nominal value of the shares of all shareholders. (...).

(...)

§ 180

(1) (...) The number of votes of a shareholder is determined by the ratio of the nominal value of his shares to the amount of the share capital. (...) The articles of association or a special law may limit the exercise of voting rights by determining the maximum number of votes of one shareholder or by grading the number of votes depending on certain nominal values of the shares; the restriction on the exercise of voting rights in the articles of association must apply to all shareholders to the same extent.

Onder Slowaaks recht is het mogelijk verschillende soorten aandelen uit te geven met verschillende nominale waardes. Genoemd kunnen worden ‘ordinary shares’ en ‘priority shares’, aan welke laatste soort aandelen geen stemrecht is verbonden en maximaal de helft van het aandelenkapitaal mag vormen. Voor de berekening van het aantal uit te brengen stemmen wordt gekeken naar de verhouding tussen de nominale waarde van het aandelenpakket van een aandeelhouder en het bedrag van het aandelenkapitaal. De statuten, of een speciale wet, mogen de uitoefening van het stemrecht beperken door middel van, onder meer, een stemplafond. Die beperking geldt voor alle aandeelhouders. Qua dividendverdeling is eveneens sprake van evenredigheid. Niettemin kunnen de statuten anders bepalen ten aanzien van aandelen met een ander recht op een deel van de winst.

3.25 Spanje

Het Spaanse recht kent een loyaliteitsstemrechtregeling. Deze is ingevoerd bij de wet Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.⁵⁹ Aan titel XIV (over de *Sociedades anónimas cotizadas*, de Spaans

⁵⁹ Zie [Disposición 5773 del BOE núm. 88 de 2021](#). Zie voor een toelichting daarop p. 8 (laatste al.) en p. 9 (1^e al.). Zie voor de geconsolideerde versie (onderafdeling 4, p. 132 e.v.) [Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. \(boe.es\)](#).

beurs-nv), hoofdstuk VI, afdeling 3, van de Spaanse Capital Companies Act is is een nieuwe onderafdeling 4 toegevoegd. De luidt als volgt:

‘«Subsection 4. Shares with loyalty vote

Article 527 ter. *Statutory provision for shares with additional double vote for loyalty.*

1. As an exception to the provisions of articles 96.2 and 188.2, the bylaws of the listed corporation may modify the proportion between the nominal value of the share and the right to vote to confer a double vote to each share of which the same shareholder has been the owner for two consecutive uninterrupted years from the date of registration in the special registry book contemplated in the article 527 septies.

For these purposes, double vote means twice the number of votes correspond to each of the shares based on their nominal value.

2. The statutes may extend but not decrease the minimum period of uninterrupted ownership provided for in the previous section to obtain the double vote.

3. For the purposes of calculating the ownership period referred to in this article, it will be considered that the shares assigned free of charge on the occasion of capital increases will have the same seniority as those that have given the right to said assignment.

4. Double loyalty voting shares will not constitute a separate class of shares within the meaning of article 94.

Article 527 quater. *Majorities required for approval.*

1. In order for the general meeting to validly agree on the inclusion of the statutory provision of double vote for loyalty will require the favorable vote of at least sixty percent of the capital present or represented at the meeting if shareholders attend representing fifty percent or more of the total subscribed capital with voting rights and the favorable vote of seventy-five percent of the capital present or represented if there are shareholders representing twenty-five percent or more of the capital, which will be necessary in any case, without reaching fifty percent.

2. The bylaws may increase the majorities and quorums provided for in the previous section.

Article 527 quinquies. *Computation of the loyalty vote.*

1. Unless a statutory provision to the contrary, double votes for loyalty will be taken into account for the purposes of determining the quorum of the shareholders' meetings and the computation of the majority of votes necessary for the adoption of agreements. For these purposes, in listed companies whose bylaws provide for the attribution of double votes for loyalty, the constitution quorum of the general meeting provided for in articles 193 and 194 will be calculated on the total number of votes corresponding to the subscribed capital with voting rights, including double votes.

In the list of attendees, it will be stated, along with the character or representation of each attendee, the number of shares with which they attend and the number of votes that correspond to them.

When the statutes establish in general the maximum number of votes that the same shareholder can cast in accordance with the provisions of article 527, said limitation shall apply to shareholders holding shares with double vote for loyalty.

2. In any case, the votes for loyalty will be taken into account for the purposes of the obligation to disclose significant holdings and the regulations on public offers for the acquisition of securities as well as for the purposes of what is established in Chapter III

of Title I of Law 10/2014, of June 26, on management, supervision and solvency of credit institutions.

Article 527 sexies. *Extinction clause and elimination of the statutory provision loyalty vote.*

The statutory provision for double voting for loyalty must be renewed under the conditions contained in article 527 quater after five years have elapsed since the date of statutory approval by the general meeting of shareholders.

The elimination of the statutory provision for double voting for loyalty may be agreed at any time by the general meeting with the quorums and majorities provided for in article 201.2. In the event that more than ten years have elapsed since the date of approval of the statutory provision by the general meeting of shares with double vote for loyalty, for their elimination the double voting rights will not be taken into account in the computation of quorums and majorities necessary.

Article 527 septies. *Special record book for double voting shares.*

1. The issuing company will create a special registry book of voting shares double for loyalty that will contain the data provided for in article 497.1. The registration in this record book will in no case affect the ownership and legitimacy for the exercise of the membership rights derived from the entries in the registers according to the provisions of the securities market regulations.

2. To obtain the attribution of the double voting right, the shareholder must request their registration in the special registry book, indicating the number of shares with respect to which the recognition of the right to double vote is sought, and hold ownership of that number of shares uninterruptedly for a minimum period of two years from the date of registration.

3. The privileged shareholder must communicate and justify before the company, for its due record in the record book referred to in the previous section, any transfer of shares that reduces the number of votes of loyalty registered in his name, whether it results in its extinction or if it is not determined in accordance with article 527 decies.

4. The company must promptly provide the information contained in this registry book to any shareholder who requests it.

5. The shareholder registered in the special registry book may at any time notify the company of his total or partial renunciation of the double vote that may correspond to him. In such case, the company will proceed to the modification or cancellation of the corresponding registration with effect from the same date on which the renunciation is communicated.

6. Regulation (EU) No. 2016/679 and in general the regulations for the protection of personal data will be applied to the processing of personal data of the privileged shareholders described in this article, in the terms and conditions established in article 497.3

7. The statutes may develop the way in which the uninterrupted ownership of the number of shares must be proven to the company, as well as the way in which the communications of reduction of votes for loyalty and renunciatio provided for in this article must be made.

8. By order of the person in charge of the Ministry of Economic Affairs and Digital Transformation or, with its express authorization, by Circular of the National Securities Market Commission, other technical and formal aspects may be specified information relating to the complementary registry book referred to in this article

Article 527 octies. *Double vote for loyalty in companies that apply for admission to trading on a regulated market.*

1. Companies applying for the admission to trading of their shares on a regulated market may include in their articles of association, with effect from the date of admission to trading of its shares, the attribution of a double vote for loyalty by means of an agreement adopted with the majorities of constitution and voting provided for in article 527 quater, also creating the special registry book for double voting shares.
2. Shareholders who prove uninterrupted ownership of shares for a minimum period of two years, may be registered in the aforementioned registry book prior to the date of admission to trading. In such a case, the shareholders that appear registered in the special registry book will have a double vote with respect to the shares to which the registration refers and from the very date of admission to trading of the shares.
3. For the attribution of a double vote for loyalty to any other shares than those to which the double vote has been attributed in accordance with the two previous sections, prior registration in the registry book will be necessary and the minimum period of ownership of two years computed from the date of said registration in the terms provided in section 2 of article 527 septies.

Article 527 nonies. *Calculation and accreditation of the loyalty period.*

1. The application for registration in the special registry book must be accompanied of a certificate attesting ownership of the shares issued by the entity responsible for the book-entry register.
2. Prior to the end of the advance legitimation period prior to the general meeting, the shareholder registered in the special registry of shares with double vote must prove ownership of the number of shares with double vote for a minimum uninterrupted period of two years computed from the date of registration. The accreditation of this point will be carried out by providing a certificate issued for this purpose by the entity in charge of the book entry record.
3. Listed companies whose bylaws provide for the attribution of double votes must permanently incorporate updated information on their website on the number of shares with double vote existing at any given time and those shares registered pending the completion of the statutorily loyalty period
4. Listed companies whose bylaws provide for the attribution of double voting must notify the National Securities Market Commission of the number of shares with double vote existing at any given time and those shares registered pending completion of the statutorily established loyalty period. The head of the Ministry of Economic Affairs and Digital Transformation and, With its authorization, the CNMV may set the conditions under which this information will be sent.

Article 527 decies. *Transfers of shares by the voting shareholder double.*

1. The double vote for loyalty will be extinguished as a result of the assignment or transfer, direct and indirect, by the shareholder of the number of shares, or part of them, to which the double vote is associated, even free of charge, and from the date of the assignment or transfer.
2. Notwithstanding, and unless the bylaws provide otherwise, the double vote by loyalty will also benefit the acquirer of the number of shares to which it is associated with the

double vote if the transfer of the shares occurs for any of the following reasons, as long as this is accredited before the company:

a) Succession mortis causa, attribution of shares to the spouse in case of dissolution and liquidation of the community property, dissolution of the community of assets or other forms of conjugal community, such as donation between spouses, people linked by analogous relationship of affectivity or between ancestors and descendants, except in the case of controlling shareholders, in which case the condition of shareholder with double vote will be put to the vote in the terms determined by the bylaws.

b) Any structural modification of those provided for in Law 3/2009, of April 3, on structural modifications of commercial companies, whether it refers to the shareholder company holding shares with double voting rights, whether it refers to the company issuing the loyalty shares provided that, in the latter case, the company resulting from the structural modification contemplates in its bylaws the shares with double voting.

c) Transmission between companies of the same group.

3. The additional vote for loyalty will automatically benefit the shares assigned free of charge on the occasion of capital increases in relation to shares with a loyalty vote already held.

Article 527 undecies. *Ultimate beneficiary of the shares other than the shareholder.*

1. If there is an ultimate beneficiary of the shares in accordance with the provisions of article 497 bis, it will only be necessary to prove uninterrupted ownership for the period referred to in article 527 ter with respect to the ultimate beneficiary.

2. The double vote for loyalty will be extinguished as a result of any change in the ultimate beneficiary of the shares, except in the cases of article 527 decies.»'

Deze regeling houdt, kort gezegd, het volgende in. Spanje heeft het stelsel van het evenredig stemrecht: het stemrecht moet zich evenredig verhouden tot de nominale waarde van de aandelen (zie art. 96, tweede lid, en art. 188, tweede lid. Zie ook art. 527). Daarop mogen de statuten van een Spaanse beurs-nv evenwel een uitzondering maken door een dubbel stemrecht toe te kennen aan elk aandeel waarvan dezelfde aandeelhouder eigenaar is geweest gedurende een opeenvolgende ononderbroken periode van twee jaren, of zoveel langer als de statuten bepalen, vanaf de datum der registratie in een special register. Deze aandelen vormen geen aparte klasse in de zin van art. 94. Dit een en ander lijkt te betekenen dat er geen *dual class*-aandelen kunnen worden gecreëerd, conform het vorenbedoelde systeem, met *high voting*-aandelen waaraan dubbel stemrecht is verbonden. Gewone aandelen hebben alle één stem en onder deze regeling kunnen dat er in totaal maximaal twee worden. In zoverre mag worden afgeweken van het hier bedoelde systeem.

Spanje kent meerderheids- en quorumeisen met betrekking tot de opname van een loyaliteitsbepaling in de statuten, namelijk dat in een algemene vergadering waarin (i) 50% of meer vervan het totale kapitaal met stemrecht vertegenwoordigd is, ten minste 60% van het ter vergadering aanwezige kapitaal voor moet hebben gestemd of (ii) 25% tot (net geen) 50% van het totale aanwezige kapitaal met stemrecht vertegenwoordigd is, 75% voor moet hebben gestemd. De statuten mogen een hogere meerderheid of quorum voorschrijven. De statutaire loyaliteitsbepaling moet, onder dezelfde voorwaarden als hiervoor, worden verlengd na vijf jaar te zijn verstreken sinds de datum van goedkeuring door de algemene vergadering. Die bepaling kan te allen tijde door die vergadering worden geschrapt met de quorum- en meerderheidseisen als bedoeld in art. 201, tweede lid. Na tien jaar te zijn verstreken als evenbedoeld wordt geen rekening gehouden met dubbel stemrecht bij de berekening van quorum en meerderheidseisen.

De loyaliteitsregeling kent aparte bepalingen over de berekening van de loyaliteitsstem en het loyaliteitsregister. Daarop wordt hier niet nader ingegaan. Wel wordt nog stilgestaan bij het volgende. Spanje kent aparte bepalingen over invoering van loyaliteitsstemrecht voorafgaand aan een beursnotering. *Sociedades anónimas* die een beursnotering aanvragen, mogen in hun statuten een loyaliteitsregeling opnemen die voorziet in de toekenning van dubbel stemrecht per aandeel. Dit gaat in per datum van toelating van de aandelen tot de handel op een gereglementeerde markt.

Het dubbele stemrecht komt te vervallen ten gevolge van de (in)directe overdracht van de aandelen waaraan dat recht is verbonden.

3.26 Tsjechië

In Tsjechië is van kracht de Act of 25 January 2012 on Commercial Companies and Cooperatives (Business Corporations Act).⁶⁰ Titel V van deel I ziet op de *joint-stock company* (art. 243 e.v.). Een (verbod op een) loyaliteitsregeling is daar niet in opgenomen, noch elders in deze wet. Wel viel op:

‘Section 34

(1) A profit share shall be determined on the basis of ordinary or extraordinary financial statements approved by the supreme body of the business corporation. It can only be distributed among the members, unless provided otherwise in the memorandum of association.

(...)

(3) Decisions to pay a profit share are made by the statutory body. Where the profit and the profit shares are distributed in violation of this Act, the profit shares shall not be paid out. The members of the statutory body, who agreed to the payment of the profit share in violation of this Act, shall be deemed to not have acted with due care.

(...)

Section 244

(1) A company shall treat all its shareholders in the same manner under the same circumstances.

(2) Any legal act aimed at obtaining an unjust advantage in favour of a shareholder at the expense of the company or other shareholders shall be disregarded, unless provided

⁶⁰ Te vinden op <http://obcanskyzakonik.justice.cz/images/pdf/Business-Corporations-Act.pdf>. Deze wet is nadien gewijzigd; zie [ZÁKON ze dne 21. ledna 2020, kterým se mění zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech \(zákon o obchodních korporacích\), ve znění zákona č. 458/2016 Sb., a další související zákony - Sběrka zákonů - Nakladatelství Sagit, a.s.](#), waarover [Amendment to the Czech business corporations act 2021 \(Part II\) - WT \(wolftheiss.com\)](#), met pdf aldaar, en [Business Corporations Act 2021 - Bird & Bird \(twobirds.com\)](#) en [Amendment of the Czech Business Corporations Act 2020 \(ecovislegal.cz\)](#). Deze wijzigingen zijn hier niet van belang.

otherwise in this Act or unless it would be harmful to any third person who relied in good faith on such legal act.

(...)

Section 250

(...)

(2) The articles of association shall also include:

(...)

(d) where multiple types of shares are to be issued, their names and a description of the rights attached to these shares,

(e) the number of votes attached to one share and the method of voting at the general meeting; where shares of different par values are to be issued, the articles of association shall also include the number of votes related to each respective par value of the shares as well as the total number of shares in the company,

(...)

(...)

Section 261

The shares of the same company may have different par values.

(...)

Section 276

(1) Shares with special rights, to which the same rights are attached, shall constitute a single type. Shares with no special rights attached to them are ordinary shares.

(2) Shares, to which the right to a certain interest regardless of the company's economic results is attached, are forbidden.

(3) In particular, different fixed or subordinated profit shares or shares in the liquidation balance, and/or different vote weightings [⁶¹] may be attached to the shares with special rights. Various special rights may be attached to shares with the same par value.

Section 277

(1) Special rights and their contents shall be specified in the articles of association. In case of doubt as to their contents, a court, on the basis of a petition of the company or any of its shareholders, may:

(...)

(...)

⁶¹ 'Dual-class shares (DCS), also known as shares with weighted voting rights, (...)', zie [Dual-Class Shares: The Good, the Bad, and the Ugly \(cfainstitute.org\)](#).

Section 348

(1) A shareholder shall be entitled to a profit share, which was approved by the general meeting to be distributed among the shareholders. Unless determined otherwise in the articles of association in relation to a specific type of shares, such profit share shall be determined based on the proportion of the shareholder's share to the registered capital.

(...)

Section 353

Voting right

(1) A shareholder has the right to attend and vote at general meetings.

(2) The exercise of voting rights may be limited in the articles of association by determining the maximum possible number of votes per shareholder, to the same extent for every shareholder or also for an entity controlled by the shareholder.

Naar Tsjechisch recht kunnen twee soorten worden gecreëerd: aandelen zonder speciale rechten (i.e. gewone aandelen) en aandelen met speciale rechten. Aan laatstgenoemde aandelen kunnen verschillende stemgewichten worden toegekend. De Business Corporations Act bevat geen bepalingen waaruit een evenredig stemrechtstelsel blijkt. Art. 169, tweede lid, waarin voor de *limited liability company* is bepaald dat ieder 'member shall have one vote for every CZK 1 of his or her contribution, unless provided otherwise in the memorandum of association', kent geen evenknie in het Tsjechische nv-recht. In geval van meerdere soorten aandelen dienen hun namen en een beschrijving van de daaraan verbonden rechten in de statuten te worden opgenomen. Zijn er aandelen met verschillende nominale waardes, dan dient daarin eveneens te worden opgenomen het aantal stemmen met betrekking tot elke nominale waarde van de aandelen. Verder "kan gewezen worden op de mogelijkheid van statutaire stemplafonds (zie art. 353, tweede lid), de uitgifte van preferente aandelen, al dan niet zonder stemrecht (zie art. 278), en aandelen zonder stemrecht (zie art. 279). Overigens zij opgemerkt dat de statuten met betrekking tot een bepaald soort aandelen anders mogen bepalen ten aanzien van de evenredige winstverdeling.

3.27 Verenigd Koninkrijk

De Companies Act 2006⁶² bevat geen (verbod op een) loyaliteitsregeling. Niettemin:

'(...) an English company may choose to adopt articles which provide for loyalty shares and loyalty votes. In this article we consider the extent to which that is permissible or may be open to challenge by a member of an English company.

(...)

In general, it is permissible as a matter of English law for an English company to provide in its articles of association that certain shares should enjoy additional, or weighted, voting rights. The enhancement may be of general or of limited application (...).

⁶² Te raadplegen op [Companies Act 2006 \(legislation.gov.uk\)](http://legislation.gov.uk).

(...)

Nevertheless, *Bushell v Faith* recognises that under English law a company's articles of association may validly provide for weighted voting rights and depart from the principle of "one share per vote". (...)

(...)

However, the potential regulatory angle concerning companies with a split capital should not be overlooked. Regulators (...) have a general dislike of split voting rights. (...)

(...)

Conclusion

(...) An amendment to the company's articles of association to introduce weighted voting may be open to challenge by a minority on such a petition if the minority can establish that the introduction of such rights discriminates against the minority and it is not made in good faith for the benefit of the company as a whole; or that the directors in seeking to introduce such rights are acting in breach of their duties under ss 170-177 CA 2006.⁶³

Volgens de auteurs van dit artikel zijn loyaliteits aandelen en loyaliteitsstemrecht naar Engels recht dus mogelijk,⁶⁴ een en ander binnen de grenzen van de laatste alinea hierboven. Zij wezen in dat verband wel op de noteringsregels. Ten aanzien daarvan is relevant te wijzen op:

'The UK's Financial Conduct Authority (FCA) has confirmed changes to its listing rules, including making changes which permit companies with dual class shares to be admitted to the premium list.'

Following a [review of the listing rules earlier this year](#), the regulator confirmed that a 'targeted form' of dual class share structures (DCCS) would now be allowed within the premium listing segment to encourage innovative companies onto public markets sooner and broaden the listed investment landscape for investors in the UK.⁶⁵

⁶³ ["LOYALTY SHARES" AND WEIGHTED VOTING RIGHTS IN COMPANIES FORMED AND REGISTERED UNDER THE COMPANIES ACTS - Erskine Chambers.](#)

⁶⁴ Zie ook [Loyalty Shares \(NYU Roundtable\) \(ecgi.global\)](#), p. 3, alwaar staat: 'There are legal commentators who have argued that they [i.e. loyalty voting shares] are also available in the United Kingdom.' Zie daarnaast [PowerPoint Presentation \(blackrock.com\)](#), waarin in de tabel op p. 9 onder 'Loyalty shares' het woord 'Allowed' staat.

⁶⁵ Zie [Dual class shares to be included in UK premium listing segment \(pinsentmasons.com\)](#). Zie ook [The UK's Dual-Class Shares Reforms – Failing to Throw off the Shackles | Oxford Law Faculty](#); [Developments in the London listing markets: SPACs, dual class share structures and other Listing Rules reforms - WFW](#); [Britain is liberalising its listing rules to revive its battered bourse | The Economist](#).

Een bepaalde vorm van *dual class*-aandelenstructuren is dus thans toegestaan binnen het *premium listing segment*. Gewezen wordt hier op *Listing Rule 9.2.22C*,⁶⁶ die het volgende inhoudt:

‘Specified weighted voting rights shares are weighted voting rights shares of a class which meet the following conditions:

- (1) subject to paragraph (2), each share carries the same number of votes on matters at a general meeting of the company as a share in the class admitted to premium listing;
- (2) in relation to the following matters only, each share may carry up to 20 times the votes carried by a share in the class admitted to premium listing:
 - (a) the removal of the holder as a director whether under section 168 of the Companies Act 2006 or otherwise; and
 - (b) following a change of control in the issuer, any matter; and
- (3) the shares may only be held by a director of the issuer or, following the death of a director, a beneficiary of the director’s estate.’

Ook wordt genoemd *Listing Rule 9.2.22 E*, die het volgende inhoudt:

‘The effect of ■ LR 9.2.22AR(1) and ■ LR 9.2.22CR is that:

- (1) the holder of specified weighting voting rights shares may vote on matters otherwise reserved to holders of premium listed shares under ■ LR 9.2.21R(1) on the same basis as those shareholders, subject to ■ LR 9.2.22AR(2) to ■ (4); and
- (2) if there is a change of control, the holder of a specified weighted voting rights share may then vote on such matters on the basis of weighted voting rights of up to 20 times the votes attaching to a premium listed share, subject to ■ LR 9.2.22AR(2) to ■ (4) and ■ LR 9.2.22CR.’

Uitgangspunt is dus dat een aandeel met meervoudig stemrecht in de algemene vergadering net zoveel stemmen heeft als een (gewoon) aandeel dat is toegelaten tot de *premium listing*, maar in bepaalde gevallen kan daarvan worden afgeweken, zij het dat de stemverhouding niet boven 20:1 mag uitkomen.

Tot slot wordt het volgende opgemerkt. In art. 284, eerste lid, onderdeel a, staat dat ‘in the case of a company having a share capital, every member has one vote in respect of each share’. Niettemin bepaalt het vierde lid dat ‘[t]he provisions of this section have effect subject to any provision of the company’s articles’. De statuten mogen verschillende aandelenklassen (zie (de toelichting bij) hoofdstuk 9 van deel 17 van de Companies Act 2016) met verschillende stemrechten (bijv. aandelen met enkelvoudig stemrecht per aandeel en aandelen met meervoudig stemrecht per aandeel) creëren.⁶⁷

⁶⁶ De Listing Rules zijn te vinden op [LR.pdf \(fca.org.uk\)](#).

⁶⁷ Zie (nader) [Company Law Club // What voting rights do shares have?](#) en [What are the Voting Rights in a Limited Company? | Rapid Formations](#) en [Articles of Association in UK Private Companies: An Empirical Leximetric Study | SpringerLink](#) en [Allowing dual class share structure companies in the Premium listing segment of the London Stock Exchange: appreciating international experiences and recognizing local conditions | Capital Markets Law Journal | Oxford Academic \(oup.com\)](#) en https://www.google.nl/url?sa=t&ret=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwjv6_2Ijav7AhXUuaQKH a7HAIoQFnoECAsQAO&url=https%3A%2F%2Fwww.jonesday.com%2F-

3.28 Zweden

De Swedish Companies Act is hier de relevante wet,⁶⁸ die in beginsel ziet op alle *limited liability companies*, zowel *private limited company* als *public limited companies* (art. 2). Daarin is geen (verbod op een) loyaliteitsregeling opgenomen. Wel bevat deze wet het volgende:

‘Chapter 4. Shares

Share class

The principle of equality

§ 1 All shares have equal rights in the company, unless otherwise provided for in §§ 2-5.

Regulations on different classes of shares

§ 2 The articles of association may stipulate that shares of different classes shall exist or may be issued. Such a regulation shall indicate

1. the differences between the classes of shares, and
2. the number or proportion of shares of each class.

The indication referred to in paragraph 2 of the first subparagraph may indicate the maximum and minimum number or the highest and lowest proportion of shares of a given class.

Regulations on preferential rights in connection with new issues of shares or issues of warrants or convertibles

§ 3 If a regulation pursuant to § 2 means that the shares shall confer different rights to the company’s assets or profits or that the shares shall have different voting values, the regulation shall specify the preferential rights the shareholders shall have in respect of any new issue of shares or such issue of warrants or convertibles that are not made against payment in kind.

A provision on preferential rights referred to in the first subparagraph shall mean

1. that shareholders shall have preferential rights in proportion to their share in the company’s capital, or

[%2Fmedia%2Ffiles%2Fpublications%2F2019%2F05%2Fcomparative-guide-on-corporate-governance%2FUnited-kingdom-corporate-governance.pdf&usg=AOvVaw2yv1pcMsul_7wpeVwp9OJ8.](#)

⁶⁸ Te vinden op [Swedish Companies Act \(2005:551\) Swedish Code of Statutes 2005:2005:551 to SFS 2022:990 - Riksdagen.](#)

2. that an old share shall confer preferential rights to new shares of the same class, that shares not subscribed for by the primarily entitled shareholders shall be offered to all shareholders and that, unless the entire number of shares subscribed for as a result of the latter offer can be issued, the shares shall be distributed among the subscribers in proportion to the number of shares they own and; to the extent that this cannot be done, by drawing lots.

A provision referred to in paragraph 2 of the second subparagraph may be included in the statutes only if the differences between the shares are of the kind referred to in the first subparagraph.

(...)

Voting value differences

§ 5 No share may have a voting value that exceeds ten times the voting value of any other share.

Conversion clause

§ 6 The articles of association may include a proviso that, under certain specified conditions and in specified manner, a share of a certain class may be converted into a share of another specified class (conversion clause).⁶⁹

Het Zweedse recht kent een gelijkheidsbeginsel, houdende dat alle aandelen in beginsel gelijke rechten in de vennootschap hebben. Niettemin mogen de statuten bepalen dat er verschillende klassen aandelen met verschillende stem- of winstrechten zijn. Wel geldt daarbij de beperking dat de maximale stemverhouding tussen het *low voting*-aandeel en het *high voting*-aandeel niet hoger mag zijn dan 1:10.⁶⁹ Tegen deze achtergrond lijkt het mogelijk aandelen uit te geven waaraan meervoudig ((on)evenredig) stemrecht is verbonden, een en ander met inachtneming van het voornoemde. In de statuten kan eveneens een conversieclausule worden opgenomen op basis waarvan, en onder de voorwaarden waaronder, gewone aandelen geconverteerd kunnen worden in een andere soort aandelen. Aandelen zonder stemrecht kunnen niet worden uitgegeven.⁷⁰

3.29 Zwitserland

⁶⁹ In de praktijk is '[a]lmost without exception, the voting ratio is 1:10'; zie [The-Nordic-Corporate-Governance-Model.pdf \(corporategovernance.dk\)](#), p. 255. Zie ook [RDS 2019-03e04 \(491-536\) - Doutrina - Nuno Serrão Faria - Dual-class shares - a governance battle between stock exchanges: The case of the UK.pdf \(revistadedireitodassociedades.pt\)](#), p. 514, nr. 29 en voetnoot 87; [Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate | SpringerLink](#); [apac-dual-class-shares-survey-report.ashx \(cfainstitute.org\)](#), p. 29, en 42 en voetnoot 70.

⁷⁰ Zie [The-Nordic-Corporate-Governance-Model.pdf \(corporategovernance.dk\)](#), p. 255.

De hier relevante wet in Zwitserland is de 220 Federal Act of 30 March 1911 on the Amendment of the Swiss Civil Code (Part Five: The Code of Obligations).⁷¹ Een (verbod op een) loyaliteitsregeling is er niet. Maar:

‘Additionally, so-called loyalty shares might be introduced in the future: on the basis of a resolution by a majority of shareholders, companies would be given the option to provide in their articles of association for a premium (an increased dividend, a higher subscription right or a lower purchase price when new shares are issued) on shares that have been entered in the share register for more than two years as belonging to the same owner. The proposal had been intensely discussed during the corporate law reform but failed in Parliament. However, it will remain on the political agenda.’⁷²

Met betrekking tot de (on)mogelijkheden onder huidig recht:

‘An instrument that encourages a long-term orientation of institutional investors would be the issuance of loyalty shares (i.e., shares with multiple voting or dividend rights) to long-term shareholders.¹⁰³ This instrument, consisting of loyalty voting rights and loyalty dividends, has been developed by and is still in force in France.¹⁰⁴ While the permissibility of loyalty shares in Switzerland remains unclear, scholars have already addressed this issue.¹⁰⁵ It is therefore up to the Swiss legislator to consider, eventually in the context of the ongoing corporate law reform, whether or not to introduce this instrument into the law.’⁷³

In voetnoot 105 staat het volgende:

‘See Daeniker (2015), pp 160–163 (arguing that loyalty voting shares are not permissible as the law stands and loyalty dividends are most likely also not permissible and in any case not practicable under the current regime). See also Forstmoser et al. (2015), pp 1–11 (advocating the enactment of a legal basis for the issuance of loyalty shares in the context of the ongoing Swiss corporate law reform).’⁷⁴

De toelaatbaarheid van loyaliteits aandelen onder huidig Zwitsers recht blijft onduidelijk. Volgens een auteur zijn loyaliteitsstemrechten aandelen niet toegestaan en (hoogst)waarschijnlijk loyaliteitsdividendaandelen evenmin, welke sowieso niet praktisch zijn. Er is een voorstel gedaan tot invoering van laatstgenoemde aandelen, maar kwam niet door het parlement. Het onderwerp blijft op de politieke agenda.

⁷¹ Te vinden op [SR 220 - Federal Act of 30 March 1911 on the Amendment of the Swiss Civil Code \(Part Five: The Code of Obligations\) \(admin.ch\)](#).

⁷² [rzyez5fbyjl8e9utnebd.pdf \(baerkarrer.ch\)](#). Zie ook [ECGI Roundtable Report on Loyalty Shares By Tom Vos](#), waarin staat: ‘In addition, Spain and Switzerland are thinking about introducing loyalty shares as well, according to Becht.’ Zie daarnaast [Board Composition and Ownership Structure in Switzerland – The Empirical Evidence – CapLaw](#).

⁷³ [Board Composition, Ownership Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Switzerland \(unisg.ch\)](#), p. 248.

⁷⁴ *Ibid.* Zie ook [The Corporate Governance Review - The Law Reviews](#): ‘Swiss law does not grant any special rights (super-voting or special dividend rights) to long-term shareholders.’

Voor het overige worden thans enkele in het oog springende artikelen uit titel zesentwintig (art. 620 e.v.), de bepalingen waarvan zien op de *société anonyme* (*company limited by shares*), van de Code of Obligations gelicht:

‘Art. 627

In order to be binding, provisions on the following matters must be included in the articles of association:

(...)

9. the preferential rights of individual share classes, participation certificates, dividend rights certificates and the granting of special privileges;

(...).

(...)

Art. 653b

The articles of association must stipulate:

(...)

2. the number, nominal value and type of shares;

(...)

5. preferential rights attached to specific share classes;

(...)

(...)

Art. 656

1. Preference shares enjoy the preferential rights vis-à-vis ordinary shares that are expressly conferred on them by the original articles of association or by amendment thereof. In other respects they are of equal status with the ordinary shares.

2. In particular, preferential rights may relate to the dividend, with or without rights to cumulative dividends, to the share in the proceeds of liquidation and to subscription rights in the event that new shares are issued.

(...)

Art. 692

1 The shareholders exercise their voting rights at general meetings of shareholders in proportion to the total nominal value of the shares belonging to them.

2 Every shareholder has at least one vote, even if he holds only one share. However, the articles of association may impose restrictions on the number of votes cast by holders of multiple shares.

(...)

Art. 693

- 1 The articles of association may stipulate that voting rights are determined regardless of nominal value by the number of shares belonging to each shareholder such that each share confers one vote.
- 2 In this case, shares with a lower nominal value than other shares of the same company may be issued only as registered shares and must be fully paid up. The nominal value of these other shares must not exceed ten times the nominal value of the voting shares.
3. The allocation of voting rights according to number of shares is not applicable for: (...).' (voetnoten verwijderd)

Dit een en ander wordt aldus verstaan. Een Zwitserse naamloze vennootschap mag verschillende klassen aandelen uitgeven. Iedere aandelenklasse mag een verschillende nominale waarde hebben. Zogenoemde ‘preferential rights’ mogen (statutair) worden toegekend aan een bepaalde aandelenklasse. Die rechten kunnen (grofweg) zien op stemrecht of dividend.⁷⁵ Zwitserland neemt het stelsel van het evenredig stemrecht tot uitgangspunt. Als er bijvoorbeeld aandelen zijn met een nominale waarde van 1 centime (het minimum; zie art. 622, vierde lid) en aandelen met een nominale waarde van 2 centime, dan geven de eerstbedoelde aandelen recht op één stem en de laatstbedoelde aandelen recht op twee stemmen (zijn er slechts gewone aandelen met alle dezelfde nominale waarde, dan zal *one share, one vote* gelden).⁷⁶ De statuten mogen een *voting cap* opnemen, zodat een aandeelhouder met meerdere aandelen in totaal niet meer dan een x-aantal stemmen mag uitbrengen. Ook mag daarin worden bepaald dat ieder aandeel, ongeacht de nominale waarde ervan, recht geeft op één stem. Wel geldt in dat geval dat de nominale waarde van de gewone aandelen niet meer mag bedragen dan tienmaal de nominale waarde van de stemaandelen (een maximale ratio van 1:10 dus).⁷⁷

4 Landenoverzicht buiten Europa

4.1 Australië

In de Australische Corporations Act 2001⁷⁸ is geen (verbod op een) loyaliteitsregeling opgenomen.⁷⁹ Wel staat daarin, voor zover hier van belang, het volgende:

‘250E How many votes a member has (replaceable rule—see section 135)

⁷⁵ Zie [Shareholders' rights in private and public companies in Switzerland: overview | Practical Law \(thomsonreuters.com\)](#), onder vraag 2. Zie ook [rzyez5fbyjl8e9utnebd.pdf \(baerkarrer.ch\)](#), onder 15: ‘It is, however, only allowed to create voting shares (i.e. shares with higher voting power) by attributing them different nominal values (meaning that all shares technically carry one vote but have different dividend rights).’ Zie bovendien [The Corporate Governance Review - The Law Reviews](#), onder ‘Shareholders, i Shareholder rights and powers’. De Zwitserse beurs staat *dual class*-aandelen toe; zie [RDS 2019-03e04 \(491-536\) - Doutrina - Nuno Serrão Faria - Dual-class shares - a governance battle between stock exchanges: The case of the UK.pdf \(revistadedireitodassociedades.pt\)](#), p. 514, nr. 29 en voetnoot 87.

⁷⁶ In [Corporate-Governance-Factbook.pdf \(oecd.org\)](#), p. 98 staat onder ‘Multiple voting rights’ de woorden ‘Allowed’.

⁷⁷ Zie hierover (nader) [BBl 1983 II 745 - Botschaft über die Revision des Aktienrechts vom 23. Februar 1983 \(admin.ch\)](#), p. 786-787, 868, 906, 942, 976 en 994; [019 SWITZERLAND-LP.pdf \(walderwyss.com\)](#), par. 1.2;

⁷⁸ Te vinden op [Corporations Act 2001 \(legislation.gov.au\)](#).

⁷⁹ Zie echter [Building-a-long-term-shareholder-Base-Loyalty-rewards.pdf \(mercator.com\)](#), p. 10 en 27.

Company with share capital

(1) Subject to any rights or restrictions attached to any class of shares, at a meeting of members of a company with a share capital:

- (a) on a show of hands, each member has 1 vote; and
- (b) on a poll, each member has 1 vote for each share they hold.

(...)

254A Power to issue bonus, partly-paid, preference and redeemable preference shares

(1) A company's power under section 124 to issue shares includes the power to issue:

(...)

(b) preference shares (including redeemable preference shares); and

(...)

(2) A company can issue preference shares only if the rights attached to the preference shares with respect to the following matters are set out in the company's constitution (if any) or have been otherwise approved by special resolution of the company:

(...)

(b) participation in (...) profits;

(...)

(d) voting;

(e) priority of payment of capital and dividends in relation to other shares or classes of preference shares.

(...)

254B Terms of issue

(1) A company may determine:

(a) the terms on which its shares are issued; and

(b) the rights and restrictions attaching to the shares.

(...)

254C No par value shares

Shares of a company have no par value.

(...)

254G Conversion of shares

(1) A company may:

(a) convert an ordinary share into a preference share; and

(...)

254W Dividend rights

Shares in public companies

(1) Each share in a class of shares in a public company has the same dividend rights unless:

(a) the company has a constitution and it provides for the shares to have different dividend rights; or

(b) different dividend rights are provided for by special resolution of the company.'

De Australische Corporations Act 2001 werkt, in art. 250E, eerste lid, met een *one share, one vote*-presumptie.⁸⁰ Niettemin mag een (*public*) *company* ook ‘preference shares’ uitgeven waaraan bepaalde rechten zijn verbonden met betrekking tot het delen in de winst en het stemmen, welke rechten dienen te worden vastgelegd in de *constitution* of goedgekeurd bij een bijzonder besluit. Die aandelen ‘generally don’t have voting rights’,⁸¹ althans ‘usually have voting rights which are restricted to particular circumstances or particular resolutions’.⁸² Onder Australisch recht kunnen er verschillende aandelenklassen worden gecreëerd (dat volgt reeds uit deel 2F.2 (art. 246B e.v.) van de Corporations Act 2001, dat gaat over ‘Class rights’)⁸³ en de aandelen van de respectieve klassen kunnen, zowel qua dividend als qua stemrecht, ten opzichte van elkaar verschillen.⁸⁴ Aldus kunnen aandelen met meervoudig stemrecht, of zonder stemrecht, worden uitgegeven. Maar zie de noteringsregels (hoofdstuk 6)⁸⁵ van de Australian Securities Exchange (ASX), die, voor zover hier van belang, het volgende inhouden:

‘6.2 An entity may have only one class of ordinary securities unless either of the following applies:

- ASX approves the terms of an additional class
- The additional class is of partly paid securities which, if fully paid, would be in the same class as the ordinary securities

(...)

6.9 On a resolution to be decided on a poll, each holder of an ordinary security, and each holder of a preference security who has a right to vote, must be entitled to one vote for each fully paid security and a fraction of a vote for each partly paid security. (...)

⁸⁰ Zie [HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED \(hkex.com.hk\)](http://hkex.com.hk), p. III-14, onder 65; [Corporations Law in Australia - Roman Tomasic, Stephen Bottomley, Rob McQueen - Google Boeken](#), p. 310.

⁸¹ [Types of Shares - Australian Investors Association](#).

⁸² [Types of shares \(asx.com.au\)](http://asx.com.au).

⁸³ Zie ook deel 1.5 ‘Small business guide’, par. 6.2 en 6.4.

⁸⁴ Zie [Shareholders' rights in private and public companies in Australia: overview | Practical Law \(westlaw.com\)](#), onder vragen 13 en 35. In deel 1.5 (‘Small business guide’) wordt gezegd: ‘This guide summarises the main rules in the Corporations Act (the *Corporations Act 2001*) that apply to proprietary companies limited by shares—the most common type of company used by small business. The guide gives a general overview of the Corporations Act as it applies to those companies and directs readers to the operative provisions in the Corporations Act.’ In par. 6.2 (‘Classes of shares’) en 6.4 (‘Voting rights’) staat het volgende: ‘A company may have different classes of shares. The rights and restrictions attached to the shares in a class distinguish it from other classes of shares.’ resp. ‘Different rights to vote at meetings of shareholders may attach to different classes of shares. It is a replaceable rule (see 1.6) that, subject to those different rights, each shareholder has 1 vote on a show of hands and, on a poll, 1 vote for each share held.’ In dat verband wordt verwezen naar artikelen die ook voor de *public company* gelden, te weten art. 250E, 254A en 254B. Daarin wordt immers gesproken van ‘a company’.

⁸⁵ <https://www.google.nl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKewjGtO-Ujqv7AhXXhf0HHYx0CqcQFnoECCEQAQ&url=https%3A%2F%2Fwww2.asx.com.au%2Fcontent%2Fdam%2Fasx%2Frules-guidance-notes-waivers%2Fasx-listing-rules%2Frules%2FChapter06.pdf&usg=AOvVaw2a7zJy5bUicVXd9gv2lOyv>. Zie ook [Shareholders' rights in private and public companies in Australia: overview | Practical Law \(westlaw.com\)](#), onder vraag 13.

De ASX houdt dus vast aan de *one vote, one share*-regel:⁸⁶ een beursvennootschap mag in beginsel slechts één klasse gewone aandelen⁸⁷ hebben die elk recht geven op één stem.⁸⁸

4.2 Canada

De Canada Business Corporations Act⁸⁹ bevat geen (verbod op een) loyaliteitsregeling.⁹⁰ Wel is daarin opgenomen:

Articles of incorporation

6 (1) Articles of incorporation shall follow the form that the Director fixes and shall set out, in respect of the proposed corporation,

(...)

(c) the classes and any maximum number of shares that the corporation is authorized to issue, and

(i) if there will be two or more classes of shares, the rights, privileges, restrictions and conditions attaching to each class of shares, and

(ii) if a class of shares may be issued in series, the authority given to the directors to fix the number of shares in, and to determine the designation of, and the rights, privileges, restrictions and conditions attaching to, the shares of each series;

[zie ook art. 27 en 176]

(...)

(...)

24 (1) Shares of a corporation shall be in registered form and shall be without nominal or par value.

(...)

(3) Where a corporation has only one class of shares, the rights of the holders thereof are equal in all respects and include the rights

(a) to vote at any meeting of shareholders of the corporation;

(b) to receive any dividend declared by the corporation; and

(...)

⁸⁶ [Handbook on International Corporate Governance: Country Analyses - Google Boeken](#), p. 186 (voetnoot 10).

⁸⁷ Er worden drie verschillende typen aandelen verhandeld op de ASX, te weten 'ordinary shares', 'preference shares' en 'partly-paid shares'; zie [Types of shares \(asx.com.au\)](#). Vgl. [Introduction to Shares & Share Classes in Singapore | GuideMeSingapore - by Hawksford](#).

⁸⁸ Zie ook [HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED \(hkex.com.hk\)](#), p. III-14 en III-15; [Corporate-Governance-Factbook.pdf \(oecd.org\)](#), p. 97 en voetnoot 3; [Dual Class Shares in Singapore \(lawgazette.com.sg\)](#); [Lexology-Corporate-Governance-2021.pdf \(kkilawyers.com.au\)](#), p. 1-2, onder vraag 5. Zie voorts

<https://www.google.nl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwiJoOyS78r5AhWhgv0HHRm4CKE4FBAWegQIBRAB&url=https%3A%2F%2Fwww.herbertsmithfreehills.com%2Ffile%2F45476%2Fdownload%3Ftoken%3DWLDksOg8&usg=AOvVaw3g-5eEIXodEu1wrMg2bwNQ>, p. 4: 'Australian listed companies almost universally have a single class of ordinary voting shares, pursuant to the requirements of the ASX.'

⁸⁹ Zie [C-44.pdf \(justice.gc.ca\)](#).

⁹⁰ Zie ook [Caisse's Sabia open to idea of 'loyalty' shares that reward long-term investors with extra votes | Financial Post](#).

- (4) The articles may provide for more than one class of shares and, if they so provide,
(a) the rights, privileges, restrictions and conditions attaching to the shares of each class shall be set out therein; and
(b) the rights set out in subsection (3) shall be attached to at least one class of shares but all such rights are not required to be attached to one class.

(...)

(...)

140 (1) Unless the articles otherwise provide, each share of a corporation entitles the holder thereof to one vote at a meeting of shareholders.

De Canada Business Corporations Act staat toe om bij statuten af te wijken van het *one share, one vote*-uitgangspunt. Onder Canadees recht kan een *corporation* (zie art. 2, eerste lid, en art. 10, eerste lid) *dual class*-aandelenstructuren hebben en kunnen er aandelen met meervoudig stemrecht – er is geen (wettelijke) beperking aan de hoeveelheid stemmen per aandeel –⁹¹ worden uitgegeven,⁹² alsmede kan er een aandelenklasse met aandelen zonder stemrecht worden gecreëerd.⁹³

4.3 China

De Company Law of the People's Republic of China (2018 Revision)⁹⁴ bevat geen (verbod op een) loyaliteitsregeling, noch in de hoofdstukken 4 en 5 (art. 76-145) over de *joint stock limited company*, noch daarbuiten. De voorstellen tot wijziging van die wet hebben daarin geen verandering gebracht. Thans wordt ingegaan op een aantal wetsartikelen, eerst onder huidig recht en daarna wat gewijzigd wordt.

In de huidige Chinese Company Law staat, voor zover hier van belang, het volgende:

‘Article 103 When a shareholder attends a meeting of the shareholders' assembly, he shall have one voting right for each share he holds. (...).

(...)

Article 126 The issuance of shares shall comply with the principle of fairness and impartiality. The shares of the same class shall have the same rights and benefits.’

⁹¹[HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED \(hkex.com.hk\)](http://hkex.com.hk), p. III-3 en III-4, onder 16.

⁹² Zie (nader) [RDS 2019-03e04 \(491-536\) - Doutrina - Nuno Serrão Faria - Dual-class shares - a governance battle between stock exchanges: The case of the UK.pdf \(revistadireitodassociedades.pt\)](https://www.revistadireitodassociedades.pt), p. 519, 520, 522, 523 en 530; [Hochleitner 101 147.ashx \(drexel.edu\)](https://drexel.edu), p. 104 en voetnoot 10, 106, 131, 132, 133, 135 en 144; [Multiple Voting Shares: Don't Call It A Comeback - Shareholders - Canada \(mondaq.com\)](https://mondaq.com); [HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED \(hkex.com.hk\)](http://hkex.com.hk), p. III-3 en III-4; [Corporate-Governance-Factbook.pdf \(oecd.org\)](https://oecd.org), p. 97 en voetnoot 6 (op p. 99).

⁹³ Zie naast de reeds genoemde artikelen art. 176, vijfde lid, en [HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED \(hkex.com.hk\)](http://hkex.com.hk), p. III-4, onder 19-21.

⁹⁴ Te raadplegen op [Company Law of the People's Republic of China \(2018 Revision\) \(ghiplegal.com\)](http://ghiplegal.com).

In de ‘**Guidelines for Articles of Association of Listed Companies** (*Revised in 2014*)’ staat, voor zover hier van belang, het volgende:

‘Article 78 Shareholders (including proxies) shall exercise their voting rights according to the number of their voting shares. Each share carries one vote.’⁹⁵

De Company Law of the People's Republic of China (Revised Draft) bevat een aantal wijzigingen, welke, voor zover hier van belang, het volgende inhouden:

‘Article 119 Shareholders who attend the shareholders' meeting shall have one voting right for each share they hold, excluding shareholders of class shares. (...).

(...)

Article 156 The issuance of shares shall be based on the principle of fairness and impartiality, and each share of the same class shall have the same rights.

(...)

(...)

Article 157 The company may issue the following and common stock rights vary by class of shares:

(...)

(2) Shares in which the number of voting rights per share is more or less than that of ordinary shares;

(...)

A company that publicly issues shares shall not issue shares of the classes specified in items 2 and 3 of the preceding paragraph, except those that have been issued before the public offering.’⁹⁶

Als de Revised Draft wet wordt, waarvan hier wordt uitgegaan, kan er dus van het *one share, one vote*-uitgangspunt worden afgeweken door het creëren van een klasse aandelen met meervoudig stemrecht, welke aandelen vóór de (*initial*) *public offering* moeten worden uitgegeven, want daarna is niet toegestaan.⁹⁷

4.4 Hongkong

⁹⁵ [GuidelinesforArticles20141114.pdf \(icbc-ltd.com\)](#), p. 21.

⁹⁶ De Revised Draft staat op [标题 \(npcobserver.com\)](#).

⁹⁷ Zie ook [China Publishes Draft Amendment to Company Law | WilmerHale](#); [Focused Interpretation of the Draft Amendments to the Company Law of the People's Republic of China - Lee, Tsai & Partners \(leetsai.com\)](#), onder VI; [PowerPoint Presentation \(capmktreg.org\)](#), p. 10-11 en 14; [Layout 1 \(bakermckenzie.com\)](#), p. 4; [New rules: Registered technology companies in Shenzhen can implement dual-class shares \(kr-asia.com\)](#); [Shenzhen looks to draw tech firms with new dual-class share rule · TechNode](#); [China revises Stock Connect rules to include HK-listed dual-class shares | Reuters](#); [Chinese mainland's first dual-class share firm to list on STAR market - SHINE News](#); [Corporate-Governance-Factbook.pdf \(oecd.org\)](#), p. 97 en voetnoot 7.

In de Companies Ordinance (Cap. 622 of the Laws of Hong Kong)⁹⁸ staat geen (verbod op een) loyaliteitsregeling. Wel staat daarin, voor zover hier van belang, het volgende:

135. No nominal value

(1) Shares in a company have no nominal value.

(...)

(...)

178. Classes of shares

(1) For the purposes of this Ordinance, shares are in one class if the rights attached to them are in all respects uniform.

(2) The rights attached to shares are not to be regarded as different from those attached to other shares only because they do not carry the same rights to dividends in the 12 months immediately following their allotment.

179. Description of shares of different classes

(1) A share certificate issued by a company that has different classes of shares must contain in a prominent position a statement—

(a) stating that the company's share capital is divided into different classes of shares; and

(b) specifying the voting rights attached to shares in each class.

(2) If a company has a class of shares the holders of which are not entitled to vote at general meetings of the company—

(a) the descriptive title of shares in the class must include the words "non voting" or the Chinese characters (...); and

(...)

(3) Subsection (2) does not apply to shares that are described as preference shares or preferred shares.

(...)

(...)

588. General rules on votes

(...)

(3) On a vote on a resolution on a poll taken at a general meeting—

(a) in the case of a company having a share capital—

(i) every member present in person has one vote for each share held by him or her; and

(...)

(4) Subsections (1), (2) and (3) have effect subject to any provision of the company's articles.'

Naar Hongkongs recht kunnen er verschillende aandelenklassen met verschillende stemrechten worden gecreëerd, waaronder een *dual class*-aandelenstructuur met *high voting*-aandelen en *low voting*-aandelen of een met aandelen zonder stemrecht en aandelen met één stem per

⁹⁸ Te vinden op [Companies Registry - Companies Ordinance \(Cap. 622\) - Statutory Provisions \(cr.gov.hk\)](http://www.cr.gov.hk).

aandeel.⁹⁹ De Main Board Listing Rules van Hong Kong Exchanges and Clearing (HKEX) verzetten zich (*an sich*) niet (meer) tegen de eerstbedoelde structuur.¹⁰⁰ Gewezen wordt op Chapter 8A Weighted Voting Rights ervan,¹⁰¹ waarin het volgende staat:

‘The concept of proportionality between the voting power and equity interest of shareholders, commonly known as the “one-share, one-vote” principle, is an important aspect of investor protection as it helps align controlling shareholders’ interests with those of other shareholders and makes it possible for incumbent management to be removed, if they underperform, by those with the greatest equity interest in an issuer.

Although the Exchange believes that the “one-share, one vote” principle continues to be the optimum method of empowering shareholders and aligning their interests in a company, the Exchange will consider listing applications of companies seeking to deviate from this principle, under the conditions and safeguards set out in this Chapter. Applicants are expected to demonstrate the necessary characteristics of innovation and growth and demonstrate the contribution of their proposed beneficiaries of weighted voting rights to be eligible and suitable for listing with a WVR structure as set out in guidance published on the Exchange website and amended from time-to-time.’

Eisen die worden gesteld, zijn onder meer deze:

‘8A.08 An issuer must not seek a listing of a class of shares carrying weighted voting rights.’

en

‘8A.10 A class of shares conferring weighted voting rights in a listed issuer must not entitle the beneficiary to more than ten times the voting power of ordinary shares, on any resolution tabled at the issuer’s general meetings.’

De ter beurse te noteren aandelen mogen dus niet de aandelen met meervoudig stemrecht zijn en de stemverhouding mag maximaal 10:1 zijn.

4.5 India

⁹⁹ Zie [HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED \(hkex.com.hk\)](https://www.hkex.com.hk), p. 6, onder 9; [Corporate-Governance-Factbook.pdf \(oecd.org\)](https://www.oecd.org), p. 97.

¹⁰⁰ Zie daarover [RDS 2019-03e04 \(491-536\) - Doutrina - Nuno Serrão Faria - Dual-class shares - a governance battle between stock exchanges: The case of the UK.pdf \(revistadedireitodassociedades.pt\)](https://www.doutrina.com), p. 524 e.v. (c. Hong Kong); [Corporate-Governance-Factbook.pdf \(oecd.org\)](https://www.oecd.org), p. 100 (voetnoot 10); [Hong Kong Stock Exchange loosens the “one share one vote” principle and rejects the sunset clause - AMEC \(amecbrasil.org.br\)](https://www.amecbrasil.org.br); [bajobarbibigellicrocifinal.pdf \(ecgi.global\)](https://www.ecgi.global), p. 2-3 (voetnoot 2); [Corporate Governance and Directors' Duties in Hong Kong: Overview | Practical Law \(thomsonreuters.com\)](https://www.thomsonreuters.com), onder vraag 1. Zie ook [Hong Kong is considering 'dual-class' share listings for non-tech firms, says official \(cnbc.com\)](https://www.cnbc.com); [Weighted Voting Rights – Reforms Underpin Hong Kong's Position as a Leading Capital Market \(tricorglobal.com\)](https://www.tricorglobal.com).

¹⁰¹ Te vinden op [Chapter 8A Weighted Voting Rights | Rulebook \(hkex.com.hk\)](https://www.hkex.com.hk).

Dit land heeft The Companies Act 2013.¹⁰² Daarin is geen (verbod op een) loyaliteitsregeling opgenomen. Wel kent die wet de volgende bepalingen:

‘43. Kinds of share capital.—The share capital of a company limited by shares shall be of two kinds, namely:—

(a) equity share capital—

(i) with voting rights; or

(ii) with differential rights as to dividend, voting or otherwise in accordance with such rules as may be prescribed; and

(...)

(...)

47. Voting rights.—

(1) Subject to the provisions of section 43 and sub-section (2) of section 50,—

(a) every member of a company limited by shares and holding equity share capital therein, shall have a right to vote on every resolution placed before the company; and

(b) his voting right on a poll shall be in proportion to his share in the paid-up equity share capital of the company.

(...)

(...)

51. Payment of dividend in proportion to amount paid-up.—A company may, if so authorised by its articles, pay dividends in proportion to the amount paid-up on each share.’

In art. 47 staat een impliciete *one share, one vote*-regel, waarvan kan worden afgeweken op grond van art. 43, eerste lid, onderdeel a, onder (ii), door aandelen te creëren met verschillende stemrechten.¹⁰³ Echter, een Indiase vennootschap die haar aandelen, in eigen land, ter beurse wil laten noteren, dient de regels van de Securities and Exchange Board of India (‘SEBI’) te volgen. SEBI heeft het *Framework for Issuance of Differential Voting Rights (DVR) Shares* goedgekeurd,¹⁰⁴ waarin, voor zover hier van belang, het volgende staat:

‘4.2.2 Eligibility: Company having SR shareholders [SR ‘shall mean equity shares having superior voting rights’] would be permitted to do an initial public offering (IPO) of only ordinary shares to be listed on the Main Board, subject to fulfillment of eligibility

¹⁰² Te vinden op [CompaniesAct2013.pdf \(mca.gov.in\)](#).

¹⁰³ Zie [Introducing Differential Voting Rights - Shareholders - India \(mondaq.com\)](#). Zie ook [East India Company, 1763 CE: The Birth of Corporate Plutocracy—From One Shareholder One Vote to One Share One Vote – CimplifyFive](#).

¹⁰⁴ https://www.sebi.gov.in/sebi_data/meetingfiles/aug-2019/1565346231044_1.pdf. Zie daarover [Sebi Approves Shares With Differential Voting Rights \(outlookmoney.com\)](#) en [All you need to know about differential voting rights \(DVR\) in India \(ipleaders.in\)](#) en [Differential voting rights in India - a summary » Money Management India](#) en [Introducing Differential Voting Rights - Shareholders - India \(mondaq.com\)](#). Zie ook [Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate | SpringerLink](#).

requirements as per Chapter II (Part I) of the SEBI(ICDR) Regulations and the following conditions:

- i. The issuer company is a tech company (as per the definition in Innovators Growth Platform) which is defined as follows:
(...)

(...)

- iii. The SR shares have been issued only to the promoters/ founders who hold an executive position in the company.

(...)

- v. SR shares have been held for a period of atleast 6 months prior to the filing of Red Herring Prospectus (RHP)

- vi. The SR shares have voting rights in the ratio of minimum 2:1 to maximum 10:1 compared to ordinary shares. The ratio shall be in whole numbers only.

- vii. SR shares have the same face value as ordinary shares.

- viii. The company has only one class of SR shares.

(...)

4.2.6 Rights of SR shares: SR shares shall be treated at par with the ordinary equity shares in every respect, including dividends, except in the case of voting on resolutions. The total voting rights of SR shareholders (including ordinary shares), post listing, shall not exceed 74%.’

Een technologiebedrijf mag met zijn gewone aandelen dus naar de Indiase beurs, met dien verstande dat, onder meer, de stemverhouding tussen gewone aandelen en aandelen met ‘preferential/superior voting rights’ minimaal 1:2 en maximaal 1:10 is en de totale stemrechten van aandeelhouders van de laatstbedoelde aandelen, inclusief gewone aandelen, na de notering niet groter is dan 74%.

4.6 Japan

De Japanese Companies Act,¹⁰⁵ in deel II waarvan bepalingen over de *stock company* staan, bevat geen (verbod op een) loyaliteitsregeling. Wel is daarin opgenomen:

‘Article 28

¹⁰⁵ Zie [Companies Act - English - Japanese Law Translation](#). Zie, voor de herziening van deze wet, hier niet van belang, ook [b5b4pj0000021rn2.pdf \(jpx.co.jp\)](#); [The Corporate Governance Review - The Law Reviews](#), onder meer voetnoot 21.

In cases where a Stock Company is to be incorporated, the following matters do not become effective unless they are specified or recorded in the articles of incorporation referred to in Article 26, paragraph (1):

(i) name(s) of person(s) who contribute(s) by any property other than money, the description of such property and the value thereof, and the number of the Shares Issued at Incorporation that are to be allotted to such person(s) (in cases where the Stock Company to be incorporated is a Company with Class Shares [betekent ‘any Stock Company which issues two or more classes of shares with different features as to the matters listed in the items of Article 108, paragraph (1), including, but not limited to, the Dividend of Surplus’; zie art. 2, aanhef en onder (xiii)], referring to the class(es) and the number of each class of the Shares Issued at Incorporation; the same applies in Article 32, paragraph (1), item (i));

(...)

(...)

(Number of Votes)

Article 72

(1) Shareholders at Incorporation (excluding Shareholders at Incorporation prescribed by Ministry of Justice Order as entities in a relationship that may allow the Stock Company after the formation to have substantial control of such entity through the holding of one quarter or more of the votes of all shareholders of such entity or other reasons) are entitled to one vote for each one Share Issued at Incorporation for which they subscribed at Organizational Meetings; provided, however, that, in cases where a Share Unit is provided for in the articles of incorporation, they are entitled to one vote for each one unit of the Shares Issued at Incorporation.

(2) In cases where the Stock Company to be incorporated is a Company with Class Shares, if it issues Shares Issued at Incorporation of a class that has restrictions on matters for which votes may be exercised at the shareholders meeting, the Shareholders at Incorporation may exercise, at the Organizational Meeting, votes with respect to such Shares Issued at Incorporation only in relation to matters that are equivalent to the matters for which they may vote at the shareholders meeting

(...)

(Rights of Shareholders)

Article 105

(1) A shareholder has the following rights and other rights recognized pursuant to the provisions of this Act with respect to the shares the shareholder holds:

- (i) the right to receive dividends of surplus;
- (ii) the right to receive distribution of residual assets;
- (iii) the right to cast a vote at shareholders meeting.

(2) Provisions of articles of incorporation that do not give the entirety of the rights listed in item (i) and item (ii) of the preceding paragraph to shareholders are not effective.

(...)

(Shares of Different Classes)

Article 108

(1) A Stock Company may issue two or more classes of shares with different features which have different provisions on the following matters; (...):

(i) dividends of surplus;

(...)

(iii) capacity to exercise the right to vote at a shareholders meeting;

(...)

2) In cases where a Stock Company issues two or more classes of shares with different features that have different provisions on the following matters, it must provide for the matters prescribed in each of such items and the Total Number of Authorized Shares in a Class in the articles of incorporation:

(i) regarding dividends of surplus: The method for determining the Dividend Property to be delivered to the shareholders of such classes, the conditions for dividends of surplus, and other features relating to dividends of surplus;

(...)

(iii) regarding the matter of capacity to exercise the right to vote at shareholders meetings: The following matters:

(a) the matters in relation to which the voting right may be exercised at a shareholders meeting; and

(b) if any condition on the exercise of the voting right is to be prescribed for such class shares, such condition;

(...)

(Equality of Shareholders)

Article 109

(1) A Stock Company must treat its shareholders equally in accordance with the features and number of the shares they hold.

(2) Notwithstanding the provisions of the preceding paragraph, a Stock Company that is not a Public Company [betekent 'any Stock Company the articles of incorporation of which do not require, as a feature of all or part of its shares, the approval of the Stock Company for the acquisition of such shares by transfer'; zie art. 2, aanhef en onder (v)] may provide in its articles of incorporation to the effect that each shareholder is treated differently with respect to the matters regarding the rights listed in each item of Article 105, paragraph (1).

(3) In cases where there is a provision in the articles of incorporation that is provided for in the preceding paragraph, the shares held by the shareholders under that paragraph are deemed to be class shares with different features with respect to the matters regarding the rights under that paragraph, and the provisions of this Part and Part V apply.

(...)

(Number of Issued Shares with Restricted Voting Right)

Article 115

In cases where a Company with Class Shares is a Public Company, if the number of the shares of a certain class with restriction in relation to matters on which voting right can be exercised at a shareholders meeting (hereinafter in this Article referred to as "Shares with Restricted Voting Right") has exceeded one half of the total number of the Issued Shares, the Stock Company must immediately take measures necessary to reduce the

number of the Shares with Restricted Voting Right below one half of the total number of the Issued Shares.

(...)

(Share Units)

Article 188

(1) A Stock Company may provide in the articles of incorporation, with respect to the shares it issues, to the effect that a fixed number of shares constitutes one unit of shares, which entitles a shareholder to cast one vote at a shareholders meeting or General Meeting of Class Shareholders.

(2) The fixed number in the preceding paragraph may not exceed the number prescribed by Ministry of Justice Order [= 1000 aandelen¹⁰⁶].

(3) A Company with Class Shares must provide for the Share Unit [zie ook art. 2, aanhef en onder XX] for each class of its shares.

Restriction on Rights in Relation to Shareholdings Less than One Unit)

Article 189

(1) Shareholders who hold shares in a number less than one Share Unit (hereinafter referred to respectively as “Holder of Shares Less than One Unit” and “Shares Less than One Unit”) may not exercise voting right at a shareholders meeting or General Meeting of Class Shareholders with respect to their Shares Less than One Unit.

(...)

(...)

(Number of Votes)

Article 308

(1) Shareholders (excluding the shareholder prescribed by Ministry of Justice Order as the entity in a relationship that may allow the Stock Company to have substantial control of such entity through the holding of one quarter or more of the votes of all shareholders of such entity or other reasons) are entitled to one vote for each one share they hold at the shareholders meeting; provided, however, that, in cases where a Share Unit is provided for in the articles of incorporation, they are entitled to one vote for each one unit of the shares.

Het uitgangspunt onder Japans recht is *one share, one vote*. Hoewel naar het recht van Japan een *stock company* twee of meer klassen van aandelen met verschillende kenmerken, welke verschillende bepalingen over, naast ‘dividends of surplus’, stemrecht hebben, mag uitgeven, zijn aandelen met meervoudig stemrecht niet toegestaan op grond van de Companies Act.¹⁰⁷

¹⁰⁶ [Microsoft Word - PADOCS01-#339938-v8-EC Study - Master Commission 2.DOC \(ecgi.global\)](#), p. 333. Zie ook [Shareholders' Rights in Private and Public Companies in Japan: Overview | Practical Law \(thomsonreuters.com\)](#), onder vraag 13, waar staat dat voor genoteerde aandelen 100 aandelen een *unit of shares* vormt.

¹⁰⁷ [Microsoft Word - PADOCS01-#339938-v8-EC Study - Master Commission 2.DOC \(ecgi.global\)](#), p. 332; [Corporate-Governance-Factbook.pdf \(oecd.org\)](#), p. 98; [Shareholders' Rights in Private and Public Companies in Japan: Overview | Practical Law \(thomsonreuters.com\)](#), onder vraag 13. Vgl. [HONG KONG EXCHANGES AND](#)

Wel kan het stemrecht met betrekking tot aandelen van een bepaalde klasse (statutair) beperkt of uitgesloten worden (laatstgenoemde aandelen mogen niet meer dan 50% van het totaal aan uitgegeven aandelen zijn).¹⁰⁸ Niettemin kan een vergelijkbaar resultaat als meervoudig stemrecht in geval van een *dual class*-aandelenstructuur worden behaald door in de *articles of incorporation* te bepalen dat een x-aantal uitgegeven aandelen van aandelenklasse A een *unit of shares* vormt die een aandeelhouder het recht op één stem geeft en een y-aantal uitgegeven aandelen van aandelenklasse B een *unit of shares* vormt die een aandeelhouder het recht geeft op één stem.¹⁰⁹

4.7 Nieuw-Zeeland

Nieuw-Zeeland heeft de Companies Act 1993.¹¹⁰ Die wet bevat geen (verbod op een) loyaliteitsregeling. Wel staat daarin, voor zover hier van belang, het volgende:

36 Rights and powers attaching to shares

- (1) Subject to subsection (2), a share in a company confers on the holder—
 - (a) the right to an equal share in dividends authorised by the board;
 - (b) the right to an equal share in dividends authorised by the board:
 - (i) ...
 - (ii) ...
- (2) Subject to section 53, (...).

(...)

37 Types of shares

- (1) Subject to the constitution of the company, different classes of shares may be issued in a company.
- (2) Without limiting subsection (1), shares in a company may—
 - (a) ...
 - (b) confer preferential rights to distributions of capital or income; or
 - (c) confer special, limited, or conditional voting rights; or
 - (d) not confer voting rights.

38 No nominal value

- (1) A share must not have a nominal or par value.
- (...)

53 Dividends

[CLEARING LIMITED \(hkex.com.hk\)](http://hkex.com.hk), p. III-16, onder 75, waar staat: In Japan, the TSE listing rules do not allow a listed company to have multiple voting shares.

¹⁰⁸ [Shareholders' Rights in Private and Public Companies in Japan: Overview | Practical Law \(thomsonreuters.com\)](http://thomsonreuters.com), onder vragen 3 en 13; [HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED \(hkex.com.hk\)](http://hkex.com.hk), p. III-16, onder 76.

¹⁰⁹ Zie [Shareholders' Rights in Private and Public Companies in Japan: Overview | Practical Law \(thomsonreuters.com\)](http://thomsonreuters.com), onder vraag 13; [Microsoft Word - PADOCS01-#339938-v8-EC Study - Master Commission 2.DOC \(ecgi.global\)](https://www.ecgi.global), p. 332-333.

¹¹⁰ <https://www.legislation.govt.nz/act/public/1993/0105/latest/whole.html#DLM320124>.

(...)

(2) The board of a company must not authorise a differential dividend unless—

(a) the amount of the dividend in respect of a share of that class is in proportion to the amount paid to the company in satisfaction of the liability of the shareholder under the constitution of the company or under the terms of issue of the share or is required, for a multi-rate PIE, as a result of section HM 48 of the Income Tax Act 2007; or

(b) the company's constitution provides for differential dividends as permitted by subsection (2A) and the dividend is authorised in accordance with the constitution.

(2A) The constitution of a company may provide for differential dividends in respect of the shares in a class of shares, which may be determined on any differential basis, but only if the differential basis is based on objective criteria and not on the exercise of a discretion by, or an opinion of, the board of the company.

(...)

(4) In this section, **differential dividend** means a dividend—

(a) in respect of some but not all the shares in a class; or

(b) that is of a greater value per share in respect of some shares of a class than it is in respect of other shares of that class.'

Er kunnen verschillende aandelenklassen worden uitgegeven, mits in de *constitution of the company* geregeld. De vraag is of er ook aandelen met meervoudig stemrecht kunnen worden uitgegeven. In art. 37, tweede lid, onderdeel c, wordt gesproken van 'special, limited, or conditional voting rights'. Maar in het tweede lid staat '[w]ithout limiting subsection (1)', in welke *subsection* staat: 'Subject to the constitution of the company, different classes of shares may be issued'. De *constitution* mag ten aanzien van het stemrecht dus ook, zo wordt verstaan, meer of anders bepalen. Dat lijken ook te kunnen zijn aandelen met meervoudig stemrecht, of aandelen zonder stemrecht.¹¹¹

Er kan worden voorzien in 'differential dividend' binnen een bepaalde aandelenklasse, met dien verstande dat de 'differential basis' is gebaseerd op objectieve criteria. Het hier bedoelde dividend houdt in: een dividend met betrekking tot een deel van de aandelen binnen een klasse of dividend dat voor het ene deel van de aandelen binnen een klasse een grotere waarde per aandeel heeft dan voor het andere deel van de aandelen binnen die klasse (art. 53, vierde lid, onderdeel b).

4.8 Singapore

De Singaporese Companies Act 1967¹¹² bevat geen (verbod op een) loyaliteitsregeling. Wel is daarin opgenomen, voor zover hier van belang, het volgende:

'62A.—(1) Shares of a company have no par or nominal value.

(...)

(...)

¹¹¹ [Corporate-Governance-Factbook.pdf \(oecd.org\)](#), p. 98.

¹¹² [Companies Act 1967 - Singapore Statutes Online \(agc.gov.sg\)](#).

64.—(1) Subject to subsections (...) and (3), (...), and any written law to the contrary, a share in a company confers on the holder of the share the right to one vote on a poll at a meeting of the company on any resolution. [zie ook art. 179, eerste lid, onderdeel c, onder ii]

(...)

(3) Subject to subsection (4) and section 64A, a right specified in subsection (1) may be negated, altered, or added to by the constitution of the company.

(4) Despite subsection (3), the right of a holder of a specified share of a company to at least one vote on a poll at a meeting of the company on the following resolutions may not be negated or altered:

(a) a resolution to wind up the company voluntarily under section 160 of the Insolvency, Restructuring and Dissolution Act 2018; or

(b) a resolution to vary any right attached to a specified share and conferred on the holder.

(5) In subsection (4), “specified share” means a share in the company, by whatever name called which, but for that subsection, does not entitle the holder thereof to the right to vote at a general meeting of the company.

(6) This section does not operate so as to limit or derogate from the rights of any person under section 74.

64A.—(1) Different classes of shares in a public company may be issued only if —

(a) the issue of the class or classes of shares is provided for in the constitution of the public company; and

(b) the constitution of the public company sets out in respect of each class of shares the rights attached to that class of shares.

(2) Without limiting subsection (1) but subject to the conditions of subsection (1)(a) and (b), shares in a public company may —

(a) confer special, limited, or conditional voting rights; or

(b) not confer voting rights.

(3) Despite anything in subsection (1) or (2), a public company must not undertake any issuance of shares in the public company that confers special, limited or conditional voting rights, or that confers no voting rights unless it is approved by the members of the public company by special resolution.

(4) Where a public company has one or more classes of shares that confer special, limited or conditional voting rights, or that confer no voting rights, the notice of any general meeting required to be given to a person entitled to receive notice of the meeting must specify the special, limited or conditional voting rights, or the absence of voting rights, in respect of each such class of shares.

(...)

(...)

74A.—(1) Subject to this section and sections 64A and 75, a company the share capital of which is divided into different classes of shares may make provision in its constitution to authorise the conversion of one class of shares into another class of shares.

(2) A public company may convert one class of shares (*A*) into another class of shares (*B*) by special resolution only if the constitution of the public company —

(a) permits *B* to be issued; and

(b) sets out the rights attached to *B*.’

Kern van het bovenstaande is dat onder Singaporees recht een *public company* (zie art. 4, eerste lid) van het *one share, one vote*-uitgangspunt mag afwijken¹¹³ door het, als bepaald in de *constitution* (zie art. 4, eerste lid), uitgeven van verschillende aandelenklassen waaraan, als bepaald in de *constitution*, verschillende rechten (ten aanzien van het stemrecht) zitten, waaronder aandelen zonder stemrecht, wat dan wel bij bijzonder besluit moet worden goedgekeurd. Hier van belang is slechts dat dit *low voting*-aandelen en *high voting*-aandelen kunnen zijn. Een uitgevende instelling met een *dual class*-aandelenstructuur die een notering van haar aandelen aan de Singapore Exchange ('SGX') Mainboard aanvraagt,¹¹⁴ dient wel aan een aantal voorwaarden te voldoen.¹¹⁵ In dit verband zij in het bijzonder gewezen op *Listing Rule* 210(10)(d), waarin het volgende staat:¹¹⁶

'Each multiple voting share shall not carry more than 10 votes per share. An issuer must specify the number of votes at IPO, and may not increase such number subsequently.'¹¹⁷

Er geldt dus een *voting cap* voor de *high* voting-aandelen van 10 stemmen per aandeel, en de omvang van het gekozen meervoudig stemrecht kan na de *IPO* niet meer worden verhoogd.

4.9 Verenigde Staten - Delaware

Hoofdstuk 1 van titel 8 van de Delaware Code (§ 101 e.v.)¹¹⁸ bevat geen (verbod op een) loyaliteitsregeling. Desondanks:

In the United States, loyalty shares or tenure voting plans have been used by companies for decades, although they are less common than other forms of dual class structures. (...) However, it is currently unclear whether mid-stream recapitalizations to provide for tenured rights are in line with the listing rules of US stock exchanges, which refer to time-phased voting plans as an example of impermissible voting rights restrictions. This lack of legal certainty may explain why they are used rarely.¹¹⁹ (voetnoten verwijderd) en, wat recenter (2021),

¹¹³ Dat was eerst anders; zie [RDS 2019-03e04 \(491-536\) - Doutrina - Nuno Serrão Faria - Dual-class shares - a governance battle between stock exchanges: The case of the UK.pdf \(revistadedireitodassociedades.pt\)](#), p. 526-527, onder 41; [Dual Class Shares in Singapore \(lawgazette.com.sg\)](#).

¹¹⁴ Dat was tot een aantal jaar geleden niet toegestaan; zie daarover [RDS 2019-03e04 \(491-536\) - Doutrina - Nuno Serrão Faria - Dual-class shares - a governance battle between stock exchanges: The case of the UK.pdf \(revistadedireitodassociedades.pt\)](#), p. 526, onder 41. Zie ook [SGX enters new era as it starts dual-class shares for qualifying IPOs, Stocks - THE BUSINESS TIMES](#); [Singapore details rules for offering dual-class shares, follows Hong Kong | Reuters](#)

¹¹⁵ Zie daarover, naast voetnoot 115 *infra*, [SGX implements listing framework for issuers with dual class share structure with effect from 26 June 2018: Allen & Gledhill \(allenandgledhill.com\)](#); [Listing Companies with Dual Class Shares - Allen & Overy \(allenoverly.com\)](#).

¹¹⁶ Zie ook [Corporate-Governance-Factbook.pdf \(oecd.org\)](#), p. 98 en voetnoot 19.

¹¹⁷ De noteringsregels zijn te raadplegen op [210 | Rulebook \(sgx.com\)](#).

¹¹⁸ Te raadplegen op [Delaware Code Online](#).

¹¹⁹ [Comparative Company Law - Carsten Gerner-Beuerle, Michael Anderson Schilling - Google Boeken](#), 2019, p. 390.

‘Loyalty shares are permitted under Delaware law, are barred in midstream recapitalizations under the stock exchange rules (as are dual-class recapitalizations), and were sought to be facilitated under recent applications to the SEC.

(...)

Loyalty shares are now uncommon in the United States, with stock exchange proposals seeking to make them more widely available. In the most comprehensive retrospective on loyalty shares in the United States, only a dozen American companies were found to have loyalty shares. (...)

(...)

Yet, this proposal has had, as far as we can tell, no traction in real-world proposals in the United States: the real-world initiatives seek to use extra votes, not extra cash. In Europe, there are some companies with loyalty-share dividends, but these are few in comparison to the voting-boost loyalty shares. While it is possible that the finance economists designed a mechanism that would not work, the alternative hypothesis, which we see as more likely, is that the real-world promoters of loyalty shares are for the most part interested in preserving control, with long-termism a justification. Extra votes for loyalty shares help to preserve control, extra cash does not.’¹²⁰ (voetnoot verwijderd)

Loyaliteits aandelen zijn dus onder het recht van Delaware toegestaan, maar zijn op grond van de noteringsregels uitgesloten in geval van *midstream*-herkapitalizaties. Hierbij zij opgemerkt dat:

‘[u]nlike the United States, where there is no limit to the time-weighting multiplier of the increase in voting rights, legislative reforms in Europe, including the recent review of Belgian company law (see *infra* Part I(5)), reward loyal shareholders of listed companies with no more than double voting rights’.¹²¹

Ten overvloede kan nog gewezen worden op § 212, onderdeel a, van de Delaware Code, waarin het volgende staat:

¹²⁰ Zie [Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism? \(americanbar.org\)](#), deel V (p. 496 e.v.). Zie ook [Missing the Target: Why Stock-Market Short-Termism Is Not the Problem - Mark J. Roe - Google Boeken](#), 2022, p. 139. Zie voorts [Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge Between Tenured Voting and Takeover Law \(umich.edu\)](#), i.h.b. p. 248-249. Aldaar staat o.m. het volgende: ‘Unlike the United States, *where there is no limit to the time-weighting multiplier of the increase in voting rights*, legislative reforms in Europe, including the recent review of Belgian company law (see *infra* Part I(5)), reward loyal shareholders of listed companies with no more than double voting rights.’ (cursivering toegevoegd)

¹²¹ [Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge Between Tenured Voting and Takeover Law \(umich.edu\)](#), p. 248-249: ‘Under US state law they are generally considered permissible if they are spelled out in companies’ charters, and despite the Securities and Exchange Commission’s traditional resistance toward multiple-voting structures, tenured voting is a reality for some public companies. For non-public companies and companies about to go public, multiple voting securities and tenured voting are viable tools in the United States, but the NYSE prohibits listed companies from adopting these mechanisms once the company has issued stock with a certain package of voting rights. That said, the NYSE has allowed some exceptions that may impact stockholder voting rights if it finds that such actions have a “reasonable business justification.”’ (voetnoten verwijderd)

‘Unless otherwise provided in the certificate of incorporation and subject to § 213 of this title, each stockholder shall be entitled to 1 vote for each share of capital stock held by such stockholder. If the certificate of incorporation provides for more or less than 1 vote for any share, on any matter, every reference in this chapter to a majority or other proportion of stock, voting stock or shares shall refer to such majority or other proportion of the votes of such stock, voting stock or shares.’

Bij de *certificate of incorporation* kan dus worden afgeweken van het uitgangspunt van *one share, one vote*. Het recht van Delaware kent aandelenklassen;¹²² men zie, mede in samenhang met het voorgaande, § 151, onderdeel a, waarin het volgende staat:

‘Every corporation may issue 1 or more classes of stock or 1 or more series of stock within any class thereof, any or all of which classes may be of stock with par value or stock without par value and which classes or series may have such voting powers, full or limited, or no voting powers, and such designations, preferences and relative, participating, optional or other special rights, and qualifications, limitations or restrictions thereof, as shall be stated and expressed in the certificate of incorporation or of any amendment thereto, or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors pursuant to authority expressly vested in it by the provisions of its certificate of incorporation. Any of the voting powers, designations, preferences, rights and qualifications, limitations or restrictions of any such class or series of stock may be made dependent upon facts ascertainable outside the certificate of incorporation or of any amendment thereto, or outside the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors pursuant to authority expressly vested in it by its certificate of incorporation, provided that the manner in which such facts shall operate upon the voting powers, designations, preferences, rights and qualifications, limitations or restrictions of such class or series of stock is clearly and expressly set forth in the certificate of incorporation or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors. The term “facts,” as used in this subsection, includes, but is not limited to, the occurrence of any event, including a determination or action by any person or body, including the corporation. The power to increase or decrease or otherwise adjust the capital stock as provided in this chapter shall apply to all or any such classes of stock.’

Er is naar dit recht dus vrij veel mogelijk: het uitgeven van aandelen (i) met of zonder nominale waarde, (ii) met of zonder stemrecht of (iii) met een verschillende hoeveelheid stemrechten.¹²³

4.10 Zuid-Korea

¹²² Zie over *dual class*-aandelenstructuren van technologiebedrijven [Hochleitner 101 147.ashx \(drexel.edu\)](#). Zie ook [CG20 Chapter 1 - Cravath, Swaine and Moore-B.pdf](#).

¹²³ [CREATIVE USE OF STOCK CLASSES UNDER DELAWARE CORPORATE LAW – Michigan Law Entrepreneurship Clinic Blog \(umich.edu\)](#).

In de Zuid-Koreaanse Commercial Code,¹²⁴ waarvan deel III (art. 169 e.v.) ziet op de *company* en hoofdstuk IV op de *stock company* (art. 288 e.v.),¹²⁵ staat geen (verbod op een) loyaliteitsregeling. In dat land:

‘no extra vote or dividend shall be acknowledged for the reason that the shareholder has been holding shares for a long time’.¹²⁶

Daarop zal nader worden ingaan. Eerst volgen de relevante wetsartikelen:

‘Article 344 (Different Classes of Shares)

(1) A company may issue different classes of shares which are different in respect of their particulars (hereinafter referred to as "different classes of shares") as to the profit dividends, distribution of the surplus assets, exercise of voting rights at a general meeting of shareholders, repayment, conversion, etc.

(2) In cases falling under paragraph (1), the articles of incorporation shall provide for the particulars and number of each class of shares.

(3) If a company issues different classes of shares, special provisions may be made for each class of shares with respect to the subscription to new shares, the consolidation, split, or retirement of shares or the allotment of shares as a result of a merger or split of the company, even where no such matters have been provided for in the articles of incorporation.

(...)

Article 344-2 (Different Classes of Shares concerning Profit Dividends, Distribution of Surplus Assets)

(1) Where a company issues different classes of shares in connection with profit dividends, it shall determine in the articles of incorporation particulars concerning the dividends of profits, such as the types of assets to be distributed for shareholders of different classes of shares, methods of determining the value of such assets, conditions for the distribution of profits, etc.

(...)

Article 344-3 (Different Classes of Shares concerning Exclusion/Limit of Voting Rights)

(1) Where a company issues different classes of shares having no, or limited, voting rights, it shall determine in the articles of incorporation matters concerning no exercise of voting rights and particulars, such as the conditions for exercise or revival of voting rights, if any.

¹²⁴ Te vinden op [Statutes of the Republic of Korea \(klri.re.kr\)](http://klri.re.kr), in welke vertaling wordt gesproken van ‘Act’, maar daarbuiten pleegt te worden gesproken van ‘Code’. In een recentere, niet online gevonden, versie (2020) zijn wijzigingen doorgevoerd, maar die zijn hier niet relevant. Zie over de desbetreffende wijzingen [The Corporate Governance Review - The Law Reviews; Establishing a business in South Korea | Practical Law \(thomsonreuters.com\)](http://thomsonreuters.com); [The Ministry of Justice Amending the Korean Commercial Code to Reinforce Regulations on Corporate Governance - Kim & Chang \(kimchang.com\)](http://kimchang.com).

¹²⁵ Zie ook Section 13 Special Cases for Listed Companies (art. 542-2 e.v., i.h.b. art. 542-6 over de rechten van minderheidsaandeelhouders.

¹²⁶ [The Corporate Governance Review - The Law Reviews](http://thomsonreuters.com), onder Shareholders, i Shareholder rights and powers.

(2) The total number of different classes of shares pursuant to paragraph (1) shall not exceed a quarter of the total number of issued and outstanding shares. In such cases, if the different classes of shares having no, or limited voting rights are issued and exceed a quarter of the total number of issued and outstanding shares, the company shall, without delay, take measures necessary to keep the said number of different classes of shares not exceeding the limitation.

(...)

Article 346 (Different Classes of Shares concerning Conversion of Shares)

(...)

(2) In cases where a company issues different classes of shares, the company may determine in the articles of incorporation that it may convert the shares subscribed to by the shareholder into shares of another class upon occurrence of certain event. In such cases, the reason of conversion, conditions for conversion, the period within which the conversion may be requested, and the number and particulars as to the shares to be issued as a result of the conversion shall be prescribed.

(...)

(...)

Article 369 (Voting Rights)

(1) Every shareholder shall have one vote for each share.

(...)

(...)

Article 464 (Standards for Distribution of Profits)

Distribution of profits shall be made in proportion to the number of shares held by each shareholder: Provided, That this shall not apply in cases falling under Article 344 (1).'

Hoewel eronder de Zuid-Koreaanse Commercial Code verschillende aandelenklassen kunnen worden uitgegeven die van elkaar verschillen wat betreft hun, in de *articles of incorporation* op te nemen, bijzonderheden met betrekking tot, naast dividend, de uitoefening van het stemrecht, behoort de uitgifte van aandelen met meervoudig stemrecht niet tot de mogelijkheden.¹²⁷ Wel kan het stemrecht worden beperkt of, in afwijking van het *one share, one vote*-uitgangspunt, worden uitgesloten, welke aandelenklassen in hun totaliteit niet boven 25% van het totale aantal uitgegeven en uitstaande aandelen mogen uitkomen.¹²⁸

De winst wordt naar evenredigheid van het aantal gehouden aandelen per aandeelhouder verdeeld. Daarvan mag evenwel worden afgeweken door aandelenklassen uit te geven als hiervoor bedoeld. Gelet op het bepaalde in art. 344, eerste en tweede lid, juncto art. 344-2,

¹²⁷ Zie [Corporate-Governance-Factbook.pdf \(oecd.org\)](#), p. 98; [HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED \(hkex.com.hk\)](#), p. III-16, onder 78; [KOREA CAPITAL MARKET INSTITUTE \(kcmi.re.kr\)](#); [JIPYONG LLC](#). Vgl. [S.Korean govt pushes dual-class share structure amid Coupang US listing - KED Global](#); [Debate over dual-class shares reignites on Coupang IPO \(koreatimes.co.kr\)](#).

¹²⁸ Zie ook [Corporate-Governance-Factbook.pdf \(oecd.org\)](#), p. 98.

eerste lid, in het bijzonder de woorden ‘methods of determining the value of such assets, conditions for the distribution of profits, etc.’, wordt zonder toelichting, die ontbreekt, niet ingezien waarom ‘no extra (...) dividend shall be acknowledged for the reason that the shareholder has been holding shares for a long time’ (uit het citaat hierboven).

5 Tabel

Een aantal bevindingen, waar verder niet op zal worden ingegaan, zijn in de onderstaande tabel¹²⁹ opgenomen:

Landen	Loyaliteitsregeling	DCS	MVR	SWVR
Europa				
Nederland	Nee	Ja	Ja (evenredig) ¹³⁰	Nee
België	Ja	-	-	-
Bulgarije	Nee	Ja	Nee (OSOV)	Ja, PS
Cyprus	Nee	Ja	Ja ¹³¹	Ja ¹³²
Denemarken	Nee, maar een aandeel dat, afhankelijk van de houdperiode van de eigenaar, zijn stemrechten verhoogt, is mogelijk	Ja	Ja	Ja

¹²⁹ Daarin wordt een aantal afkortingen gebruikt. Deze houden het volgende in:

- ‘DCS’ staat voor ‘dual class shares’ (zowel soort als klassen vallen eronder en niet alleen aandelen met stemrecht, maar ook aandelen zonder stemrecht)
- ‘SCS’ staat voor ‘single class shares’
- ‘MVR’ staat voor ‘multiple voting rights’
- ‘SWVR’ staat voor ‘shares without voting rights’
- ‘OSOV’ staat voor ‘one share, one vote’
- ‘PS’ staat voor ‘priority/preferential/preference shares’
- ‘SC’ staat voor ‘share capital’

Met ‘loyaliteitsregeling’ wordt bedoeld of die materie bij wet is geregeld.

DCS kunnen bestaan uit (1) aandelen zonder stemrecht en (2) aandelen met (a) enkelvoudig stemrecht of (b) meervoudig stemrecht. In de situatie onder (2)(a) staat er ‘nee’ in de kolom MVR en in de situatie onder (2)(b) staat er ‘ja’ in de kolom MVR. Achter (o.a.) Nederland staat in de kolom MVR ‘ja’. Dat is een materiële benadering (bijv.: aandeel A van € 5 nominaal levert één stem per aandeel op (enkelvoudig stemrecht) en aandeel B van € 10 levert twee stemmen per aandeel op (meervoudig stemrecht; MVR), want het eerstgenoemde aandeel past, nominaal gezien, twee keer in het laatstgenoemde aandeel). Formeel gezien wordt het stemrecht echter blijkens art. 2:118, derde lid, BW berekend over ‘het gezamenlijk bedrag’ van de aandelen (bijv.: er zijn aandelen A van € 5 nominaal en aandelen B van € 10 nominaal. Een aandeelhouder heeft tien aandelen B. Om het aantal stemmen te berekenen wordt de totale nominale waarde van zijn aandelenpakket gedeeld door de nominale waarde van het kleinste aandeel, dus tien aandelen maal € 10 nominaal is € 100 en dat wordt vervolgens gedeeld door vijf, wat maakt dat deze aandeelhouder m.b.t. zijn gehele aandelenpakket in totaal twintig stemmen kan uitbrengen. Materieel gezien heeft, zoals gezegd, aandeelhouder B twee stemmen per aandeel (tien gedeeld door vijf). Vermenigvuldigen wij dat met tien aandelen, dan komen wij eveneens uit op twintig stemmen). *High voting*-aandelen vallen dan ook onder ‘MVR’. Eveneens vallen daaronder aandelen met meervoudig stemrecht anders dan *high voting*-aandelen.

¹³⁰ Art. 2:118, derde lid, BW. Maar zie voetnoot 129 *supra*.

¹³¹ Dat wordt verondersteld op basis van de citaten die zijn opgenomen in par. 3.3.

¹³² *Ibid.*

Duitsland	Nee	Ja	Nee	Ja, PS (max 50% SC)
Estland	Nee	Ja	Ja, (evenredig)	Ja, PS
Finland	Nee	Ja	Ja	Ja
Frankrijk	Ja	-	-	-
Griekenland	Nee	Ja	Nee	Ja, PS
Hongarije	Nee	Ja	Ja, PVS (max 1:10)	-
Ierland	Nee	Ja	Ja	Ja
IJsland	Nee	Ja	Ja	Ja
Italië	Ja	Ja	Ja (max 1:3), behalve beursvennootscha p, tenzij deze aandelen zijn uitgegeven vóór handel op gereguleerde markt	-
Letland	Nee	Ja	Nee ¹³³	Ja, PS
Litouwen	Nee	Ja	Ja (evenredig)	Ja, PS
Luxemburg	Nee	Ja	Ja	Ja ¹³⁴
Malta	Nee	Ja	Ja ¹³⁵	Ja ¹³⁶
Noorwegen	Nee	Ja, maar NCCG beveelt voor beursvennootscha ppen SCS aan	Ja, maar uit aanbeveling NCCG voor beursvennootscha ppen vloeit voorkeur voor OSOV voort	Ja, maar goedkeuri ng statuten door Noorse overheid als totale nominale waarde van zulke aandelen meer dan 50% van SC vormt)

¹³³ Maar zie par. 3.14.

¹³⁴ [Corporate-Governance-Factbook.pdf \(oecd.org\)](#), p. 98 vermeldt 'Max 50%'. In (in ieder geval) art. 430-9 staat dat echter niet.

¹³⁵ Verondersteld op basis van de wettekst; zie par. 3.17.

¹³⁶ *Ibid.*

Oostenrijk	Nee	Ja	Nee	Ja, PS
Polen	Nee	Ja	Ja, PS (max 1:2), behoudens beursvennootschap	Ja, PS
Portugal	Nee	Ja	Nee, behalve beursvennootschap (max 1:5)	Ja, PS (max 50% SC)
Roemenië	Nee	Ja	Nee	Ja, PS
Slovenië	Nee	Ja	Nee	Ja, PS (max 50% SC)
Slowakije	Nee	Ja	-	Ja, PS (max 50% SC)
Spanje	Ja	-	-	-
Tsjechië	Nee	Ja	Ja	Ja, ook PS
VK	Nee, maar betoogd is dat loyaliteits aandelen en loyaliteitsstemrecht onder Engels recht mogelijk zijn	Ja	Ja (beursvennootschap max 1:20)	-
Zweden	Nee	Ja	Ja (1:10)	Nee
Zwitserland	Nee (de toelaatbaarheid van loyaliteits aandelen onder huidig Zwitsers recht blijft onduidelijk. Volgens een auteur zijn loyaliteitsstemrecht aandelen niet toegestaan en (hoogst)waarschijnlijk loyaliteitsdividendaandelen evenmin), maar loyaliteits aandelen staan op de politieke agenda	Ja	Ja (evenredig)	-
Buiten Europa				
Australië	Nee	Ja, behalve beursvennootschap ('nee, tenzij')	Ja, behalve beursvennootschap (OSOV)	Ja
Canada	Nee	Ja	Ja	Ja
China	Nee	Ja	Ja (uitgegeven zijn vóór IPO)	-

Hongkong	Nee	Ja	Ja (beursvennootschap max 1:10)	Ja
India	Nee	Ja	Ja (beursvennootschap min 1:2 en max 1:10 en totale stemrechten aandeelhouders met MVR, incl. gewone aandelen, na notering niet boven 74%)	-
Japan	Nee	Ja	Nee, maar vergelijkbaar resultaat kan worden behaald met <i>units of shares</i>	Ja (max 50% SC)
Nieuw-Zeeland	Nee	Ja	Ja	Ja
Singapore	Nee	Ja	Ja (beursvennootschap max 1:10)	Ja, maar moet worden goedgekeurd bijzonder besluit
VS	Nee, maar loyaliteitsaandelen zijn toegestaan onder het recht van Delaware (ze zijn o.g.v. de noteringsregels echter uitgesloten in geval van <i>midstream</i> -herkapitalisaties)	Ja	Ja	Ja
Zuid-Korea	Nee	Ja	Nee	Ja, maar max 25% van totale aantal uitgegeven en uitstaande aandelen

Van de 39 onderzochte landen hebben er slechts vier een loyaliteitsregeling in de wet opgenomen (verboden daarop zijn niet aangetroffen). Dat zijn: België, Frankrijk, Italië en Spanje. Spanje en België kennen alleen een loyaliteitsstemrechtregeling, terwijl Italië en

Frankrijk ook een loyaliteitsdividendregeling hebben. Hieronder wordt, ten aanzien van de loyaliteitsstemrechtregelingen, het volgende op een rijtje gezet:

België:

- regeling opnemen in de statuten;
- voor beursvennootschappen;
- ten minste 2 jaren aandelen houden;
- toekenning van dubbel stemrecht;
- geen soortaandelen, stemrecht wordt opgeplust bij gewone aandelen;
- overdracht van deze aandelen leidt tot verlies van extra stemrecht; en
- dubbel stemrecht met oog op beursnotering invoeren na opheffing van meervoudig stemrecht.

Italië:

- regeling opnemen in de statuten;
- voor beursvennootschappen;
- ten minste 2 jaren aandelen houden;
- toekenning van dubbel stemrecht;
- geen specifieke categorie aandelen, stemrecht wordt opgeplust bij gewone aandelen; en
- overdracht van deze aandelen leidt tot verlies van extra stemrecht.

Frankrijk:

- regeling opnemen in de statuten;
- ten minste 2 jaren aandelen houden; en
- toekenning van dubbel stemrecht.

Spanje:

- regeling opnemen in de statuten;
- voor beursvennootschappen;
- ten minste 2 jaren aandelen houden
- toekenning van dubbel stemrecht;
- meerderheids- en quorumeisen met betrekking tot de opname van een loyaliteitsbepaling in de statuten;
- regeling moet worden verlengd na 5 jaar;
- mag worden ingevoerd voorafgaand aan beursnotering;
- geen aparte klasse, stemrecht wordt opgeplust bij gewone aandelen; en
- overdracht van deze aandelen leidt tot verlies van extra stemrecht.

Ten aanzien van de loyaliteitsdividendregelingen wordt het volgende op een rijtje gezet:

Italië:

- regeling opnemen in de statuten;
- ten minste 1 jaar aandelen houden;
- verhoging van ten hoogste 10% van het uitgekeerde dividend op de andere aandelen;

- toekenning van extra dividend op aandelen tot een aandelenbelang van max 0,5%;
- vervreemding van deze aandelen leidt tot verlies van extra dividend; en
- geen specifieke aandelen categorie, dividend wordt opgeplust op gewone aandelen.

Frankrijk:

- regeling opnemen in de statuten;
- ten minste 2 jaren aandelen houden;
- verhoging van maximaal 10% van het dividend; en
- voor een beursvennootschap geldt dat een aandelenbelang van max 0,5% in aanmerking kan komen voor een dividendverhoging.

Voor het overige wordt opgemerkt dat de wetten van meerdere landen artikelen bevatten over gelijke behandeling van aandeelhouders en het converteren van aandelen (in aandelen).