

Erasmus School of Law
Capaciteitsgroep Privaatrecht
Sectie Handels- en Ondernemingsrecht



Financiële prikkels voor aandeelhouders Tot waar mag het gelijkheidsbeginsel worden gebogen?

Naam:	A.A. Bootsma MSc LLB
Studentnummer:	287306
E-mail:	bootsma@student.eur.nl
Datum:	14 september 2010
Scriptie:	masterscriptie Bedrijfsrecht
Begeleider:	prof.mr. H.M. Vletter-van Dort
Tweede beoordelaar:	mr. A.G.H. Klaassen

MASTERSCRIPTIE

Financiële prikkels voor aandeelhouders Tot waar mag het gelijkheidsbeginsel worden gebogen?¹

Eerste versie: 12 augustus 2010

Eindversie: 14 september 2010

A.A. Bootsma

*'Corporate law is constitutional law; that is, its dominant function is to regulate the manner in which the corporate institution is constituted, to define the relative rights and duties of those participating in the institution, and to delimit the powers of the institutions vis-à-vis the external world.'*²

¹ De titel is geïnspireerd door een artikel van Doorman (2002).

² Eisenberg (1969), p. 4.

Voorwoord

Met veel genoegen presenteer ik mijn scriptie, welke het resultaat is van een zomer lang hard werken. In de scriptie wordt verslag gedaan van een onderzoek naar de juridische geoorlooftheid van financiële prikkels voor aandeelhouders. De scriptie is geschreven in het kader van de opleiding Rechtsgeleerdheid aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. De scriptie dient ter afronding van de ondernemingsrechtelijke variant van de master Bedrijfsrecht.

In het studiejaar 2004/2005 ben ik in Rotterdam gestart met het mr.drs.-programma, een studiep pad waarmee in zes jaar tijd zowel de studie Economie & Bedrijfseconomie als Rechtsgeleerdheid afgerond kan worden. Deze scriptie sluit naadloos bij dit interessegebied aan. Financiële prikkels voor aandeelhouders is bij uitstek een onderwerp waaraan zowel juridische als economische aspecten kleven.

Ik heb getracht deze scriptie te schrijven volgens het motto ‘in de beperking toont zich de meester.’ Financiële prikkels voor aandeelhouders is een breed onderwerp. De omvang van het onderwerp rechtvaardigt een proefschrift. Ik heb daarom keuzes moeten maken. Ik beperk me in deze scriptie tot de juridische aspecten van financiële prikkels voor aandeelhouders, meer in het bijzonder de verhouding tot het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders. De doelgroep waarvoor deze scriptie is geschreven, is masterstudenten Bedrijfsrecht. Ik heb ernaar gestreefd een begrijpelijk verhaal te schrijven op dit lezersniveau.

Tot slot van dit voorwoord wil ik iedereen die heeft bijgedragen aan de totstandkoming van deze scriptie hartelijk danken. Een paar mensen wil ik met naam noemen. Een bijzonder woord van dank gaat uit naar prof.mr. H.M. Vletter-van Dort voor de begeleiding bij het schrijven van de scriptie. Zij heeft mij gestimuleerd een eigen mening over het onderwerp te vormen en deze ook in de scriptie weer te geven. Daarnaast ben ik dank verschuldigd aan prof.dr. E. Hey en prof.mr.dr. H.S. Taekema van de Honours Masterclass Research Lab. Gedurende het collegejaar heb ik deelgenomen aan deze Masterclass. Deze scriptie bouwt voort op een paper dat ik in het kader van het Research Lab heb geschreven. Ik ben aan hen dank verschuldigd voor het geven van commentaar op mijn paper. Met dat commentaar heb ik in deze scriptie mijn voordeel kunnen doen. Natuurlijk ben ik zelf volledig verantwoordelijk voor de inhoud van deze scriptie.

Rotterdam, augustus 2010

Bart Bootsma

Samenvatting

In deze scriptie wordt ingegaan op de vraag hoe financiële prikkels voor aandeelhouders zich verhouden tot het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders. De financiële prikkels die aan de orde komen zijn stemdividend en loyaliteitsdividend. Stemdividend is een bedrag per aandeel dat aandeelhouders krijgen uitgekeerd als zij op de algemene vergadering van aandeelhouders in persoon of via een vertegenwoordiger het stemrecht op de aandelen uitoefenen. Het is bedoeld om de participatiegraad van aandeelhouders te verhogen. Loyaliteitsdividend is een aanvullend dividend voor aandeelhouders die hun aandelen gedurende een bepaalde periode hebben gehouden. Het is bedoeld om langetermijnaandeelhouderschap te bevorderen. Het stemdividend beoogt met andere woorden aandeelhoudersabsenteïsme tegen te gaan, terwijl het loyaliteitsdividend is gericht tegen de korte termijn focus van aandeelhouders. Met name beursvennootschappen met een gespreid aandelenbezit zijn kwetsbaar voor kortetermijnaandeelhoudersactivisme. Stemdividend en loyaliteitsdividend beogen de stabiliteit binnen dit type vennootschappen te bevorderen.

De financiële prikkels voor aandeelhouders worden bestudeerd vanuit een rechtsvergelijkende invalshoek. Stemdividend wordt vergeleken met *prima de asistencia* in Spanje en *Präsenzboni* in Duitsland. Loyaliteitsdividend wordt vergeleken met *prime de fidélité* in Frankrijk.

Het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders is neergelegd in art. 2:92 lid 2 BW. Dit artikel heeft een Europeesrechtelijke oorsprong (art. 42 Tweede EG-richtlijn). Het artikel is echter ruimer gesteld dan het toepassingsgebied van de richtlijn. Dit roept de vraag op wat de grondslag voor die uitbreiding is. In deze scriptie wordt ervoor gepleit die grondslag niet in de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW te zoeken, maar art. 2:92 lid 2 BW te beschouwen als zelfstandig artikel. Betoogd wordt om voor de uitleg van het artikel inspiratie op te doen bij de toetsingsmethode van het gelijkheidsbeginsel in het Europese recht. Dit op het Europese recht geschoeide toetsingsmodel heeft het voordeel dat ongewenste inconsistenties in de uitleg van art. 2:92 lid 2 BW worden voorkomen. Bovendien schept dit toetsingsmodel een helder kader waarbinnen alle relevante afwegingselementen hun plaats hebben.

Het gelijkheidsbeginsel komt in alle onderdelen van het recht voor. Bij gelijkheid in het recht denkt men echter al gauw aan fundamentele rechtsbeginselen, grondrechten en Europese verdragen. De Nederlandse Grondwet (art. 1), het EVRM (art. 14) en het EG-verdrag (bijvoorbeeld art. 12 en art. 141) bevatten bepalingen over het gelijkheidsbeginsel, vaak in de vorm van anti-discriminatiebepalingen. Deze bepalingen geven uitdrukking aan het constitutioneel geladen gelijkheidsbeginsel.

Benadrukt wordt dat het hanteren van de toetsingsmethode in zaken over de uitleg van dit constitutioneel geladen gelijkheidsbeginsel niet een rigide toepassing van het gelijkheidsbeginsel in het vennootschapsrecht tot gevolg heeft. De toetsingsintensiteit in het vennootschapsrecht is gering, omdat de constitutionele lading van het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders kleiner is dan bij toetsing aan, om een voorbeeld te noemen, het verbod op discriminatie van geslacht. Het gelijkheidsbeginsel blijft hierdoor in de context van het vennootschapsrecht een buigzaam beginsel.

Het antwoord op de vraag of financiële prikkels voor aandeelhouders verenigbaar zijn met het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders is afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Ik meen op basis van het Europeesrechtelijk geïnspireerde toetsingsmodel dat stemdividend en loyaliteitsdividend niet in strijd hoeven te komen met het in art. 2:92 lid 2 BW neergelegde gelijkheidsbeginsel.

Inhoudsopgave

Voorwoord	i
Samenvatting	ii
Hoofdstuk 1	
Inleiding	1
1.1 Aanleiding	1
1.2 Probleemstelling	3
1.3 Methodologie	3
1.4 Relevantie	4
1.5 Opbouw	6
Hoofdstuk 2	
Aandeelhoudersabsenteïsme en korte termijn focus	7
2.1 Introductie	7
2.2 Aandeelhoudersabsenteïsme	7
2.2.1 <i>De algemene vergadering van aandeelhouders</i>	7
2.2.2 <i>De significantie van het probleem van aandeelhoudersabsenteïsme</i>	9
2.2.3 <i>Aandeelhoudersabsenteïsme vanuit een economische invalshoek</i>	10
2.2.4 <i>Stemdividend als oplossing voor aandeelhoudersabsenteïsme</i>	12
2.3 Korte termijn focus	13
2.3.1 <i>Rol van hedge fondsen</i>	13
2.3.2 <i>Efficiënte markt hypothese</i>	15
2.3.3 <i>Loyaliteitsdividend als oplossing voor de korte termijn focus</i>	16
2.4 Traditionele antwoord op aandeelhoudersabsenteïsme en korte termijn focus	16
2.5 Conclusie	18
Hoofdstuk 3	
Financiële prikkels voor aandeelhouders in rechtsvergelijkend perspectief	19
3.1 Introductie	19
3.2 Stemdividend	19
3.2.1 <i>Spanje</i>	19
3.2.2 <i>Duitsland</i>	22
3.3 Loyaliteitsdividend	25
3.4 Conclusie	27
Hoofdstuk 4	
Gelijke behandeling van aandeelhouders	28
4.1 Introductie	28
4.2 Achtergrond van het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders	28

4.2.1 <i>De tekst van art. 2:92 lid 2 BW</i>	28
4.2.2 <i>Wetshistorie van art. 2:92 lid 2 BW</i>	29
4.2.3 <i>Grondslag van art. 2:92 lid 2 BW</i>	30
4.2.4 <i>Verhouding tussen art. 2:92 lid 1 en 2 BW</i>	33
4.3 <i>Jurisprudentie naar aanleiding van gelijke behandeling van aandeelhouders</i>	35
4.3.1 <i>Het Verenigde Bootlieden-arrest</i>	36
4.3.2 <i>De DSM-zaak</i>	39
4.3.3 <i>Het Audiolux-arrest</i>	43
4.4 <i>Conclusie</i>	48
Hoofdstuk 5	
Toepassing van het gelijkheidsbeginsel op stemdividend en loyaliteitsdividend	49
5.1 <i>Introductie</i>	49
5.2 <i>Het toetsingsmodel</i>	49
5.2.1 <i>Voorfase</i>	49
5.2.2 <i>Eerste fase</i>	49
5.2.3 <i>Tweede fase</i>	50
5.3 <i>Toepassing toetsingsmodel op stemdividend</i>	52
5.3.1 <i>Eerste fase</i>	53
5.3.2 <i>Tweede fase</i>	55
5.4 <i>Toepassing toetsingsmodel op loyaliteitsdividend</i>	57
5.4.1 <i>Eerste fase</i>	57
5.4.2 <i>Tweede fase</i>	58
5.4.3 <i>Eigen opvatting</i>	62
5.5 <i>Conclusie</i>	66
Hoofdstuk 6	
Conclusie	67
Referenties	69
Literatuur	69
Kranten en weekbladen	76
Kamerstukken	77
Jurisprudentie	77

1 Inleiding

1.1 Aanleiding

Aanleiding voor het schrijven van deze scriptie is de discussie over een extra beloning voor aandeelhouders die zich voor langere tijd binden aan een onderneming. Deze discussie is in Nederland aangezwengeld door opiniërende stukken in het Financieele Dagblad (hierna: FD). Rob Pieterse, voorzitter van de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen, pleit voor extra stemrecht voor trouwe aandeelhouders.³ Roderick Munsters, René Maatman en Geert Raaijmakers, (destijds) allen verbonden aan ABP Vermogensbeheer, pleiten voor extra dividend:

‘Wij zijn geen voorstander van het doorbreken van de evenredigheid tussen stemrecht en kapitaalbreng. Toch leven bij ons vergelijkbare gedachten (als bij Rob Pieterse, AAB). Wie aandeelhouders vraagt om zich voor langere tijd aan een onderneming te binden, vraagt hun meer risico te nemen. Omdat risico en rendement communicerende vaten zijn, dient die lock-up beloond te worden met een extra risicopremie, bijvoorbeeld in de vorm van extra dividend. Dit geeft meteen een financiële prikkel om meer betrokken te zijn bij de onderneming en aandeelhoudersrechten uit te oefenen. Omgekeerd geeft het de onderneming een stabiele aandeelhoudersbasis en de gelegenheid om de balans tussen korte en lange termijn te vinden. Dat is een stap voorwaarts naar langetermijnwaardegroei met degelijke checks en balances en een intensieve monitoring door institutionele beleggers.’⁴

Chemieconcern Koninklijke DSM NV (hierna: DSM) zag wel wat in het geopperde idee. Na een gesprek met vertegenwoordigers van het ABP in februari 2006 heeft DSM een onderzoek laten instellen naar de mogelijkheden om personen die lange(re) termijn-aandeelhouder zijn extra dividend toe te kennen.⁵ Dit onderzoek is uitgevoerd door advocaten Martin van Olffen en Jaap Winter van De Brauw Blackstone Westbroek.⁶ Van Olffen heeft zijn bevindingen ook gepubliceerd.⁷

DSM kondigde bij persbericht van 19 december 2006 aan de invoering van een loyaliteitsdividend aan de aandeelhouders voor te leggen op de op 28 maart 2007 te houden algemene vergadering van aandeelhouders. Op 19 maart 2007 heeft DSM-aandeelhouder Franklin Templeton aan de Ondernemingskamer van het Hof Amsterdam (hierna: OK) gevraagd een onderzoek te bevelen naar het beleid en de gang van zaken van DSM ten aanzien van de introductie van loyaliteitsdividend en bij wijze van onmiddellijke voorziening voor de duur van het geding DSM te gelasten de introductie daarvan op te schorten. De OK heeft bij beschikking van 28 maart 2007⁸ bij wijze van onmiddellijke voorziening DSM verboden het voorstel tot invoering van loyaliteitsdividend ter algemene vergadering in stemming te brengen. De OK was van mening dat het voorstel van DSM in strijd is met art. 2:92 lid 1 BW.

³ FD 21 februari 2006.

⁴ FD 1 maart 2006.

⁵ Kenbaar uit Timmerman (2007), overweging 1.8.

⁶ Kenbaar uit Elsevier Weekblad 24 oktober 2007.

⁷ Van Olffen (2006).

⁸ OK 28 maart 2007, *JOR* 2007/118 (DSM).

Op 29 maart 2007 was in het FD te lezen dat DSM heeft besloten niet in cassatie te gaan tegen de uitspraak van de OK omdat zij geen jarenlange juridische strijd met haar aandeelhouders wilde.⁹ Uit hetzelfde artikel blijkt dat het ABP zich minder gemakkelijk kon verenigen met de uitspraak van de OK.¹⁰ Het ABP was echter geen partij in de zaak. Op 17 september 2007 werd door de procureur-generaal een vordering tot cassatie in het belang der wet ingesteld tegen de beschikking van de OK. De Hoge Raad (hierna: HR) heeft op 14 december 2007 uitspraak in de zaak gedaan.¹¹ De uitspraak van de HR komt er in de kern op neer dat art. 2:92 lid 1 BW zich niet verzet tegen een regeling tot toekenning van een financiële uitkering aan geregistreerde aandeelhouders, mits deze regeling geen schending oplevert van het gelijkheidsbeginsel ex art. 2:92 lid 2 BW. Loyaliteitsdividend is dus, als het binnen de kaders van art. 2:92 lid 2 BW blijft, toegestaan.

In Elsevier Weekblad¹² werd kritisch aangekeken tegen de cassatievordering bij de HR. Er werd gesuggereerd dat is gelobbyd bij het parket van de HR om een cassatievordering in het belang der wet in te stellen.¹³ Of dit zo is kan ik niet beoordelen. Wel staat vast dat het betrekkelijk zeldzaam is dat cassatie in het belang der wet wordt ingesteld door de procureur-generaal bij de HR naar aanleiding van de interpretatie van wetsartikelen.¹⁴ Men kan zich echter afvragen of het erg is dat iemand de zaak bij de procureur-generaal heeft aangekaart. De cassatiezaak dient immers een algemeen belang. In de DSM-zaak heeft de Hoge Raad zowel voor de uitleg van art. 2:92 BW als voor art. 2:349a lid 2 BW een belangrijke uitspraak gedaan.

Na de aankondiging van de plannen van DSM om trouwe aandeelhouders te belonen met een bonusdividend en de daaropvolgende zaken bij de OK en de HR, is een levendige discussie in de literatuur ontstaan over de juridische geoorlooftheid¹⁵ en economische wenselijkheid¹⁶ van loyaliteitsdividend. Eumedion, de belangenorganisatie van institutionele beleggers op het terrein van corporate governance, heeft zelfs een seminar aan het onderwerp gewijd.¹⁷

Loyaliteitsdividend wordt in de discussie in de literatuur vaak in één adem genoemd met stemdividend.¹⁸ Men spreekt dan van financiële prikkels voor aandeelhouders. Op het essentiële onderscheid tussen beide vormen van bonusdividend kom ik later uitgebreid terug.

⁹ FD 29 maart 2007.

¹⁰ De journalist, *supra* noot 9, schrijft beeldend: 'In Limburg is het loyaliteitsdividend uitgedroogd. Het ABP heeft meer moeite met het verstoorde nest dan DSM.'

¹¹ HR 14 december 2007, *NJ* 2008, 105, *JOR* 2008/11 (DSM).

¹² *Supra* noot 6.

¹³ Ik citeer Elsevier: 'En handelen Timmerman (advocaat-generaal, AAB) en Fokkens (procureur-generaal, AAB) op eigen initiatief, of heeft iemand anders de kwestie bij hen aangekaart?' Overigens staan er twee storende fouten in het artikel. In het artikel staat dat Timmerman, advocaat-generaal bij de Hoge Raad, als vertegenwoordiger van het Openbaar Ministerie, een cassatievordering heeft ingesteld. Dit is om twee redenen onjuist. Ten eerste is het niet A-G Timmerman, maar alleen P-G Fokkens die cassatie in het belang der wet kan instellen bij de Hoge Raad (zie artikel 78 lid 1 Wet op de rechterlijke organisatie). Ten tweede maken de advocaten-generaal en de procureur-generaal bij de Hoge Raad ('het parket') geen deel uit van het Openbaar Ministerie. Elsevier Weekblad is overigens niet de enige die dit fout doet. Ook Lennarts en Koppert-van Beek (2008), p. 174 schrijven dat de advocaat-generaal in de DSM-zaak cassatie in het belang der wet heeft ingesteld.

¹⁴ Aldus ook Bier (2008), p. 62.

¹⁵ Vgl. voor uiteenlopende opvattingen Dortmund (2006) en Timmerman (2008).

¹⁶ Zie bijvoorbeeld Duffhues (2010) die tot de conclusie komt dat het loyaliteitsdividend-voorstel vanuit een financieel-economische invalshoek kwestieus is.

¹⁷ Het seminar werd op 14 februari 2007 gehouden te Utrecht en ging over de vraag of loyaliteitsdividend leidt tot een 'betere vaste relatie of dat het gaat om betaalde liefde'. Zie voor een verslag Tali en De Graaf (2007). De bijdrage van Maatman aan het seminar is gepubliceerd in Maatman (2007).

¹⁸ Zie bijvoorbeeld Maatman (2007), p. 86 en Kemna en Van de Loo (2009).

1.2 Probleemstelling

De juridische discussie gaat met name over de vraag of een extra beloning voor aandeelhouders in de vorm van stemdividend of loyaliteitsdividend in overeenstemming is met de plicht tot gelijke behandeling van aandeelhouders ex art. 2:92 lid 2 BW. Die vraag staat centraal in deze scriptie. De probleemstelling luidt:

Is het in Nederland, in het licht van het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders, juridisch mogelijk stemdividend en loyaliteitsdividend te introduceren?

Deze vraagstelling heeft een aantal belangrijke implicaties voor de afbakening van het onderzoek. Ik beperk me in dit onderzoek tot financiële prikkels voor aandeelhouders. Het toekennen van extra stemrecht, zoals door Rob Pieterse¹⁹ voorgesteld, blijft in deze scriptie buiten beschouwing.²⁰ Extra dividend vormt een directer voordeel voor aandeelhouders dan extra stemrecht. Extra dividend leidt direct tot meer rendement, meer macht uit kunnen oefenen niet.²¹ Uit de probleemstelling blijkt verder dat ik mij beperk tot de juridische aspecten van financiële prikkels voor aandeelhouders. De vraag naar de economische wenselijkheid komt in deze scriptie niet aan de orde. De bespreking van de problemen waarop financiële prikkels voor aandeelhouders een antwoord beogen te geven, is echter wel economisch georiënteerd. Een beschrijving van deze problemen is vereist, om een oordeel te kunnen vormen over de juridische geoorloofdheid van financiële prikkels voor aandeelhouders.

Onder de juridische geoorloofdheid wordt in deze scriptie de vraag naar gelijke behandeling van aandeelhouders verstaan. Dit is uiteraard niet de enige juridische vraag die kleeft aan financiële prikkels voor aandeelhouders. Dortmond heeft bijvoorbeeld naar aanleiding van het DSM-voorstel de vraag opgeworpen of het besluit tot statutenwijziging een bijzondere meerderheid vereist.²² Deze besluitvormingsvraag komt in de scriptie slechts zijdelings aan de orde. Ik heb ervoor gekozen het onderwerp van de scriptie toe te spitsen op vraag naar gelijke behandeling van aandeelhouders. Dit is om meerdere redenen een interessant juridisch onderwerp. De HR heeft zich nog niet uit kunnen laten over de vraag of financiële prikkels voor aandeelhouders strijdig zijn met het gelijkheidsbeginsel. Deze vraag valt niet met een categorisch 'ja' of 'nee' te beantwoorden. In de literatuur bestaan verschillende opvattingen over deze vraag. Dit maakt dat het goed mogelijk is een eigen opvatting over het vraagstuk te ontwikkelen. Ook de uitleg van het gelijkheidsbeginsel door het Europees Hof van Justitie in andere, niet-vennootschapsrechtelijke zaken dient bij de beantwoording van deze vraag te worden betrokken.

1.3 Methodologie

Dit brengt mij op de methodologie die in deze scriptie gehanteerd wordt om een antwoord op de probleemstelling te kunnen formuleren. In algemene termen wordt in deze scriptie juridisch bronnenonderzoek gedaan. Relevante juridische bronnen die geanalyseerd worden zijn rechtspraak, wetsgeschiedenis (van art. 2:92 BW) en literatuur. Zoals hierboven opgemerkt, heeft het onderzoek ook een Europeesrechtelijke dimensie. Het gelijkheidsbeginsel in het Nederlandse

¹⁹ *Supra* noot 3.

²⁰ Zie hierover De Jongh (2009).

²¹ Kemna en Van de Loo (2009), p. 24.

²² Dortmond (2006), p. 563.

vennootschapsrecht heeft een Europeesrechtelijke oorsprong. Ook jurisprudentie van het Hof van Justitie met betrekking tot gelijke behandeling van aandeelhouders zal aan de orde komen. Rechtsvergelijking vormt een andere belangrijke methodologische pijler in de scriptie. Ik zal dit nader preciseren. In de rechtsvergelijking wordt een onderscheid gemaakt tussen micro- en macrovergelijking. Micro-vergelijking vergelijkt rechtsnormen en rechtsfiguren, terwijl macrovergelijking rechtsstelsels of rechtsfamilies met elkaar vergelijkt.²³ In deze scriptie maak ik gebruik van micro-vergelijking. Onderzocht wordt hoe andere landen ‘stabiel’ en ‘loyaal’ aandeelhouderschap bevorderen. Daarbij maak ik gebruik van de functionele methode. Deze methode vertrekt vanuit een concrete vraagstelling. Zij is probleemgericht.²⁴ De Nederlandse situatie wordt vergeleken met rechtsfiguren uit Spanje, Duitsland en Frankrijk. Bovendien worden de opvattingen van buitenlandse auteurs over een eventuele strijdigheid met het gelijkheidsbeginsel van daar te lande gebruikte regelingen van stemdividend of loyaliteitsdividend besproken.

1.4 Relevantie

Deze scriptie heeft praktische, maatschappelijke en wetenschappelijke relevantie. De relevantie van het onderzoek reikt bovendien verder dan de Nederlandse landsgrenzen.

Om met het eerste te beginnen, is de scriptie relevant voor de praktijk. Voor beursvennootschappen die overwegen een stemdividend of loyaliteitsdividend in te voeren, is het belangrijk te weten of en onder welke omstandigheden dergelijke financiële prikkels juridisch geoorloofd zijn. DSM heeft in 2007 een poging gedaan loyaliteitsdividend in te voeren. Uit de financiële pers blijkt dat ook andere beursvennootschappen niet onwelwillend tegenover het plan staan. AkzoNobel noemt het idee een ‘interessante gedachte’. Ook Philips heeft laten weten niet op loyaliteitsdividend tegen te zijn, maar geen concrete plannen te hebben om het in te voeren.²⁵

De laatste tijd wordt vanuit verschillende hoeken kritiek geleverd op de rol van aandeelhouders. Aandeelhouders zouden hun zeggenschapsrechten in sommige gevallen aanwenden om bestuurders van beursvennootschappen onder druk te zetten zich te richten op het behalen van korte termijn resultaten, waaronder de lange termijn strategie zou lijden (‘short termism’). Bovendien wordt beweerd dat aandeelhouders besluiten van het bestuur onvoldoende tegen het licht hebben gehouden. Aandeelhouders zouden het bestuur meer verantwoordelijk moeten houden voor de geleverde prestaties. Zij zouden meer op moeten treden als ‘waakhond’ (monitoring).²⁶

Deze kritische blik op de rol van aandeelhouders is versterkt door de financiële crisis. De afgelopen jaren is de invloed van de financiële markt op de corporate governance van beursvennootschappen toegenomen.²⁷ Dit is gepaard gegaan met een sterkere positie van aandeelhouders en een grotere nadruk op aandeelhouderswaarde. Het gedrag van aandeelhouders wordt aangemerkt als één van de oorzaken van de financiële crisis. Ik ga hier niet uitgebreid op in, maar volsta op deze plaats met enkele veelzeggende citaten uit rapporten over de financiële crisis.

²³ Pintens (1998), p. 63.

²⁴ *Idem*, p. 85.

²⁵ De Volkskrant 12 juni 2009.

²⁶ Zie bijvoorbeeld Eumedion (2010a).

²⁷ Raaijmakers (2009).

In het rapport van de groep De Larosière wordt corporate governance aangemerkt als ‘one of most important failures of the present crisis.’²⁸ The Walker Review, een rapport van de Engelse toezichhouder, is ook duidelijk over de rol van aandeelhouders:

‘The board and director shortcomings (...) would have been tackled more effectively had there been more vigorous scrutiny and engagement by major investors acting as owners.’²⁹

De kernoverweging in dit verband uit het rapport van de commissie De Wit:

‘Tenslotte hebben de aandeelhouders van financiële ondernemingen zich te veel geconcentreerd op het creëren van aandeelhouderswaarde op korte termijn. Dat heeft er voor gezorgd dat langetermijndoelstellingen van de financiële instelling, zoals duurzaamheid en continuïteit, in de praktijk van ondergeschikter belang werden.’³⁰

Mede ingegeven door de financiële crisis, maar ook los daarvan, is het tijd voor een herijking van de positie van de aandeelhouders.³¹ Er wordt gezocht naar een groep van stabiele aandeelhouders met een lange termijn visie.³² Stabiel aandeelhouderschap kan ook bijdragen aan algehele financiële stabiliteit.³³ Deze scriptie draagt aan het bereiken van het doel van stabiel aandeelhouderschap bij, door de juridische mogelijkheden van het invoeren van stemdividend en loyaliteitsdividend te onderzoeken.

Het onderzoek is wetenschappelijk relevant door een originele aanpak van het gelijkheidsbeginsel in het vennootschapsrecht. Het gelijkheidsbeginsel komt voor in alle onderdelen van het recht. Toetsing aan het gelijkheidsbeginsel in andere rechtsgebieden kan ter inspiratie dienen voor toetsing aan het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders. Het toetsingsmodel dat ik in deze scriptie gebruik om financiële prikkels voor aandeelhouders te toetsen aan de plicht tot gelijke behandeling van aandeelhouders is geïnspireerd op toetsing door het Hof van Justitie in andere zaken, bijvoorbeeld discriminatie op grond van nationaliteit of geslacht.³⁴ Deze benadering past in een ontwikkeling die in de literatuur wordt aangeduid als constitutionalisering van privaatrecht. Traditioneel was privaatrecht immuun voor de invloed van grondrechten, omdat de functie van grondrechten beperkt was tot de bescherming van burgers tegen overheidsop treden.³⁵ Recentelijk kan echter in veel Europese jurisdicties invloed van grondrechten in privaatrechtelijke verhoudingen worden waargenomen. Dit is het horizontale effect van grondrechten in het privaatrecht.³⁶ Ook in het vennootschapsrecht wordt deze constitutionalisering steeds belangrijker.³⁷ Het gelijkheidsbeginsel neergelegd in

²⁸ Rapport van Groep De Larosière (2009), paragraaf 110.

²⁹ The Walker Review (2009), paragraaf 5.11.

³⁰ Kamerstukken 2009/10, 31 980 nr. 4, p. 13 (rapport commissie De Wit).

³¹ Raaijmakers (2009).

³² Wymeersch (2009), p. 13-17.

³³ *Idem*, p. 17.

³⁴ Ook Timmerman (2007), Lennarts en Koppert-van Beek (2008) en De Jongh (2009) betrekken Europeesrechtelijke jurisprudentie bij de toetsing aan artikel 2:92 lid 2 BW.

³⁵ Cherednychenko (2007), p. 1.

³⁶ Zie hierover Smits (2003), Lindenbergh (2004), Cherednychenko (2004) en Lindenbergh (2006).

³⁷ Timmerman (2005) en Steins Bisschop (2008).

art. 2:92 lid 2 BW is een duidelijk voorbeeld van een indirect effect van grondrechten in het vennootschapsrecht.

Deze uiteenzetting over constitutionalisering van het vennootschapsrecht kan de vraag oproepen in hoeverre deze scriptie gekarakteriseerd kan worden als vennootschapsrechtelijk. Ik ben van mening dat een dergelijke constitutionele benadering wel degelijk past binnen het vennootschapsrecht. Ik wijs daarbij op de nog altijd actuele op het titelblad geciteerde overweging van Eisenberg over de vergelijking van het vennootschapsrecht met constitutioneel recht.³⁸

Tot slot merkte ik hierboven op dat de relevantie van het onderzoek verder reikt dan de Nederlandse landsgrenzen. De problemen waarop financiële prikkels voor aandeelhouders een antwoord beogen te geven, spelen niet alleen in Nederland. Ook andere landen kampen met passieve aandeelhouders (aandeelhoudersabsenteïsme).³⁹ De zoektocht naar stabiel aandeelhouderschap is ook niet beperkt tot Nederland.⁴⁰

1.5 Opbouw

De opbouw van het vervolg van de scriptie zal er als volgt uit zien. Ik begin in hoofdstuk 2 met het uiteenzetten van de problemen die stemdividend en loyaliteitsdividend beogen op te lossen. Dit zijn respectievelijk aandeelhoudersabsenteïsme en de korte termijn focus van aandeelhouders. Vervolgens worden de financiële prikkels voor aandeelhouders in hoofdstuk 3 vanuit een rechtsvergelijkende invalshoek bestudeerd. Voor stemdividend wordt een vergelijking gemaakt met de *Präsenzbonus* in Duitsland en *prima de asistencia* in Spanje. Loyaliteitsdividend wordt vergeleken met *prime de fidélité* in Frankrijk. Daarna ga ik in hoofdstuk 4 in op de achtergrond van het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders. In dit hoofdstuk besteed ik ook aandacht aan jurisprudentie met betrekking tot gelijke behandeling van aandeelhouders. Vervolgens wordt in hoofdstuk 5 ingegaan op de vraag hoe de financiële prikkels voor aandeelhouders zich verhouden tot het gelijkheidsbeginsel. Nadat ik het op Europeesrechtelijke leest geschoeide toetsingsmodel uiteengezet heb, wordt dit toetsingsmodel toegepast om stemdividend en loyaliteitsdividend aan het gelijkheidsbeginsel te toetsen. Tot slot zal in de conclusie in hoofdstuk 6 een antwoord gegeven worden op de probleemstelling. De hoofdstukken bouwen logisch voort op elkaar. De uiteenzetting van de concrete problemen waarop het recht een antwoord tracht te bieden in hoofdstuk 2 is noodzakelijk voor een adequate functionele rechtsvergelijking in hoofdstuk 3. De hoofdstukken 2 en 3 en 4 vormen de bouwstenen voor het vijfde hoofdstuk.

³⁸ Zie hierover meer recentelijk Branson (2001), p. 621: 'Corporate law is like constitutional law with a small "c." That is, corporate law provides the organizing principles for governance of the corporation, allocates powers and responsibilities among its organs (shareholders, directors, and officers), and protects minorities. Just as the Bill of Rights protects minorities from the tyranny of the majority, corporate law sets limits upon how far a majority may impose its will upon the minority. And it is essential that corporate law do so. Some level of protection is necessary to encourage persons to pool their capital in an incorporated venture.'

³⁹ Zie voor een overzicht Zetsche (2008).

⁴⁰ Zie hierover Wymeersch (2009), p. 13-17.

2 Aandeelhoudersabsenteïsme en korte termijn focus

2.1 Introductie

In dit hoofdstuk ga ik in op de problemen waarop financiële prikkels voor aandeelhouders een antwoord beogen te geven. Daarbij is het van belang verschil te maken tussen stemdividend en loyaliteitsdividend. Stemdividend is gericht op het verhogen van de opkomstpercentages op de algemene vergadering van aandeelhouders, terwijl loyaliteitsdividend gericht is op de bevordering van langetermijnaandeelhouderschap.⁴¹ Stemdividend richt zich met andere woorden op het tegengaan van aandeelhoudersabsenteïsme (paragraaf 2.2), terwijl loyaliteitsdividend de korte termijn focus van aandeelhouders tracht tegen te gaan (paragraaf 2.3). In paragraaf 2.4 bespreek ik hoe het Nederlandse vennootschapsrecht traditioneel met deze problemen omgaat. Deze paragraaf is bedoeld als aanloop naar het rechtsvergelijkende hoofdstuk. Het hoofdstuk sluit af met een conclusie (paragraaf 2.5).

2.2 Aandeelhoudersabsenteïsme

2.2.1 De algemene vergadering van aandeelhouders

Aan de algemene vergadering van aandeelhouders wordt in het Nederlandse vennootschapsrecht een belangrijke rol toebedacht. De algemene vergadering van aandeelhouders is het 'hoogste' zeggenschapsorgaan binnen de vennootschap. Aan de algemene vergadering van aandeelhouders komen belangrijke bevoegdheden toe zoals de bevoegdheid tot vaststelling van de jaarrekening,⁴² de bevoegdheid tot wijziging van de statuten⁴³ en de bevoegdheid tot benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders.⁴⁴

De vraag of aandeelhouders gebruikmaken van hun bevoegdheden is een andere. Traditioneel is er met name binnen de grote beursvennootschappen sprake van desinteresse in de uitoefening van zeggensmacht als aandeelhouder. In dergelijke vennootschappen bestaat een spanningsveld tussen bestuurders en aandeelhouders. De aandeelhouders, die de positie van beleggers innemen, hebben belang bij het maximaliseren van de waarde van de aandelen, terwijl bestuurders hun macht kunnen gebruiken om persoonlijke belangen (invloed, prestige, financieel gewin) na te streven. Deze tweedeling tussen ondernemingsbestuur en aandeelhouders staat bekend als het agencyprobleem.⁴⁵

De mate van spanning tussen bestuurders en aandeelhouders is afhankelijk van de mate waarin bestuurders vereenzelvigd kunnen worden met de aandeelhouders, d.w.z. van de mate waarin sprake is van bestuurlijke inbreng van de aandeelhouders. Naarmate de bestuurlijke inbreng geringer wordt, neemt de spanning toe. Bij een eenmansvennootschap, waarbij de enig aandeelhouder bestuurder is, is geen sprake van zodanige spanning. Bij een grote

⁴¹ Ook de ministers van Financiën en Justitie maken dit onderscheid. Zie notitie belonen trouwe aandeelhouders, als bijlage bij Kamerstukken II 2008/09, 31 083, nr. 26.

⁴² 2:101 lid 3 BW.

⁴³ 2:121 lid 1 BW.

⁴⁴ 2:132 lid 1 jo. 2:134 lid 1 BW.

⁴⁵ Jensen en Meckling (1976).

beursvennootschap met veel verschillende aandeelhouders zal de spanning het grootst zijn.⁴⁶ Bij dergelijke vennootschappen spreekt men van een ‘separation of ownership and control.’⁴⁷ Van oudsher wordt het gebrek aan vennootschappelijke betrokkenheid van (vooral kleine) aandeelhouders in grote beursvennootschappen door het onbenut laten van de mogelijkheid tot uitoefening van hun zeggenschapsrechten opgevangen door de macht van aandeelhouders te beperken.⁴⁸ De algemene vergadering van aandeelhouders wordt zo veel mogelijk buitenspel gezet door wat Van der Grinten treffend ‘uitschakelingspolitiek’ noemt.⁴⁹ De middelen die hiervoor worden aangewend hebben een oligarchisch oogmerk. Zij hebben de strekking om de bevoegdheden van de algemene vergadering over te brengen naar het bestuur en de commissarissen. Een voorbeeld is het structuurregime dat in 1971 werd ingevoerd.⁵⁰ Ook certificering van aandelen is een bekend voorbeeld van een oligarchische regeling. Ik kom hier in paragraaf 2.4 uitgebreider op terug.

Deze situatie leidde tot een cirkelredenering. De vennootschap stelde dat de macht van de aandeelhoudersvergadering ingeperkt moest worden als gevolg van het aandeelhoudersabsenteïsme, terwijl de aandeelhouders meenden dat het bezoeken van de aandeelhoudersvergadering zinloos was, nu hen door de oligarchische regelingen de zeggenschap was ontnomen, waarna de aandeelhoudersmacht verder werd ingeperkt, enzovoort.⁵¹ Recentelijk is getracht deze cirkelredenering te doorbreken door de positie van de aandeelhouder binnen de grote beursvennootschappen te herdefiniëren. De positie en de invloed van aandeelhouders binnen kapitaalvennootschappen is versterkt door uitbreiding van hun wettelijke bevoegdheden. Voorbeelden zijn het goedkeuringsrecht voor ingrijpende bestuursbesluiten, het agenderingsrecht, de bevoegdheid het bezoldigingsbeleid voor het bestuur vast te stellen, het verlenen van volmachten tot stemmen aan certificaathouders en, in het geval van een structuurvennootschap, de bevoegdheid om als aandeelhoudersvergadering de voltallige raad van commissarissen naar huis te sturen.⁵² Naast deze uitbreiding van de wettelijke bevoegdheden, is de positie van aandeelhouders ook versterkt doordat Nederlandse beursvennootschappen oligarchische regelingen zoals certificering van aandelen en prioriteitsaandelen hebben opgegeven.⁵³

De gedachte was dat door de versterking van de zeggensmacht van aandeelhouders, het absenteïsme op de algemene vergadering teruggebracht zou worden. Deze gedachte is echter te optimistisch gebleken. De participatiegraad van aandeelhouders bij de besluitvorming in de aandeelhoudersvergadering van Nederlandse beursg vennootschappen kan gemeten worden als het aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen als percentage van het totaal aantal stemmen. De stemmen uitgebracht door administratiekantoren zijn uitgezonderd in dit percentage. Voor de periode 2005-2010 kan een stijgende trend worden waargenomen in de participatiegraad van 33,3% in 2005 naar 49,8% in 2010 voor AEX-vennootschappen. Bij AMX-vennootschappen is de participatiegraad gestegen van 35,9% in 2005 tot 46,4% in 2010. Gemiddeld genomen wordt

⁴⁶ *Idem.*

⁴⁷ Berle and Means (1932).

⁴⁸ Schwarz (1990), p. 4.

⁴⁹ Van der Grinten (1971), p. 439. Of in de woorden van Schwarz (2010): ‘Het muilkorven van aandeelhouders ontwikkelde zich in onze gewesten, als het ware, tot een nationale sport.’

⁵⁰ Wet van 6 juni 1971, *Stb.* 289.

⁵¹ Schwarz (2010).

⁵² Zie respectievelijk 2:107a, 2:114a, 2:118a, 2:135 en 2:161a BW (Wet van 9 juli 2004, *Stb.* 2004, 370).

⁵³ Zie voor cijfers Van der Elst *et al.* (2007), p. 57.

in 2010 bij AEX- en AMX-vennootschappen dus nog steeds minder dan de helft van het totaal aantal stemmen uitgebracht. Bovendien is de variatie tussen beursvennootschappen groot. Bij vijf AEX-vennootschappen vond een daling plaats van het aantal uitgebrachte stemmen in vergelijking met vorig jaar.⁵⁴

2.2.2 De significantie van het probleem van aandeelhoudersabsenteïsme

Tenminste drie argumenten kunnen worden genoemd waarom aandeelhoudersabsenteïsme een probleem vormt. Ten eerste wordt wel gezegd dat als gevolg van absenteïsme een toevallige meerderheid van aandeelhouders het besluitvormingsproces in de vergadering kan domineren.⁵⁵ De mogelijkheid bestaat dat aandeelhouders met een relatief klein aantal aandelen een buitenproportionele invloed uitoefenen.⁵⁶ Een toevallig aanwezige groep aandeelhouders kan een onevenredig zware stempel drukken op het verloop van de aandeelhoudersvergadering. Deze toevallige meerderheid kan besluiten nemen die wellicht niet in het belang zijn van de vennootschap en de andere aandeelhouders. De stabiliteit van het vennootschappelijk beleid kan hierdoor in gevaar komen.⁵⁷

Dit argument heeft ook een rol gespeeld bij het bepalen van het percentage stemrechten dat leidt tot een verplicht bod als bedoeld in de Overnamerichtlijn.⁵⁸ De verplicht bod-regeling bepaalt dat een natuurlijke of rechtspersoon die alleen of door in onderling overleg met andere personen overwegende zeggenschap over een vennootschap verkrijgt, verplicht is een bod uit te brengen op de resterende effecten.⁵⁹ De belangrijkste redenen voor het verplicht bod zijn de bescherming van minderheidsaandeelhouders tegen machtsmisbruik door de controlerende aandeelhouder en een evenredige verdeling van de controlepremie over alle aandeelhouders.⁶⁰ Het percentage van de stemrechten waarmee overwegende zeggenschap wordt verkregen wordt in de Overnamerichtlijn ter bepaling overgelaten aan de lidstaat waar de vennootschap haar statutaire zetel heeft.⁶¹ Voor Nederland is het percentage vastgesteld op 30% van de stemrechten.⁶² Dit betekent dat het bij een gemiddelde participatiegraad van minder dan 50% al mogelijk is om controle uit te oefenen met minder dan 30% van de stemrechten. Bij een opkomstpercentage van bijna 50% is 25% van de stemrechten reeds voldoende om belangrijke besluiten te kunnen nemen of tegenhouden.

Het tweede argument houdt verband met het in de vennootschap functionerend interne controle- en sturingssysteem. Vanuit de corporate governance-gedachte hebben aandeelhouders de taak de prestaties van de bestuurders te ‘monitoren’.⁶³ Het begrip ‘checks and balances’ is in deze context van belang. Aandeelhouders hebben de taak toezicht op het bestuur te houden (de ‘checks’) en er dient een evenwichtige verdeling van invloed tussen het bestuur, de algemene vergadering van

⁵⁴ Deze cijfers zijn ontleend aan Eumedion (2010b), p. 14-15.

⁵⁵ Zie ook de Nederlandse corporate governance code, principe IV.2.

⁵⁶ Zie bijvoorbeeld Schwarz en Steins Bisschop (2008), p. 142.

⁵⁷ Zie reeds Boelens (1946).

⁵⁸ Richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod. Zie Nieuwe Weme en Van Solinge (2008), p. 64.

⁵⁹ Cf. artikel 5 lid 1 van de richtlijn.

⁶⁰ Nieuwe Weme en Van Solinge (2008), p. 62.

⁶¹ Cf. artikel 5 lid 3 van de richtlijn.

⁶² Zie artikel 1:1 Wft.

⁶³ Deze monitoring-rol van aandeelhouders is gebaseerd op de hiervoor genoemde agency theorie van Jensen en Meckling (1976).

aandeelhouders en de raad van commissarissen te zijn (de ‘balances’).⁶⁴ Indien een groot aantal aandeelhouders niet aanwezig is op de algemene vergadering, raakt het systeem van checks and balances verstoord. De Nederlandse corporate governance code benadrukt de rol van aandeelhouders en de algemene vergadering als volgt:

‘Goede corporate governance veronderstelt een volwaardige deelname van aandeelhouders aan de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders. Het is in het belang van de vennootschap dat zoveel mogelijk aandeelhouders deelnemen aan de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders. (...). De algemene vergadering van aandeelhouders dient zodanig invloed te kunnen uitoefenen op het beleid van het bestuur en de raad van commissarissen van de vennootschap, dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van “checks and balances” in de vennootschap.’⁶⁵

Het derde argument voor de significantie van een hoog opkomstpercentage is de legitimiteit van de aandeelhoudersvergadering. De legitimiteit van de aandeelhoudersvergadering als ‘hoeksteen’ van de corporate governance structuur wordt volgens Tiemstra en De Keijzer bedreigd door een hoog absentisme.⁶⁶ Als er weinig stemmen worden uitgebracht ter vergadering, wordt de legitimiteit van de aandeelhoudersvergadering en de in deze vergadering genomen besluiten ondermijnd. Bij het beoordelen van de legitimiteit wordt in Duitse literatuur een grote nadruk gelegd op de procedure die leidt tot het nemen van besluiten op de algemene vergadering.⁶⁷ Men spreekt in dit verband van ‘Legitimation durch Verfahren’.⁶⁸ De procedure kan een vennootschapsbesluit legitimeren door het uitwisselen van informatie en standpunten (‘deliberation’) en het betwisten van standpunten (‘contestability’). Om dit op de algemene vergadering te bereiken, is betrokkenheid van aandeelhouders vereist. Ook de verantwoording (‘accountability’) van het bestuur aan de algemene vergadering legt meer gewicht in de schaal bij een hoge participatiegraad van aandeelhouders.⁶⁹

2.2.3 Aandeelhoudersabsentisme vanuit een economische invalshoek

Vanuit een economische invalshoek kunnen twee oorzaken worden genoemd voor aandeelhoudersabsentisme: het collective action-probleem en het free rider-probleem. Deze problemen weerhouden aandeelhouders met een klein belang van het uitoefenen van hun stemrechten.⁷⁰ Als veel (kleine) aandeelhouders kunnen stemmen, verwacht geen van de aandeelhouders dat zijn stem de doorslag zal geven.⁷¹ De aandeelhouders hebben dan niet de juiste prikkel om zich in de onderneming te verdiepen en om daadwerkelijk en goed geïnformeerd te stemmen op de aandeelhoudersvergadering.⁷²

⁶⁴ Dit begrip staat ook centraal in de Nederlandse corporate governance code.

⁶⁵ Principe IV.1 van de Nederlandse corporate governance code.

⁶⁶ Tiemstra en De Keijzer (2008).

⁶⁷ Zie bijvoorbeeld Noack (2005) en Spindler (2006b), p. 12.

⁶⁸ Deze term is overgenomen van Luhmann (1969).

⁶⁹ Zie Bottomley (2007) voor het belang van deliberation, contestability en accountability voor de legitimiteit van vennootschapsbesluiten.

⁷⁰ Bebchuk en Hamdani (2009).

⁷¹ Easterbrook en Fischel (1991), p. 66-67.

⁷² Olson (1965).

Onder het collective action-probleem worden coördinatie- en delegatieproblemen tussen het grote aantal aandeelhouders bij de uitoefening van hun stemrechten verstaan.⁷³ Het collective action-probleem houdt verband met informatieasymmetrie tussen het bestuur en de aandeelhouders. Het bestuur beschikt over meer en betere informatie dan de aandeelhouders. Het vergaren van informatie door aandeelhouders is niet kosteloos.

Het free rider-probleem houdt verband met een kosten-baten analyse die aandeelhouders maken alvorens zij besluiten al dan niet hun aandeelhoudersrechten uit te oefenen. De kosten van het geïnformeerd uitbrengen van hun stem zullen in veel gevallen de verwachte baten overstijgen. De kosten die voor een aandeelhouder gepaard gaan met uitbrengen van een geïnformeerde stem komen voor rekening van hemzelf, terwijl alle aandeelhouders naar rato van hun belang in de vennootschap profiteren van het uitbrengen van een geïnformeerde stem door andere aandeelhouders. Het zal daarom voor een kleine aandeelhouder rationeel zijn om apathisch te blijven. De aandeelhouder die afziet van het uitbrengen van zijn stem maakt geen kosten en profiteert naar rato van zijn belang van door andere aandeelhouders uitgebrachte stemmen. In de woorden van Huddart:

‘Effective monitoring of management by shareholders is a public good whose costs are privately incurred.’⁷⁴

De aandeelhouder maakt een rationele economische calculatie en weegt de strategieën van ‘voice’ en ‘exit’ af.⁷⁵ Kleine aandeelhouders stemmen met hun voeten (de ‘Wall Street Walk’).

Stemdividend gaat aandeelhoudersabsenteïsme tegen door het free rider-probleem te verminderen.⁷⁶ Door aandeelhouders een financiële vergoeding te verstrekken voor het uitbrengen van hun stem, zal de kosten-baten analyse anders uitpakken. Tegenover de kosten van geïnformeerd stemmen staat dan een bate in de vorm van aanvullend dividend.

Stemdividend lost het collective action-probleem echter niet op. Om dit probleem op te lossen is een ‘collective information generating agency’ nodig. Deze rol zou gespeeld kunnen worden door stemadviesbureaus.⁷⁷ De moeizame besluitvorming over de verkoop van Fortis aan BNP Paribas toont echter aan, dat het moeilijk blijft voor aandeelhouders om gezamenlijk op één lijn te komen.⁷⁸

De ernst van het collective action- en free rider-probleem wordt bepaald door de aandeelhoudersstructuur. Er kan een onderscheid gemaakt worden tussen beursvennootschappen met een gespreid aandelenbezit en beursvennootschappen met een controlerende aandeelhouder.⁷⁹ De corporate governance-problematiek bij beide typen vennootschappen heeft een ander karakter. Bij gecontroleerde vennootschappen draait het om bescherming van minderheidsaandeelhouders. Bij vennootschappen met een gespreid aandelenbezit zijn alle aandeelhouders minderheidsaandeelhouders en is het toezicht door deze aandeelhouders op het bestuur een punt van zorg. Het collective action- en free rider-probleem spelen met name bij

⁷³ De Jongh (2009).

⁷⁴ Huddart (1993), p. 1417.

⁷⁵ Het begrippenpaar ‘voice’ en ‘exit’ is ontleend aan Hirschman (1970).

⁷⁶ Zie bijvoorbeeld Maatman (2007), p. 86.

⁷⁷ Zie over de rol van stemadviesbureaus Verdam (2007).

⁷⁸ De Jongh (2009).

⁷⁹ Bebchuk en Hamdani (2009).

vennootschappen met een gespreid aandelenbezit, nu deze vennootschappen veel kleine aandeelhouders hebben. Stemdividend zal dus met name interessant zijn voor vennootschappen met een gespreid aandelenbezit.

Meer dan andere Europese landen hebben Nederlandse beursvennootschappen een gespreid aandelenbezit. In 2007 had slechts 15% van de Nederlandse beursvennootschappen een aandeelhouder met een belang van meer dan 50% en had 11% van de vennootschappen een aandeelhouder met een belang van tussen de 30-50%.

Naast de spreiding van het aandelenbezit speelt ook de liquiditeit van de aandelen een rol. In 2002 verwisselde gemiddeld 44% van de aandelen in Nederlandse beursvennootschappen van houder. In 2007 was dat toegenomen tot bijna 102%.⁸⁰ De beleggingshorizon van de gemiddelde belegger is dus aanzienlijk korter geworden. Niet ondenkbaar is dat aandeelhouders door deze kortere beleggingshorizon minder bereid zijn tot uitoefening van hun aandeelhoudersrechten.⁸¹ Ook kan de kortere beleggingshorizon leiden tot een grotere focus op kortetermijnwinst, het onderwerp van paragraaf 2.3.

2.2.4 Stemdividend als oplossing voor aandeelhoudersabsenteïsme

Op basis van de drie in paragraaf 2.2.2 genoemde argumenten deel ik de analyse van Tiemstra en De Keijzer dat aandeelhoudersabsenteïsme een probleem vormt. Met de door hen voorgestelde oplossing voor dit probleem ben ik het echter niet eens. Tiemstra en De Keijzer menen dat vennootschappen (hernieuwd) beschermd moeten worden door het inbouwen van een ‘zorgvuldigheidsdrempel’ in de vorm van een wettelijke quorumeis. Ik zal hieronder argumenten aanvoeren waarom ik een quorumeis niet als oplossing voor het probleem van aandeelhoudersabsenteïsme beschouw en aangeven welke oplossing ik voorsta. Dit houdt verband met de vraag op wiens weg het ligt om een oplossing voor het aandeelhoudersabsenteïsme aan te dragen. Dit is een principiële vraag. Is dit de taak van de aandeelhouders zelf, heeft ook de vennootschap (vertegenwoordigd door het bestuur) een verantwoordelijkheid in deze of is, zoals Tiemstra en De Keijzer bepleiten, ingrijpen van de wetgever noodzakelijk? Eerder heb ik al opgemerkt dat het de taak van de aandeelhouders is om de prestaties van het bestuur te monitoren. Als gevolg van free rider- en collective action-problemen is een groot gedeelte van de aandeelhouders echter niet bereid deze taak op zich te nemen. Tiemstra en De Keijzer merken op dat de opkomst van aandeelhouders niet veel hoger zal uitkomen dan 50%.⁸² Een gedeelte van de aandeelhouders is niet uit zichzelf in beweging te krijgen.

Ik ben, evenals Abma,⁸³ geen voorstander van de door Tiemstra en De Keijzer voorgestelde wettelijke regeling om vennootschappen (hernieuwd) te beschermen door invoering van een quorumeis. De rationeel apathische aandeelhouder wordt door een quorumeis niet bewogen om aan de algemene vergadering deel te nemen. Abma stelt zelfs dat een quorumeis averechts zou kunnen werken. Hij spreekt van een ‘perverse prikkel’. De vennootschap zal geen prikkel meer

⁸⁰ De cijfers over de spreiding van het aandelenbezit en de liquiditeit van aandelen zijn ontleend aan Van der Elst *et al.* (2007).

⁸¹ De Jongh (2009).

⁸² Naschrift bij Tiemstra en De Keijzer (2008).

⁸³ Reactie van Abma (2008) op het artikel van Tiemstra en De Keijzer.

voelen om alles in het werk te stellen het aantal ter vergadering uitgebrachte stemmen te verhogen.

Beursvennootschappen kunnen zelf maatregelen nemen om aandeelhouders te stimuleren van hun stemrecht gebruik te maken. Vanuit de agency theorie lijkt het op het eerste gezicht merkwaardig om de oplossing voor het aandeelhoudersabsenteïsme bij (het bestuur van) de vennootschap te zoeken. Zodoende wordt het agency probleem immers omgedraaid.⁸⁴ De agent (het bestuur van de vennootschap) bepaalt wat het gewenste gedrag van de principaal (de aandeelhouder) is: daadwerkelijk en goed geïnformeerd stemmen op de aandeelhoudersvergadering. De vennootschap heeft echter wel belang bij het treffen van maatregelen, omdat de geringe opkomst van aandeelhouders voor de vennootschap een probleem vormt nu willekeurige kleine meerderheden ter algemene vergadering besluiten kunnen nemen die nadelig voor de vennootschap zijn. Eén van de maatregelen die beursvennootschappen kunnen overwegen, is het invoeren van een stemdividend. Door middel van een stemdividend voelen aandeelhouders wel een prikkel om van hun stemrecht gebruik te maken. Een dergelijke financiële prikkel werkt doorgaans het meest effectief in de financiële markt.⁸⁵ Zeker vennootschappen met een gespreid aandelenbezit maken zich door een stemdividend minder kwetsbaar voor kleine meerderheden die de aandeelhoudersvergadering kunnen beïnvloeden.

Het door middel van een stemdividend prikkelen van aandeelhouders om van hun stemrecht gebruik te maken, verdient mijns inziens de voorkeur boven het door middel van beschermingsconstructies beperken van de zeggenschap van aandeelhouders die wel gebruik willen maken van hun stemrecht.⁸⁶ Tabaksblat noemt deze laatste mogelijkheid ‘terugvallen op oude reflexen.’⁸⁷ Aan deze oude reflexen besteed ik hieronder in paragraaf 2.4 uitgebreider aandacht. Daarbij zal ik met name ingaan op de vraag hoe financiële prikkels voor aandeelhouders zich verhouden tot ‘traditionele’ beschermingsmaatregelen.

2.3 Korte termijn focus

2.3.1 Rol van hedge fondsen

Hierboven heb ik uiteengezet dat de rechten van aandeelhouders de afgelopen jaren zijn uitgebreid. In de praktijk blijkt dat met name hedge fondsen dankbaar gebruikmaken van de nieuwe aandeelhoudersrechten. Ik schets kort twee Nederlandse voorbeelden. In de Stork-zaak⁸⁸ stredden de twee hedge fondsen Centaurus en Paulson met het bestuur van Stork over de toekomstige strategie van de onderneming. Centaurus en Paulson waren van mening dat Stork zich uitsluitend moest gaan richten op luchtvaartactiviteiten, terwijl het bestuur van Stork haar gediversifieerde beleid wilde voortzetten. Centaurus en Paulson wilden de raad van commissarissen van de structuurvennootschap Stork naar huis sturen,⁸⁹ zodat nieuwe commissarissen een nieuw bestuur zouden kunnen samenstellen en de beoogde strategiewijziging kon worden uitgevoerd. In de ABN Amro-zaak⁹⁰ deed hedge fonds The Children’s Investment

⁸⁴ Aldus ook Lute met betrekking tot loyaliteitsdividend. Kenbaar uit Tali en De Graaf (2007).

⁸⁵ Timmerman (2007), overweging 3.58.

⁸⁶ Aldus ook Abma (2008).

⁸⁷ Tabaksblat (2006).

⁸⁸ OK 17 januari 2007, *LJN*: AZ6440 (Stork).

⁸⁹ Op grond van art. 2:161a BW.

⁹⁰ HR 13 juli 2007, *LJN*: BA7970 (ABN Amro).

Fund (TCI) het voorstel de splitsing, fusie of overname van ABN Amro op de agenda te plaatsen,⁹¹ omdat zij meende dat ABN Amro aanzienlijk ondergewaardeerd was.

In andere landen zien we een vergelijkbare ontwikkeling. Een sprekend voorbeeld van aandeelhoudersactivisme uit Duitsland is de Deutsche Börse-zaak.⁹² Deutsche Börse probeerde de London Stock Exchange (LSE) over te nemen. Hedge fondsen met belangen in Deutsche Börse (TCI en Atticus Capital) waren het niet eens met dit plan om de LSE over te nemen. Deze fondsen meenden dat het de bestuurders van Deutsche Börse te doen was om ‘empire building’. Zij vonden dat Deutsche Börse de overtollige kasmiddelen aan de aandeelhouders zou moeten uitkeren.

Gesteld kan worden dat deze hedge fondsen doen wat vanuit de corporate governance-gedachte van aandeelhouders wordt verwacht. De fondsen vervullen een nuttige functie, omdat zij hun aandeelhoudersrechten gebruiken. Zij doen datgene waar corporate governance-regelgeving aandeelhouders de afgelopen jaren toe heeft willen bewegen.⁹³

Activistische aandeelhouders hebben in het algemeen echter geen goede pers. In de pers worden woorden als barbaren, sprinkhanen, slopers, stropers, strippers en haaien gebruikt om activistische aandeelhouders te karakteriseren.⁹⁴ Het verwijt aan activistische aandeelhouders is dat zij hun belang richten op de korte termijn. In Engelstalige literatuur wordt de korte termijn focus aangeduid als ‘short-termism.’⁹⁵ Kortetermijnbeleggers jagen ondernemingen op, wat zowel de ondernemingen als hun langetermijnaandeelhouders schade kan toebrengen. Ook op macroniveau zou dit korte termijn gedrag een maatschappelijke post opleveren.⁹⁶

In Nederland is nog weinig onderzoek gedaan naar hedge fonds activisme.⁹⁷ Wel is enig buitenlands empirisch onderzoek beschikbaar. Hieruit blijkt dat activistische hedge fondsen zich met name richten op winstgevende en financieel gezonde ondernemingen.⁹⁸ Financiële markten reageren in het algemeen positief op de invloed van activistische hedge fondsen. Klein en Zur rapporteren, gebaseerd op een steekproef van 151 hedge fonds campagnes in de periode 2003-2005, dat de doelwitonderneming gedurende de periode rondom de bekendmaking van het activisme een bovengemiddeld rendement van 10,2% behaald. In het daaropvolgende jaar wordt nog eens 11,4% additioneel rendement behaald. In het eerste volledige boekjaar nadat het activisme is aangevangen worden dividenduitkeringen gemiddeld verdubbeld, neemt de lange termijn schuld aanzienlijk toe en nemen de kasmiddelen en korte termijn investeringen aanzienlijk af. In het tweede boekjaar na het begin van het activisme zijn hier geen grote veranderingen in opgetreden. De langere termijn gevolgen van hedge fonds activisme lijken dus minder positief.

⁹¹ Op grond van art. 2:114a BW.

⁹² Zie over deze zaak Spindler (2006b), p. 10.

⁹³ Aldus ook Frentrop op het Eumedion seminar, kenbaar uit Tali en De Graaf (2007).

⁹⁴ Tabaksblat (2006).

⁹⁵ Kahan en Rock (2007), p. 1083 e.v.

⁹⁶ FD 17 november 2009.

⁹⁷ De belangrijkste events worden beschreven in De Jong *et al.* (2007).

⁹⁸ Klein en Zur (2009), p. 225.

2.3.2 Efficiënte markt hypothese

Om het ‘short-termism’-verwijt aan hedge fondsen en andere activistische aandeelhouders op waarde te schatten, is het standpunt met betrekking tot de efficiënte markt hypothese (EMH) van belang.⁹⁹ De koers moet worden beschouwd als de contante waarde van alle verwachte toekomstige rendementen. Wijzigingen in de verwachtingen op lange termijn werken direct door in de koers op korte termijn. Positieve lange termijn toekomstverwachtingen doen de aandelenkoers nu al stijgen. De EMH gaat ervan uit dat de financiële markt ‘informatieel’ efficiënt is. Hiermee wordt bedoeld dat alle beschikbare informatie altijd juist en volledig in de koers tot uitdrukking wordt gebracht. Hieruit zou afgeleid kunnen worden dat het dan ook niet nodig is om langetermijnaandeelhouders te belonen met extra dividend.¹⁰⁰ Dit is wat Duffhues bedoelt als hij stelt dat het niet gerechtvaardigd is een verschil te maken tussen de korte- en langetermijnbelegger.¹⁰¹ Volgens hem slaat alle informatie over de korte en lange termijn neer in de verkoopprijs:

‘(...) de prijs van het aandeel [weerspiegelt] altijd de nieuwste informatie, ongeacht of die betrekking heeft op de korte of de lange termijn.’¹⁰²

Dit standpunt impliceert dat Duffhues de efficiënte markt hypothese aanhangt.¹⁰³ Op de EMH valt echter het nodige af te dingen. De EMH berust op haar beurt op een aantal veronderstellingen. Een belangrijke veronderstelling is dat beleggers rationele verwachtingen hebben. In toenemende mate worden vraagtekens gezet bij het waarheidsgehalte van de EMH en de rationele verwachtingen theorie.¹⁰⁴ Beleggers handelen dikwijls niet rationeel.¹⁰⁵ Koersschommelingen treden niet alleen op door het verwerken van nieuwe informatie, ook massapsychologie speelt een belangrijke rol.¹⁰⁶

Gesteld wordt dat de financiële markt lijdt aan myopia of bijziendheid.¹⁰⁷ Hiermee wordt het verschijnsel aangeduid dat korttermijneffecten worden overschat en langetermijneffecten worden onderschat. Beleggers kunnen hierdoor hun stemgedrag aanpassen om kortetermijnwinst te behalen, wat ten koste kan gaan van de langetermijnwinstgevendheid. De tegenstelling tussen korte- en lange termijn waardecreatie bestaat dus alleen als de financiële markt als gevolg van myopia langetermijnwinst onderschat. Als gevolg van myopia verliest het argument dat er geen spanning bestaat tussen korte en lange termijn veel van zijn kracht.

⁹⁹ De EMH is ontwikkeld door Fama (1970).

¹⁰⁰ In gelijke zin voor extra zeggenschap De Jongh (2009).

¹⁰¹ Duffhues (2010), p. 310.

¹⁰² *Ibidem*.

¹⁰³ Hij spreekt zelf op p. 310 van een ‘redelijk efficiënte markt.’

¹⁰⁴ Zie bijvoorbeeld de naar aanleiding van de financiële crisis geuite kritiek van Posner op de efficiënte markt hypothese in Posner (2009). Dit is des te opvallender nu Posner, evenals Fama, deel uitmaakt van de ‘Chicago School’ in de economie.

¹⁰⁵ Akerlof en Shiller (2009).

¹⁰⁶ Zie voor een toegankelijke analyse van wetenschappelijke literatuur op dit gebied Van Ginneken (2010).

¹⁰⁷ De Jongh (2009).

2.3.3 Loyaliteitsdividend als oplossing voor de korte termijn focus

Kahan en Rock stellen dat ondernemingen ‘adaptive devices’ ontwikkelen om de potentiële negatieve gevolgen van de korte termijn focus van hedge fondsen het hoofd te bieden.¹⁰⁸ Zij refereren aan de ‘Hedge Fund Attack Response List’ van Martin Lipton, een bekende Amerikaanse advocaat, om enkele voorbeelden van ‘adaptive devices’ te geven:

‘Periodically updating the board of directors, reviewing dividend policy, improving financial public relations, maintaining consistency in the company’s strategic message, proactively addressing reasons for any shortfall in peer company benchmarks, maintaining regular and close contact with major institutional investors, and reviewing basic strategy with the board.’¹⁰⁹

In Nederland wordt ook beargumenteerd dat beursvennootschappen zelf dienen in te spelen op de veranderende rol van aandeelhouders. Tabaksblat¹¹⁰ benadrukt dat beursvennootschappen maatregelen kunnen nemen om aandeelhouders te krijgen die passen bij de strategie en de doelstellingen van de vennootschap en deze aandeelhouders te committeren aan de vennootschap. Dit vereist van het bestuur en de raad van commissarissen dat zij een constructieve dialoog aangaan met de aandeelhouders, dat zij hun strategie en doelstellingen helder over het voetlicht brengen en de uitgestippelde strategie ook waarmaken. Een belangrijke manier om die aandeelhouders te ‘lokken’ en te ‘binden’ is het aanpassen van het dividendbeleid. Om langetermijnaandeelhouderschap te stimuleren kunnen beursvennootschappen naar het voorbeeld van DSM een loyaliteitsdividend invoeren.

2.4 Traditionele antwoord op aandeelhoudersabsenteïsme en korte termijn focus

Het aandeelhoudersabsenteïsme, maar ook de korte termijn focus van aandeelhouders, zijn in wezen niets nieuws onder de zon. Schwarz¹¹¹ verwijst in zijn oratie naar het proefschrift van Boelens uit 1946.¹¹² Boelens schetst twee soorten aandeelhouders. Aan de ene kant is er een kleine groep, voornamelijk bestaande uit groot-aandeelhouders, die volgens hem behoren tot het ‘oude soort’. Deze groep wordt met verwijzing naar Schmey¹¹³ aangeduid als ‘ondernemings-aandeelhouders’. Daarnaast spreekt hij van ‘het nieuwe soort aandeelhouders’, dat

‘geen band met de onderneming voelt, wier belangen niet met de onderneming samenvallen, die slechts geïnteresseerd zijn in hoge koersen en vette dividenden, en die geen notie hebben van ondernemingsproblemen.’¹¹⁴

Boelens beargumenteert dat een toevallige meerderheid van ‘het nieuwe soort aandeelhouders’ besluiten kan nemen die niet in het belang van de onderneming zijn en het vennootschappelijk beleid in gevaar kunnen brengen. Deze argumentatie is nog steeds verrassend actueel.

¹⁰⁸ Kahan en Rock (2007), p. 1090.

¹⁰⁹ Lipton (2006).

¹¹⁰ Tabaksblat (2006).

¹¹¹ Schwarz (1990), p. 3-4.

¹¹² Boelens (1946), p. 14. Zie over dit proefschrift ook Buijs (2001), p. 23.

¹¹³ Schmey (1935).

¹¹⁴ Schwarz (1990), p. 4.

Hierboven heb ik uiteengezet dat in het verleden op basis van deze argumentatie door vennootschappen op grote schaal gebruik is gemaakt van oligarchische regelingen, die de bevoegdheden van de algemene vergadering beperkten. Recentelijk is echter geprobeerd de vicieuze cirkel te doorbreken door de aandeelhouders weer meer macht te geven. Aandeelhouders hebben meer wettelijke bevoegdheden gekregen en Nederlandse beursvennootschappen maken minder gebruik van oligarchische regelingen. De opkomst van de algemene vergadering is echter nog steeds relatief laag, waardoor de stabiliteit van het vennootschappelijke beleid bedreigd wordt, zeker nu de aandeelhouders die wel ter vergadering aanwezig zijn, meer bevoegdheden hebben dan in het verleden.

Nu de opkomst van aandeelhouders ter vergadering nog steeds te wensen overlaat, pleiten sommigen weer voor meer inperking van aandeelhoudersrechten.¹¹⁵ Anderen pleiten juist voor het stimuleren van met name institutionele beleggers om te komen tot meer betrokkenheid bij beursvennootschappen.¹¹⁶ Tegen deze achtergrond moeten de initiatieven van stemdividend en loyaliteitsdividend worden beoordeeld.

Het is in dit verband interessant dat loyaliteitsdividend wordt gezien als een nieuw soort beschermingsmaatregel.¹¹⁷ In de literatuur wordt de vergelijking getrokken tussen loyaliteitsdividend en certificering van aandelen. Frentrop¹¹⁸ is van mening dat certificering van aandelen een beter alternatief is dan het toekennen van een extra dividend aan aandeelhouders. Hij stelt dat door middel van certificering van aandelen de vennootschap contact kan hebben met het bestuur van het administratiekantoor. Het administratiekantoor, dat certificaathouders vertegenwoordigt die niet zelf op de algemene vergadering van aandeelhouders hun stem laten horen,¹¹⁹ is een zeer lange termijn aandeelhouder. Certificering van aandelen geeft volgens Frentrop een 100% bereik. Hij stelt wel als voorwaarde dat de certificering plaatsvindt binnen de kaders die de Nederlandse corporate governance code daaraan stelt. Dit houdt in dat certificering gebruikt wordt om absenteïsme ter algemene vergadering te voorkomen. Certificering wordt niet gebruikt als beschermingsmaatregel tegen vijandige biedingen.¹²⁰ Zie in dezelfde zin de Commissie Maas.¹²¹

Ik ben het met Frentrop eens dat zowel extra dividend als certificering van aandelen het probleem van aandeelhoudersabsenteïsme en de korte termijn focus van aandeelhouders kunnen tegengaan. Frentrop heeft mij echter niet overtuigd dat het op grote schaal hernieuwd invoeren van certificering van aandelen bij Nederlandse beursvennootschappen ons verder brengt. Ten eerste kleeft aan certificering van aandelen internationaal gezien een negatieve connotatie.¹²² Daarnaast zie ik ook in artikel 2:118a BW een nadeel van certificering van aandelen. In lid 2 van dat artikel worden limitatief gronden opgesomd voor weigering van een stemvolmacht aan aandeelhouders. Eén van die gronden betreft een vijandig openbaar bod op de vennootschap of een dreiging van een vijandig openbaar bod ('oorlogstijd'). In tegenstelling tot wat de Commissie corporate governance code voorstaat, kan certificering van aandelen dus onder het huidige recht nog altijd als een beschermingsmaatregel gebruikt worden.

¹¹⁵ Zie bijvoorbeeld de Commissie Maas (2009), p. 25 e.v. en De Volkskrant 5 juni 2009.

¹¹⁶ Zie bijvoorbeeld FD 22 april 2009 en FD 24 april 2009.

¹¹⁷ Nieuwe Weme en Van Solinge (2006), p.220.

¹¹⁸ Kenbaar uit Tali en De Graaf (2007).

¹¹⁹ Via 2:118a BW.

¹²⁰ Zie voor de eisen die de Corporate Governance code aan certificering stelt, principe IV.2 en best practice bepalingen IV.2.1-8.

¹²¹ Commissie Maas (2009), aanbeveling 2.18.

¹²² Zie bijvoorbeeld Nieuwe Weme en Van Solinge (2006), p. 217.

Nieuwe Weme en Van Solinge bespreken extra dividend voor lange termijn aandeelhouders onder de noemer ‘toekomstige beschermingsmaatregelen.’¹²³ Ik ben het met deze schrijvers eens dat dit type dividend, door lange termijn-betrokkenheid van aandeelhouders te stimuleren, bescherming kan bieden tegen korte termijn-beleggers, zoals hedge fondsen. Ik zie echter wel een duidelijk verschil tussen loyaliteitsdividend en ‘traditionele’ beschermingsmaatregelen, zoals certificering van aandelen en het structuurregime. Deze maatregelen heb ik hierboven aangemerkt als maatregelen met een oligarchisch oogmerk, omdat zij tot doel hebben de zeggenschap aan de algemene vergadering van aandeelhouders te onttrekken. Extra dividend voor aandeelhouders heeft geen oligarchisch oogmerk, zoals ook te lezen is op de DSM-website:

‘Alle aandeelhouders kunnen zelf beslissen wanneer zij zich wensen te registreren of uit te schrijven uit het register, of hoe zij wensen te stemmen bij algemene aandeelhoudersvergaderingen. Het staat geregistreerde aandeelhouders bovendien vrij om hun aandelen aan iedere partij over te dragen die deze wenst te kopen.’¹²⁴

In deze zin verschillen financiële prikkels voor aandeelhouders van traditionele beschermingsmaatregelen. In plaats van het beperken of terugdringen van aandeelhoudersrechten, stimuleren zij aandeelhouders tot het uitoefenen van hun rechten.

2.5 Conclusie

In dit hoofdstuk ben ik ingegaan op aandeelhoudersabsenteïsme en korte termijn focus bij aandeelhouders. Aandeelhoudersabsenteïsme wordt veroorzaakt door het collective action- en free rider-probleem. Als gevolg van absenteïsme lopen vennootschappen het risico dat een aandeelhouder met een relatief klein belang onevenredige invloed op de vergadering kan uitoefenen, wordt toezicht door de aandeelhoudersvergadering op het bestuur bemoeilijkt en komt de legitimiteit van de aandeelhoudersvergadering en de in de vergadering genomen besluiten onder druk te staan.

De korte termijn focus wordt met name toegeschreven aan hedge fondsen. Als gevolg van bijziendheid van de financiële markt zouden deze fondsen kortetermijnwinst kunnen behalen, ten koste van de langetermijnwinstgevendheid.

Vennootschappen kunnen zelf maatregelen nemen om de gevolgen van aandeelhoudersabsenteïsme en korte termijn gedrag tegen te gaan. Aandeelhoudersabsenteïsme kan worden ondervangen door het invoeren van een stemdividend en de korte termijn focus kan worden verlegd naar de lange termijn door introductie van een loyaliteitsdividend. Met name vennootschappen met een gespreid aandelenbezit zouden deze maatregelen kunnen overwegen, omdat deze vennootschappen kwetsbaarder zijn voor kortetermijnaandeelhoudersactivisme. Het traditionele antwoord op aandeelhoudersabsenteïsme en korte termijn focus van aandeelhouders bestond in Nederland uit het beperken van aandeelhoudersrechten. In het volgende hoofdstuk laat ik zien hoe in andere landen met deze problemen wordt omgegaan.

¹²³ *Ibidem.*

¹²⁴ http://www.dsm.com/nl_NL/html/invest/loy_div_QA_I.htm (geraadpleegd op 12 augustus 2010).

3 Financiële prikkels voor aandeelhouders in rechtsvergelijkend perspectief

3.1 Introductie

In dit hoofdstuk worden stemdividend en loyaliteitsdividend besproken vanuit een rechtsvergelijkend perspectief. Rechtsvergelijking met betrekking tot stemdividend is het onderwerp van paragraaf 3.2. In paragraaf 3.3 wordt loyaliteitsdividend vanuit een rechtsvergelijkende invalshoek bestudeerd. In de inleiding van deze scriptie heb ik reeds opgemerkt dat ik voor de rechtsvergelijking gebruikmaak van de functionele methode. Dit houdt in dat probleemgericht gewerkt wordt. De concrete probleemstelling die wordt beantwoord in dit hoofdstuk is hoe andere landen omgaan met de in het vorige hoofdstuk geïdentificeerde problemen van aandeelhoudersabsenteïsme en korte termijn focus van aandeelhouders. Omdat deze scriptie over financiële prikkels voor aandeelhouders gaat, heb ik gekozen voor landen waar een extra dividend voor aandeelhouders bestaat als reactie op deze problemen. Ik kijk daarbij niet alleen naar de rechtsfiguur op zich (*law in the books*), maar probeer deze ook te plaatsen in de context (*law in action*).¹²⁵ Hoewel de functionele methode wordt aangeduid als micro-vergelijking, is de macro-vergelijking nooit ver weg, omdat ook rekening moet worden gehouden met de context van de concrete rechtsfiguren.¹²⁶

3.2 Stemdividend

Een stemdividend, ook stemvergoeding of stem fee genoemd, is een bedrag(je) per aandeel dat aandeelhouders krijgen uitgekeerd als zij op de algemene vergadering van aandeelhouders in persoon of via een vertegenwoordiger het stemrecht op de aandelen uitoefenen. Het stemdividend dient onderscheiden te worden van een aanwezigheidsbonus (*attendance fee*), die in plaats van aan te knopen bij het uitoefenen van stemrecht, wordt uitbetaald bij de enkele aanwezigheid op de algemene vergadering van aandeelhouders. In Frankrijk bestond al in de jaren '60 van de vorige eeuw een dergelijke aanwezigheidsbonus.¹²⁷ Deze bonus, *jetons de présence* genoemd, varieerde in hoogte van 15 tot 20 centime per aandeel. De bonus werd uitbetaald aan aanwezige aandeelhouders en aan bij volmacht vertegenwoordigde aandeelhouders. Op dit moment bestaat deze bonus niet meer in het Franse vennootschapsrecht.¹²⁸

3.2.1 Spanje

In Spanje wordt tot op heden wel op betrekkelijk ruime schaal gebruik gemaakt van een aanwezigheidsbonus voor aandeelhouders van beursvennootschappen. Een aantal Spaanse IBEX-35¹²⁹ fondsen, waaronder Endesa, Repsol en Iberdrola, betalen aan hun aandeelhouders een aanwezigheidsbonus, *prima de asistencia* genaamd.

¹²⁵ Pintens (1998), p. 85.

¹²⁶ Pintens (1998), p. 63.

¹²⁷ Behnke (2000), p. 674.

¹²⁸ Spindler (2006b), p. 11.

¹²⁹ De IBEX-35 is de aandelenindex van de Spaanse effectenbeurs Bolsa de Madrid. De marktkapitalisatie gewogen index bevat 35 fondsen.

De regeling van Endesa ziet er als volgt uit:

‘Shareholders participating in the General Meeting, whether directly, by proxy, or by long-distance voting, shall be entitled to receive an ATTENDANCE PREMIUM of €0.02 gross per share, to be paid through the entities participating in the clearinghouse Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (IBERCLEAR).’¹³⁰

Deze formulering roept verschillende vragen op. De eerste vraag heeft betrekking op de legaliteit van de aanwezigheidsbonus in het Spaanse recht. De aanwezigheidsbonus heeft geen wettelijke basis in het Spaanse vennootschapsrecht.¹³¹ Echter, in 1989 heeft het Spaanse *Tribunal Supremo* gekozen voor belasting van de aanwezigheidsbonus.¹³² Daarmee is de legaliteit van de bonus vast komen te staan.¹³³ De bonus wordt in de Spaanse vennootschapswereld als breed geoorloofd geaccepteerd.¹³⁴

In toenemende mate wordt door Spaanse vennootschappen gebruikgemaakt van de bonus. In 2002 betaalden slechts vier Spaanse beursvennootschappen een aanwezigheidsbonus aan de aandeelhouders. In 2005 was dit aantal toegenomen tot elf vennootschappen. Georgeson, een stemadviesbureau, heeft het effect van *prima de asistencia* op de opkomst van de algemene vergadering van aandeelhouders onderzocht.¹³⁵ Dit onderzoek laat zien dat de aanwezigheidsbonus de opkomst van aandeelhouders op de vergadering bevordert, wat ook de bedoeling van het instrument is. In 2005 was de gemiddelde participatiegraad voor IBEX-35 vennootschappen 32,56%. Voor vennootschappen die een aanwezigheidsbonus voor aandeelhouders kenden, was de participatiegraad 58,06%. Gegevens over 2004 laten een nog grotere spreiding zien.

Het voorbeeld van Endesa laat verder zien dat slechts een klein bedrag per aandeel wordt uitgekeerd. De betalingen variëren in Spanje tussen de twee en vijftien eurocent per aandeel. Dit roept de vraag op of zo'n klein bedrag per aandeel voldoende is om het gedrag van aandeelhouders te beïnvloeden.¹³⁶ Met name voor kleine aandeelhouders lijkt de prikkel te klein om te compenseren voor de kosten die het aanwezig zijn op de algemene vergadering meebrengt. Om in persoon aanwezig te zijn op de vergadering moet een aandeelhouder reiskosten en opportuniteitskosten maken. Met dit laatste begrip worden de kosten bedoeld van het niet op hetzelfde moment kunnen uitvoeren van andere activiteiten. Als de aandeelhouder besluit de vergadering via een vertegenwoordiger bij te wonen, bestaan de kosten uit een vergoeding aan het stemadviesbureau. Als slechts de opportuniteitskosten in ogenschouw genomen worden, zou de bonus om een aandeelhouder te bewegen de vergadering bij te wonen € 200,- moeten bedragen bij een uurloon van € 40,- en een tijdspanne van vijf uur.¹³⁷ Indien de

¹³⁰ http://www.endesa.es/Portal/en/corporate_governance_2010/4_4_shareholders_meetings/archive_meetings/2005/CONVENING_AGENDA_2005.htm (geraadpleegd op 12 augustus 2010).

¹³¹ Timmerman (2007), overweging 3.19.

¹³² Tribunal Supremo 3 mei 1989, *Repertorio de Jurisprudencia Aranzadi (RJ)* 1989\3730.

¹³³ Zie over deze uitspraak Perlitt (2006).

¹³⁴ Timmerman (2007), overweging 3.19.

¹³⁵ Georgeson (2006).

¹³⁶ Cools vraagt zich dit ook af met betrekking tot loyaliteitsdividend op het Eumedion seminar van 14 februari 2007, zie hierover Tali en De Graaf (2007).

¹³⁷ Dit rekenvoorbeeld is overgenomen van Spindler (2006b), p. 21.

aanwezigheidsbonus € 0,02 per aandeel bedraagt, betekent dit dat de aandeelhouder tenminste 10.000 aandelen moet bezitten om het break-even punt te bereiken.

Naast kleine aandeelhouders, zou de financiële prikkel ook te klein kunnen zijn om buitenlandse aandeelhouders te activeren, omdat de kosten verbonden aan het uitoefenen van aandeelhoudersrechten toenemen met de afstand tot de vennootschap.¹³⁸

Ik maak hier niet het punt dat de bonus alleen zou werken als een groot bedrag per aandeel betaald zou worden. De hierboven genoemde studie van Georgeson heeft immers aangetoond dat de participatiegraad bij bedragen tussen de twee en vijftien cent aanzienlijk is gestegen. Nu de hoogte van de uit te betalen bonus afhankelijk is van het aantal aandelen waarmee een aandeelhouder aan de vergadering deelneemt, constateer ik wel dat met name grote aandeelhouders zullen profiteren van de bonus. Hier kom ik bij de bespreking van het gelijkheidsbeginsel in hoofdstuk 5 op terug.

Het voorbeeld van Endesa laat tot slot zien dat de kosten van de aanwezigheidsbonus behoorlijk kunnen oplopen. Bij de algemene vergadering van 27 mei 2005, waarvoor een aanwezigheidsbonus van twee cent per aandeel in het vooruitzicht was gesteld, waren 701.211.527 aandelen vertegenwoordigd. Dit kwam derhalve voor Endesa neer op een totale bonus van meer dan € 14 miljoen. De bonus was echter wel effectief nu de aanwezigheid steeg naar 66,23% ten opzichte van 37,40% in 2004. Op de algemene vergadering van 3 augustus 2007 waren de financiële lasten voor Endesa nog groter, nu door het bestuur een aanwezigheidsbonus van vijftien cent per aandeel in het vooruitzicht was gesteld.¹³⁹

Om te beoordelen of een aanwezigheidsbonus naar Spaans voorbeeld in Nederland zou werken, moet rekening worden gehouden met de verschillende juridische achtergronden. Het Spaanse NV-recht stelt een quorumeis.¹⁴⁰ Dit betekent dat de algemene vergadering alleen rechtsgeldige besluiten kan nemen wanneer tenminste een bepaald percentage van de aandeelhouders vertegenwoordigd is op de vergadering. De statuten van vennootschappen kunnen bovendien een hogere quorumeis stellen dan het wettelijke vereiste quorum. Deze statutaire quorumeis kan ook voor bepaalde besluiten gelden. Een quorumeis brengt het risico met zich mee dat, indien het vereiste percentage aandeelhouders niet aanwezig is, belangrijke door het bestuur gewenste besluiten niet genomen kunnen worden. Als het quorum niet gehaald wordt, zal een tweede vergadering gehouden moeten worden. Dit brengt extra kosten met zich mee. Het Nederlandse vennootschapsrecht stelt in beginsel geen quorumeis.¹⁴¹ Art. 2:120 lid 2 BW bepaalt:

‘Tenzij bij de wet of de statuten anders is bepaald, is de geldigheid van besluiten niet afhankelijk van het ter vergadering vertegenwoordigd gedeelte van het kapitaal.’

De uitkering van de aanwezigheidsbonus is een beslissing die in Spanje aan het bestuur wordt gelaten. Dit impliceert dat naast het ontbreken van een wettelijke basis, zelfs een regeling in de statuten niet vereist is. Voor Nederland ligt dit anders. Hoewel ook hier te lande een wettelijke

¹³⁸ Zie De Jong *et al.* (2007), p. 7.

¹³⁹ http://www.endesa.es/NR/rdonlyres/ehtrk5wl5n4pnufonvfh16r5rkajgzdy3lmhsfbbnr3jbmvo6k7mwvc6u2zuyesaj4qsbxcyjbqgu4g5odvos7la/Q&A_JGEA_Ing.pdf (geraadpleegd op 12 augustus 2010).

¹⁴⁰ Zie artikel 102-103 van de *Ley de Sociedades Anónimas*.

¹⁴¹ In de literatuur wordt door sommigen wel gepleit voor een quorumeis voor belangrijke aandeelhoudersbesluiten. Zie bijvoorbeeld Tiemstra en De Keijzer (2008).

basis niet is vereist voor de invoering van een aanwezigheidsbonus of stemdividend, is een statutaire basis wel een vereiste.¹⁴²

Een ander onderscheidend aspect van het Spaanse vennootschapsrecht dat in aanmerking genomen moet worden, is de rol van bewaarbanken. Als gevolg van de betaling van *prima de asistencia* worden de bewaarbanken verplicht om in het kader van een zo goed mogelijke belangenbehartiging voor hun klanten een stemvolmacht te vragen.¹⁴³ In verband hiermee wordt in de literatuur gesuggereerd dat de attendance fee in Spanje is geïntroduceerd uit corporate governance-onvriendelijke overwegingen, namelijk om te bewerkstelligen dat de meerderheid in de algemene vergadering bestaat uit banken die de bestuurders en commissarissen welgezind zijn.¹⁴⁴ Dit betekent echter niet dat wanneer de aanwezigheidsbonus of het stemdividend met de juiste motieven wordt toegekend, het geen nuttig instrument kan zijn. De Spaanse praktijk van *prima de asistencia* toont voorts aan dat het toekennen van een dergelijke bonus in logistiek opzicht uitvoerbaar is.¹⁴⁵ Daarbij is het niet nodig dat een bijzondere soort aandelen wordt gecreëerd.

3.2.2 Duitsland

Naar aanleiding van het Spaanse voorbeeld is ook in andere landen een discussie ontstaan over de invoering van een dividendbonus. Met name in de Duitse vennootschapsrechtelijke literatuur is de invoering van een dergelijke bonus bestudeerd.¹⁴⁶ De discussie is in Duitsland aangezwengeld door belangenverenigingen als gevolg van het al jaren dalende opkomstpercentage in Duitsland.¹⁴⁷ De Duitse literatuur richt zich met name op de vraag hoe de dividendbonus juridisch vormgegeven kan worden. Zo wordt in de literatuur besproken of de bonus verplicht of facultatief zou moeten zijn.¹⁴⁸ Met verplicht wordt bedoeld een wettelijk voorgeschreven bonus. Met facultatief wordt bedoeld dat vennootschappen de statutaire vrijheid hebben al dan niet een dividendbonus in te voeren. Het verdient de voorkeur het invoeren van de bonus niet wettelijk voor te schrijven. Een flexibele statutaire regeling is te prefereren, omdat dan rekening gehouden kan worden met de individuele kenmerken van de vennootschap, zoals de aandeelhoudersstructuur. In het vorige hoofdstuk heb ik beargumenteerd dat met name voor vennootschappen met een gespreid aandelenbezit, de opkomst op de algemene vergadering te wensen overlaat. Voor dergelijke vennootschap met een hoge *free float*¹⁴⁹ kan een dividendbonus uitkomst bieden.

Hoewel ik het voor het Nederlandse vennootschapsrecht met de Duitse schrijvers eens ben dat een wettelijke basis voor een dividendbonus niet vereist is, zou een wettelijke basis wel als een 'steuntje in de rug' voor aarzelende vennootschappen kunnen dienen. Juridisch is er

¹⁴² Kamerstukken II, 2008-2009, 31 083, nr. 26, supplement 'Notitie belonen trouwe aandeelhouders', <http://www.minfin.nl/dsresource?objectid=59589&type=pdf>, (geraadpleegd op 12 augustus 2010), 'Gegeven de kaders van de wet hebben vennootschappen de *statutaire vrijheid* om te bepalen wanneer een houder van aandelen in aanmerking komt voor extra dividend of stemrecht.'

¹⁴³ Klühs (2005), p. 4.

¹⁴⁴ Maatman (2007), p. 86.

¹⁴⁵ *Ibidem*.

¹⁴⁶ Zie o.a. Noack (2005), Klühs (2005), Spindler (2006a), Spindler (2006b), Vetter (2006) en Wangemann (2008).

¹⁴⁷ O.a. Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (2005), Bundesverband der Deutschen Industrie (2005) en Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (2005).

¹⁴⁸ Klühs (2005), p 4-5.

¹⁴⁹ De term *free float* duidt het percentage aandelen van een vennootschap aan dat vrij verhandelbaar is op de beurs.

onzekerheid.¹⁵⁰ Vennootschappen willen niet tegenover hun aandeelhouders komen te staan bij de rechter.¹⁵¹

Een volgende vraag die in de Duitse literatuur besproken wordt, is bij welke handeling van aandeelhouders de uitkering van de bonus dient aan te knopen. De bonus kan aanknopen bij de enkele aanwezigheid van de aandeelhouders op de algemene vergadering. We spreken dan van een aanwezigheidsbonus (*Präsenzbonus*). Het is echter ook mogelijk de bonus pas uit te keren als aandeelhouders daadwerkelijk hun stemrecht hebben uitgeoefend. In dit geval kan gesproken worden van stemdividend. Hocker, verbonden aan de Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz, verdedigt in deze discussie met zijn keuze voor stemdividend een minderheidsstandpunt:

‘Hier gilt es, den Unternehmen die Möglichkeit einzuräumen, per Satzungsänderung zu bestimmen, dass diejenigen Aktionäre, die ihre Stimme abgeben, einen Dividendenbonus erhalten. Dabei liegt die Betonung auf „abgeben der Stimme“. Reine Anwesenheit sollte nicht belohnt werden.’¹⁵²

Het merendeel van de schrijvers is echter van mening dat de bonus aangeknoopt dient te worden bij de enkele aanwezigheid ter vergadering. Dit heeft te maken met de nogal starre wettelijke regeling van de Duitse rechtsvorm voor de NV (*Aktiengesellschaft*) in het Duitse *Aktiengesetz*.¹⁵³ Voor Nederland verdient het mijns inziens de voorkeur de bonus uit te keren aan aandeelhouders die ook daadwerkelijk hun stem hebben uitgebracht. Anders dan bijvoorbeeld in Spanje waar invoering van de bonus te maken had met quorumeisen, beoogt de bonus in Nederland toevallige meerderheden op de algemene vergadering tegen te gaan. Dit doel wordt pas bereikt als de aandeelhouders ook daadwerkelijk gebruikmaken van hun stemrecht, niet slechts door enkele aanwezigheid op de vergadering.¹⁵⁴ Het maakt daarbij geen verschil of de aandeelhouders hun stemrecht in persoon of via een vertegenwoordiger uitoefenen.

De regeling van stemdividend kan op twee manieren vormgegeven worden.¹⁵⁵ Ten eerste bestaat de mogelijkheid een bepaald percentage van de voor uitkering vatbare winst als stemdividend uit te keren. Dit betekent dat de hoogte van de bonus afhangt van de voor uitkering vatbare winst. Hierbij is het mogelijk een bepaald maximum (‘cap’) aan dividendbonus vast te stellen. Als in een bepaald jaar geen voor uitkering vatbare winst aanwezig is, vindt ook geen uitkering van stemdividend plaats. Een alternatief voor de procentuele benadering is een nominaal bedrag per aandeel vast te stellen. Dit is de benadering die in Spanje gehanteerd wordt, zoals blijkt uit het voorbeeld van Endesa.¹⁵⁶

Vanuit de gedachte van de functionele rechtsvergelijking is het interessant om vast te stellen wat de achtergrond is van de discussie over de invoering van een *Präsenzbonus* in Duitsland. In het vorige hoofdstuk heb ik laten zien dat in Nederland van oudsher werd gekozen voor inperking van aandeelhoudersrechten als reactie op aandeelhoudersabsenteïsme. Naar aanleiding van de

¹⁵⁰ Hierop kom ik in hoofdstuk 5 terug.

¹⁵¹ Zie hierover de opmerkingen van Harm Jan de Kluiver van de VEUO in De Volkskrant van 12 juni 2009.

¹⁵² Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (2005).

¹⁵³ Timmerman (2007), overweging 3.20.

¹⁵⁴ Ook Maatman (2007), p. 86 stelt zich op dit standpunt (‘De aandeelhouder die gebruikmaakt van zijn stemrecht, krijgt meer dividend dan aandeelhouders die dit niet doen’).

¹⁵⁵ Klühs (2005), p. 16-17.

¹⁵⁶ Zie de geciteerde regeling van Endesa op p. 20.

discussie over corporate governance kwamen de Nederlandse oligarchische regelingen, zoals certificering van aandelen, onder vuur te liggen. Veel vennootschappen hebben dergelijke regelingen opgeheven. Als gevolg hiervan kwam het probleem van aandeelhoudersabsenteïsme in Nederland weer aan de oppervlakte. In Duitsland kan een vergelijkbare ontwikkeling worden waargenomen. In Duitsland heeft men van oudsher een andere oplossing voor aandeelhoudersabsenteïsme. Tot een aantal jaren geleden was het in Duitsland gebruikelijk dat de banken, die de aandelen voor aandeelhouders bewaren, op basis van algemene volmachten van die aandeelhouders naar de algemene vergadering gaan om te stemmen (*Depotstimmrecht*).¹⁵⁷ Het resultaat van deze praktijk is vergelijkbaar met certificering van aandelen. De bewaarbanken hebben, vergelijkbaar met de rol van het administratiekantoor bij certificering in Nederland, een zeer grote dan wel doorslaggevende stem in de algemene vergadering. Het *Depotstimmrecht* van de banken paste in het verschijnsel dat wordt aangeduid als ‘Deutschland AG’.¹⁵⁸ Hieronder wordt verstaan een netwerk van relaties tussen financiële instellingen, ondernemingen en de politiek. Als gevolg van het *Depotstimmrecht*, maar ook ten gevolge van kruislingse participaties en een concentratie van zetels in de raden van commissarissen, had dit netwerk de feitelijke macht in de Duitse vennootschapswereld in handen. In de jaren ’90 van de vorige eeuw ontstond een discussie over de indamming van de bankenmacht. Tegen het verschijnsel ‘Deutschland AG’ werd negatief aangekeken, omdat het concurrentie zou belemmeren en zou leiden tot een gecoördineerd economisch beleid. Deels als reactie op die kritiek, maar ook deels door de hoge kosten die verbonden zijn aan het uitoefenen van de stemvolmachten nam het *Depotstimmrecht* af.¹⁵⁹ De kosten zijn toegenomen als gevolg van wettelijke maatregelen. De deponerende bank moet aandeelhouders tijdig voor de algemene vergadering van aandeelhouders aangeven hoe zij wil gaan stemmen op de afzonderlijke voorstellen (*Weisungsvorschläge*). Bij haar stemgedrag moet de depotbank zich laten leiden door de belangen van de aandeelhouders. De aandeelhouder moet er bovendien door de depotbank opmerkzaam op worden gemaakt dat zijn stemrecht zal worden uitgeoefend conform de *Weisungsvorschläge*, tenzij de aandeelhouder een andere instructie geeft.¹⁶⁰ De verminderde aantrekkelijkheid van het *Depotstimmrecht* wordt in de Duitse literatuur aangemerkt als één van de belangrijkste oorzaken voor het aandeelhoudersabsenteïsme in Duitsland.¹⁶¹

Zoals in Nederland stemmen opgaan voor het (hernieuwd) beschermen van vennootschappen tegen willekeurige kleine meerderheden als gevolg van aandeelhoudersabsenteïsme, worden in Duitsland voorstellen gedaan voor een terugkeer (*Renaissance*) naar het *Depotstimmrecht* om de opkomst op de aandeelhoudersvergadering te vergroten.¹⁶² Ik heb hierboven aangegeven dat ik kritisch sta tegenover een hernieuwde inperking van aandeelhoudersrechten. Om dezelfde reden wordt de voorgestelde *Renaissance des Depotstimmrechts* ook in de Duitse literatuur afgewezen. Het voorstel zou leiden tot een onacceptabele verschuiving van de macht van de aandeelhouders naar het bestuur.¹⁶³

¹⁵⁷ Zie hierover ook Tabaksblat (1999), onder 4.

¹⁵⁸ Streeck en Höpfner (2003), Schäfer (2006) en Roth (2006).

¹⁵⁹ Spindler (2006b), p. 3.

¹⁶⁰ Neergelegd in § 128 AktG.

¹⁶¹ Spindler (2006a), p. 4.

¹⁶² http://presse.dsgv.de/owx_medien/media14/1454.pdf (geraadpleegd op 12 augustus 2010).

¹⁶³ Spindler (2006b), p. 26.

3.3 Loyaliteitsdividend

Hoewel ook in Canada en Singapore een systeem van bonusdividend mogelijk blijkt te zijn,¹⁶⁴ zal ik mij met betrekking tot loyaliteitsdividend beperken tot Frankrijk. De reden hiervoor is dat voor het loyaliteitsdividendplan van DSM met name het Franse recht als voorbeeld heeft gediend. De voorgestelde loyaliteitsdividendregeling van DSM week echter op onderdelen sterk af van de Franse regeling. Hier kom ik later, bij de bespreking van de DSM-zaak in hoofdstuk 4, op terug.

Het Franse vennootschapsrecht kent, net als in Nederland,¹⁶⁵ als uitgangspunt dat stemrechten en dividend afhankelijk zijn van de nominale waarde van de aandelen.¹⁶⁶ Het Franse vennootschapsrecht gaat in principe uit van het beginsel van één aandeel, één stem, één dividend. Op dit beginsel worden echter in de navolgende artikelen een beperkt aantal uitzonderingen gemaakt. Een dubbel stemrecht voor loyale aandeelhouders is daar één van.¹⁶⁷ Dit *droit de vote double* blijft in deze scriptie verder buiten beschouwing.¹⁶⁸ Naast een uitzondering voor stemrecht, wordt in het Franse vennootschapsrecht ook een uitzondering gemaakt voor dividend. Het loyaliteitsdividend is neergelegd in L232-14 Code de Commerce (CdC).¹⁶⁹ Dit artikel luidt:

‘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.’

Aan een aandeelhouder die zijn aandelen gedurende ten minste twee jaar heeft gehouden kan een extra dividend worden uitgekeerd van maximaal 10%. Het loyaliteitsdividend ofwel *prime de fidélité* moet zijn basis vinden in de statuten. Het percentage van het dividend wordt vastgesteld in een buitengewoon aandeelhoudersbesluit. Voor ondernemingen waarvan de aandelen worden verhandeld op een gereguleerde effectenmarkt (met andere woorden: beursvennootschappen) is bepaald dat het aantal aandelen van een bepaalde aandeelhouder dat in aanmerking komt voor deze dividendbonus niet meer kan bedragen dan 0,5% van het totaal geplaatste aandelenkapitaal. De dividendbonus kan pas in werking treden aan het einde van het

¹⁶⁴ Zie Van Olfen (2006).

¹⁶⁵ Vgl. voor stemrecht 2:118 lid 2 en 3 BW en voor dividend 2:105 lid 6 BW.

¹⁶⁶ Zie L225-122 Code de Commerce. Franse wetteksten kunnen worden geraadpleegd via www.legifrance.gouv.fr.

¹⁶⁷ Dit is neergelegd in art. L 225-123 en L 225-124 CdC.

¹⁶⁸ Zie voor een bespreking van loyaliteitsstemrecht, De Jongh (2009).

¹⁶⁹ Timmerman (2007), overweging 3.14 refereert aan L232-14 *Code des Sociétés*. De redactie van de door Timmerman geciteerde wettekst verschilt van de redactie van L232-14 CdC. De door Timmerman geciteerde wettekst betreft de voorganger van L232-14, L347-2. Dit artikel was bij de wet van 12 juillet 1994 toegevoegd aan de wet van 24 juillet 1966. Zie hierover Engel en Troisième (1995), Peltier (1995) en Koelemijer (1999). Deze wettekst was al niet meer geldig tijdens het schrijven van de conclusie van de A-G. Voor de inhoud van het betoog hebben de verschillende redacties van de wettekst echter geen gevolgen.

tweede boekjaar volgend op wijziging van de statuten. In de statuten kan worden bepaald dat een langere registratieperiode wordt vereist. In deze Franse regeling is de opzet van het loyaliteitsdividendplan van DSM duidelijk terug te zien.¹⁷⁰

Het aantal Franse beursvennootschappen dat gebruikmaakt van de regeling is beperkt. Naar ik heb begrepen gaat het om Air Liquide, Groupe SEB, L'Oréal en Lafarge. Het geringe gebruik door beursvennootschappen laat zich waarschijnlijk verklaren door het wettelijke maximum aan aandelen dat per aandeelhouder voor de regeling in aanmerking kan komen.¹⁷¹ Het wettelijke maximum is door de Franse wetgever ingevoerd om het gebruik van loyaliteitsdividend door institutionele beleggers en andere 'blockholders' te beperken. Guyon schrijft hierover:

'Ce plafonnement tend a limiter le bénéfice de la prime au profit des petits porteurs et d'en exclure les investisseurs institutionnels et les actionnaires majoritaires.'¹⁷²

Lennarts en Koppert-van Beek merken op dat als gevolg van dit wettelijke maximum het loyaliteitsdividend niet erg effectief is als middel tegen short-termism. Als institutionele beleggers slechts in zeer beperkte mate van het loyaliteitsdividend gebruik kunnen maken, wordt de doelstelling van langetermijnaandeelhouderschap niet bereikt.¹⁷³

Overigens wordt de wetsbepaling L232-14 CdC strikt genomen niet noodzakelijk geacht voor invoering van loyaliteitsdividend.¹⁷⁴ Cozian merkt echter wel op dat de wettelijke regeling duidelijkheid heeft geschapen over de mogelijkheid om loyaliteitsdividend in de statuten in te voeren. De wetgever heeft daarmee een controverse in de literatuur beëindigd.

In de Franse literatuur bestaat wel discussie over de vraag of aandelen die recht geven op loyaliteitsdividend al dan niet beschouwd moeten worden als aandelen van een bijzondere soort. Sommige schrijvers menen dat het loyaliteitsdividend is verbonden met de aandeelhouder en niet met het aandeel. Guyon neemt dit standpunt in:

'Il y a plusieurs catégories d'actionnaires, mais une seule catégorie d'actions, le même titre pouvant, selon les époques, donner ou non droit a la majoration.'¹⁷⁵

Andere schrijvers verdedigen dat aandelen waaraan loyaliteitsdividend is verbonden, kunnen worden beschouwd als aandelen van een bijzondere soort ('actions d'une catégorie déterminée').¹⁷⁶ Het standpunt in deze discussie heeft gevolgen voor de afschaffing van het loyaliteitsdividend. Indien de aandelen die recht geven op loyaliteitsdividend worden beschouwd als aandelen van een bijzondere soort, is voor afschaffing door middel van statutenwijziging goedkeuring van een bijzondere vergadering van de desbetreffende aandeelhouders vereist, anders zou afzonderlijke goedkeuring niet zijn vereist.

¹⁷⁰ Aldus ook Timmerman (2007), overweging 3.18.

¹⁷¹ Van Olfen (2006).

¹⁷² Guyon (1995), p. 9.

¹⁷³ Lennarts en Koppert-van Beek (2008), p. 179.

¹⁷⁴ Cozian *et al* (2002), nr. 874. Zie ook Guyon (1995), p. 2.

¹⁷⁵ Guyon (1995), p. 7.

¹⁷⁶ Zie over deze controverse Storck en De Ravel D'Esclapon (2009).

Cools heeft ten behoeve van het Eumedion seminar over loyaliteitsdividend¹⁷⁷ een verkennend onderzoek verricht naar de economische gevolgen van het uitkeren van een loyaliteitsdividend. Een belangrijk economisch bezwaar tegen loyaliteitsdividend is dat de liquiditeit van het aandeel terugloopt. Door binding met een vaste groep aandeelhouders aan te gaan en aan deze groep een financieel voordeel toe te kennen, zou de liquiditeit afnemen.¹⁷⁸ De liquiditeit van de aandelenmarkt is van belang voor een efficiënte prijsvorming. Een liquide aandeel is voor een belegger aantrekkelijker, omdat als er veel gehandeld wordt de transactiekosten lager zijn dan in een illiquide markt. Bovendien is het in een liquide markt beter mogelijk grotere transacties uit te voeren.¹⁷⁹ Cools concludeert echter dat er geen significant risico bestaat dat de liquiditeit van het aandeel, en daarmee de aantrekkelijk voor beleggers, vermindert. Zijn conclusie is gebaseerd op een analyse van de koersbewegingen van de Franse vennootschappen Air Liquide en Lafarge, die respectievelijk in 1993 en 1996 loyaliteitsdividend hebben ingevoerd. Volgens mij draagt het wettelijk maximum van 0,5% van het totaal aandelenkapitaal in belangrijke mate bij aan deze conclusie. Zouden institutionele beleggers wel op ruimere schaal gebruik kunnen maken van het loyaliteitsdividend, dan bestaat wel het risico dat de liquiditeit van het aandeel terugloopt. De wettelijke beperking van het loyaliteitsdividend brengt in mijn ogen een wisselwerking teweeg tussen de liquiditeit van het aandeel en het tegengaan van short-termism. Door de wettelijke beperking kunnen institutionele beleggers slechts in geringe mate gebruik maken van het loyaliteitsdividend. De liquiditeit van het aandeel loopt dan niet terug, maar het loyaliteitsdividend is ook niet effectief als middel om de doelstelling van langetermijnaandeelhouderschap te bereiken.

3.4 Conclusie

In dit hoofdstuk zijn stemdividend en loyaliteitsdividend in rechtsvergelijkend perspectief geplaatst. Het stemdividend heeft bij Spaanse vennootschappen geleid tot verhoogde opkomstpercentages op de algemene vergadering van aandeelhouders. De Spaanse praktijk toont verder aan dat een stemdividend in logistiek opzicht uitvoerbaar is. De Duitse literatuur is meer gericht op de juridische vormgeving van het stemdividend.

Het loyaliteitsdividend is bestudeerd vanuit een Franse invalshoek. De hoogte van het dividend en het aantal aandelen dat voor een loyaliteitsbonus in aanmerking komt, is wettelijk begrensd in Frankrijk. Hierdoor wordt niet op grote schaal door Franse beursvennootschappen van loyaliteitsdividend gebruikgemaakt. De liquiditeit van het aandeel wordt daarom niet bedreigd door loyaliteitsdividend, maar het instrument is door de wettelijke beperking ook niet erg effectief als middel om doelstelling van langetermijnaandeelhouderschap te bereiken.

Nederlandse beursvennootschappen die overwegen een stemdividend of loyaliteitsdividend in te voeren, kunnen putten uit de ervaringen in respectievelijk Spanje en Frankrijk. De wetgever die overweegt financiële prikkels voor aandeelhouders wettelijk te verankeren, kan voor een wettelijke regeling inspiratie opdoen in Duitsland en Frankrijk.

In hoofdstuk 5 kom ik terug op de vraag hoe Duitse en Franse schrijvers oordelen over eventuele strijdigheid van stemdividend en loyaliteitsdividend met het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders. In het volgende hoofdstuk wordt echter eerst ingegaan op de achtergrond van het gelijkheidsbeginsel in het vennootschapsrecht.

¹⁷⁷ Zie voor een verslag van het seminar Tali en De Graaf (2007).

¹⁷⁸ Duffhues (2010).

¹⁷⁹ Van der Elst *et al.* (2007), p. 55.

4 Gelijke behandeling van aandeelhouders

4.1 Introductie

In dit hoofdstuk ga ik in op de plicht tot gelijke behandeling van aandeelhouders. Ik begin in paragraaf 4.2 met een uiteenzetting over de achtergrond van het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders. Daarbij besteed ik aandacht aan de tekst, de wetshistorie en de grondslag van art. 2:92 lid 2 BW. Ook besteed ik daarbij aandacht aan de vraag hoe art. 2:92 lid 1 en lid 2 BW zich tot elkaar verhouden. In paragraaf 4.3 behandel ik jurisprudentie die verband houdt met gelijke behandeling van aandeelhouders. Achtereenvolgens bespreek ik de arresten Verenigde Bootlieden en DSM van de Hoge Raad en het Audiolux-arrest van het Hof van Justitie. Vervolgens kom ik in paragraaf 4.4 tot een conclusie.

4.2 Achtergrond van het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders

4.2.1 De tekst van art. 2:92 lid 2 BW

De plicht tot gelijke behandeling van aandeelhouders is neergelegd in art. 2:92 lid 2 BW. De tekst is als volgt:

‘De naamloze vennootschap moet de aandeelhouders onderscheidenlijk certificaathouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden, op dezelfde wijze behandelen.’

Deze formulering heeft een aantal consequenties. Art. 2:92 lid 2 BW betreft de verhouding tussen de vennootschap en de aandeelhouders en niet tussen aandeelhouders onderling. Verder is het belangrijk te realiseren dat het artikel een relatieve gelijkheid definieert; de aandeelhouders zijn gelijk in verhouding tot hun aandeel in het kapitaal van de vennootschap. Het gelijkheidsbeginsel is niet een in steen gebeiteld gegeven. Afwijking van het beginsel is toegestaan indien aandeelhouders zich niet in gelijke omstandigheden bevinden en ook indien er een redelijke en objectieve rechtvaardiging voor de ongelijke behandeling bestaat.¹⁸⁰ Bovendien wordt gesproken over gelijke behandeling van *aandeelhouders*, niet van aandelen. Hierin onderscheid art. 2:92 lid 2 BW zich van art. 2:92 lid 1 BW. In lid 1 gaat het over gelijke rechten en verplichtingen verbonden aan *aandelen*. Op de verhouding tussen lid 1 en lid 2 kom ik hieronder uitgebreider terug.

¹⁸⁰ Dit laatste criterium is gebaseerd op het hierna te bespreken arrest HR 31 december 1993, *NJ* 1994, 436 (Verenigde Bootlieden).

4.2.2 *Wetshistorie van art. 2:92 lid 2 BW*

Het gelijkheidsbeginsel zoals neergeld in art. 2:92 lid 2 BW heeft een Europeesrechtelijke oorsprong. Het is gebaseerd op art. 42 van de tweede EG-richtlijn inzake het vennootschapsrecht.¹⁸¹ Artikel 42 van de richtlijn luidt als volgt:

‘Voor de toepassing van deze richtlijn waarborgen de wetgevingen van de Lid-Staten een gelijke behandeling van aandeelhouders die zich in identieke omstandigheden bevinden.’¹⁸²

Maschhaupt en Storm hebben artikel 42 van de richtlijn aangeduid als een ‘sweeping statement’.¹⁸³ Zij gaan er evenwel, evenals Vletter-van Dort,¹⁸⁴ vanuit dat artikel 42 zich beperkt tot de onderwerpen van de richtlijn, zoals inbreng, uitkeringen en voorkeursrecht. Het Hof van Justitie heeft echter recentelijk, in het hieronder te bespreken Audiolux-arrest, beklemtoont dat artikel 42 niet betrekking heeft op alle onderwerpen van de richtlijn. Het toepassingsbereik van artikel 42 is beperkt tot kapitaalwijzigingen.¹⁸⁵ Artikel 42 is dus minder ‘sweeping’ dan tot dusverre algemeen in de Nederlandse literatuur werd aangenomen.

Hoe dit ook zij, uit de bepalingen van de tweede EG-richtlijn vloeit geen verplichting voort tot het in de nationale wetgeving implementeren van een algemeen geldend gelijkheidsbeginsel. De tekst van art. 2:92 lid 2 BW is echter wel geformuleerd in algemene termen. Uit de tekst kan niet worden afgeleid dat het beginsel uitsluitend betrekking heeft op kapitaalwijzigingen. Uit de parlementaire geschiedenis valt duidelijk op te maken dat de toenmalige minister van Justitie de bedoeling had een algemeen beginsel voor gelijke behandeling van aandeelhouders in de wet op te nemen. In de MvT bij art. 2:92 lid 2 BW is dit met zoveel woorden opgenomen:

‘Onder deze bepaling valt de behandeling van aandeelhouders in verband met de onderwerpen van de tweede richtlijn en bovendien elke andere behandeling van aandeelhouders door de naamloze vennootschap.’¹⁸⁶

Een aantal Kamerleden heeft tijdens de parlementaire behandeling vragen gesteld over het bereik van art. 2:92 lid 2 BW. Er werden vraagtekens geplaatst bij de uitbreiding van het gelijkheidsbeginsel tot onderwerpen waarop de richtlijn geen betrekking heeft.¹⁸⁷

In de MvA geeft de minister op deze vragen het volgende relativerende antwoord:

‘Men verzucht dat "de nieuwe bepaling wel eens ongekende mogelijkheden zou kunnen openen". Ik meen dat de kritiek, dat het wetsvoorstel verder gaat dan de richtlijn, te

¹⁸¹ Richtlijn van de Raad van 13 december 1976, PB L 26/1 van 31 januari 1977.

¹⁸² Uit de wetsgeschiedenis heb ik niet af kunnen leiden waarom art. 2:92 lid 2 BW spreekt van ‘gelijke omstandigheden’ terwijl in de richtlijn gerefereerd wordt aan ‘identieke omstandigheden’.

¹⁸³ Maschhaupt en Storm (1978), p. 243.

¹⁸⁴ Vletter-van Dort (2000), p. 430.

¹⁸⁵ Zie het hierna te bespreken Audiolux-arrest: HvJ EG 15 oktober 2009, nr. C-101/08 (Audiolux), geannoteerd in *Ondernemingsrecht* door J.N. Schutte-Veenstra (2009), p. 177 e.v.

¹⁸⁶ Kamerstukken II, 1978/79, 15 304, nr. 3 (MvT), p. 18.

¹⁸⁷ Kamerstukken II, 1978/79, 15 304, nr. 5.

weinig gedragen wordt door aan de praktijk ontleende voorbeelden. Zulke voorbeelden zullen ook niet gemakkelijk zijn te vinden. Immers, het gaat hier om de relatie tussen de vennootschap en haar aandeelhouders en er zijn weinig onderwerpen te bedenken buiten die welke de richtlijn aan de orde stelt, waarin deze relatie in het spel komt. Men kan denken aan de situatie van de aandeelhouder als stemgerechtigde in de algemene vergadering. Dat hier een afwijking van het gelijkheidsbeginsel zou kunnen worden vereist in het belang van de vennootschap, zonder dat in strijd wordt gekomen met beginselen van goede trouw en billijkheid, vergt wel enige verbeeldingskracht. Dat de omstandigheden van de vennootschap zelf tot een ongelijke behandeling van aandeelhouder of certificaathouders die zich in gelijke situaties bevinden zou mogen leiden, zonder dat aan de eisen van de objectieve goede trouw wordt te kort gedaan, zou ik gaarne aan de hand van concrete voorbeelden verduidelijkt zien. (...). Dat aandeelhouders en certificaathouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden niet verschillend door de vennootschap mogen worden behandeld, lijkt mij een nogal voor de hand liggend uitgangspunt dat algemeen geldend mag worden geacht. De stelling dat dit anders zou zijn behoeft mijns inziens nadere adstructie. (...).¹⁸⁸

Deze opmerkingen van de minister lijken niet geheel te stroken met hetgeen de minister eerder aangaf in de hiervoor aangehaalde passage uit de MvT.¹⁸⁹ De opmerking dat voorbeelden waarin de relatie tussen de vennootschap en haar aandeelhouders in het spel komt niet gemakkelijk zijn voor te stellen, lijkt niet juist. Vletter-van Dort noemt als voorbeeld de vraag naar de toelaatbaarheid van selectieve contacten.¹⁹⁰ Ook het onderwerp van deze scriptie, financiële prikkels voor aandeelhouders, is natuurlijk een voorbeeld van een dergelijk geval.

4.2.3 Grondslag van art. 2:92 lid 2 BW

Het staat buiten twijfel dat art. 2:92 lid 2 BW verder gaat dan de tweede EG-richtlijn voorschrijft. Dit roept de vraag op wat de basis is van die uitbreiding. Daartoe dienen zich een drietal mogelijkheden aan: de richtlijn, artikel 2:8 BW of een zelfstandige basis. Deze vraag is van belang, omdat als moet worden aangenomen dat de richtlijn ten grondslag ligt aan de uitbreiding, die uitbreiding een dwingendrechtelijke basis heeft. Art. 2:92 lid 2 BW zou dan, ook voor onderwerpen die buiten het toepassingsbereik van de richtlijn vallen (lees na het Audiolux-arrest: kapitaalwijzigingen), richtlijnconform moeten worden uitgelegd.

De parlementaire geschiedenis is niet geheel duidelijk over de basis die ten grondslag heeft gelegen aan de uitbreiding van art. 2:92 lid 2 BW tot onderwerpen die buiten de richtlijn vallen. Van der Grinten schreef hieromtrent bij invoering van het artikel:

‘Het beginsel van gelijke behandeling wordt ook onder het vroegere recht aangenomen. Welke consequenties dit beginsel heeft, is echter niet geheel duidelijk; ook de memorie van toelichting heeft zich niet aan een analyse gewaagd.’¹⁹¹

¹⁸⁸ Kamerstukken II, 1978/79, 15 304, nr. 6 (MvA).

¹⁸⁹ Vletter-Van Dort (2000), p. 431.

¹⁹⁰ *Ibidem*.

¹⁹¹ Van der Grinten (1981).

Vletter-van Dort leidt uit de opmerkingen van de minister af dat de tweede EG-richtlijn in ieder geval *niet* als grondslag voor de uitbreiding van art. 2:92 lid 2 BW heeft te gelden.¹⁹² Dit lijkt mij juist. Voor niet door artikel 42 van de richtlijn bestreken terreinen kan de nationale rechter voor de uitleg van art. 2:92 lid 2 BW in beginsel voorbijgaan aan het bepaalde in artikel 42.¹⁹³ Deze opvatting volgt uit het recente Audiolux-arrest.

Timmerman¹⁹⁴ maakt uit de hierboven geciteerde passage uit de MvA op dat de minister het gelijkheidsbeginsel beschouwt als een subnorm van de redelijkheid en billijkheid als bedoeld in art. 2:8 BW. Dit lijkt de heersende opvatting in de literatuur. Ook van Schilfgaarde trekt uit de parlementaire geschiedenis de conclusie dat, voor onderwerpen die buiten de richtlijn vallen, ‘wij ons niet moeten oriënteren op die richtlijn, maar op art. 2:8.’¹⁹⁵ Daarnaast kan bijvoorbeeld gewezen worden op Maeijer¹⁹⁶ en Wesseling-van Gent.¹⁹⁷ Vletter-van Dort verdedigt de opvatting dat het gelijkheidsbeginsel een afzonderlijk beginsel is, naast ander beginselen, zoals de redelijkheid en billijkheid in art. 2:8 BW.¹⁹⁸ Zij ziet de overweging van de Nederlandse wetgever dat hij het wenselijk acht de plicht tot gelijke behandeling van aandeelhouders voor het gehele vennootschapsrecht in te voeren als basis voor de uitbreiding. Het zoeken van een basis voor de uitbreiding in art. 2:8 BW is volgens haar niet nodig. De wetgever is ‘gewoon’ met een nieuwe bepaling gekomen.¹⁹⁹

De achtergrond van deze verschillende opvattingen met betrekking tot art. 2:92 lid 2 BW (basis in 2:8 BW of zelfstandige basis) ligt naar mijn mening in de rol die in het vennootschapsrecht wordt toegedicht aan het gelijkheidsbeginsel. Ziet men, zoals Vletter-van Dort, het gelijkheidsbeginsel als een afzonderlijk, naast art. 2:8 BW geldend beginsel, dan wordt het fundamentele karakter van het beginsel in het vennootschapsrecht benadrukt. In de opvatting van het gelijkheidsbeginsel als uitvloeisel van de redelijkheid en billijkheid wordt het fundamentele karakter van het gelijkheidsbeginsel gerelativeerd. Deze relativerende opvatting zien we terug bij Van Schilfgaarde. Hij spreekt in plaats van het gelijkheidsbeginsel, liever over de gelijkheidsregel. Hij merkt op:

‘Indien en voor zover het gelijkheidsbeginsel als ‘algemeen erkend rechtsbeginsel’ ook in deze Nederlandse privaatrechtelijke verhouding een rol speelt, kan het geacht worden in de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 besloten te liggen.’²⁰⁰

¹⁹² Vletter-van Dort (2000), p. 432.

¹⁹³ Aldus ook Schutte-Veenstra (2009) naar aanleiding van het Audiolux-arrest. Anders nog Timmerman (2007), overweging 3.43: ‘Om vast te stellen of een richtlijnconforme uitleg van art. 2:92 lid 2 BW aan de invoering van een loyaliteitsdividend ... in de weg staat ...’. Ook Lennarts en Koppert-van Beek (2008), p. 173 plaatsen het loyaliteitsdividend ten onrechte in de sleutel van art. 42 van de tweede EG-richtlijn.

¹⁹⁴ Timmerman (2007), overweging 3.39.

¹⁹⁵ Van Schilfgaarde (1998), p. 22.

¹⁹⁶ Maeijer (1994), in zijn noot onder het Verenigde Bootlieden-arrest: ‘Die normen (van redelijkheid en billijkheid) zijn immers slechts voor een deel “gestold” in het in de wet verankerde gelijkheidsbeginsel’.

¹⁹⁷ A-G Wesseling-van Gent, in haar conclusie voor HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA), overweging 3.74: ‘Het bepaalde in artikel 92 lid 2 (...) kan worden beschouwd als een “uitwerking” van de redelijkheid en billijkheid als bedoeld in artikel 2:8 BW.’

¹⁹⁸ Vletter-van Dort (2000), p. 432.

¹⁹⁹ Vletter-van Dort (2001), p. 17.

²⁰⁰ Van Schilfgaarde (1998), p. 26.

Ook Doorman besteed aandacht aan dit onderwerp. Hij wijst erop, dat het gelijkheidsbeginsel in het vennootschapsrecht een ander karakter heeft dan in het privaatrecht. Het vennootschapsrecht wordt volgens hem gekenmerkt door privaatrechtelijke aspecten; in het privaatrecht overweegt niet het gelijkheidsbeginsel, maar de contractsvrijheid. Dit betekent volgens hem dat in het vennootschapsrecht het gelijkheidsbeginsel slechts een vuistregel geeft. Ongelijkheid is onder omstandigheden toegestaan. Hij stelt dat bij de invulling van die omstandigheden de redelijkheid en billijkheid een belangrijke rol spelen.²⁰¹

Het vennootschapsrecht heeft ontegenzeggelijk privaatrechtelijke aspecten. Ik zou Doorman echter tegen willen werpen dat, naast deze privaatrechtelijke aspecten, het vennootschapsrecht ook een publiekrechtelijke dimensie heeft. Deze stelling kan geadstrueerd worden met het citaat van Eisenberg, dat ik op het titelblad van deze scriptie heb afgedrukt. Het door de wetgever opnemen van een algemene plicht tot gelijke behandeling van aandeelhouders, zie ik als een uitdrukking van deze publiekrechtelijke of constitutionele dimensie van het vennootschapsrecht. Voordat het gelijkheidsbeginsel voor de NV in de wet werd neergelegd in 1981,²⁰² werd al aangenomen dat het gelijkheidsbeginsel in het vennootschapsrecht gold.²⁰³ Het werd toen beschouwd als uitvloeisel van de redelijkheid en billijkheid.²⁰⁴ De inwerkingtreding van art. 2:92 lid 2 BW heeft mijns inziens een constitutionele dimensie aan het vennootschapsrechtelijke gelijkheidsbeginsel toegevoegd. Het gelijkheidsbeginsel is niet langer slechts ingebed in de redelijkheid en billijkheid, maar kent ook een publiekrechtelijke inbedding. Art. 2:92 lid 2 BW heeft in het vennootschapsrecht, naast art. 2:8 BW, betekenis als afzonderlijk beginsel van publiekrechtelijke oorsprong. Dit betekent volgens mij dat bij de uitleg van art. 2:92 lid 2 BW niet alleen artikel 2:8 BW betrokken dient te worden, maar dat bij de uitleg ook rekening dient te worden gehouden met de publiekrechtelijke oorsprong van het beginsel. Ik kom hieronder terug op de vraag hoe hier in de praktijk invulling aan kan worden gegeven. Hierbij teken ik overigens wel meteen aan, dat rekening houden met de constitutionele lading van het gelijkheidsbeginsel niet hoeft te leiden tot een rigide toepassing van het beginsel in het vennootschapsrecht. Ik heb de indruk dat de nadruk die Doorman legt op invloed van de redelijkheid en billijkheid op het gelijkheidsbeginsel voortkomt uit de vrees voor een rigide toepassing van het gelijkheidsbeginsel in het vennootschapsrecht.²⁰⁵ Deze vrees lijkt mij, ook als rekening gehouden wordt met de publiekrechtelijke oorsprong van het gelijkheidsbeginsel, ongegrond. De constitutionele lading van het gelijkheidsbeginsel is in de vennootschapsrechtelijke context kleiner dan in de publiekrechtelijke context.²⁰⁶ Het is niet voor niets dat Branson spreekt van het vennootschapsrecht als constitutioneel recht met een kleine letter “c”.²⁰⁷ In de publiekrechtelijke context speelt het gelijkheidsbeginsel in verticale verhoudingen (overheid-burger). Het vennootschapsrecht wordt, net als het gehele privaatrecht,

²⁰¹ Zie voor het standpunt van Doorman (2002), p. 199.

²⁰² Aanpassingswet tweede EG-richtlijn, *Stb.* 1981, 232. Voor de BV werd het gelijkheidsbeginsel in 1986 in de wet opgenomen, zie Wet nieuwe regeling voor het kapitaal van de besloten vennootschap, *Stb.* 1985, 656.

²⁰³ Zie Van der Heijden/Van der Grinten (1992), nr. 186. Doorman (2002), verwijst verder naar een oud vonnis, Rb. Rotterdam 20 februari 1911, *W* 9183, 5.

²⁰⁴ Zie bijvoorbeeld Löwensteyn (1970), p. 91-92 en Kamerstukken II 1978/79, 15 304, nr. 3, p. 10 (MvT).

²⁰⁵ Doorman (2002), p. 199.

²⁰⁶ In vergelijkbare zin De Jongh (2009) en Lennarts en Koppert-van Beek (2008), p. 177.

²⁰⁷ Branson (2001), p. 621. Zie voor het betreffende citaat *supra* noot 38.

gekenmerkt door horizontale verhoudingen, verhoudingen tussen burgers onderling.²⁰⁸ Dit heeft tot gevolg dat het gelijkheidsbeginsel in de publiekrechtelijke context strenger wordt toegepast dan in het vennootschapsrecht.²⁰⁹ In het vennootschapsrechtelijke domein is het gelijkheidsbeginsel buigzamer dan in het publiekrechtelijke domein.²¹⁰ Volgens Doorman is dit maar goed ook.²¹¹ Dit ben ik met hem eens. Ik zal hieronder laten zien dat, ook als bij toetsing aan het gelijkheidsbeginsel rekening wordt gehouden met de publiekrechtelijke oorsprong van het beginsel, de buigzaamheid wordt behouden. Hiermee rekening houden zorgt er echter wel voor dat het gelijkheidsbeginsel niet ‘zo buigzaam als een rietje is.’²¹² Dit risico loopt men in mijn ogen als art. 2:8 BW wordt beschouwd als grondslag voor art. 2:92 lid 2 BW. Art. 2:8 BW biedt weinig houvast bij toetsing aan art. 2:92 lid 2 BW. Door te spreken van de gelijkheidsregel wordt in mijn ogen het fundamentele karakter van het gelijkheidsbeginsel ondermijnd.

4.2.4 Verhouding tussen art. 2:92 lid 1 en 2 BW

Een discussie die met het voorgaande verband houdt, gaat over de verhouding tussen de leden 1 en 2 van art. 2:92 BW. Lid 1 bepaalt:

‘Voor zover bij de statuten niet anders is bepaald, zijn aan alle aandelen in verhouding tot hun bedrag gelijke rechten en verplichtingen verbonden.’

Dit betreft een relatieve gelijkheid, gelijkheid in verhouding tot de nominale waarde van het aandeel.²¹³ Lid 1 heeft uitsluitend betrekking op rechten die wezenlijk tot het aandeel behoren, zoals stemrecht, stortingsplicht en recht om te delen in de winst.²¹⁴

In de MvA wordt over de verhouding tussen beide leden door de minister het volgende opgemerkt:

‘De verhouding tussen de leden 1 en 2 van artikel 92, waarnaar de leden van V.V.D.-fractie vragen, is mijns inziens deze, dat een statutaire bepaling die lid 1 toetstaat *kan* (cursivering, AAB) leiden tot verschillende omstandigheden in de zin van lid 2.’²¹⁵

²⁰⁸ Het is overigens interessant om te zien dat Doorman (2002) de horizontale en verticale aspecten in het vennootschapsrecht vanuit een andere invalshoek bekijkt. Hij beschouwt in zijn artikel de verticale verhouding als de plicht van de vennootschap om haar aandeelhouders gelijk te behandelen. Onder de horizontale aspecten van het gelijkheidsbeginsel verstaat hij de plicht van iedere aandeelhouder om zijn medeaandeelhouders gelijk te behandelen (zo een verplichting valt niet onder art. 92 lid 2 BW en wordt in het algemeen niet aangenomen). Vat men de horizontale en verticale verhouding zo op, dan kan een parallel gelegd worden met de publiekrechtelijke context. De vennootschap wordt dan gezien als de overheid en de aandeelhouders als de burgers onderling.

²⁰⁹ In de publiekrechtelijke context gaat het bijvoorbeeld om toetsing aan art. 1 Gw en art. 14 EVRM.

²¹⁰ De beeldspraak van het ‘buigzame gelijkheidsbeginsel’ is door Doorman (2002) overgenomen van Van Solinge in zijn noot onder Pres. Rb. Amsterdam 11 juni 1999, *JOR* 1999/174.

²¹¹ Doorman (2002).

²¹² Van Solinge meende als advocaat van DSM in de zaak bij de Ondernemingskamer dat het gelijkheidsbeginsel ‘zo buigzaam als een rietje is’ omdat de wet volop ruimte zou bieden om in de statuten van een onderneming onderscheid te maken tussen aandeelhouders. Kenbaar uit FD 23 maart 2007.

²¹³ Van Schilfgaarde (1998), p. 20.

²¹⁴ Van der Heijden/Van der Grinten (1992), nr. 186.

²¹⁵ Kamerstukken II, 1979/80, 15 304, nr. 6 (MvA).

In het Eindverslag²¹⁶ wordt bovendien opgemerkt dat lid 2 als het complement van lid 1 beschouwd moet worden. De minister heeft geen bezwaren tegen deze visie.²¹⁷

Van Schilfgaarde ondersteunt deze opvatting. Hij werkt dit aldus uit dat de statuten op grond van lid 1 categorieën aandelen kunnen scheppen. Hierbij wordt door Van Schilfgaarde de eis gesteld dat de verschillende categorieën aandelen voldoende duidelijk en aan de hand van objectieve criteria zijn afgebakend. Voor de vraag in hoeverre door een statutaire bepaling inbreuk wordt gemaakt op het evenredigheidsbeginsel, het verbod van willekeur en het gelijkheidsbeginsel voortvloeiend uit art. 2:8 BW is beslissend of een redelijke en objectieve rechtvaardiging kan worden aangewezen voor de statutaire bepaling. Binnen de aldus afgebakende categorieën moet volgens Van Schilfgaarde niet opnieuw met dit criterium worden gewerkt, daar past een beroep op art. 2:8 lid 2 BW.²¹⁸ Met andere woorden, wanneer de ongelijke behandeling gebaseerd is op een bij de statuten gecreëerd verschil tussen soorten aandelen, zou op art. 2:92 lid 2 BW geen beroep gedaan kunnen worden. Als gevolg van een statutaire regeling die verschillende soorten aandelen creëert, zouden de houders van die aandelen in verschillende omstandigheden komen te verkeren en zou volgens Van Schilfgaarde geen plicht tot gelijke behandeling op grond van art. 2:92 lid 2 BW bestaan.

De Kluiver vat de opvatting van Van Schilfgaarde als volgt samen:

‘Het viel mij op dat Van Schilfgaarde – sprekend over art. 2:92 BW – er nogal wat werk van maakte om aan te tonen dat lid 2 van dit artikel – ik ben nu kort door de bocht – irrelevant is en dat het om lid 1 gaat. Met andere woorden, lid 2 geeft regelend recht weer en is ondergeschikt aan lid 1.’²¹⁹

Vletter-van Dort is er, evenals De Kluiver, op tegen dat het gelijkheidsbeginsel aldus ondergeschikt wordt gemaakt aan een statutaire regeling. Daarnaast brengt zij tegen een dergelijke redenering in dat, zeker indien het aandelen betreft met dezelfde nominale waarde, art. 42 van de tweede EG-richtlijn voor onderwerpen van die richtlijn (lees na het Audiolux-arrest: kapitaalwijzigingen) niet toelaat dat van de plicht tot gelijke behandeling van aandeelhouders wordt afgeweken, ook niet in de statuten.²²⁰

Van den Ingh merkt in deze discussie tussen Van Schilfgaarde en Vletter-van Dort op dat een rangorde tussen de leden 1 en 2 van art. 2:92 BW niet de bedoeling van de wetgever is geweest. Hij wijst er op dat lid 1 in 1976 is overgenomen uit het WvK. Lid 2 is zoals al eerder vermeld, ingevoerd bij gelegenheid van de implementatie van de tweede EG-richtlijn. Van den Ingh noemt de tweedeling ‘een vorm van slordige wetgeving.’²²¹

Ik sluit mij bij deze opvatting aan. Noch uit de tekst van art. 2:92 BW, noch uit de parlementaire geschiedenis, kan mijns inziens worden geconcludeerd dat een rangorde bestaat tussen de leden 1

²¹⁶ Kamerstukken II, 1980/81, 15 304, nr. 11, p. 6.

²¹⁷ Nota naar aanleiding van het Eindverslag, Kamerstukken II 1980/81, 15 304, nr. 12, p. 6.

²¹⁸ Van Schilfgaarde (1998), p. 28.

²¹⁹ De Kluiver (1998), p. 145.

²²⁰ Vletter-van Dort (2000), p. 434 en Vletter-van Dort (2001), p. 24.

²²¹ Van den Ingh (2002), p. 172.

en 2, waarbij lid 1 voorop zou moeten staan. In de hierboven geciteerde opmerking uit de MvA over de verhouding tussen beide leden van art. 2:92 BW merkt de minister op dat een statutaire bepaling op grond van lid 1 *kan* leiden tot verschillende omstandigheden in de zin van lid 2. Dit hoeft dus niet altijd het geval te zijn. De minister stelt niet dat als verschillende soorten aandelen gecreëerd worden, de houders van die aandelen *daardoor* in verschillende omstandigheden komen te verkeren.²²²

Voor de verhouding tussen de leden 1 en 2 is het mijns inziens essentieel het onderscheid tussen rechten die aan het *aandeel zelf* toebehoren en rechten die aan het *houden* van het aandeel²²³ zijn verbonden. Aan het aandeel zelf kunnen wettelijke en statutaire rechten en verplichtingen worden verbonden, die rusten op de houder via het aandeel. Ook kunnen wettelijke en statutaire rechten en verplichtingen rechtstreeks, Doorman²²⁴ zegt ‘buiten het aandeel om’, op de aandeelhouder worden gelegd. Hiervoor heb ik al enige voorbeelden gegeven van rechten die wezenlijk tot het aandeel behoren, bijvoorbeeld stemrecht. Het meest bekende voorbeeld van het rechtstreeks leggen van een plicht op de aandeelhouder zijn de uit artikel 2:8 BW voortvloeiende redelijkheid- en billijkheidsmaatstaven waaraan een aandeelhouder zich moet houden. De omvang van het aandelenbezit kan wel meespelen bij het bepalen van de intensiteit van de redelijkheid- en billijkheidsmaatstaven. In het algemeen geldt, hoe groter de omvang van het aandelenbezit, des te sterker zullen de verplichtingen die uit de redelijkheid en billijkheid voortvloeien wegen. De leden 1 (dat betrekking heeft op het aandeel) en 2 (dat betrekking heeft op het aandeelhouderschap) zijn ontegenzeggelijk met elkaar verbonden. Timmerman merkt in dit verband op dat men ‘het aandeel en het aandeelhouderschap dus weliswaar [moet] onderscheiden, maar niet scheiden.’²²⁵ Van een rangorde tussen beide leden is mijns inziens geen sprake. Art. 2:92 lid 2 BW zou wel erg gemakkelijk omzeild kunnen worden, als steeds de mogelijkheid bestaat statutair verschillende soorten aandelen te creëren, door enigszins verschillende rechten aan aandelen toe te kennen.²²⁶ De Kluiver merkt in reactie op de bijdrage van Van Schilfgaarde zelfs op, zo al sprake zou zijn van een rangorde, lid 2 voorop moet staan en omgenummerd moet worden tot lid 1.²²⁷

4.3 Jurisprudentie naar aanleiding van gelijke behandeling van aandeelhouders

Over art. 2:92 lid 2 BW bestaat weinig jurisprudentie. Eén van de weinige zaken die in dit verband relevant is, is het Verenigde Bootlieden-arrest. Dit arrest wordt in paragraaf 4.3.1 besproken. In paragraaf 4.3.2 ga ik uitgebreid in op de DSM-zaak. Recentelijk is door het Hof van Justitie een uitspraak gewezen die mede betrekking heeft op de uitleg van art. 42 tweede EG-richtlijn. Deze uitspraak, het Audiolux-arrest, wordt in paragraaf 4.3.3 behandeld.

²²² Vletter-van Dort (2000), p. 433.

²²³ Door Van der Heijden/Van der Grinten (1992), nr. 131 aangeduid als het ‘lidmaatschap’ dat het houden van een aandeel meebrengt. Van Olffen (2006), p. 780 merkt hierover op: ‘aan aandelen van een en dezelfde soort kunnen niet verschillende rechten worden toegekend, dat wil nog niet zeggen dat aan houders van aandelen van een en dezelfde soort niet verschillende rechten kunnen worden toegekend.’

²²⁴ Doorman (2008), punt 12.

²²⁵ Timmerman (2007), overweging 3.10.

²²⁶ Vletter-van Dort (2000), p. 434.

²²⁷ De Kluiver (1998), p. 145.

4.3.1 Het Verenigde Bootlieden-arrest

In deze zaak wordt een beroep gedaan op art. 2:201 lid 2 BW, dat voor de BV dezelfde plicht tot gelijke behandeling van aandeelhouders voorschrijft als art. 2:92 lid 2 BW doet voor de NV. De casus komt er in het kort op neer dat om fiscale redenen een herverdeling van het aandelenbezit van de Verenigde Bootlieden BV werd beoogd. De herverdeling zou er toe moeten leiden dat elke aandeelhouder tenminste 5% in het kapitaal van de vennootschap bezit, zodat aandeelhouders gebruik konden maken van de fiscaal gunstige deelnemingsvrijstelling bij het uitkeren van financiële reserves van de Verenigde Bootlieden BV. Eén van de aandeelhouders, Van den Berge (bijgestaan door Van Schilfgaarde) komt op tegen de besluiten van de algemene vergadering van aandeelhouders en het bestuur om deze constructie te bewerkstelligen. Van den Berge doet daartoe (onder meer) een beroep op art. 2:201 lid 2 BW.

De kernoverweging van de Hoge Raad luidt:

‘(2°) ook voor het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders geldt dat van schending daarvan geen sprake is indien voor de ongelijke behandeling een redelijk en objectieve rechtvaardiging kan worden aangewezen;’²²⁸

De omstandigheid dat het ging om het opheffen van een voor aandeelhouders nadelige fiscale ongelijkheid, waarbij het belang van de overige aandeelhouders slechts relatief gering daalde, vormt volgens de Hoge Raad een zodanige rechtvaardiging.

Opvallend is dat de Hoge Raad meteen een oordeel vormt over de rechtvaardiging en niet eerst toetst of aandeelhouders zich in gelijke omstandigheden bevinden.²²⁹ Het arrest roept de vraag op of de door de Hoge Raad geformuleerde uitzonderingsregel op het gelijkheidsbeginsel in overeenstemming is met art. 42 van de tweede EG-richtlijn en art. 2:201 lid 2 BW.²³⁰ De uitzonderingsregel is immers niet in overeenstemming met de wettekst van art. 42 van de tweede EG-richtlijn en ook niet met de wettekst van art. 2:201 lid 2 BW. De door de Hoge Raad geformuleerde uitzonderingsregel lijkt echter wel in overeenstemming met de bedoeling van de Europese wetgever en jurisprudentie van het Hof van Justitie en het Europees Hof voor de Rechten van de Mens.²³¹ Het Hof van Justitie aanvaardt namelijk steeds de mogelijkheid van uitzonderingen op het gelijkheidsbeginsel, ook indien dit zoals in art. 2:201 lid 2 BW categorisch is geformuleerd.²³² Het Bilka-arrest van het Hof van Justitie vormt een mooi voorbeeld.²³³ In deze zaak draaide het om gelijke beloning tussen mannen en vrouwen. Het Hof van Justitie oordeelde dat een uitzondering op gelijke behandeling van mannen en vrouwen gemaakt kan worden. Indien de betreffende onderneming aantoonde,

‘dat haar loonpraktijk kan worden verklaard op grond van factoren die *objectief gerechtvaardigd* (cursivering, AAB) zijn en niets van doen hebben met discriminatie op grond van geslacht, wordt artikel 119 (thans 141, AAB) niet geschonden.’²³⁴

²²⁸ HR 31 december 1993, *NJ* 1994, 436 (Verenigde Bootlieden), r.o. 4.3.1.

²²⁹ Vletter-van Dort (2000), p. 436.

²³⁰ Ik besteed geen aandacht aan de vraag of het arrest is te rijmen met art. 2:201 lid 1 BW.

²³¹ Vletter-van Dort (2000), p. 438.

²³² Gerards (2002), p. 225-226.

²³³ HvJ EG 13 mei 1986, C-170/84 (Bilka-Kaufhaus).

²³⁴ Bilka-Kaufhaus-arrest, punt 30.

De term redelijke en objectieve rechtvaardiging komt ook voor in een redactionele kanttekening van Nieuwenhuis.²³⁵ Hij behandelt in het kader van het verbod op discriminatie van art. 14 EVRM de vraag of het is toegestaan dat de mogelijkheid voor een man om zijn vaderschap van een door zijn vrouw ter wereld gebracht kind te ontkennen, beperkter is dan de mogelijkheid die zijn vrouw wat dit betreft heeft, namelijk gebonden aan een termijn. Het gaat om de volgende zinsnede van Nieuwenhuis:

‘Een ongelijke behandeling is discriminatoir indien daarvoor geen objectieve en redelijke rechtvaardiging valt aan te wijzen (...).’

Mogelijk heeft de Hoge Raad ook aansluiting willen zoeken bij het Duitse recht.²³⁶ Onder het Duitse recht is afwijking van het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders toelaatbaar, wanneer deze, met inachtneming van de gevolgen voor benadeelde aandeelhouders, op objectieve gronden in het belang van de vennootschap gerechtvaardigd is.²³⁷ Hier kom ik in het volgende hoofdstuk op terug.

In de woorden van Van Schilfgaarde sjoemelt de Hoge Raad in het arrest Verenigde Bootlieden. Hij heeft bezwaar tegen de aansluiting die de Hoge Raad met het criterium ‘redelijke en objectieve rechtvaardiging’ heeft gezocht bij het EVRM en het Europese recht. De Hoge Raad sjoemelt volgens hem:

‘omdat de vraag niet is of een *beginsel* maar of een daaruit afgeleide *regel* is geschonden, waarbij dan mag worden aangetekend dat in het Nederlandse vennootschapsrecht die regel niet met dat beginsel maar met een ander – meer omvattend – beginsel wordt geassocieerd.’²³⁸

Vletter-van Dort merkt hierover in haar proefschrift²³⁹ op: ‘Van Schilfgaarde goochelt hier zodanig knap dat ik het niet meer kan volgen.’ Het is mij ook niet precies duidelijk wat Van Schilfgaarde hier bedoelt. Als ik Van Schilfgaarde echter goed begrijp, dan is het onderscheid tussen het algemene gelijkheids*beginsel*, neergelegd in verdragen en de grondwet, en het vennootschapsrechtelijke beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders (door hem aangeduid als gelijkheids*regel*) gebaseerd op de verhouding die in beide rechtsgebieden centraal staat. Bij het gelijkheids*beginsel* draait het om de verhouding tussen de overheid en de burger. Het gelijkheidsbeginsel biedt als grondrecht een waarborg tegenover de staat. In het vennootschapsrecht liggen de zaken anders. De verhouding die centraal staat in het vennootschapsrecht (en dus ook in het arrest Verenigde Bootlieden) is privaatrechtelijk van aard. Aandeelhouders hebben zelf de keuze om in het kapitaal van een NV of BV deel te nemen. In het arrest gaat het om de vraag of de vennootschap (Verenigde Bootlieden BV) de aandeelhouder (Van den Berge) ongelijk heeft behandeld.

²³⁵ Nieuwenhuis (1993), p. 433-434.

²³⁶ Van Schilfgaarde (1998), p. 26, noot 12.

²³⁷ A-G Mok refereert in zijn conclusie voor het Verenigde Bootlieden arrest onder 4.2.5.2 aan een uitspraak van het Bundesgerichtshof waarin dit is uitgemaakt. BGH 9 november 1992, *BGHZ* 120 (1993), 141.

²³⁸ Van Schilfgaarde (1998), p. 27.

²³⁹ Vletter-van Dort (2001), p. 46.

Het gelijkheidsbeginsel van art. 2:92 lid 2 BW is in de ogen van Van Schilfgaarde geen ‘algemeen erkend rechtsbeginsel.’ Zou al van een meer omvattend beginsel sprake zijn, dan ligt dat volgens hem besloten in de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW. Art. 2:92 lid 2 BW ziet hij als een uitwerking van art. 2:8 BW. De *regel* van art. 2:92 lid 2 BW is toegespitst op en geldt alleen voor de behandeling van aandeelhouders door de vennootschap.

Ik zie dit toch anders. Ik zou het arrest Verenigde Bootlieden willen plaatsen tegen de achtergrond van de constitutionalisering van het vennootschapsrecht.²⁴⁰ Vanuit deze benadering lees ik het arrest zo, dat art. 2:92 lid 2 BW constitutionele kleuring heeft gekregen, doordat afwijking van het artikel slechts mogelijk is wanneer sprake is van een redelijke en objectieve rechtvaardiging, nu deze term is ontleend aan jurisprudentie over het constitutionele gelijkheidsbeginsel. Ook Schutte-Veenstra leest het arrest zo. Zij merkt in haar noot bij het Verenigde Bootlieden-arrest op dat de Hoge Raad, door dezelfde norm te gebruiken, een verband legt tussen het gelijkheidsbeginsel als algemeen rechtsbeginsel en de doorwerking ervan in vennootschapverhoudingen.²⁴¹

Hiermee ben ik weer aangekomen bij de discussie over de grondslag van art. 2:92 lid 2 BW, waarover ik onder 4.2.3 al het nodige heb opgemerkt. Ik zou op deze plaats echter nog wel een uitstapje willen maken naar de achtergrond van deze discussie. In paragraaf 4.2.3 merkte ik op dat ik mij niet aan de indruk kan onttrekken dat het door Doorman vast blijven houden aan art. 2:8 BW als grondslag voor het gelijkheidsbeginsel van art. 2:92 lid 2 BW voortkomt uit een bepaalde kijk op het vennootschapsrecht. Bij Van Schilfgaarde lees ik iets vergelijkbaars:

‘Mijn thema is gelijke behandeling van aandeelhouders. Ik zou U willen voorhouden dat de hoge beginselen waarover ik sprak (bedoeld wordt het algemene gelijkheidsbeginsel neergelegd in het EVRM, het EU-verdrag en de Nederlandse Gw, AAB), bij dit thema alleen in sterk verwaterde vorm een rol spelen. In het vennootschapsrecht staat niet de gelijkheid op de voorgrond maar – op verdedigbare gronden – de macht van het geld, de macht van het in de vennootschap geïnvesteerde vermogen. Zo er sprake is van enig beginsel, dan is dat niet het gelijkheidsbeginsel, zelfs niet het democratisch beginsel maar het plutocratisch beginsel. Wie het meeste geld in de vennootschap heeft gestoken, heeft de meeste rechten. Dit ter inleiding en bemoediging.’²⁴²

Achter deze overweging schuilt volgens mij een bepaalde visie op het vennootschapsrecht. Het bestek van deze scriptie staat mij niet toe hier uitgebreid op in te gaan. Ik wil echter wel kort op deze achtergrond ingaan, omdat de visie op het vennootschapsrecht naar mijn mening doorwerkt in de opvatting over de rol van het gelijkheidsbeginsel in het vennootschapsrecht.

Van Schilfgaarde benadrukt de macht van het geld in het vennootschapsrecht. De idee dat de macht van het geld regeert, sluit aan bij een economische analyse van het vennootschapsrecht, waarbij de behartiging van geldelijke belangen van de aandeelhouders vooropstaat. Vanuit de economische analyse wordt de nadruk op de faciliterende rol van het vennootschapsrecht gelegd. Het vennootschapsrecht fungeert als faciliteit voor ondernemers om economische bedrijvigheid te kunnen ontplooiën en waardevermeerdering voor de aandeelhouders en de maatschappij als geheel te creëren. Vanuit dit uitgangspunt is het niet verwonderlijk dat men komt tot een in de

²⁴⁰ Zie voor verwijzingen *supra* noot 36.

²⁴¹ Schutte-Veenstra (1994), p. 127 e.v.

²⁴² Van Schilfgaarde (1998), p. 19.

woorden van Van Schilfgaarde ‘sterk verwaterde vorm’ van het gelijkheidsbeginsel in het vennootschapsrecht. Tegen deze achtergrond kan ik de opvatting van Van Schilfgaarde om art. 2:92 lid 2 BW als een gelijkheidsregel te beschouwen goed begrijpen. Voor verwezenlijking van waarden van niet-economische aard, zoals gelijkheid van aandeelhouders, is vanuit deze benadering weinig aandacht.

Het bieden van een aantrekkelijke faciliteit voor ondernemers is echter slechts één kant van de medaille. Het vennootschapsrecht is meerzinnig. In de literatuur wordt wel gesproken van de Januskop van het vennootschapsrecht.²⁴³ Naast faciëring heeft het vennootschapsrecht ook een waarborgfunctie, het heeft door middel van regulering van het gedrag van betrokkenen de taak om bepaalde belangen te beschermen.²⁴⁴ Timmerman stelt in verband met deze regulerende functie:

‘Het recht (en ook het vennootschapsrecht) zou ook ruimte moeten bieden voor verwezenlijking van waarde van niet-economische aard, omdat recht meer wil en moet zijn dan een dienstmaagd voor de economie. Het recht moet meer dan het waarborgen van economische rationaliteit willen bieden.’²⁴⁵

Ik sluit mij bij deze woorden aan. Het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders als zelfstandig beginsel (en dus niet als afgeleide regel van de redelijkheid en billijkheid) op basis van de constitutionalisering van het vennootschapsrecht past binnen deze waarborgfunctie van het vennootschapsrecht.

4.3.2 De DSM-zaak

In september 2006 maakte DSM bekend de invoering van een loyaliteitsdividend te overwegen. Trouwe aandeelhouders die zich zouden laten registreren, zou een extra dividend worden toegekend. De agenda voor de algemene vergadering van aandeelhouders te houden op 28 maart 2007 bevatte het voorstel tot wijziging van de statuten om het loyaliteitsdividendplan in de statuten van DSM op te nemen.

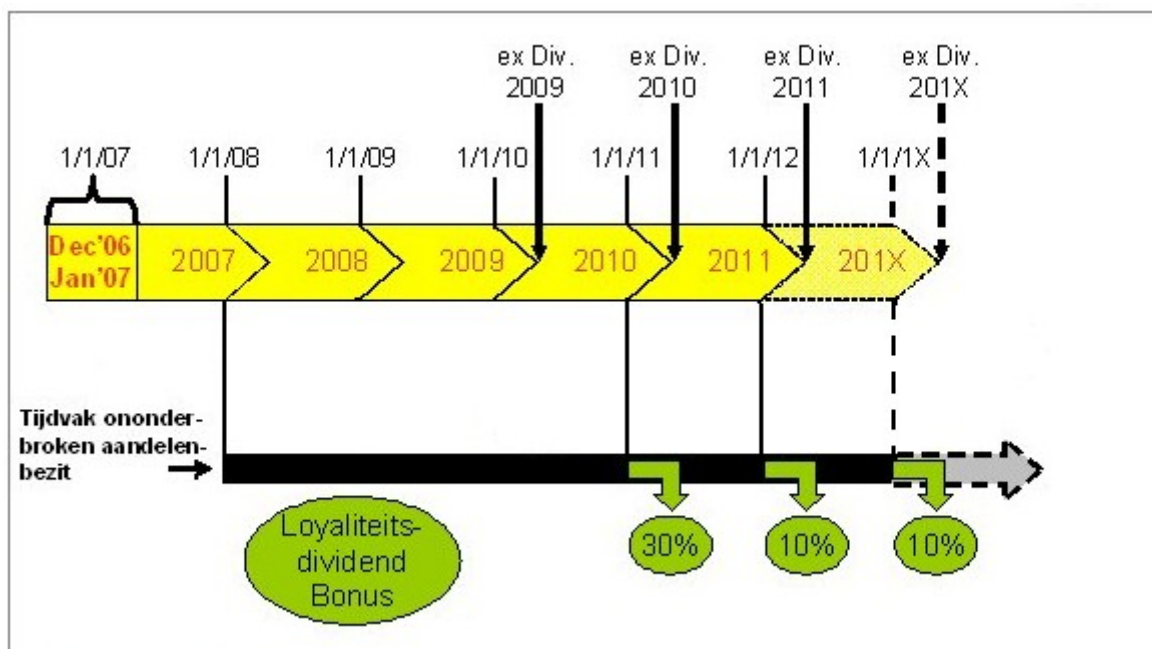
De statutenwijziging hield in dat een aandeelhouder die zich laat registreren in een speciaal daarvoor bestemd register (‘Register I’), gerechtigd is tot een eenmalig loyaliteitsdividend op die aandelen die gedurende drie achtereenvolgende volledige boekjaren onafgebroken op zijn naam zijn geregistreerd en die hij gedurende de registratieperiode als stemgerechtigde aandeelhouder geheel voor eigen rekening en risico heeft gehouden. Dit eenmalige loyaliteitsdividend zou bestaan uit 30% van het gemiddelde over die drie jaar op elk gewoon aandeel uitgekeerd dividend. Over elk volgend boekjaar zou de geregistreerde aandeelhouder gerechtigd zijn tot 10% van het over het desbetreffende boekjaar uit te keren dividend op elk gewoon aandeel. In schematische vorm ziet dit er als volgt uit. Het schema is in enigszins aangepaste vorm overgenomen van de website van DSM.²⁴⁶

²⁴³ Bijvoorbeeld Timmerman (2005) en Assink (2010).

²⁴⁴ Het onderscheid tussen de faciërende en regulerende taak van het vennootschapsrecht zien we ook terug bij Eisenberg (1999), p. 1253 (‘Corporate law serves both to facilitate and to regulate the conduct of the corporate enterprise’).

²⁴⁵ Timmerman (2005).

²⁴⁶ http://www.dsm.com/nl_NL/html/invest/loyalty_dividend_proposal.htm (geraadpleegd op 12 augustus 2010).



Figuur 1: Het loyaliteitsdividendplan van DSM

DSM had met de invoering van het loyaliteitsdividend twee doeleinden. Ten eerste wilde zij langetermijnaandeelhouders belonen. Daarnaast wilde zij de communicatie met deze groep aandeelhouders versterken.²⁴⁷

Alvorens de jurisprudentie over het loyaliteitsdividendplan te bespreken, is het van belang een aantal zaken met betrekking tot het voorstel van DSM in het achterhoofd te houden. Ten eerste stelde DSM niet voor om verschillende soorten aandelen te creëren, waaraan verschillende dividendrechten verbonden zouden zijn. De aandelen van de 'trouwe' aandeelhouders en de aandelen van de overige aandeelhouders zouden tot dezelfde soort blijven behoren. Het recht op het aanvullende dividend wordt namelijk niet vastgeknoopt aan het *aandeel*, maar aan de registratie van het *aandeelhouderschap*. Timmerman merkt op dat dit ook begrijpelijk is, omdat DSM niet zozeer met haar aandelen, maar met de houders daarvan betere contacten wil onderhouden.²⁴⁸ Het loyaliteitsdividend wordt aan de aandeelhouder uitgekeerd, omdat hij een bepaald aantal aandelen houdt en aan een aantal door DSM in de statuten gestelde voorwaarden voldoet. Of in de woorden van Timmerman:

'Het loyaliteitsdividend is dus wel aan het houden van aandelen gerelateerd, maar behoort niet tot het geheel van de rechten en plichten die aan het aandeel zijn verbonden.'²⁴⁹

Ten tweede zou het bestuur een vrij ruime, discretionaire bevoegdheid krijgen om misbruik van het loyaliteitsdividend te voorkomen. Het bestuur zou de mogelijkheid krijgen om bepaalde informatie te vragen van aandeelhouders die zich willen laten inschrijven in het register. Verder zou het bestuur, onder goedkeuring van de raad van commissarissen, de bevoegdheid krijgen om

²⁴⁷ http://www.dsm.com/nl_NL/html/invest/loy_div_QA_I.htm (geraadpleegd op 12 augustus 2010).

²⁴⁸ Timmerman (2007), overweging 3.11.

²⁴⁹ *Ibidem*.

in bepaalde in het reglement omschreven gevallen de inschrijving in het register te weigeren of door te halen. Daarbij zou gedacht kunnen worden aan het geval dat het bestuur het vermoeden had dat de aandelen niet voor eigen rekening en risico werden gehouden.

In de door DSM voorgestelde regeling worden vrij veel inhoudelijke zaken van het loyaliteitsdividend buiten de statuten om geregeld. Omdat dit aspect van de casus minder relevant is voor de uitleg van art. 2:92 lid 2 BW, laat ik dit hier verder rusten.²⁵⁰

Een andere vraag die door Timmerman in zijn conclusie wordt opgeworpen, is of het loyaliteitsdividend wel dividend in de zin van de wet is en niet bijvoorbeeld een bijzondere verplichting van de vennootschap in de zin van art. 2:94 BW. Duffhues is van mening dat het loyaliteitsdividend als dividend ‘ontmaskerd’ moet worden. Van een dividend zou absoluut niet gesproken mogen worden.²⁵¹ Hij stelt:

‘De gekozen term is onjuist, omdat de uitkering niets van doen heeft met de winstverdeling van de onderneming. Eerder kan de uitkering worden gezien als een schadeloosstelling wegens tijdelijke incurantheid van het aandeel.’²⁵²

Deze argumentatie neemt naar mijn mening niet weg, dat het loyaliteitsdividend wel degelijk dividend in de zin van de wet is, waar alle wettelijke- en statutaire bepalingen, zoals 2:92 BW en 2:105 BW, op van toepassing zijn.²⁵³ Overigens vind ik het opvallend dat Duffhues met het argument komt dat het loyaliteitsdividend kan worden opgevat als een schadeloosstelling wegens tijdelijke incurantheid van het aandeel. Hij noemt dit een ‘fundamenteel andere en betere argumentatie dan het voorstel tot het behalen van een loyaliteitsdividend heeft meegekregen.’²⁵⁴ De initiators van het loyaliteitsdividendplan hebben in hun bijdrage in het FD, waarmee de discussie over loyaliteitsdividend werd aangezwengeld, reeds exact hetzelfde argument genoemd:

‘Wie aandeelhouders vraagt om zich voor langere tijd aan een onderneming te binden, vraagt hun meer risico te nemen. Omdat risico en rendement communicerende vaten zijn, dient die lock-up beloond te worden met een extra risicopremie, bijvoorbeeld in de vorm van extra dividend.’²⁵⁵

De statutenwijziging is uiteindelijk niet op de algemene vergadering in stemming gebracht. Een aantal aandeelhouders had ernstige bezwaren tegen het loyaliteitsdividend. De bezwaren hadden betrekking op drie punten: gelijke behandeling van aandeelhouders, de betrouwbaarheid van de in register I op te nemen gegevens en het functioneren van de kapitaalmarkt. Een twaalfal fondsen beheerd door Franklin Mutual Advisors LLC heeft de OK verzocht een onderzoek te bevelen naar het beleid en de gang van zaken van DSM ten aanzien van het loyaliteitsdividendplan en DSM bij wijze van onmiddellijke voorziening te verbieden de geagendeerde statutenwijziging op de algemene vergadering van aandeelhouders in stemming te brengen. De VEB heeft zich bij dit enquêteverzoek aangesloten.

²⁵⁰ Zie hierover de interessante beschouwingen van Van Solinge (1995), p. 22 e.v. en Eisma (1997).

²⁵¹ Duffhues (2010), p. 310.

²⁵² Duffhues (2010), p. 304.

²⁵³ In dezelfde zin Timmerman (2007), overweging 3.21.

²⁵⁴ Duffhues (2010), p. 312.

²⁵⁵ *Supra* noot 4.

De OK deelt de bezwaren van de aandeelhouders. De OK concludeert:

‘Dit voorschrift houdt naar het oordeel van de Ondernemingskamer in dat in de statuten van een naamloze vennootschap bepalingen kunnen worden opgenomen die ertoe leiden dat de vennootschap verschillende soorten aandelen kent en dat per soort verschillende rechten aan het aandeel kunnen worden verbonden (...). Slechts door bij de statuten objectief aan het aandeel te verbinden eigenschappen kan in de aan aandelen toekomende rechten diversificatie worden aangebracht. Niet kan worden aanvaard dat deze diversificatie voortvloeit uit het treden door de aandeelhouder in een nadere verhouding tot de vennootschap (...).’²⁵⁶

‘Het bepaalde in artikel 2:92 lid 1 BW dient derhalve zo te worden verstaan dat binnen dezelfde soort aan elk aandeel van die soort gelijke rechten zijn verbonden, ongeacht in wiens handen dat aandeel zich bevindt.’²⁵⁷ Het gaat hier om een fundamentele en dwingende regel van het Nederlandse vennootschapsrecht. (...). Dit gevolg van de voorgestelde statutaire bepaling dat de omvang van het recht op dividenduitkering door DSM op het gewone aandeel niet meer wordt bepaald door de soort van het aandeel, maar door omstandigheden die de houder van dat aandeel betreffen, is zodanig in strijd met de regel van artikel 2:92 lid 1 BW dat een statutaire bepaling die tot dit gevolg leidt niet toelaatbaar moet worden geacht.’²⁵⁸

Daarop verbiedt de OK bij wege van onmiddellijke voorziening als bedoeld in art. 2:349a lid 2 BW DSM voor de duur van het geding de statutenwijziging op de algemene vergadering in stemming te brengen.²⁵⁹

De procureur-generaal bij de Hoge Raad Fokkens heeft vervolgens een vordering tot cassatie in het belang der wet ingesteld tegen de beschikking van de OK. Advocaat-generaal Timmerman voert tegen de beschikking van de OK twee cassatiemiddelen. In casu is alleen het eerste middel relevant.²⁶⁰ In het eerste middel stelt A-G Timmerman dat de OK art. 2:92 lid 1 BW onjuist heeft uitgelegd. Zijn conclusie is de volgende:

‘Mijns inziens verlangt art. 2:92 lid 1 BW niet meer dan dat het extra dividendrecht voor trouwe aandeelhouders een basis in de statuten heeft. Uit de statuten dient te blijken wat de omvang van dit surplusdividend is en wie daarvoor in aanmerking komen. (...). Noch in de tekst van art. 2:92 lid 1 BW noch in de wetsgeschiedenis is te lezen dat om een extra dividend toe te kennen er per se een nieuwe soort aandelen in het leven geroepen dient te worden.’²⁶¹

²⁵⁶ OK 28 maart 2007, *JOR* 2007/118 (DSM), r.o. 3.11.

²⁵⁷ Dit is ook de opvatting van Bier (2003), p. 141-142.

²⁵⁸ OK 28 maart 2007, *JOR* 2007/118 (DSM), r.o. 3.12.

²⁵⁹ OK 28 maart 2007, *JOR* 2007/118 (DSM), r.o. 3.13.

²⁶⁰ Het tweede middel heeft betrekking op door de OK in te stellen onmiddellijke voorzieningen in de zin van art. 2:349a lid 2 BW. Dit middel blijft in deze scriptie buiten beschouwing.

²⁶¹ Timmerman (2007), overweging 3.26.

De Hoge Raad volgt zijn A-G en overweegt:

‘Het middel voert terecht aan dat deze oordelen blijk geven van een onjuiste rechtsopvatting met betrekking tot art. 2:92 lid 1 BW. De daarin opgenomen hoofdregel dat aan alle aandelen in verhouding tot hun bedrag gelijke rechten en verplichtingen zijn verbonden, is van regelend recht, nu daarvan in de statuten kan worden afgeweken. Uit de tekst en de strekking van deze bepaling volgt niet dat een statutaire afwijking van deze hoofdregel slechts mogelijk is met betrekking tot aandelen van een bepaalde soort. In het bijzonder schrijft art. 2:92 lid 1, gelezen in verband met het bepaalde in art. 2:105 BW, niet dwingend voor dat aan aandelen van dezelfde soort altijd in omvang gelijke aanspraken op dividend moeten zijn verbonden. Art. 2:92 lid 1 verzet zich daarom niet tegen een regeling in de statuten waarbij aan geregistreerde aandeelhouders onder bepaalde voorwaarden een financiële uitkering, bijvoorbeeld in de vorm van een aanvullend dividend, wordt toegekend, mits deze regeling geen schending oplevert van het in art. 2:92 lid 2 BW neergelegde gelijkheidsbeginsel.’²⁶²

De Hoge Raad hoefde slechts te oordelen of de interpretatie die de OK aan art. 2:92 lid 1 BW gaf, juist was. Over de vraag of het door DSM voorgestelde loyaliteitsdividend ook de toets van art. 2:92 lid 2 BW kan doorstaan, heeft de Hoge Raad zich niet uitgelaten. Hoewel begrijpelijk, omdat daartoe geen noodzaak bestond, is het vanuit een oogpunt van rechtsontwikkeling bepaald jammer dat de Hoge Raad zich niet over lid 2 heeft uitgelaten.²⁶³

Overigens bestaan hier in de (economische) literatuur wel misverstanden over. Duffhues schrijft:

‘Artikel 2:92 BW (bedoeld zal zijn: lid 2, AAB) schrijft voor dat aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden, op dezelfde wijze moeten worden behandeld. De registratie van de aandeelhouders was echter volgens de HR voldoende reden om te concluderen dat de omstandigheden van deze aandeelhouders inderdaad verschilden van de niet-registrerende aandeelhouders.’²⁶⁴

Dit is nu juist waar de Hoge Raad zich in het DSM-arrest *niet* over heeft uitgelaten. De vraag of de regeling een schending oplevert van het in art. 2:92 lid 2 BW neergelegde gelijkheidsbeginsel is door de Hoge Raad niet beantwoord. Deze vraag komt in het volgende hoofdstuk aan de orde.

4.3.3 Het Audiolux-arrest

Recentelijk heeft het Hof van Justitie in de hierboven al een aantal keren aangehaalde Audiolux-zaak²⁶⁵ een belangwekkende uitspraak gedaan over het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders. Het gaat in deze zaak om bescherming van minderheidsaandeelhouders. Het is een vrij technische casus. Audiolux SA e.a. hebben een minderheidsbelang in de in Luxemburg gevestigde vennootschap RTL Group. Bertelsmann AG e.a. hebben op een gegeven moment een

²⁶² HR 14 december 2007, *NJ* 2008, 105, *JOR* 2008/11, (DSM), r.o. 3.3.

²⁶³ Aldus ook Doorman (2008), punt 19.

²⁶⁴ Duffhues (2010), p. 310.

²⁶⁵ HvJ EG 15 oktober 2009, nr. C-101/08 (Audiolux). Zie voor een annotatie J.N. Schutte-Veenstra (2009), p. 177 e.v.

meerderheidsbelang in de vennootschap verworven. Audiolux SA e.a. stellen zich op het standpunt dat de meerderheidsaandeelhouder die de zeggenschap over een vennootschap verkrijgt of uitoefent, een bod op hun aandelen moet uitbrengen tegen dezelfde voorwaarden als overeengekomen bij de verwerving van de deelneming in de vennootschap die de meerderheidsaandeelhouder zeggenschap verschaft of deze versterkt.

Het Luxemburgse *Cour de Cassation* heeft een prejudiciële vraag gesteld aan het Hof. Zij wenst in deze zaak van het Hof te vernemen of er een algemeen beginsel van gemeenschapsrecht inzake gelijke behandeling van aandeelhouders bestaat dat minderheidsaandeelhouders in een dergelijke situatie beschermd. Ter onderbouwing van dit algemene beginsel van gemeenschapsrecht inzake gelijke behandeling van aandeelhouders wordt verwezen naar diverse bepalingen van afgeleid gemeenschapsrecht.²⁶⁶

Na een grondige analyse van de bepalingen van afgeleid gemeenschapsrecht, komt het Hof tot de conclusie dat het gemeenschapsrecht niet een dergelijk algemeen rechtsbeginsel inzake gelijke behandeling van aandeelhouders kent.²⁶⁷ Algemene beginselen van gemeenschapsrecht hebben een grondwettelijk karakter, terwijl het door Audiolux voorgestane beginsel zo specifiek is dat daarvoor wetgeving op communautair niveau vereist is. Het door Audiolux voorgestane beginsel is volgens het Hof om die reden niet als een autonoom algemeen beginsel van gemeenschapsrecht te beschouwen.²⁶⁸

Het Hof volgt de conclusie van de Advocaat-Generaal Trstenjak in deze zaak. A-G Trstenjak concludeert dat het gemeenschapsrecht geen algemeen (overkoepelend) rechtsbeginsel kent dat gelijke behandeling van aandeelhouders voorschrijft. Hiervoor ontbreekt volgens haar zowel in de communautaire rechtsorde als in de rechtsstelsels van de lidstaten de constitutionele status. Ook de rechtswetenschap is niet stellig overtuigd van het bestaan van een dergelijk algemeen rechtsbeginsel. Verder merkt de A-G op dat het beginsel zich beperkt tot het specifieke gebied van het vennootschapsrecht, waardoor het de algemene gelding binnen een rechtsorde ontbeert die kenmerkend is voor algemene rechtsbeginselen.²⁶⁹

De uitspraak in de Audiolux-zaak dat er geen algemeen, overkoepelend Europeesrechtelijk beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders bestaat, heeft tot gevolg dat de verwijzingen naar gelijkheid van aandeelhouders in secundair gemeenschapsrecht een beperkt toepassingsgebied hebben. De uitspraak van het Hof over het toepassingsgebied van artikel 42 van de richtlijn staat haaks op de opvatting in de Nederlandse literatuur tot dusverre. Het Hof oordeelt dat het toepassingsgebied van artikel 42 beperkt is tot kapitaalwijzigingen, terwijl de opvatting in de Nederlandse literatuur was dat artikel 42 geldt voor alle onderwerpen uit de richtlijn, zoals inbreng, uitkeringen en voorkeursrecht.²⁷⁰ De conclusie die zich vervolgens opdringt is dat nationale gerechten voor de uitleg van art. 2:92 lid 2 BW met betrekking tot onderwerpen die buiten het toepassingsgebied van de richtlijn liggen, zoals uitkering van

²⁶⁶ De bepalingen waaraan de Luxemburgse rechter verwijst, zijn de artikelen 20 en 42 van de Tweede EG-richtlijn (77/91), het 'derde algemene beginsel' en de 'zeventiende aanvullende bepaling' van aanbeveling 77/534, bijlage schema C, punt 2, sub a van richtlijn 79/279, overgenomen door richtlijn 2001/34 en artikel 3, lid 1, sub a in het licht van punt 8 van de considerans van richtlijn 2004/25.

²⁶⁷ Audiolux, *supra* noot 265, paragraaf 34-52.

²⁶⁸ *Idem*, paragraaf 63.

²⁶⁹ Conclusie A-G Trstenjak, 30 juni 2009, C-101/08 (Audiolux).

²⁷⁰ Maschhaupt en Storm (1978), p. 243 en Vletter-van Dort (2000), p. 430.

loyaliteitsdividend en stemdividend, in beginsel niet gebonden zijn aan het bepaalde in art. 42 van de tweede EG-richtlijn.²⁷¹

Ook de richtlijn Uitoefening Aandeelhoudersrechten²⁷² is relevant voor het Europeesrechtelijke bereik van art. 2:92 lid 2 BW. Artikel 4 van deze richtlijn luidt:

‘De vennootschap draagt zorg voor een gelijke behandeling van alle aandeelhouders die zich in identieke omstandigheden bevinden wat de deelneming aan en de uitoefening van stemrechten in de algemene vergadering betreft.’

De minister merkt in de MvT van het implementatiewetsontwerp op dat met art. 2:92 lid 2 BW het nationale recht reeds in overeenstemming is met artikel 4 van de richtlijn.²⁷³ Deze opmerking geeft steun aan het standpunt dat met art. 2:92 lid 2 BW een algemene plicht tot gelijke behandeling van aandeelhouders in de wet is opgenomen.

Het oordeel van het Hof van Justitie dat het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders geen algemeen beginsel van gemeenschapsrecht is, zou opgevat kunnen worden als steun voor de relativerende benadering van het gelijkheidsbeginsel in het vennootschapsrecht, die onder andere door Van Schilfgaarde wordt voorgestaan. Deze conclusie wil ik op basis van het Audiolux-arrest niet trekken.

Nauwkeurige lezing van het Audiolux-arrest leert dat het Hof heeft geoordeeld dat geen algemeen beginsel van gemeenschapsrecht betreffende gelijke behandeling van aandeelhouders bestaat op grond waarvan de meerderheidsaandeelhouder van een beursvennootschap verplicht is tot het uitbrengen van een bod op alle aandelen tegen dezelfde voorwaarden als waartegen hij de zeggenschap in de beursvennootschap heeft verkregen dan wel heeft versterkt. Een specifieke verplichting voor een meerderheidsaandeelhouder kan niet gebaseerd worden op een algemeen beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders. Daarvoor is specifieke wetgeving nodig. Deze conclusie van het Hof is duidelijk en verdient ondersteuning.²⁷⁴ Een soortgelijke redenering komt ook in het Nederlandse recht voor. Zo heeft de Hoge Raad in de ABN Amro-zaak²⁷⁵ geoordeeld dat een goedkeuringsrecht van de algemene vergadering van aandeelhouders voor de verkoop van LaSalle niet op de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW gebaseerd kan worden.

²⁷¹ Anders A-G Timmerman in de DSM-zaak, punt 3.43: ‘Om vast te stellen of een richtlijnconforme uitleg van art. 2:92 lid 2 BW aan de invoering van een loyaliteitsdividend ... in de weg staat ...’. Ook Lennarts en Koppert-van Beek (2008), p. 173 plaatsen het loyaliteitsdividend ten onrechte in de sleutel van art. 42 van de tweede EG-richtlijn.

²⁷² Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007, *PbEU* L 184/17 van 14 juli 2007.

²⁷³ Kamerstukken II 2008/09, 31 746, nr. 3, p. 4.

²⁷⁴ Aldus ook Schutte-Veenstra (2009).

²⁷⁵ HR 13 juli 2007, *LJN*: BA7970 (ABN Amro).

Hoewel een specifiek beginsel betreffende gelijke behandeling van aandeelhouders, zoals voorgestaan door Audiolux, niet bestaat op het Europese niveau, bestaat wel een algemeen gelijkheidsbeginsel. Volgens vaste jurisprudentie van het Hof

‘is het algemene gelijkheidsbeginsel, (...), een der grondprincipes van het Gemeenschapsrecht.’²⁷⁶

Dit algemene gelijkheidsbeginsel komt in het Europese recht bijvoorbeeld tot uitdrukking in de basisprincipes van het EG-verdrag, art. 43 en 49 en het beginsel van non-discriminatie op grond van nationaliteit ex art. 12 EG-verdrag. Ook het beginsel van non-discriminatie op grond van geslacht neergelegd in art. 141 EG-verdrag kan gezien worden als een uitdrukking van het algemene gelijkheidsbeginsel. In het nationale recht wordt dit algemene gelijkheidsbeginsel bijvoorbeeld geaccentueerd door art. 1 Gw. Wanneer ik in deze scriptie verwijs naar het constitutioneel geladen gelijkheidsbeginsel, doel ik op deze bepalingen uit de Grondwet en Europese verdragen. Dit soort constitutioneel geladen bepalingen over het gelijkheidsbeginsel

‘doen een appèl op het democratisch-zedelijk besef van de justitiabelen. Zij zijn geschikt om zedelijke verontwaardiging op te roepen wanneer een inbreuk daarop wordt geconstateerd of vermoed.’²⁷⁷

In mijn ogen neemt de beslissing in het Audiolux-arrest niet weg dat het constitutioneel geladen gelijkheidsbeginsel, het gelijkheidsbeginsel als ‘algemeen erkend rechtsbeginsel’, kan doorwerken in vennootschapsverhoudingen. De bepalingen in afgeleid gemeenschapsrecht, zoals art. 42 van de tweede EG-richtlijn en art. 4 van de richtlijn Aandeelhoudersrechten, kunnen gezien worden als uitdrukkingen van het algemene gelijkheidsbeginsel in het vennootschapsrecht. Het Audiolux-arrest bepaalt niet meer dan dat een algemeen beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders op het Europese niveau ontbreekt. Dit is een verschil met het nationale recht, waar in art. 2:92 lid 2 BW wel een plicht tot gelijke behandeling van aandeelhouders is neergelegd die geldt binnen het gehele vennootschapsrecht.²⁷⁸

Ik heb hierboven aangegeven dat het gelijkheidsbeginsel vaak is neergelegd in een verbod tot discriminatie, bijvoorbeeld een verbod tot discriminatie op grond van geslacht²⁷⁹ of nationaliteit.²⁸⁰ Gerards heeft in haar proefschrift²⁸¹ aangetoond dat, ondanks de variatie in achtergrond en functie van de verschillende discriminatieverboden, de toetsing door het Hof aan het gelijkheidsbeginsel niet in sterke mate verschilt. De toetsingsintensiteit kan echter wel verschillen. Toetsing in geval van gelijke behandeling van aandeelhouders zal minder intensief zijn dan toetsing van het verbod op discriminatie op grond van geslacht of nationaliteit. De constitutionele lading van het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders is kleiner dan bij het verbod op discriminatie op grond van geslacht of nationaliteit, zo heeft de Audiolux-zaak geleerd.

²⁷⁶ HvJ EG 8 oktober 1980, zaak 810/79 (Überschär), r.o. 16. Meer recent bevestigd in HvJ EG 13 oktober 2005, zaak C-458/03 (Parking Brixen), r.o. 48.

²⁷⁷ Van Schilfgaarde (1998), p. 19.

²⁷⁸ Vletter-van Dort (2000), p. 432.

²⁷⁹ 141 EG-verdrag.

²⁸⁰ 12 EG-verdrag.

²⁸¹ Gerards (2002).

Toetsing aan art. 141 EG-verdrag kan als illustratie dienen voor het verschil in toetsingsintensiteit. Art. 141 EG-verdrag gaat over gelijke beloning van mannelijke en vrouwelijke werknemers. Bij art. 141 EG-verdrag speelt meestal een indirect onderscheid. Een werkgever heeft een maatregel die, hoewel geen direct onderscheid tussen mannen en vrouwen wordt gemaakt, wel het effect heeft dat vrouwen minder verdienen dan mannen voor gelijke of gelijkwaardige arbeid. Dit nadelige effect voor vrouwen is ‘verdacht’. De rechter zal in zo’n geval van indirecte discriminatie op grond van een ‘verdachte’ grond intensief toetsen. In het vennootschapsrecht is geen sprake van ‘verdachte’ gronden. Art. 2:92 lid 2 BW stelt immers slechts dat aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden gelijk behandeld moeten worden. Lennarts en Koppert-van Beek stellen dat dit een reden is om in het vennootschapsrecht een minder intensieve toetsing te hanteren.²⁸²

Dat de toetsingsintensiteit kan verschillen, neemt echter niet weg dat de toetsingsmethode in discriminatiezaken als bron van inspiratie kan dienen voor toetsing aan het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders, zoals is gebleken uit het hiervoor besproken arrest Verenigde Bootlieden.

In het volgende hoofdstuk zal ik dit Europeesrechtelijke toetsingsmodel behandelen. Het mag op het eerste gezicht enigszins merkwaardig lijken dat ik voor de uitleg van art. 2:92 lid 2 BW een Europees toetsingsmodel propageer, nu ik hierboven uiteengezet heb dat de nationale rechter voor de uitleg van art. 2:92 lid 2 BW op niet door een richtlijn bestreken terreinen in beginsel niet gebonden is aan het bepaalde in de richtlijn. Hoewel een richtlijnconforme interpretatie dus niet verplicht is voor gevallen die niet onder het toepassingsgebied van een richtlijnbevestiging vallen, verdient voor dergelijke gevallen een richtlijnconforme uitleg op vrijwillige basis naar mijn mening wel de voorkeur. Het toetsingsmodel van het Hof biedt een helder kader waarbinnen alle relevante afwegingselementen hun plaats krijgen.²⁸³ Ook schrijvers die van mening zijn dat art. 2:8 BW de basis voor het gelijkheidsbeginsel vormt voor vraagstukken die buiten het gebied van de richtlijn vallen, sluiten niet uit dat de Nederlandse rechter zich in dergelijke gevallen toch op het Europese recht zal verlaten.²⁸⁴

Bovendien wordt zo voorkomen dat ongewenste inconsistenties optreden bij de toepassing van het gelijkheidsbeginsel van art. 2:92 lid 2 BW. Voor vraagstukken die bestreken worden door het terrein van een richtlijn zou het artikel dan richtlijnconform moeten worden uitgelegd, terwijl voor andere vraagstukken een (wellicht) afwijkende uitleg door de nationale rechter wordt gegeven. De Jongh stelt dat het moeilijk denkbaar is dat een regeling wel in overeenstemming is met het Europeesrechtelijke gelijkheidsbeginsel en tegelijkertijd onaanvaardbaar zou zijn naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid.²⁸⁵ Nu het Hof in de Audiolux-zaak heeft bepaald dat een algemeen, overkoepelend Europeesrechtelijk gelijkheidsbeginsel in het vennootschapsrecht ontbreekt, kan de door De Jongh geschetste situatie zich wel degelijk voordoen. Voor onderwerpen die buiten het toepassingsgebied van een richtlijn vallen geldt Europeesrechtelijk geen gelijkheidsbeginsel. Er is dan dus automatisch overeenstemming met het Europese recht. Vervolgens valt men terug op het nationale recht, art. 2:92 lid 2 BW, dat deels wordt ingekleurd door art. 2:8 BW. De regeling kan dan wel in strijd zijn met het gelijkheidsbeginsel uit het

²⁸² Lennarts en Koppert-van Beek (2008), p. 177.

²⁸³ De Jongh (2009).

²⁸⁴ Bijvoorbeeld Van Schilfgaarde (1998), p. 22.

²⁸⁵ De Jongh (2009).

nationale recht. Dergelijke ongewenste inconsistenties kunnen worden opgelost door ook voor gevallen die buiten het toepassingsgebied van een richtlijn vallen de uitleg van art. 2:92 lid 2 BW in te vullen aan de hand van het toetsingsmodel van het Hof.²⁸⁶

4.4 Conclusie

In dit hoofdstuk ben ik ingegaan op de achtergrond van het in art. 2:92 lid 2 BW neergelegde beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders. Ik heb geconstateerd dat het artikel een Europeesrechtelijke oorsprong heeft (art. 42 van de Tweede EG-richtlijn). Art. 2:92 lid 2 BW beperkt zich echter niet tot het toepassingsgebied van de richtlijn, maar is in algemene termen gesteld. Dit heeft vervolgens de vraag opgeroepen naar de grondslag voor de uitbreiding van het artikel. Ik heb ervoor gepleit die grondslag niet in de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW te zoeken, maar art. 2:92 lid 2 BW te beschouwen als zelfstandig vennootschapsrechtelijk artikel. Vervolgens heb in dit hoofdstuk uitvoerig aandacht besteed aan jurisprudentie die betrekking heeft op gelijke behandeling van aandeelhouders. In het arrest Verenigde Bootlieden is de term ‘redelijke en objectieve rechtvaardiging’ geformuleerd, die afwijking van gelijke behandeling van aandeelhouders mogelijk maakt. Met deze term heeft de Hoge Raad aansluiting willen zoeken bij het meer constitutioneel geladen gelijkheidsbeginsel in andere onderdelen van het recht (in het bijzonder art. 14 EVRM). Ik heb dit arrest geplaatst tegen de achtergrond van constitutionalisering van vennootschapsrecht.

In het DSM-arrest heeft de Hoge Raad zich niet uitgelaten over de vraag of aandeelhouders zich bij de invoering van een loyaliteitsdividend in gelijke omstandigheden bevinden en ook niet over de vraag of een redelijke en objectieve rechtvaardigingsgrond voor loyaliteitsdividend bestaat (art. 2:92 lid 2 BW). Deze vragen komen in het volgende hoofdstuk aan de orde. De Hoge Raad heeft zich slechts uit kunnen laten over art. 2:92 lid 1 BW. Art. 2:92 lid 1 BW verzet zich niet tegen een regeling in de statuten waarbij aan geregistreerde aandeelhouders onder bepaalde voorwaarden een aanvullend dividend wordt toegekend. Over de verhouding tussen de leden 1 en 2 van art. 2:92 BW bestaat in de literatuur discussie. Ik heb het standpunt ingenomen dat geen rangorde bestaat tussen beide leden.

Tot slot van dit hoofdstuk heb ik het Audiolux-arrest van het Hof van Justitie behandeld. Dit arrest heeft nieuw licht geworpen op de discussie in Nederland over gelijke behandeling van aandeelhouders. In de Audiolux-zaak is uitgemaakt dat er geen algemeen, overkoepelend Europeesrechtelijk beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders bestaat. De verwijzingen naar gelijkheid van aandeelhouders in secundair gemeenschapsrecht hebben een beperkt toepassingsgebied. Dit zou kunnen leiden tot ongewenste inconsistenties in de uitleg van art. 2:92 lid 2 BW tussen gedingen die onder het toepassingsgebied van een richtlijn vallen en overige zaken. Om dit te voorkomen, heb ik het standpunt ingenomen dat voor de uitleg van art. 2:92 lid 2 BW een Europees toetsingsmodel wordt gehanteerd. Dit toetsingsmodel voor art. 2:92 lid 2 BW wordt in het volgende hoofdstuk uit de doeken gedaan en toegepast op financiële prikkels voor aandeelhouders.

²⁸⁶ Aldus ook Schutte-Veenstra (2009).

5 Toepassing van het gelijkheidsbeginsel op stemdividend en loyaliteitsdividend

5.1 Introductie

In het vorige hoofdstuk heb ik beargumenteerd dat bij de uitleg van art. 2:92 lid 2 BW rekening gehouden moet worden met de publiekrechtelijke oorsprong van het gelijkheidsbeginsel. Dit is mogelijk door de toetsingsmethode van het Hof van Justitie in discriminatiezaken als bron van inspiratie te gebruiken voor toetsing aan het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders. In paragraaf 5.2 zet ik uiteen hoe dit toetsingsmodel eruit ziet. Vervolgens wordt in paragraaf 5.3 het model toegepast op stemdividend. In paragraaf 5.4 wordt aan de hand van het toetsingsmodel beoordeeld of loyaliteitsdividend strijdig is met het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders. In paragraaf 5.5 bespreek ik de conclusies.

5.2 Het toetsingsmodel

Het toetsingsmodel van het Hof bestaat uit twee fases. In de eerste fase onderzoekt het Hof óf sprake is van onderscheid. Als daadwerkelijk een onderscheid is vastgesteld, wordt in de tweede fase onderzocht of het onderscheid toelaatbaar wordt geacht.

5.2.1 Voorfase

Het toetsingsmodel begint echter met een voorfase waarin de toetsingsintensiteit vastgesteld wordt. Er kunnen drie niveaus van toetsingsintensiteit worden onderscheiden: marginale toetsing (de meest restrictieve toets), neutrale toetsing (een tussenliggende vorm) en intensieve toetsing (de meest stringente toetsing).²⁸⁷ De neutrale toetsing is het uitgangspunt. Voor de toetsing aan het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders kan ik geen argumenten voor een intensieve toetsing bedenken. De intensieve toetsing kan, zoals in het voorgaande hoofdstuk is aangegeven, toegepast worden bij discriminatie op grond van ras of geslacht. Gezien het feit dat aan de vennootschap een zekere mate van beoordelingsvrijheid dient te worden gelaten²⁸⁸ en een algemeen gelijkheidsbeginsel voor aandeelhouders op Europees niveau ontbreekt,²⁸⁹ ligt een neutrale of zelfs marginale toetsing voor de hand.²⁹⁰

5.2.2 Eerste fase

De eerste fase bestaat uit een vergelijkbaarheidstoets en een benadelingstoets. De vergelijkbaarheidstoets ziet op de vraag of bepaalde aandeelhouders zich in identieke omstandigheden bevinden, vergeleken met de overige aandeelhouders. Deze toets roept de vraag op wanneer sprake is van identieke omstandigheden. De rechter zal moeten beoordelen welke overeenkomsten en verschillen voor de vergelijking van belang zijn. Hierbij zal een geschikte vergelijkingsmaatstaf moeten worden gehanteerd, waarbij het doel van het onderscheid in oenschouw moet worden genomen. Dit is niet altijd gemakkelijk. Een nadeel van de

²⁸⁷ Gerards (2002), p. 714.

²⁸⁸ Timmerman (2007), overweging 3.56 en 3.58.

²⁸⁹ Audiolux-arrest, *supra* noot 265.

²⁹⁰ Zie ook De Jongh (2009) en Lennarts en Koppert-van Beek (2008), p. 177.

vergelijkbaarheidstoets is dan ook dat het aannemen van een klein verschil in omstandigheden, ieder onderscheid zou kunnen rechtvaardigen.²⁹¹

Om die reden maakt ook een benadelingstoets deel uit van de eerste fase. Deze toets staat soms zelfs voorop.²⁹² Bij de benadelingstoets wordt onderzocht of een bepaalde groep aandeelhouders wordt benadeeld in vergelijking met de overige aandeelhouders. Er kan sprake zijn van een direct of indirect onderscheid. In het geval van een direct onderscheid dient (i) sprake te zijn van een daadwerkelijke benadeling van de belangen van een groep aandeelhouders en (ii) sprake te zijn van aantasting van een rechtens beschermd, objectiveerbaar belang.²⁹³

In het geval van een indirect onderscheid dienen de benadeelde aandeelhouders tevens aan te tonen dat sprake is van een disproportionele benadeling, althans van een zodanige benadeling dat het vereisen van een rechtvaardiging redelijk is.²⁹⁴

Slechts indien in de eerste fase is komen vast te staan dat sprake is van onvergelijkbaarheid of benadeling, komt de rechtvaardigingstoets van de tweede fase aan de orde. Als niet aan de vergelijkbaarheidstoets of benadelingstoets is voldaan, is het gelijkheidsbeginsel niet in het geding en komt men dus niet toe aan de rechtvaardigingstoets.

5.2.3 Tweede fase

In de tweede fase wordt onderzocht of een uitzondering op het gelijkheidsbeginsel gemaakt kan worden. Een uitzondering wordt toegestaan als daarvoor een redelijke en objectieve rechtvaardigingsgrond bestaat.²⁹⁵ Deze toets is door het Hof uitgewerkt in een aantal deelvragen:²⁹⁶

- (i) Bestaat er een *objectief gerechtvaardigde reden* voor het onderscheid?
- (ii) Is de regeling *geschikt* om het doel te bereiken?
- (iii) Is de regeling *noodzakelijk* om het doel te bereiken?
- (iv) Staat het onderscheid in *evenredige verhouding* ten opzichte van het ermee nagestreefde doel?

De rechtvaardigingstoets is logisch opgebouwd. De rechter toetst alleen aan het volgende criterium als het voorgaande criterium de toetsing kan doorstaan.²⁹⁷ Ik zal dit hieronder toelichten.

Ad (i) Bestaat er een *objectief gerechtvaardigde reden* voor het onderscheid?

Bij deze eerste vraag dient vastgesteld te worden wat het doel van de regeling is en of dit doel gerechtvaardigd is. Zonder vaststelling van het doel is het niet mogelijk de andere vragen te beantwoorden. Bij de neutrale en marginale toetsing geldt als uitgangspunt van de toetsing de doelstellingen die door de vennootschap zijn aangevoerd. Een belangrijk gezichtspunt bij de

²⁹¹ De Jongh (2009).

²⁹² HvJ EG 7 juli 2005, *NJ* 2006, 402, r.o. 46 en HvJ EG 19 maart 2002, *NJ* 2002, 476, r.o. 16-17. Zie ook Lennarts en Koppert-van Beek (2008), p. 176.

²⁹³ Gerards (2002), p. 716.

²⁹⁴ *Ibidem*.

²⁹⁵ Vgl. HR 31 december 1993, *NJ* 1994, 436 (Verenigde Bootlieden).

²⁹⁶ Gerards (2002), p. 237 e.v.

²⁹⁷ *Idem*, p. 716.

beoordeling of het doel gerechtvaardigd is of het gestelde doel voorziet in een werkelijke behoefte van de vennootschap ('genuine corporate need').²⁹⁸ Dit wordt het actualiteitsvereiste genoemd.²⁹⁹

Indien wordt vastgesteld dat het doel gerechtvaardigd is, dan is toetsing aan de overige criteria van het toetsingsmodel vereist. Indien het doel niet gerechtvaardigd is, eindigt de toetsing hier.

Ad (ii) Is de regeling *geschikt* om het doel te bereiken?

Bij deze vraag dient onderzocht te worden of de regeling een effectief middel vormt voor het realiseren van het nagestreefde doel. Deze vraag heeft een sterk feitelijk karakter.³⁰⁰ De geschiktheidstoets gaat soms op in de toetsing aan de eerste vraag.³⁰¹ Uit het arrest Verenigde Bootlieden blijkt niet duidelijk of de Hoge Raad aan dit criterium heeft getoetst.³⁰² Dit is ook logisch, omdat bij een marginale toetsing de effectiviteit wordt verondersteld, tenzij evident is dat het gekozen middel niet geschikt is of de eiser aannemelijk maakt dat de maatregel ongeschikt is. Bij neutrale toetsing kan het oordeel over de geschiktheid gegrond worden op logica of gezond verstand.³⁰³

Als men tot het oordeel komt dat de regeling geen geschikt middel vormt om het doel te bereiken, dan is het onderscheid ontoelaatbaar. Indien de rechter de regeling wel geschikt acht, gaat de rechter toetsen aan het derde onderdeel.

Ad (iii) Is de regeling *noodzakelijk* om het doel te bereiken?

De toets bij vraag (iii) kan afhankelijk van de omstandigheden van het geval en de toetsingsintensiteit bestaan uit een noodzakelijkheidstoets of een subsidiariteitstoets. Bij de eerste toets moet onderzocht worden of het maken van onderscheid in het algemeen kan worden beschouwd als een noodzakelijk of onmisbaar middel om het gestelde doel te bereiken. Met andere woorden: beoordeeld moet worden of het doel niet zonder het maken van onderscheid verwezenlijkt kan worden.³⁰⁴

Bij de tweede toets, naar subsidiariteit, moet nagegaan worden of minder ingrijpende alternatieve beschikbaar waren. (Rechts)vergelijkend onderzoek vormt een belangrijk oriëntatiepunt bij deze vraag. Zijn dergelijke alternatieven aanwezig, dan moet nagegaan worden of de keuze voor één van die alternatieven van de vennootschap verwacht kan worden.³⁰⁵

Bij de marginale toetsing kan in beginsel volstaan worden met een toets naar noodzakelijkheid. Slechts indien alternatieve maatregelen zeer voor de hand liggen, wordt wel eens aan de vraag getoetst of het beoogde doel ook met een alternatief zou kunnen worden bereikt.³⁰⁶

²⁹⁸ HvJ EG 13 mei 1986 (Bilka-Kaufhaus), r.o. 30 en 36. Zie ook Lennarts en Koppert-van Beek (2008), p. 179.

²⁹⁹ Gerards (2002), p. 717.

³⁰⁰ HvJ EG 7 mei 1998, *NJ* 1999, 264, r.o. 35.

³⁰¹ HvJ EG 7 juli 2005, *NJ* 2006, 402, r.o. 63.

³⁰² De Jongh (2009).

³⁰³ Gerards (2002), p. 719.

³⁰⁴ *Idem*, p. 720.

³⁰⁵ *Ibidem*.

³⁰⁶ HvJ EG 7 mei 1998, *NJ* 1999, 264, r.o. 36.

Komt de rechter tot het oordeel dat het onderscheid niet noodzakelijk was, of dat er minder ingrijpende alternatieven voor handen waren, dan is het onderscheid niet toelaatbaar. Anders moet beoordeeld worden of sprake is van een voldoende mate van proportionaliteit.

Ad (iv) Staat het onderscheid in *evenredige verhouding* ten opzichte van het ermee nagestreefde doel?

Bij deze vraag moet onderzocht worden of sprake is van een redelijke afweging van de belangen die met het onderscheid worden gediend (het nagestreefde doel) en de belangen die door het onderscheid worden aangetast.³⁰⁷ De Hoge Raad heeft in het arrest Verenigde Bootlieden ook uitdrukkelijk aan het proportionaliteitsbeginsel getoetst.³⁰⁸ De toets begint met het vaststellen van de betrokken belangen. Hierbij kan teruggerepen worden naar het ondervonden nadeel in de eerste fase en de vastgestelde doelen in de tweede fase. Vervolgens dient het gewicht van de betrokken belangen te worden bepaald. Tot slot dient de door de vennootschap gemaakte belangenafweging te worden beoordeeld. Hierbij is wederom de toetsingsintensiteit van belang. Bij de marginale toetsing wordt de vraag gesteld of de gemaakte belangenafweging willekeurig is, terwijl bij de neutrale toetsing nagegaan dient te worden of de belangenafweging als redelijk kan worden aangemerkt.³⁰⁹

Indien de rechter concludeert dat de belangenafweging redelijk is, kan het onderscheid verenigbaar worden geacht met het gelijkheidsbeginsel. Indien niet aan de proportionaliteits eis wordt voldaan, moet het onderscheid ontoelaatbaar worden geacht en is de conclusie dat het gelijkheidsbeginsel is geschonden.

5.3 Toepassing toetsingsmodel op stemdividend

De vraag of het stemdividend (*Präsenzbonus*) in overeenstemming is met de plicht tot gelijke behandeling van aandeelhouders is met name door Duitse schrijvers gesteld.³¹⁰ De plicht tot gelijke behandeling van aandeelhouders is in Duitsland neergelegd in § 53a AktG. Dit artikel luidt:

‘Aktionäre sind unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln.’

Net als in Nederland zijn ook in Duitsland uitzonderingen op dit gelijkheidsbeginsel toegestaan. Een onderscheid tussen aandeelhouders kan gerechtvaardigd worden door een objectieve reden (‘sachlicher Grund’).³¹¹ Onder het Duitse recht mag dus geen sprake zijn van een willekeurig onderscheid.³¹²

³⁰⁷ Gerards (2002), p. 720.

³⁰⁸ HR 31 december 1993, *NJ* 1994, 436 (Verenigde Bootlieden), r.o. 4.3.1 onder 3.

³⁰⁹ Gerards (2002), p. 721.

³¹⁰ Bijvoorbeeld Noack (2005), Klühs (2005), Spindler (2006b).

³¹¹ Zie BGH 9 november 1992, *BGHZ* 120 (1993), 141, 145-146: ‘(...) daß der Ausschluß unter dem Blickpunkt des Zeitpunktes der Beschlußfassung bei gebührender Berücksichtigung der Folgen für die ausgeschlossenen Aktionäre durch sachliche Gründe im Interesse der Gesellschaft gerechtfertigt ist.’

³¹² Lutter en Zöllner (1988), § 53a, aant. 13.

5.3.1 Eerste fase

In de eerste fase, waarin de vraag wordt gesteld óf een onderscheid wordt gemaakt tussen verschillende groepen aandeelhouders, wordt in de Duitse literatuur een onderscheid gemaakt tussen een formeel en een materieel onderscheid. Dit onderscheid wordt ook in Nederland gehanteerd. Bij het formele onderscheid worden vergelijkbare gevallen ongelijk behandeld, terwijl bij het materiële onderscheid onvergelijkbare gevallen gelijk worden behandeld.³¹³ In het eerste geval ligt de nadruk dus op de behandeling, terwijl in het tweede geval de nadruk ligt op de uitkomst.³¹⁴ Het begrippenpaar formeel-materieel onderscheid hangt nauw samen met het begrippenpaar direct-indirect onderscheid. Van direct onderscheid is sprake als onderscheid wordt gemaakt op een door de wetgever verboden grond. Met indirect onderscheid wordt bedoeld dat geen onderscheid wordt gemaakt op een in de wet genoemde grond, maar wel tot effect heeft dat onderscheid wordt gemaakt op een wettelijk verboden grond. De samenhang tussen beide begrippenparen bestaat eruit dat een indirect onderscheid impliceert dat een formeel gelijke behandeling een materiële, feitelijke ongelijkheid tot gevolg kan hebben.³¹⁵

Het formele onderscheid ziet in het geval van stemdividend op het onderscheid tussen ter vergadering aanwezige of vertegenwoordigde aandeelhouders die hun stemrecht uitoefenen en aandeelhouders die hun stemrecht niet uitoefenen. Van een formeel onderscheid is echter geen sprake, nu het voor alle aandeelhouders op dezelfde wijze mogelijk is om aan de algemene vergadering van aandeelhouders deel te nemen.³¹⁶ Vanuit formeel opzicht is het voor alle aandeelhouders op gelijke wijze mogelijk persoonlijk of vertegenwoordigd aan de algemene vergadering van aandeelhouders deel te nemen en daarmee de voorwaarden voor toewijzing van een dividendbonus te vervullen.

Dat alle aandeelhouders in rechte (formeel) op gelijke wijze worden behandeld, sluit echter niet uit dat bepaalde groepen aandeelhouders feitelijk gehinderd worden in het uitoefenen van hun stemrecht. De verandering in de winstverdeling als gevolg van stemdividend zou met andere woorden kunnen leiden tot een materieel onderscheid.

In de eerste plaats wordt daarbij in de Duitse literatuur gedacht aan de groep van kleine aandeelhouders ('Kleinanleger'). Met dit begrip wordt bedoeld op de aandeelhouders die met zo een gering bedrag deelnemen in het kapitaal van de vennootschap, dat de kosten voor deelname aan de algemene vergadering van aandeelhouders, zij het in persoon of vertegenwoordigd door een stemadviseur, zo hoog zijn dat de uitkering van een stemdividend niet voldoende is om deze kosten te vergoeden. In hoofdstuk 2 heb ik aangegeven dat het stemdividend slechts een klein bedragje per aandeel bedraagt; in Spanje variërend tussen de twee en vijftien eurocent per aandeel. Indien de reiskosten, opportuniteitskosten, etc. voor de kleine aandeelhouder hoger zijn dan de vergoeding die het stemdividend oplevert, zal de kleine aandeelhouder niet deelnemen aan de algemene vergadering van aandeelhouders. Op basis van een kosten-baten analyse blijft de kleine aandeelhouder dan 'rationeel apathisch'. Dit heeft tot gevolg dat het stemdividend voor houders van grote aandelenpakketten wordt gefinancierd door het geringere dividend voor de groep van kleine aandeelhouders. De kleine aandeelhouders zouden dan benadeeld worden in vergelijking met de grotere aandeelhouders.

³¹³ Gerards (2002), p. 12.

³¹⁴ Doorman (2002).

³¹⁵ Gerards (2002), p. 13.

³¹⁶ Klühs (2005), p. 17 en Spindler (2006b), p. 21.

Klühs³¹⁷ brengt hier mijns inziens terecht tegen in dat de relatief hogere transactiekosten voor kleine aandeelhouders zich niet alleen voordoen bij deelname aan de algemene vergadering van aandeelhouders, maar eigenlijk overal waar aandelenkapitaal wordt verworven, vervreemd of beheerd. Hij merkt op dat voor kleine aandeelhouders de mogelijkheid bestaat een voldoende groot pakket aandelen aan te schaffen, waardoor deelname aan de algemene vergadering van aandeelhouders wel financieel rendabel wordt.

Aansluitend wordt in de Duitse literatuur de vraag gesteld of invoering van een stemdividend leidt tot benadeling van buitenlandse aandeelhouders.³¹⁸ Het argument is dat door problemen bij grensoverschrijdende stemrechtuitoefening het voor buitenlandse aandeelhouders niet in dezelfde mate mogelijk zou zijn om te participeren in de algemene vergadering van aandeelhouders. De richtlijn Aandeelhoudersrechten³¹⁹ beoogt belemmeringen die aandeelhouders ontmoedigen om te stemmen op te heffen. Een belangrijke belemmering is de uitoefening van stemrechten afhankelijk te stellen van de blokkering van aandelen gedurende een bepaalde periode voorafgaand aan de algemene vergadering ('share blocking'). Dit vormt in de praktijk een grote belemmering voor aandeelhouders, aangezien zij in deze periode van blokkering hun aandelen niet kunnen verhandelen en dus niet op marktomstandigheden kunnen inspelen.³²⁰ Een andere belemmering die door de richtlijn wordt opgeheven is toegang voor buitenlandse beleggers tot relevante informatie voor de algemene vergadering. Ook maakt de richtlijn het mogelijk stemrecht uit te oefenen zonder de vergadering fysiek bij te wonen.

Hoewel de richtlijn niet alle belemmeringen voor buitenlandse aandeelhouders wegneemt, verliest het argument van materiële ongelijke behandeling van buitenlandse aandeelhouders wel een belangrijk deel van zijn waarde door de richtlijn. Daarnaast wordt er in de Duitse literatuur op gewezen dat het stemdividend een mogelijkheid biedt om de grensoverschrijdende stemrechtuitoefening te vergemakkelijken.³²¹ Het stemdividend kan er namelijk toe leiden dat bewaarbanken relevante informatie doorzenden naar de uiteindelijke aandeelhouders. Buitenlandse aandeelhouders kunnen als gevolg van stemdividend door hun bewaarbanken beter geïnformeerd worden over een aanstaande algemene vergadering. De Spaanse ervaringen met bonusdividend hebben immers aangetoond dat bewaarbanken door de betaling van de aanwezigheidsbonus verplicht worden om in dienst van een zo goed mogelijke waarneming van de belangen van hun klanten, maatregelen te treffen om aan de voorwaarden voor uitkering van de bonus te voldoen. Tot deze maatregelen behoort het door de bewaarbank doorzenden van informatie over de vennootschap aan haar aandeelhouders.

De conclusie die uit de eerste fase van het toetsingsmodel getrokken kan worden, is dat invoering van een stemdividend niet leidt tot een formeel onderscheid tussen aandeelhouders die hun stem uitbrengen op de vergadering en aandeelhouders die dat niet doen. Ook kan betwijfeld worden of stemdividend een materieel onderscheid maakt tussen kleine en grote aandeelhouders of tussen binnenlandse en buitenlandse aandeelhouders. In principe eindigt de toetsing dan bij de eerste fase. Van een daadwerkelijke benadeling van kleine en buitenlandse aandeelhouders lijkt geen sprake.

³¹⁷ Klühs (2005), p. 18.

³¹⁸ Klühs (2005), p. 19 en Spindler (2006b), p. 22.

³¹⁹ Richtlijn 2007/36/EG van de Raad en het Europees Parlement van 11 juli 2007, *pbEU* L 184/17 van juli 2007.

³²⁰ Vletter-van Dort (2007), p. 166.

³²¹ Klühs (2005), p. 21.

5.3.2. Tweede fase

Zou al sprake zijn van een dergelijk onderscheid, dan kan in de tweede fase van het toetsingsmodel een objectieve rechtvaardiging voor dit onderscheid worden gevonden. Ik behandel deze fase toch, omdat de rechter soms de nadruk legt op deze tweede fase. In het arrest Verenigde Bootlieden toetst de Hoge Raad bijvoorbeeld niet of de aandeelhouders zich in gelijke omstandigheden bevinden (eerste fase). De Hoge Raad vormt meteen een oordeel over de rechtvaardiging (tweede fase).³²² Ook het Hof van Justitie legt het accent op de rechtvaardigingstoets.³²³

(i) Bestaat er een *objectief gerechtvaardigde reden* voor het onderscheid?

De doeleinden die met het stemdividend worden nagestreefd, zijn het vertrekpunt voor de eerste vraag van de tweede fase van het toetsingsmodel. In hoofdstuk 2 heb ik aangegeven dat stemdividend beoogt aandeelhoudersabsenteïsme tegen te gaan. Het criterium om de legitimiteit van deze doelstelling te beoordelen is of het tegengaan van aandeelhoudersabsenteïsme aan een werkelijke behoefte van de vennootschap beantwoordt. Voor vennootschappen met een gespreid aandelenbezit vormt aandeelhoudersabsenteïsme een werkelijk probleem. Ik verwijs naar paragraaf 2.2. Voor vennootschappen met een controlerende aandeelhouder kan de behoefte aan een stemdividend worden betwijfeld. Bij dergelijke vennootschappen speelt aandeelhoudersabsenteïsme in mindere mate. De controlerende aandeelhouder zal over het algemeen aanwezig zijn op de algemene vergadering van aandeelhouders en het bestuur ‘monitoren’. Een stemdividend zou bij dergelijke vennootschappen eerder opgevat kunnen worden als een ‘extraatje’ voor de controlerende aandeelhouder, dan als middel om de gevolgen van aandeelhoudersabsenteïsme te beperken. Het stemdividend dient dan meer de belangen van de controlerende aandeelhouder dan de belangen van de vennootschap. Ook als de vennootschap haar aandelen heeft gecertificeerd, lijkt de behoefte aan een financiële prikkel voor aandeelhouders om hun stemrecht uit te oefenen minder sterk.³²⁴ Certificering van aandelen heb ik besproken in paragraaf 2.4. In geval van certificering van aandelen, oefent in beginsel³²⁵ het administratiekantoor als aandeelhouder het stemrecht uit. Van aandeelhoudersabsenteïsme is dan geen sprake.

De conclusie die ik op basis van het voorgaande zou willen trekken, is dat stemdividend objectief gerechtvaardigd is voor vennootschappen met een gespreid aandelenbezit en die ook geen gebruik maken van certificering van aandelen. Voor deze vennootschappen bestaat een werkelijke behoefte om de gevolgen van aandeelhoudersabsenteïsme te beperken.

(ii) Is de regeling *geschikt* om het doel te bereiken?

Bij deze vraag dient onderzocht te worden of het stemdividend een effectief middel is om het nagestreefde doel te bereiken. Ik ben van mening dat het stemdividend een effectief middel is om aandeelhoudersabsenteïsme tegen te gaan. In het algemeen werken financiële prikkels in de financiële markt effectief.³²⁶ Ook kan door de vennootschap gewezen worden op de ervaringen met dergelijke financiële prikkels in andere landen. In Spanje heeft *prima de asistencia* geleid tot

³²² Vletter-van Dort (2000), p. 436.

³²³ Van Schilfgaarde (1998), p. 25-26.

³²⁴ Aldus ook De Jongh (2009).

³²⁵ In beginsel, omdat de certificaathouder een stemvolmacht kan vragen op grond van 2:118a lid 1 BW, die overigens kan worden geweigerd als aan één van de voorwaarden van lid 2 is voldaan.

³²⁶ Timmerman (2007), overweging 3.58.

een verhoogd opkomstpercentage van de algemene vergadering van aandeelhouders. Tot slot kan gewezen worden op de beoordelingsvrijheid, die de vennootschap bij haar inrichting toekomt.³²⁷

(iii) Is de regeling *noodzakelijk* om het doel te bereiken?

In de Duitse literatuur worden de invoering van een quorum, de virtuele aandeelhoudersvergadering (*Online-Hauptversammlung*) en de terugkeer naar het *Depotstimmrecht* als mogelijke alternatieven voor stemdividend aangedragen.³²⁸ Deze alternatieve mogelijkheden zijn ook in de Nederlandse literatuur besproken. In paragraaf 2.2.4 heb ik de door Tiemstra en De Keijzer aanbevolen invoering van een quorumeis besproken. Spindler staat, net als ik, niet positief tegenover dit idee.³²⁹ Hij wijst erop dat om toevalsmeerderheden te voorkomen de hoogte van het quorum op 50% of zelfs 75% gesteld zou moeten worden. Het is onwaarschijnlijk dat de rationeel apathische aandeelhouder door een quorum bewogen wordt om aan de algemene vergadering deel te nemen. Het niet halen van de quorumeis heeft tot gevolg dat een nieuwe algemene vergadering gehouden moet worden, waar kosten voor de vennootschap aan verbonden zijn.

De virtuele aandeelhoudersvergadering heeft ook in de Nederlandse literatuur enige aandacht gekregen.³³⁰ Een virtuele aandeelhoudersvergadering is in Nederland echter wettelijk niet mogelijk, nu de wet vereist dat de algemene vergadering een fysieke bijeenkomst is die in een plaats in Nederland gehouden moet worden.³³¹ Ook overigens zie ik nog wel wat haken en ogen aan de virtuele aandeelhoudersvergadering. De dynamiek van de vergaderzaal gaat in een virtuele vergadering verloren (denk aan groepsvorming). Ook is het in een virtuele aandeelhoudersvergadering voor een aandeelhouder niet meer mogelijk een bestuurder of commissaris ‘in de ogen te kijken’, bijvoorbeeld in het kader van het beloningsbeleid. Het *Depotstimmrecht* heb ik hierboven vergeleken met certificering van aandelen. Hier sta ik afwijzend tegenover. Voor de argumentatie verwijs ik naar paragraaf 3.2.

De conclusie die ik op basis van deze vraag trek is dat stemdividend noodzakelijk is om aandeelhoudersabsenteïsme tegen te gaan. Gezien de vrijheid van inrichting die aan de vennootschap toekomt en het feit dat alternatieve maatregelen niet zeer voor de hand liggen, is mijns inziens aan de subsidiariteitstoets voldaan.

(iv) Staat het onderscheid in *evenredige verhouding* ten opzichte van het ermee nagestreefde doel?

Bij deze laatste vraag wordt getoetst aan het proportionaliteitsbeginsel. Bij deze toets dient beoordeeld te worden of de vennootschap een redelijke afweging heeft gemaakt van de belangen die gediend zijn met het stemdividend en de belangen die zijn geschaad door het stemdividend. De (mogelijke) benadeling van de kleine en buitenlandse aandeelhouders uit de eerste fase dient te worden afgewogen tegen het doel van stemdividend (tegengaan van aandeelhoudersabsenteïsme) dat in de eerste vraag van de tweede fase is vastgesteld. Het uiteindelijke antwoord hangt, zoals vaak in het recht, af van de omstandigheden van het geval. Een omstandigheid die gewicht in de schaal legt, is de aandeelhoudersstructuur. Zoals ik hierboven heb aangegeven, beantwoordt stemdividend bij vennootschappen met een gespreid

³²⁷ Timmerman (2007), overweging 3.56 en 3.58.

³²⁸ Spindler (2006b), p. 22-27.

³²⁹ Zie Spindler (2006b), p. 23.

³³⁰ Van der Krans is op het onderwerp van de virtuele aandeelhoudersvergadering gepromoveerd. Zie Van der Krans (2009).

³³¹ Zie art. 2:116 BW.

aandelenbezit aan een werkelijke behoefte, terwijl dit bij vennootschappen met een controlerende aandeelhouder anders ligt. Een andere omstandigheid die meegewogen moet worden, is de hoogte van het stemdividend. Hoe hoger het stemdividend, hoe groter het nadeel voor aandeelhouders die om wat voor reden dan ook hun stemrecht niet (kunnen) uitoefenen.

Op basis van dit Europeesrechtelijke toetsingsmodel kan niet met een simpel ‘ja’ of ‘nee’ geantwoord worden op de vraag of stemdividend strijdig is met de plicht tot gelijke behandeling van aandeelhouders. Het antwoord hangt af van de omstandigheden van het geval. Echter, zeker voor vennootschappen met een gespreid aandelenbezit lijkt het mogelijk de redelijke en objectieve rechtvaardiging voor ongelijke behandeling in de zin van art. 2:92 lid 2 BW te bewijzen.

5.4 Toepassing toetsingsmodel op loyaliteitsdividend

Naar aanleiding van de DSM-casus heeft een keur aan juridische auteurs zich uitgelaten over de vraag of een loyaliteitsregeling zoals door DSM was voorgesteld, de toets van art. 2:92 lid 2 BW kan doorstaan. Hierover wordt in de literatuur verschillend gedacht. Aan de hand van het toetsingsmodel zal ik de meningen van de verscheidene juridische auteurs behandelen. Ik zal hierbij niet schromen ook mijn eigen mening over de toelaatbaarheid van loyaliteitsdividend in het kader van art. 2:92 lid 2 BW te geven.

5.4.1 Eerste fase

In de eerste fase van het toetsingsmodel dient de vraag te worden gesteld óf een onderscheid wordt gemaakt tussen verschillende groepen aandeelhouders. Om een vergelijking te maken tussen groepen aandeelhouders dient naar het doel van de loyaliteitsregeling gekeken te worden. DSM beoogde met de regeling langetermijnaandeelhouders te belonen. Derhalve dienen lange termijn (‘trouwe’) aandeelhouders vergeleken te worden met overige aandeelhouders. De door DSM beoogde regeling lijkt geen direct onderscheid tussen aandeelhouders te maken. Alle aandeelhouders wordt immers de keuze gelaten de door hen gehouden aandelen al dan niet te laten registreren.³³²

De regeling maakt echter wel een indirect onderscheid. De regeling steekt er toe langetermijnaandeelhouders te begunstigen boven aandeelhouders die hun aandelen slechts voor een korte periode bezitten. Kortetermijnaandeelhouders worden daarmee benadeeld ten opzichte van langetermijnaandeelhouders. Dit staat in de literatuur niet ter discussie.³³³

De bewoordingen van de verschillende auteurs verschillen echter nogal. Timmerman spreekt in vriendelijke termen van ‘een bepaalde groep van aandeelhouders [wordt] bevoordeeld ten koste van een andere groep aandeelhouders.’³³⁴ Doorman spreekt van ‘(...) een straf te stellen op het niet registreren van hun aandelen.’³³⁵ Dortmund noemt het loyaliteitsdividend een boete voor de niet-registrerenden.³³⁶ Voor statutenwijziging zijn de aandelen gelijkgerechtigd tot het dividend. Door de statutenwijziging ontvangen aandeelhouders die niet bereid zijn zich te registreren

³³² Timmerman (2007), overweging 3.51.

³³³ Doorman (2008), punt 22.

³³⁴ Timmerman (2007), overweging 3.52.

³³⁵ Doorman (2008), punt 24.

³³⁶ Zie ook Cools, kenbaar uit Tali De Graaf (2007), p.141.

minder dividend dan aandeelhouders die zich wel laten registreren en hun aandelen een paar jaar vasthouden. Dortmund³³⁷ is van mening dat een dergelijke boete neerkomt op een extra verplichting in de zin van art. 2:81 BW. Een aandeelhouder die niet instemt met de invoering, zou zich van de verplichting niets aan hoeven trekken en geen genoeg hoeven te nemen met minder dividend. Dit gaat Doorman³³⁸ en Timmerman³³⁹ te ver. Met Timmerman ben ik van mening dat een nadeel verbonden aan een bepaalde keuze (al dan niet registreren) geen verplichting als bedoeld in art. 2:81 BW is. Er is voor de aandeelhouder de keuzemogelijkheid zijn aandelen al dan niet te registreren. Aan beide mogelijkheden kleven voor- en nadelen. De conclusie die op basis van de literatuur getrokken kan worden, is dat sprake is van benadeling.

5.4.2 Tweede fase

De vervolgvraag in de tweede fase is of voor deze benadeling een redelijke en objectieve rechtvaardigingsgrond bestaat.

(i) Bestaat er een *objectief gerechtvaardigde reden* voor het onderscheid? DSM had met de invoering van het loyaliteitsdividend twee doeleinden. Ten eerste wilde zij langetermijnaandeelhouders belonen. Daarnaast wilde zij de communicatie met deze groep aandeelhouders versterken. De A-G omschrijft het door DSM beoogde doel in zijn conclusie als

‘het bevorderen van een aandeelhoudersbestand dat aandeelhouderswaarde op de lange termijn prefereert.’³⁴⁰

In de ogen van de A-G zijn de redenen van DSM voor introductie van loyaliteitsdividend objectief gerechtvaardigd. Hij wijst erop dat de invloed van aandeelhouders in beursvennootschappen is toegenomen. Als gevolg daarvan is het voor het bestuur van een vennootschap belangrijker te weten wie haar aandeelhouders zijn en aandeelhouders te vinden die bij het door haar gevoerde beleid passen.³⁴¹ Ook Tabaksblat bepleit dat het bestuur actief haar aandeelhoudersbestand managet. Het bevorderen van aandeelhouderswaarde op de lange termijn is een legitiem doel. Dit doel wordt ook in de Nederlandse corporate governance code onderschreven.³⁴²

Ook de tweede reden die DSM met de regeling nastreeft, de verbeterde communicatie met haar langetermijnaandeelhouders, lijkt mij objectief gerechtvaardigd. Ook hier kan weer op de Nederlandse corporate governance code gewezen worden. De code staat het voeren van een continue en constructieve dialoog voor tussen de verschillende belanghebbenden, waaronder het bestuur en de aandeelhouders.³⁴³ Ook de A-G is deze mening toegedaan. Hij wijst erop dat het voor de vennootschap vaak moeilijk is de identiteit van de uiteindelijke economische

³³⁷ Kenbaar uit Tali en De Graaf (2007), p. 141.

³³⁸ Doorman (2008), punt 22.

³³⁹ Timmerman (2007), overwegingen 3.59-61.

³⁴⁰ Timmerman (2007), overweging 3.62.

³⁴¹ Timmerman (2007), overweging 3.5-6.

³⁴² Preambule Nederlandse corporate governance code, onderdeel 7: ‘Daarbij streeft de vennootschap naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn.’

³⁴³ Preambule Nederlandse corporate governance code, onderdeel 10.

kapitaalverschaffers te achterhalen, omdat de economische en de juridische werkelijkheid uiteenvallen.³⁴⁴ Hij stelt:

‘Tegen de achtergrond van dit decor is het begrijpelijk dat een aantal beursvennootschappen, dat lange termijn-waardecreatie nastreeft, instrumenten, zoals loyaliteitsdividend, wil inzetten om in ieder geval een deel van hun (veelal buitenlandse) kapitaalverschaffers te leren kennen, met hen contacten op te bouwen, zodat lange termijn-aandeelhouderschap wordt bevorderd en hen een zekere premie te geven als beloning voor het lange termijn aandeelhouderschap.’³⁴⁵

(ii) Is de regeling *geschikt* om het doel te bereiken?

Doorman³⁴⁶ plaatst vraagtekens bij de geschiktheid van het loyaliteitsdividend als middel om de creatie van lange termijn aandeelhouderswaarde te bevorderen. Hij stelt dat het niet per definitie in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming is om aandeelhouders te hebben die hun stukken relatief lang vasthouden. Hij wijst er op dat aandeelhouders die hun stukken relatief lang vasthouden nog niet hetzelfde is als het hebben van een aandeelhoudersbestand dat creatie van aandeelhouderswaarde op lange termijn nastreeft.³⁴⁷ Verder betoogt hij dat door loyaliteitsdividend de ‘tucht van de markt’ minder wordt, waardoor het bestuur gemakkelijker activiteiten zou kunnen ontplooiën die niet bevorderlijk zijn voor creatie van aandeelhouderswaarde.³⁴⁸

Met Doorman ben ik het eens dat enige empirische onderbouwing wenselijk zou zijn. Ik wil echter niet zo ver gaan dat loyaliteitsdividend zonder empirische onderbouwing op voorhand niet geschikt geacht kan worden om haar doel te bereiken. Een financiële prikkel is doorgaans een effectief middel in de financiële markt.³⁴⁹ Verder dient aan de vennootschap een zekere mate van beoordelingsvrijheid gelaten te worden om te bepalen welk middel zij geschikt acht om een objectief gerechtvaardigd doel te bereiken.

Doorman vraagt zich ook af of loyaliteitsdividend geschikt is om het tweede doel, de verbeterde communicatie met aandeelhouders, te bewerkstelligen. Hij stelt dat aandeelhouders die graag communiceren met de vennootschap haar wel weten te vinden. Hij vervolgt op ironische toon:

‘Ik geloof niet dat Centaurus, Paulson en TCI veel moeite hadden om zich te melden bij Stork en ABN AMRO.’³⁵⁰

Het loyaliteitsdividend is juist bedoeld om aan dit type aandeelhouders tegenwicht te bieden. Het punt is niet dat (sommige) aandeelhouders de vennootschap niet weten te vinden, maar dat de vennootschap niet weet wie haar (veelal buitenlandse) aandeelhouders zijn. De vennootschap wil contacten met die aandeelhouders opbouwen om lange termijn aandeelhouderschap te bevorderen. Het toekennen van een loyaliteitsdividend, waartoe aandeelhouders zich om hiervoor in aanmerking te komen, moeten laten registreren bij de vennootschap, is in mijn ogen een geschikt

³⁴⁴ Raaijmakers (2007).

³⁴⁵ Timmerman (2007), overweging 3.8.

³⁴⁶ Doorman, punt 23.

³⁴⁷ Zie in deze zin ook Eumedion (2010a).

³⁴⁸ Doorman (2008), punt 23.

³⁴⁹ Timmerman (2007), overweging 3.8.

³⁵⁰ Doorman (2008), punt 24.

middel om het doel van verbeterde communicatie tussen de vennootschap en de aandeelhouders te bereiken.

(iii) Is de regeling *noodzakelijk* om het doel te bereiken?

Brink³⁵¹ is van mening dat de regeling niet noodzakelijk is om de door DSM beoogde doelen te bereiken. Hij stelt dat er andere oplossingen denkbaar zijn, waaraan minder nadelen zouden kleven. Welke andere oplossingen hij voor ogen heeft, is echter niet duidelijk.³⁵²

Lennarts en Koppert-van Beek bespreken loyaliteitsstemrecht als mogelijk alternatief om de doelstelling van langetermijnaandeelhouderschap te bereiken.³⁵³ Zij komen tot de conclusie dat loyaliteitsstemrecht geen geschikt alternatief voor loyaliteitsdividend is.³⁵⁴ Loyaliteitsstemrecht geeft, net als loyaliteitsdividend, discussie over het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders. Een complicatie voor invoering van loyaliteitsstemrecht is dat, anders dan bij loyaliteitsdividend, een aparte soort aandelen gecreëerd moet worden.³⁵⁵ De minister van Financiën heeft in maart 2008 aangegeven dat het toekennen van extra stemrechten aan loyale aandeelhouders op basis van een statutaire regeling mogelijk is.³⁵⁶ De minister ziet daarbij in mijn ogen art. 2:118 BW over het hoofd. Dit artikel staat slechts in zeer beperkte mate afwijkingen toe op het beginsel van één aandeel, één stem. In dit opzicht is de wet strenger voor stemrecht dan voor dividendrecht. De wet werpt immers geen aanvullende restricties op voor een statutaire afwijking van het één aandeel, één dividend beginsel.³⁵⁷ Ik ben het met Lennarts en Koppert-van Beek eens dat loyaliteitsstemrecht geen minder vergaand alternatief is voor het bereiken van langetermijnaandeelhouderschap.

Doorman stelt zich, met betrekking tot het tweede doel, op het standpunt dat er voldoende andere manieren zijn om de communicatie met aandeelhouders te versterken. Hij noemt:

‘extra analistenbijeenkomsten, interactieve communicatie via internet waarbij aandeelhouders vragen kunnen stellen en suggesties kunnen doen en het management hierop reageert en, waarom ook niet, radio- en tv-spotjes om aandeelhouders op te roepen te verschijnen op ava’s.’³⁵⁸

Lennarts en Koppert-van Beek wijzen op het Communicatiekanaal Aandeelhouders.³⁵⁹ Het Communicatiekanaal maakt het voor vennootschappen die hier in participeren³⁶⁰ mogelijk adresgegevens van aandeelhouders te verzamelen. Een onafhankelijke intermediair, Broadridge, verzendt de adresgegevens van aandeelhouders die daar toestemming voor hebben gegeven aan de vennootschap. Bovendien wijzen zij op het vervangen van aandelen aan toonder door aandelen op naam. Daarnaast wijzen zij er, evenals Doorman,³⁶¹ op dat op grond van de Wft

³⁵¹ Brink (2007), onder 6.

³⁵² Timmerman (2007), overweging 3.58.

³⁵³ Lennarts en Koppert-van Beek (2008), p. 178.

³⁵⁴ *Idem*, p. 179.

³⁵⁵ Dit wordt vereist door art. 2:92 lid 3 BW. Zie ook Timmerman (2007).

³⁵⁶ Kamerstukken II 2007/08, 31 083, nr. 10.

³⁵⁷ Art. 2:105 lid 6 BW.

³⁵⁸ Doorman (2008), punt 24.

³⁵⁹ Lennarts en Koppert-van Beek (2008), p. 179.

³⁶⁰ Dat zijn op dit moment Aegon, AkzoNobel, Heijmans, ING, Ahold, KPN, Philips, Reed Elsevier en Unilever. Zie <http://www.communicatiekanaal.nl>.

³⁶¹ Doorman (2008), punt 24.

aandeelhouders die een belang van tenminste 5% houden al verplicht zijn hiervan melding te doen aan de AFM. In een recent wetsvoorstel naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007 wordt deze meldingsplicht zelfs teruggebracht naar 3%.³⁶²

Ik ben het met Lennarts en Koppert-van Beek en Doorman eens dat deze alternatieven geschikt zijn het doel van een verbeterde communicatie met de aandeelhouders te bereiken. Voor het andere doel van het loyaliteitsdividend, het bevorderen van langetermijnaandeelhouderschap bestaat echter geen minder vergaand alternatief. Daaruit trek ik de conclusie dat het loyaliteitsdividend de subsidiariteitstoets kan doorstaan.

(iv) Staat het onderscheid in *evenredige verhouding* ten opzichte van het ermee nagestreefde doel?

Brink meent dat niet is voldaan aan de proportionaliteitseis.³⁶³ Ook Doorman stelt dat onzeker is of de belangen die worden gediend wel in redelijke verhouding staan tot de belangen die worden getroffen.³⁶⁴ De voorgestelde regeling komt Timmerman, gezien in het licht van het door DSM beoogde doel, niet disproportioneel voor.³⁶⁵ In een later artikel herhaalt Timmerman deze opvatting:

‘Ik verwacht - in afwijking van diverse commentatoren - dat de Hoge Raad - ingeval deze vraag ooit aan hem wordt voorgelegd - niet snel zal oordelen dat invoering van een loyaliteitsdividend onder art. 2:92 lid 2 BW niet geoorloofd zal zijn. Voor de invoering van een dergelijk dividend kan een redelijk motief heel wel bestaan, namelijk het voor een langere tijd binden van aandeelhouders aan de vennootschap. Dat legt gewicht in de schaal.’³⁶⁶

Ook Maeijer is van mening dat aan de eisen van proportionaliteit is voldaan. Hij schrijft:

‘Naar mijn inzicht speelt bij het antwoord op de vraag óf er een redelijke en objectieve rechtvaardiging voor de beoogde statutaire regeling kan worden aangewezen, in het bijzonder een rol of de vennootschap een de korte termijn-belangen van de aandeelhouders overstijgend belang heeft bij die statutaire regeling. In de onderhavige casus is dit naar mijn inzicht zeker het geval.’³⁶⁷

Het belang dat met het loyaliteitsdividend gediend is, is het langetermijnaandeelhouderschap. Dit belang dient afgewogen te worden tegen het belang dat door het loyaliteitsdividend wordt getroffen. Dit laatste belang betreft het nadeel in de vorm van minder dividend voor aandeelhouders die zich niet laten registreren om hun aandelen voor een bepaalde periode aan te houden. Met Timmerman en Maeijer meen ik dat deze belangenafweging in het voordeel van het langetermijnaandeelhouderschap moet uitvallen. Het onderscheid dat wordt gemaakt tussen

³⁶² Wetsvoorstel Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007 (dossier 32 014).

³⁶³ Brink (2007), onder 6.

³⁶⁴ Doorman (2008), punt 25.

³⁶⁵ Timmerman (2007), overweging 3.62.

³⁶⁶ Timmerman (2008), voetnoten verwijderd.

³⁶⁷ Maeijer (2008), onder 3.

korte- en lange termijn aandeelhouders heeft immers slechts betrekking op 10% van het jaarlijkse dividend per aandeel.³⁶⁸ Ook Schild heeft gewezen op het belang van de omvang van het loyaliteitsdividend bij deze afweging.³⁶⁹

5.4.3 Eigen opvatting

Het voorgaande heeft duidelijk gemaakt dat in de literatuur verschil van opvatting bestaat over de vraag of een regeling van loyaliteitsdividend de toets van art. 2:92 lid 2 BW kan doorstaan. Timmerman³⁷⁰ en Maeijer³⁷¹ menen van wel, terwijl Brink³⁷² en Dortmund³⁷³ zich op het standpunt stellen dat de loyaliteitsregeling op gespannen voet staat met art. 2:92 lid 2 BW. Ook Storm³⁷⁴ en Doorman³⁷⁵ neigen naar die laatste conclusie.

Ik ben zelf van mening dat invoering van loyaliteitsdividend niet in strijd hoeft te zijn met art. 2:92 lid 2 BW. Ik sluit mij derhalve aan bij de opvatting van Timmerman en Maeijer. Het loyaliteitsdividend doorstaat naar mijn mening het op het Europese recht gebaseerde toetsingsmodel voor art. 2:92 lid 2 BW.

Ook in het Franse recht is men van mening dat een regeling van loyaliteitsdividend niet strijdig is met het gelijkheidsbeginsel. Guyon merkt in dit verband het volgende op:

‘Quant au principe d'égalité, il n'oblige à traiter de manière identique que des personnes en situation semblable. Il ne fait pas obstacle, comme le rappelle constamment le Conseil constitutionnelle, à ce que des situations différents fassent l'objet de solutions différentes. Dès lors il n'est pas anormal, bien au contraire, de consentir un avantage pécuniaire à l'épargnant qui s'est associé durablement à la vie et aux aléas de la société, alors que d'autres, attirés par un profit spéculatif à court terme, n'ont conserve leurs titres que peu de temps.’³⁷⁶

Het oordeel van Guyon is in mijn ogen wel erg kort door de bocht.³⁷⁷ Guyon benadrukt dat gelijke gevallen gelijk behandeld moeten worden, maar dat ongelijke gevallen ongelijk behandeld mogen worden. Loyale aandeelhouders verschillen van kortetermijnbeleggers en mogen volgens hem om die reden ongelijk worden behandeld door een loyaliteitsdividend. Aan de vraag naar een redelijke en objectieve rechtvaardiging komt hij dus helemaal niet toe.

Om tot mijn opvatting te kunnen komen dat het gelijkheidsbeginsel niet wordt geschonden door een regeling van loyaliteitsdividend speelt de toetsingsintensiteit een belangrijke rol. Andere schrijvers besteden hier weinig aandacht aan.³⁷⁸ Het vaststellen van de toetsingsintensiteit is echter wel essentieel voor de uitkomst van de toetsing. Zou men een strenge, intensieve toetsing

³⁶⁸ In deze zin ook Marquenie (2008).

³⁶⁹ Schild (2008), p. 34.

³⁷⁰ Timmerman (2007) en (2008).

³⁷¹ Maeijer (2008).

³⁷² Brink (2007).

³⁷³ Dortmund (2008).

³⁷⁴ Storm (2007).

³⁷⁵ Doorman (2002).

³⁷⁶ Guyon (1995), p. 2-3.

³⁷⁷ Of in de woorden van Timmerman (2007), overweging 3.63 ‘nogal laconiek’.

³⁷⁸ De Jongh (2009) en Lennarts en Koppert-van Beek (2008) vormen een uitzondering.

hanteren, dan wordt uiteraard eerder geconcludeerd dat de regeling strijdig zou zijn met het beginsel van gelijke behandeling. Bij toetsing aan het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders dient de rechter echter een neutrale of zelfs marginale toetsing uit te voeren. Ik heb hiervoor drie argumenten aangevoerd. Ten eerste is de constitutionele lading van het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders kleiner dan bij het verbod op discriminatie op grond van geslacht of nationaliteit het geval zou zijn. Dit argument is uitgewerkt in paragraaf 4.2.3. Ten tweede komt de vennootschap een zekere beoordelingsvrijheid toe. Ten derde ontbreekt in het gemeenschapsrecht een algemeen, overkoepelend beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders, zo volgt uit het in paragraaf 4.3.3 behandelde het Audiolux-arrest.

Hoewel ik meen dat het loyaliteitsdividend niet in strijd is met het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders als neergelegd in art. 2:92 lid 2 BW, vrees ik wel dat het plan van DSM een aanzienlijk risico op geschillen tussen de vennootschap en haar aandeelhouders met zich meebrengt. Deze vrees komt voort uit de betrekkelijk ingewikkelde regeling in de statuten en het reglement die DSM heeft voorgesteld om misbruik van het loyaliteitsdividend te voorkomen. Bij misbruik kan bijvoorbeeld gedacht worden aan de situatie dat de aandeelhouder de aandelen niet voor eigen rekening en risico houdt. Over deze misbruikregeling is bij de bespreking van het DSM-arrest al het nodige gezegd. Ik zou er voor willen pleiten de gerechtigdheid tot het loyaliteitsdividend slechts te baseren op het gedurende een bepaalde periode ingeschreven staan in het register. Daarmee kan niet worden uitgesloten dat het loyaliteitsdividend onder omstandigheden wordt uitgekeerd aan een persoon die niet gedurende de relevante periode de economisch gerechtigde op het aandeel is. Zoals Doorman mijns inziens terecht opmerkt, valt er veel voor te zeggen

‘om degene die besluit het economisch risico op het aandeel te lopen zonder tevens juridisch rechthebbende te zijn ook maar zelf verantwoordelijkheid te laten dragen voor het maken van afspraken met de geregistreerde aandeelhouder over de gerechtigdheid tot loyaliteitsdividend.’³⁷⁹

Ook Van Olffen heeft oog voor de vraag of de regeling in de praktijk werkbaar blijft.³⁸⁰ Een regeling zoals in Frankrijk waar een aandeelhouder die twee jaar als aandeelhouder staat geregistreerd simpelweg in aanmerking komt voor een aanvullend dividend, is goedkoper, transparanter en leidt tot minder juridische geschillen over de vraag of de aandeelhouder al dan niet trouw is.

Ik ben verder van mening dat, een wettelijke basis voor financiële prikkels van aandeelhouders wenselijk zou zijn. Na het mislukte DSM-plan bestaat in de praktijk namelijk enige aarzeling om nieuwe voorstellen te doen.³⁸¹ Voor het loyaliteitsdividend lijkt deze wettelijke basis er ook te komen. De Kamerleden Van Geel, Hamer en Slob hebben op 10 juni 2009 een motie ingediend waarin de regering wordt verzocht loyaliteitsdividend en -stemrecht beter wettelijk te verankeren, zodat deze instrumenten vaker gebruikt kunnen worden.³⁸²

³⁷⁹ Doorman (2008), punt 18.

³⁸⁰ Van Olffen (2006), p. 781.

³⁸¹ Kenbaar uit De Volkskrant 12 juni 2009.

³⁸² Kamerstukken II 2008/09, 31 371, nr. 197.

Naar aanleiding van deze motie zijn door het ministerie van Justitie in overleg met de ministeries van Financiën en van Economische Zaken de contouren van een wettelijke regeling vastgesteld:

‘Samengevat is een wettelijke regeling ten behoeve van naamloze vennootschappen (hierna: NV’s) denkbaar die er als volgt uit zou kunnen zien:

- Expliciet wordt in de wet verduidelijkt dat NV’s extra stemrecht of extra dividend («loyaliteitsrechten») kunnen toekennen aan trouwe aandeelhouders. Daarnaast zal ook het voorstel tot Wijziging van de Wet giraal effectenverkeer houdende uitbreiding van de bescherming aan cliënten van intermediairs inzake financiële instrumenten en het bewerkstelligen van een verdergaande vorm van dematerialisatie van effecten erin voorzien dat uitlevering mogelijk blijft ter facilitering van loyaliteitsrechten.
- De invoering van loyaliteitsrechten wordt in de statuten neergelegd. De regeling kan worden ingevoerd wanneer aan de eisen van een statutenwijziging is voldaan; de instemming van elke individuele aandeelhouder is niet vereist.
- De vennootschap bepaalt in haar statuten gedurende welke termijn de aandelen moeten worden gehouden voordat een aandeelhouder beroep kan doen op loyaliteitsrechten.
- Aandeelhouders die in aanmerking willen komen voor loyaliteitsrechten moeten kunnen aantonen dat de desbetreffende aandelen gedurende een bepaalde tijd aan hen toebehoren, bijvoorbeeld door registratie in een (aandeelhouders)register. Overdracht van de aandelen doet loyaliteitsrechten vervallen.
- Teneinde te voorkomen dat het loyaliteitsdividend zodanig omvangrijk is dat uitkeringen aan gewone aandeelhouders uitblijven, moet de mogelijkheid van loyaliteitsdividend worden begrensd.
- Teneinde te voorkomen dat loyaliteitsstemrecht de zeggenschapsverhoudingen teveel verstoort, wordt ook de mogelijkheid van loyaliteitsstemrecht begrensd.
- Loyaliteitsrechten worden uitsluitend toegekend aan aandeelhouders die hun aandelen – samengevat – voor eigen rekening en risico houden. Gecertificeerde aandelen worden van de regeling uitgesloten.³⁸³

Het stemdividend is niet meegenomen in de contouren van de bovenstaande wettelijke regeling. De leden van de CDA-fractie hebben wel aan de regering gevraagd hoe zij aankijkt tegen een stemdividend. De regering is van mening dat het aan vennootschappen zelf is of zij aandeelhouders willen belonen enkel voor hun aanwezigheid tijdens de algemene vergadering.³⁸⁴

De huidige stand van zaken is dat het besluit om de bovenstaande contouren al dan niet om te zetten in een wettelijke regeling wordt overgelaten aan het volgende kabinet.³⁸⁵ Het kabinet heeft zich op het standpunt gesteld dat wetsvoorstel 32 014 beoogt de balans tussen het bestuur en aandeelhouders van beursvennootschappen te verbeteren. Het voorstel zou daarmee los staan van de discussie over het bevorderen van lange termijn aandeelhouderschap.³⁸⁶ Hierbij kunnen mijns inziens de nodige vraagtekens worden geplaatst. Het bevorderen van lange termijn aandeelhouderschap gaat juist over de balans tussen het bestuur en de aandeelhouders van beursvennootschappen.

³⁸³ Kamerstukken II 2009/10, 32 014, nr. 8, p. 1-2.

³⁸⁴ Kamerstukken II 2009/10, 32 014, nr. 8, p. 3.

³⁸⁵ Kamerstukken II 2009/10, 32 014, nr. 11, p. 2.

³⁸⁶ Kamerstukken II 2009/10, 32 014, nr. 8, p. 1.

De leden van de PvdA- en CDA-fractie betreuren het dat het loyaliteitsdividend nog niet is meegenomen in wetsvoorstel 32 014. Zeker omdat er al een motie lag en een ruime Kamermeerderheid voor het plan was, zouden zij graag zien dat dit alsnog werd meegenomen in wetsvoorstel 32 014.³⁸⁷

Als men de geschetste contouren van de wettelijke regeling voor het loyaliteitsdividend vergelijkt met het DSM-plan en de Franse *prime de fidélité* vallen een aantal zaken op. Het loyaliteitsdividend krijgt net als in Frankrijk een wettelijke basis. Vennootschappen hebben echter de vrijheid al dan niet tot invoering van loyaliteitsdividend over te gaan. De regeling dient dan, zoals DSM ook van plan was, bij statutenwijziging te worden ingevoerd. Anders dan Dortmund³⁸⁸ heeft betoogd, hoeven niet alle aandeelhouders individueel met het dividendplan in te stemmen. Het loyaliteitsdividend geldt wanneer aan de eisen van een statutenwijziging is voldaan.

Wat verder opvalt, is dat de vennootschap in de statuten kan bepalen gedurende welke termijn de aandelen moeten worden gehouden om in aanmerking te komen voor het loyaliteitsdividend. Dit is een verschil met de wettelijke regeling in Frankrijk. Daar is een minimumtermijn van twee jaar in de wet opgenomen. DSM had een termijn van drie jaar voorgesteld.

Wat ik daarnaast opvallend vind aan de geschetste contouren is de wettelijke begrenzing aan de uitkering van loyaliteitsdividend. Deze begrenzing beoogt te voorkomen dat het loyaliteitsdividend ‘zodanig omvangrijk is dat uitkeringen aan gewone aandeelhouders uitblijven.’ Hiermee wordt klaarblijkelijk bedoeld een maximum aan de hoogte van het uit te keren aanvullende dividend. In Frankrijk is dit maximum gesteld op 10%. DSM stelde ook voor om 10% aanvullend dividend uit te keren (hoewel voor de driejarige registratieperiode een inhaalslag van $3 \times 10 = 30\%$ werd gemaakt). De leden van de PvdA-fractie hebben vragen gesteld over deze beperking aan het loyaliteitsdividend.³⁸⁹

In de Franse wettelijke regeling is voor beursvennootschappen ook nog een andere beperking met betrekking tot het loyaliteitsdividend opgenomen. Het aantal aandelen dat per aandeelhouder in aanmerking kan komen voor de dividendbonus kan niet meer bedragen dan 0,5% van het totaal geplaatste aandelenkapitaal. Een dergelijke beperking zie ik niet terug in de contouren van de Nederlandse regeling. Als men het loyaliteitsdividend in wil zetten om lange termijn aandeelhouderschap van institutionele beleggers te bevorderen, ligt een dergelijke beperking ook niet voor de hand. Zonder deze beperking bestaat echter wel het risico dat de liquiditeit van het aandeel terugloopt, indien op grote schaal van de regeling gebruikgemaakt wordt. Ik kan uit de geschetste contouren niet opmaken of hier door de wetgever bij is stilgestaan.

Tot slot wordt, net als in het DSM-plan, in de regeling opgenomen dat loyaliteitsdividend uitsluitend wordt toegekend aan aandeelhouders die hun aandelen voor eigen rekening en risico houden. Ik ben benieuwd hoe de wetgever dit vorm wil geven. Zoals ik hierboven bepleit heb, zie ik meer in een eenvoudige wettelijke regeling naar Frans voorbeeld (dus zonder anti-misbruik bepalingen). Dit lijkt mij voor de praktijk meer werkbaar.

³⁸⁷ Kamerstukken II 2009/10, 32 014, nr. 11, p. 2.

³⁸⁸ Kenbaar uit Tali en De Graaf (2007), p. 141.

³⁸⁹ Kamerstukken II 2009/10, 32 014, nr. 11, p. 2.

5.5 Conclusie

In dit hoofdstuk heb ik de strijdigheid van stemdividend en loyaliteitsdividend met het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders beoordeeld aan de hand van het toetsingsmodel van het Hof van Justitie. Dit model bestaat uit twee fases en een voorfase. In de eerste fase wordt vastgesteld of sprake is van daadwerkelijke benadeling van een groep aandeelhouders, terwijl in de tweede fase wordt beoordeeld of voor het onderscheid een redelijke en objectieve rechtvaardiging aanwezig is. In de fase die hier aan voorafgaat, wordt de toetsingsintensiteit vastgesteld. Bij toetsing aan het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders dient de rechter een neutrale of zelfs marginale toetsing uit te voeren, omdat (i) de constitutionele lading van het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders kleiner is dan bij het verbod op discriminatie op grond van geslacht of nationaliteit het geval zou zijn, (ii) de vennootschap een zekere beoordelingsvrijheid gelaten moet worden en (iii) uit het Audiolux-arrest volgt dat in het Europese recht een algemeen, overkoepelend beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders ontbreekt.

Op basis van dit toetsingsmodel ben ik tot de conclusie gekomen dat zowel het stemdividend als het loyaliteitsdividend geen strijdigheid oplevert met het in art. 2:92 lid 2 BW neergelegde beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders.

Ik heb verder gepleit voor een wettelijke regeling voor het loyaliteitsdividend, omdat na het mislukte DSM-plan vennootschappen aarzelen om met nieuwe voorstellen voor aanvullend dividend te komen. Een eerste aanzet hiertoe is gegeven met het schetsen van de contouren van een wettelijke regeling. De contouren zijn vergeleken met het DSM-voorstel en de Franse wettelijke regeling voor loyaliteitsdividend. Deze vergelijking heeft een aantal vragen opgeroepen over de geschetste contouren, bijvoorbeeld over de beperking van het loyaliteitsdividend en het voorkomen van misbruik van de regeling. Of het volgende kabinet besluit deze contouren om te zetten in een wettelijke regeling zal de toekomst uit moeten wijzen.

6 Conclusie

Financiële prikkels voor aandeelhouders – stemdividend en loyaliteitsdividend – staan in deze scriptie centraal. Stemdividend bestaat uit een bedrag per aandeel dat wordt uitgekeerd aan aandeelhouders als zij op de algemene vergadering in persoon of via een vertegenwoordiger stemmen. Het beoogt de participatiegraad van aandeelhouders op de algemene vergadering van aandeelhouders te verhogen. Indien veel aandeelhouders als gevolg van collective action- en free rider-problemen niet aanwezig zijn op de algemene vergadering (aandeelhoudersabsenteïsme) loopt de vennootschap het risico dat aandeelhouders met een relatief klein belang onevenredige invloed op de vergadering kunnen uitoefenen, wordt toezicht door de aandeelhoudersvergadering op het bestuur bemoeilijkt en komt de legitimiteit van de aandeelhoudersvergadering en de in de vergadering genomen besluiten onder druk te staan.

Loyaliteitsdividend is een aanvullend dividend voor aandeelhouders die hun aandelen gedurende een bepaalde periode hebben gehouden. Het beoogt de korte termijn focus van aandeelhouders tegen te gaan.

Traditioneel worden in Nederland aandeelhoudersrechten beperkt om de gevolgen van aandeelhoudersabsenteïsme en korte termijn focus van aandeelhouders het hoofd te bieden. Ik heb betoogd dat vennootschappen zelf maatregelen kunnen nemen om deze gevolgen tegen te gaan door het invoeren van financiële prikkels voor aandeelhouders. Met name vennootschappen met een gespreid aandelenbezit zouden deze maatregelen kunnen overwegen, omdat deze vennootschappen kwetsbaarder zijn voor kortetermijnaandeelhoudersactivisme. Stemdividend en loyaliteitsdividend kunnen de stabiliteit binnen dit type vennootschappen bevorderen.

Stemdividend en loyaliteitsdividend zijn bestudeerd vanuit een rechtsvergelijkende invalshoek. Het stemdividend is vergeleken met *prima de asistencia* in Spanje en *Präsenzboni* in Duitsland. Het loyaliteitsdividend heb ik vergeleken met *prime de fidélité* in Frankrijk. Nederlandse beursvennootschappen die overwegen een stemdividend of loyaliteitsdividend in te voeren en de wetgever die overweegt financiële prikkels voor aandeelhouders wettelijk te verankeren, kunnen putten uit de ervaringen die in deze landen met financiële prikkels voor aandeelhouders zijn opgedaan.

De vraag die in deze scriptie centraal staat is hoe stemdividend en loyaliteitsdividend zich verhouden tot het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders. Het in art. 2:92 lid 2 BW neergelegde beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders heeft een Europeesrechtelijke oorsprong (art. 42 van de Tweede EG-richtlijn). Art. 2:92 lid 2 BW beperkt zich echter niet tot het toepassingsgebied van de richtlijn, maar is in algemene termen gesteld. Dit heeft vervolgens de vraag opgeroepen naar de grondslag voor de uitbreiding van het artikel. Ik heb betoogd dat die grondslag niet in de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW gezocht moet worden. Ik beschouw het in art. 2:92 lid 2 BW neergelegde gelijkheidsbeginsel als een zelfstandig beginsel in het vennootschapsrecht.

Het arrest Verenigde Bootlieden heb ik ook aldus begrepen. In dit arrest heeft de Hoge Raad de term ‘redelijke en objectieve rechtvaardiging’ geformuleerd, die afwijking van gelijke behandeling van aandeelhouders mogelijk maakt. Met deze term heeft de Hoge Raad aansluiting willen zoeken bij het meer constitutioneel geladen gelijkheidsbeginsel in andere onderdelen van het recht (in het bijzonder art. 14 EVRM). De Hoge Raad heeft een verband gelegd tussen het gelijkheidsbeginsel als algemeen rechtsbeginsel en de doorwerking ervan in vennootschapsverhoudingen. Dit wordt constitutionalisering van vennootschapsrecht genoemd.

Het Audiolux-arrest van het Hof van Justitie heeft nieuw licht geworpen op de discussie in Nederland over gelijke behandeling van aandeelhouders. In de Audiolux-zaak is uitgemaakt dat er geen algemeen, overkoepelend Europeesrechtelijk beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders bestaat. De verwijzingen naar gelijkheid van aandeelhouders in secundair gemeenschapsrecht hebben een beperkt toepassingsgebied.

Ik heb het standpunt ingenomen dat voor de uitleg van art. 2:92 lid 2 BW een Europees toetsingsmodel wordt gehanteerd. Het toetsingsmodel wordt gebruikt om te beoordelen of stemdividend en loyaliteitsdividend in strijd komen met het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders. Over deze vraag heeft de Hoge Raad zich in het DSM-arrest niet uitgelaten. De Hoge Raad heeft slechts geoordeeld dat art. 2:92 lid 1 BW zich niet verzet tegen een regeling in de statuten waarbij aan geregistreerde aandeelhouders onder bepaalde voorwaarden een financiële uitkering, bijvoorbeeld in de vorm van een aanvullend dividend, wordt toegekend, mits deze regeling geen schending oplevert van het in art. 2:92 lid 2 BW neergelegde gelijkheidsbeginsel. Over de verhouding tussen de leden 1 en 2 van art. 2:92 BW heb ik het standpunt ingenomen dat van een rangorde tussen beide leden geen sprake is.

Ik heb twee argumenten genoemd om voor de uitleg van art. 2:92 lid 2 BW inspiratie op te doen bij de toetsingsmethode die het Hof van Justitie hanteert in discriminatiezaken. In de eerste plaats biedt het toetsingsmodel van het Hof een helder kader waarbinnen alle relevante afwegingselementen hun plaats hebben. Bovendien wordt zo voorkomen dat ongewenste inconsistenties optreden bij de toepassing van het gelijkheidsbeginsel van art. 2:92 lid 2 BW tussen zaken die onder het bereik van een richtlijn vallen en overige zaken.

Het toetsingsmodel van het Hof bestaat uit twee fases en een voorfase. In de eerste fase wordt vastgesteld of sprake is van daadwerkelijke benadeling van een groep aandeelhouders, terwijl in de tweede fase wordt beoordeeld of voor het onderscheid een redelijke en objectieve rechtvaardiging aanwezig is. In de fase die hier aan voorafgaat, wordt de toetsingsintensiteit vastgesteld. Bij toetsing aan het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders dient de rechter een neutrale of zelfs marginale toetsing uit te voeren, omdat (i) de constitutionele lading van het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders kleiner is dan bij het verbod op discriminatie op grond van geslacht of nationaliteit het geval zou zijn, (ii) de vennootschap een zekere beoordelingsvrijheid gelaten moet worden en (iii) uit het Audiolux-arrest volgt dat in het Europese recht een algemeen, overkoepelend beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders ontbreekt.

Op basis van dit toetsingsmodel ben ik tot de conclusie gekomen dat zowel het stemdividend als het loyaliteitsdividend geen strijdigheid oplevert met het in art. 2:92 lid 2 BW neergelegde beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders. Ik meen dat het gelijkheidsbeginsel in het vennootschapsrecht een buigzaam beginsel is. De toetsingsmethode van het Hof van Justitie zorgt in mijn ogen niet voor een rigide toepassing van het gelijkheidsbeginsel in het vennootschapsrecht, omdat de toetsingsintensiteit in het vennootschapsrecht kleiner is dan in het constitutionele recht. In de literatuur bestaat echter discussie over de toelaatbaarheid van financiële prikkels voor aandeelhouders. Totdat de Hoge Raad of het Hof van Justitie zich over deze problematiek uitlaat, blijft onzeker tot waar het gelijkheidsbeginsel mag worden gebogen.

Referenties

Literatuur

Abma 2008

Abma, R., 'Reactie op het artikel van Tiemstra en De Keijzer', *Ondernemingsrecht* 2008, 55, 197-199.

Akerlof en Shiller 2009

Akerlof, G.A. en Shiller, R.J., *Animal Spirits, How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*, Princeton: Princeton University Press 2009.

Assink 2010

Assink, B.F., *De Januskop van het ondernemingsrecht - Over facilitairen en reguleren van ondernemerschap* (oratie), Deventer: Kluwer 2010.

Bebchuk en Hamdani 2009

Bebchuk, L.A. en Hamdani, A., 'The Elusive Quest for Global Governance Standards', *University of Pennsylvania Law Review* 2009, 157, 1263-1317.

Behnke 2000

Behnke, T., 'Die Stimmrechtsvertretung in Deutschland, Frankreich und England', *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2000, 665-674.

Berle en Means 1932

Berle, A.A. en Means, G.C., *The modern corporation and private property*, New York: MacMillan Publishing Company 1932.

Bier 2003

Bier, B., *Uitkeringen aan aandeelhouders* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2003.

Bier 2008

Bier, B., 'Loyaal aan soorten aandelen', *Tijdschrift voor Ondernemingsrechtpraktijk* 2008, 2, 62-66.

Boelens 1946

G.J. Boelens, *Oligarchische clausules in statuten van Naamloze Vennootschappen* (diss. Amsterdam), Kampen: J.H. Kok NV 1946.

Bottomley 2007

Bottomley, S., *The constitutional corporation: rethinking corporate governance*, Burlington: Ashgate 2007.

Branson 2001

Branson, D.M., 'Corporate governance "reform" and the new corporate social responsibility', *University of Pittsburgh Law Review* 62, 2001, 605-647.

Brink 2007

Brink, M., Noot bij OK 28 maart 2007, *JOR* 2007/118.

Buijs 2001

Buijs, D.C., 'Een krachtige leider', *Ondernemingsrecht* 2001, 1, 23-24.

Bundesverband der Deutschen Industrie 2005

Bundesverband der Deutschen Industrie, 'Aktionärsrechte: BDI möchte Hauptversammlungs-Präsenzen steigern', 2005, www.bdi-online.de/de/fachabteilungen/4924.htm.

Cherednychenko 2004

Cherednychenko, O.O., 'The Constitutionalization of Contract Law: Something New under the Sun?', *Electronic Journal of Comparative Law* 2004, 8.1-3.

Cherednychenko 2007

Cherednychenko, O.O., 'Fundamental rights and private law: A relationship of subordination or complementarity?', *Utrecht Law Review* 2007 3(2), 1-25.

Commissie Maas 2009

Adviescommissie Toekomst Banken, 'Naar herstel van vertrouwen', rapport in opdracht van Nederlandse Vereniging van Banken.

Cozian et al. 2002

Cozian, M., Viandier, A. en Deboissy, F., *Droit des sociétés*, 15^e druk, Parijs: Litec 2002.

Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz 2005

Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz, 'Hohe Präsenz sichert Aktionärsdemokratie', 15 september 2005, <http://www.dsw-info.de/Hohe-Praesenz-sichert-Aktionae.568.0.html>.

Doorman 2002

Doorman, A., 'Het buigzame gelijkheidsbeginsel', *Ondernemingsrecht* 2002, 7, 199-206.

Doorman 2008

Doorman, A., Noot bij HR 14 december 2007 (DSM), *JOR* 2008/11.

Dortmond 2006

Dortmond, P.J., 'Zittenblijvers bevoordeeld', *Ondernemingsrecht* 2006, 180, 563.

Dortmond 2008

Dortmond, P.J., Noot bij HR 14 december 2007 (DSM), *Ondernemingsrecht* 2008, 11, 36-40.

Duffhues 2010

Duffhues, P.J.W., 'Geen loyaliteitsdividend voor langetermijnaandeelhouders', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 2010, 6, 303-314.

Easterbrook en Fischel 1991

Easterbrook, F.H. en Fischel, D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press 1991.

Eisenberg 1969

Eisenberg, M.A., 'The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporate Decisionmaking', *California Law Review* 1969 5(1), 1-181.

Eisenberg 1999

Eisenberg, M.A., 'Corporate law and social norms', *Columbia Law Review* 1999, 99, 1253-1292.

Eisma 1997

Eisma, S.E., 'Bij, of bij of krachtens, bij Van Solinge', *NV* 1997, 221-225.

Van der Elst et al. 2007

Elst, C.F. van der, Jong, A. de Raaijmakers, M.J.G.C., *Een overzicht van juridische en economische dimensies van de kwetsbaarheid van Nederlandse vennootschappen*, Onderzoeksrapport SER 2007.

Engel en Troisième 1995

Engel, Ph. en Troisième, P., 'La prime de fidélité aux actionnaires par attribution d'une majoration de dividende', *JCP Semaine Juridique, Edition Entrprise* 1995, 4, 55-57.

Eumedion 2010a

Eumedion, 'Evaluatie ava-seizoen 2010', 30 juni 2010, www.eumedion.nl.

Eumedion 2010b

Eumedion, 'Position paper betrokken aandeelhouderschap', 12 maart 2010, www.eumedion.nl.

Fama 1970

Fama, E.F., 'Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work', *Journal of Finance* 25(2), 1970, 383-417.

Georgeson 2006

Georgeson, 'La Prima de Asistencia - Análisis de sus efectos en las Juntas de Accionistas y su impacto en la cotización del título', 18 mei 2006, www.georgeson.it.

Gerards 2002

Gerards, J.H., *Rechterlijke toetsing aan het gelijkheidsbeginsel* (diss. Maastricht), Den Haag: Sdu 2002.

Van Ginneken 2010

Ginneken, J. van, *Gek met geld, Over financiële psychologie*, Amsterdam/Antwerpen: Business Contact 2010.

Van der Grinten 1971

Grinten, W.C.L. van der, 'De aandeelhoudersvergadering en de NV', in: *Verspreide geschriften van W.C.L. van der Grinten*: Deventer: Kluwer 2004, 437-448.

Van der Grinten 1981

Grinten, W.C.L. van der, *Aanpassingswet Tweede Richtlijn*, supplement behorende bij het Handboek Van der Heijden/Van der Grinten 1981.

Guyon 1995

Guyon, Y., 'La loi du 12 juillet sur le dividende majoré', *Revue des sociétés* 1995, 1-7.

Van der Heijden/Van der Grinten 1992

Heijden, E.J.J. van der, *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, twaalfde druk, bewerkt door W.C.L. van der Grinten, Zwolle 1992.

Hirschman 1970

Hirschman, A.O., *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organisations and States*, Cambridge, MA: Harvard University Press 1970.

Huddart 1993

Huddart, S., 'The Effect of a Large Shareholder on Corporate Value', *Management Science* 1993, 39, 1407-1421.

Van den Ingh 2002

Ingh, F.J.P. van den, 'Boekbeschouwing Mr. H.M. Vletter-van Dort, Gelijke behandeling van beleggers bij informatieverstrekking', *RM Themis*, 2002/3, 171-174.

Jensen en Meckling 1976

Jensen, M.C. en Meckling, W.H., 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics* 3(4), 1976, 305-360.

De Jong et al. 2007

Jong, A. de, Roosenboom, D.J.G., Verbeek, M.J.C.M. en Verwijmeren, P., *Hedgefondsen en private equity in Nederland*, RSM Erasmus Universiteit Rotterdam 2007.

De Jongh 2009

Jongh, J.M. de, 'Het loyaliteitsstemrecht', *Ondernemingsrecht* 2009, 105, 442-455.

Kahan en Rock 2007

Kahan, M. en Rock, E.B., 'Hedge funds in corporate governance and control', *University of Pennsylvania Law Review* 2007, 155, 1021-1093.

Kemna en Van de Loo 2009

Kemna, A.G.Z en Loo, E.L.H.M. van, 'Rol institutionele beleggers in relatie tot bestuur en commissarissen, Een driehoeksverkenning', onderzoeksrapport Eumedion oktober 2009.

Klein en Zur 2009

Klein, A. en Zur, E., 'Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors' *Journal of Finance* 2009, 187-229.

Klühs 2005

Klühs, H., 'Präsenzboni für die Teilnahme an der Hauptversammlung-Ein Vorschlag zur Steigerung der Hauptversammlungspräsenz bei Aktiengesellschaften', Institut für Bankrecht, nr. 124 (12/2005), ook gepubliceerd in: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2006, 107-118.

De Kluiver 1998

Kluiver, H.J. de, Reactie op 'Gelijke behandeling van aandeelhouders', in: *Corporate governance voor juristen*, deel 30 serie IVO, Deventer: Kluwer 1998, 145.

Koelemeijer 1999

Koelemeijer, M., *Redelijkheid en billijkheid in kapitaalvennootschappen* (diss. Maastricht), Deventer: Kluwer 1999.

Van der Krans 2009

Krans, A. van der, *De virtuele aandeelhoudersvergadering*, Deventer: Kluwer 2009.

De Larosièrere rapport (2009)

De Larosièrere Groep, *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Brussels, 25 februari 2009.

Lennarts en Koppert-van Beek 2008

Lennarts, M.L. en Koppert-van Beek, M.S., 'Loyalty Dividend and the EC Principle of Equal Treatment of Shareholders', *European Company Law* 2008 4, 173-180.

Lindenbergh 2004

Lindenbergh, S.D., 'Constitutionalisering van het contractenrecht, Over werking van fundamentele rechten in contractuele verhoudingen', *Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie* 6602, 2004, 977-986.

Lindenbergh 2006

Lindenbergh, S.D., 'The Constitutionalisation of Private Law in the Netherlands', in: T. Barkhuysen & S.D. Lindenbergh (Eds.), *Constitutionalisation of Private Law*, Leiden/Boston: Martinus Nijhoff Publishers 2006, 97-128.

Lipton 2006

Lipton, M., *Attacks by Activist Hedge Funds*, client memorandum, 7 maart 2006.

Löwensteyn 1970

Löwensteyn, F.J.W., 'De naamloze vennootschap als raakpunt van contraire belangen', in: *Honderd jaar rechtsleven*, Nederlandse Juristen-Vereeniging 1870-1970.

Luhmann 1969

Luhmann, N., *Legitimation durch Verfahren*, Frankfurt am Main: Suhrkamp 1969.

Lutter en Zöllner 1988

Lutter, M. en Zöllner, W., *Köllner Kommentar zum Aktiengesetz*, 1988.

Maatman 2007

Maatman, R.H., 'Integriteit van de onderneming: aandeelhouder en integriteit', in: Asscher-Vonk, I.P. (Ed.), *Onderneming en integriteit*, Deventer: Kluwer 2007, 55-94.

Maeijer 1994

Maeijer, J.M.M., Noot bij HR 31 december 1993, *NJ* 1994, 436 (Verenigde Bootlieden).

Maeijer 2008

Maeijer, J.M.M., Noot bij HR 14 december 2007, *NJ* 2008, 105 (DSM).

Marquenie 2008

Marquenie, H.J.C., 'Loyaliteitsdividend DSM', *Vennootschap & Onderneming* 2008, 1, 11-13.

Maschhaupt en Storm 1978

Maschhaupt, J.H. en Storm, P.M., *De tweede EEG-richtlijn inzake vennootschapsrecht*, Preadviezen voor de Vereniging 'Handelsrecht, Zwolle: Tjeenk Willink 1978.

Nieuwenhuis 1993

Nieuwenhuis, 'Evenredigheid', *RM Themis* 1993 (9), 433-434.

Nieuwe Weme en Van Solinge 2006

Nieuwe Weme, M.P. en Solinge, G. van, 'Beschermingsmaatregelen tegen vijandige biedingen: beperkingen en mogelijkheden', *Ondernemingsrecht* 2006, 6, 211-220.

Nieuwe Weme en Van Solinge 2008

Nieuwe Weme, M.P. en Solinge, G. van, *Handboek Openbaar Bod*, Deventer: Kluwer 2008.

Noack 2005

Noack, U, 'Handgeld für die Teilnahme an der Hauptversammlung', *BB* 2005, 42, 1.

Van Olfen 2006

Olfen, M. van, 'Loyaliteits aandelen', *WPNR* 2006, 6687, 779-784.

Olson 1965

Olson, M., *The Logic of Collective Action*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press 1965.

Peltier 1995

Peltier, F., 'L'attribution d'un dividende majoré à l'actionnaire stable', *Bulletin Joly Sociétés* 1995, 7 e.v.

Perlitt 2006

Perlitt, J. 'Präsenzoni bei den Hauptversammlungen, In Spanien erfolgreich – ein Modell für Deutschland?', *Finanzplatz*, 2006, 5, 18-19.

Pintens 1998

Pintens, W., *Inleiding tot de rechtsvergelijking*, Leuven: Universitaire Pers Leuven 1998.

Posner 2009

Posner, R.A., *A failure of capitalism: the crisis of '08 and the descent into depression*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press 2009.

Raaijmakers 2007

Raaijmakers, G.T.M.J., 'Synthetische aandelenbelangen in beursvennootschappen', in: *Achter de schermen van beursaandeelhouders*, Preadvies Vereniging Handelsrecht, Deventer: Kluwer 2007, 1-72.

Raaijmakers 2009

Raaijmakers, G.T.M.J., 'De financiële markt en het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2009, 104, 430-441.

Roth 2006

Roth, J., *Der Deutschland Clan, Das skrupellose Netzwerk aus Politikern, Topmanagement und Justiz*, Eichborn 2006.

Schäfer 2006

Schäfer, D., *Die Wahrheit über die Heuschrecken: Wie Finanzinvestoren die Deutschlang AG umbauen*, Frankfurt: Frankfurt Allgemeine Buch 2006.

Schild 2008

Schild, A.J.P., 'Het loyaliteitsdividend van DSM en de onmiddellijke voorzieningen van de ondernemingskamer, HR 14 december 2007, *RvdW* 2008, 1 (DSM)', *Maandblad voor Vermogensrecht* 2008, 2, 30-37.

Van Schilfaarde 1998

Schilfgaarde, P. van, 'Gelijke behandeling van aandeelhouders' in: *Corporate governance voor juristen*, deel 30 serie IVO, Deventer: Kluwer 1998, 19-28.

Schmey 1935

Schmey, F.E., *Amerikaansche en Continentale opvattingen omtrent het vraagstuk der NV*, Openbare Les, Haarlem 1935.

Schutte-Veenstra 1994

Schutte-Veenstra, J.N., Noot bij HR 31 december 1993 (Verenigde Bootlieden), *TVVS* 1994, 81, 127-129.

Schutte-Veenstra 2009

Schutte-Veenstra, J.N., 'Noot bij HvJ EG 15 Oktober 2009, C-101/08 (Audiolux)', *Ondernemingsrecht* 2009, 177, 759-764.

Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger 2005

Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger, 'Dividendenbonus zur Steigerung der HV-Präsenzen', 2 augustus 2005, <http://sdk.softbox.de/pdf/presse/2005/dividendenbonus.pdf>.

Schwarz 1990

Schwarz, C.A., *Aandelen zonder stemrecht* (oratie), Zwolle: Tjeenk Willink, 1-30.

Schwarz 2010

Schwarz, C.A., 'Aandeelhoudersabsenteïsme en corporate governance', *Groene Serie Rechtspersonen, Boek 2 BW, 2010, Aantekening 4 en 6*.

Schwarz en Steins Bisschop (2008)

Schwarz, C.A. en Steins Bisschop, B.T.M., 'Shareholder democracy; a comparative perspective', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2008, 6, 141-144.

Smits 2003

Smits, J.M., *Constitutionalisering van het vermogensrecht*, Preadvies Vereniging voor Rechtsvergelijking, 2003.

Van Solinge 1995

Solinge, G. van, Leeuwe- en andere delen, *Enkele gedachten over winstverdeling bij personen- en kapitaalvennootschappen*, Serie Onderneming en Recht deel 3, Deventer: Kluwer 1995, p. 22 e.v.

Spindler 2006a

Spindler, G., 'Stimmrecht und Teilnahme an der Hauptversammlung, Entwicklungen und Perspektiven in der EU und in Deutschland', Institut für Wirtschaftsrecht, Universität Göttingen, Arbeitspapier 2/2006, 1-30.

Spindler 2006b

Spindler, G., 'Werbung und Hauptversammlungsteilnahme und Präsenzboni', Studienarbeit im Seminar Gesellschafts- und Medienrecht, Universität Göttingen.

Steins Bisschop 2008

Steins Bisschop, B.T.M. (2008), *Bescherming tegen niet-geïnviteerde overnames en ongewenst aandeelhoudersactivisme*, Zutphen: Paris.

Storck en De Ravel d'Esclapon 2009

Storck, M. en Ravel d'Esclapon, Th. de, 'Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français?', *Bulletin Joly Sociétés* 2009, 21, 90-98.

Storm 2007

Storm, P.M., Noot bij OK 28 maart 2007, *Ondernemingsrecht* 2007, 138, 471-474.

Streeck en Höpfner 2003

Streeck, W. En Höpfner, M. (Eds.), *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschlang AG*, Frankfurt: Campus 2003.

Tabaksblat 1999

Tabaksblat, M., 'Corporate governance: een ondernemersvisie', *Ondernemingsrecht* 1999, 2, 43-44.

Tabaksblat 2006

Tabaksblat, M., 'De rol van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen na drie jaar Nederlandse corporate governance code; enkele observaties', *Ondernemingsrecht* 2006, 192, 596-598.

Tali en De Graaf 2007

Tali, Z. en Graaf, F.J. de, 'Loyaliteitsdividend, registratiedividend en institutionele beleggers: 'Vaste relatie of betaalde liefde'', *Ondernemingsrecht* 2007, 45, 139-141.

Tiemstra en De Keijzer 2008

Tiemstra, J.S.T en Keijzer, J. de, 'Algemene vergadering van aandeelhouders: hoeksteen van corporate governance of niet-representatieve formaliteit?', *Ondernemingsrecht* 2008, 54, 192-197.

Timmerman 2005

Timmerman, L., 'Gedragrecht, belangenpluralisme en vereenvoudiging van het vennootschapsrecht, Wat moet dwingend blijven in het vennootschapsrecht van de toekomst?', *Ondernemingsrecht* 2005, 2, 2-8.

Timmerman 2007

Timmerman, L., Conclusie bij HR 14 december 2007, *LJN*: BB3523 (DSM).

Timmerman 2008

Timmerman, L., 'Situationele gelijkheid in het (privaat)recht', *Ondernemingsrecht* 2008, 96, 336-341.

Verdam 2007

Verdam, A.F., 'De rol van stemadviseurs bij het stemmen op afstand; een terrein- en probleemverkenning' in: H. Beckman *et al.*, *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer*, Deventer: Kluwer 2007, 43-74.

Vetter 2006

Vetter, E., 'Handgeld für in der Hauptversammlung präsenste Aktionäre?', *Die Aktiengesellschaft* 2006, 32-35.

Vletter-van Dort 2000

Vletter-van Dort, H.M. van, 'Nogmaals gelijke behandeling van aandeelhouders', in: *A-T-D, Opstellen aangeboden aan P. van Schilfgaarde*, Deventer: Kluwer 2000, 429-442.

Vletter-van Dort 2001

Vletter-van Dort, H.M. van, *Gelijke behandeling van beleggers bij informatieverstrekking* (diss. Utrecht), Deventer: Kluwer 2001.

Vletter-van Dort 2007

Vletter-van Dort, H.M. van, 'Het stemgedrag van institutionele beleggers', *Tijdschrift voor ondernemingsbestuur* 5, 163-170.

Walker Review 2009

Walker Review, *A review of corporate governance in UK banks and other Financial industry entities, Final recommendations*, 26 november 2009.

Wangemann 2008

Wangemann, M., *Finanzielle Anreize zur Steigerung der Hauptversammlungspräsenz in der Aktiengesellschaft*, Frankfurt: Peter Lang 2008.

Wymeersch 2009

Wymeersch, E., 'Shareholders after the crisis', University of Ghent, Financial Law Institute Working Paper 2009-12.

Zetsche 2008

Zetsche, D., 'Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive', Center for Business and Corporate Law Research Paper Series 0031.

Kranten en weekbladen**Elsevier Weekblad 24 oktober 2007**

R. Nods, 'Aandeelhoudersmacht: Subtiele advocatenlobby', *Elsevier Weekblad* 24 oktober 2007.

FD 21 februari 2006

Pieterse, R., 'Evenwicht van bedrijven verstoord', *Het Financieele Dagblad* 21 februari 2006.

FD 1 maart 2006

Munsters, R.M.S.M., Maatman, R.H. en Raaijmakers, G.T.M.J., 'Geen Amerikaanse governance-toestanden', *Het Financieele Dagblad* 28 februari 2006.

FD 23 maart 2007

Berentsen, L., 'Rechtbank beslist laat over loyaliteitsdividend', *Het Financieele Dagblad* 23 maart 2007.

FD 29 maart 2007

Berentsen, L., 'ABP wil wel in beroep, DSM per se niet', *Het Financieele Dagblad* 29 maart 2007.

FD 22 april 2009

Groesbeek, M.J., 'Stemgedrag beleggers moet beter', *Het Financieele Dagblad* 22 april 2009.

FD 24 april 2009

WinterCools, 'Darwin en Governance', *Het Financieele Dagblad* 24 april 2009.

FD 17 november 2009

Munsters, R.M.S.M., 'Gelijk stemrecht niet meer heilig', *Het Financieele Dagblad* 17 november 2009.

De Volkskrant 5 juni 2009

Uffelen, U. van, 'We zagen de bad guys over het hoofd', *De Volkskrant* 5 juni 2009.

De Volkskrant 12 juni 2009

Trappenburg, N., 'Loyaliteitsdividend is nog iets engs', *De Volkskrant* 12 juni 2009.

Kamerstukken

Kamerstukken II 1978/79, 15 304, nr. 3 (MvT).
Kamerstukken II 1978/79, 15 304, nr. 5.
Kamerstukken II 1978/79, 15 304, nr. 6 (MvA).
Kamerstukken II, 1980/81, 15 304, nr. 11.
Kamerstukken II 1980/81, 15 304, nr. 12.
Kamerstukken II 2007/08, 31 083, nr. 10.
Kamerstukken II 2008/09, 31 083, nr. 26.
Kamerstukken II 2008/09, 31 371, nr. 197.
Kamerstukken II 2008/09, 31 746, nr. 3.
Kamerstukken II 2009/10, 31 980, nr. 4 (rapport commissie De Wit).
Kamerstukken II 2009/10, 32 014, nr. 8,
Kamerstukken II 2009/10, 32 014, nr. 11.

Jurisprudentie

HvJ EG 8 oktober 1980, zaak 810/79 (Überschär).
HvJ EG 13 mei 1986, C-170/84, *NJ* 1989, 853 (Bilka-Kaufhaus).
HvJ EG 7 mei 1998, *NJ* 1999, 264.
HvJ EG 19 maart 2002, *NJ* 2002, 476.
HvJ EG 7 juli 2005, *NJ* 2006, 402.
HvJ EG 13 oktober 2005, zaak C-458/03 (Parking Brixen).
HvJ EG 15 oktober 2009, C-101/08, *NJ* 2010, 81 (Audiolux).

BGH 9 november 1992, *BGHZ* 120 (1993), 141.

Tribunal Supremo 3 mei 1989, *Repertorio de Jurisprudencia Aranzadi (RJ)* 1989\3730.

HR 31 december 1993, *NJ* 1994, 436 (Verenigde Bootlieden).
HR 18 april 2003, *NJ* 2003, 286 (RNA).
HR 13 juli 2007, *LJN*: BA7970 (ABN Amro).
HR 14 december 2007, *NJ* 2008, 105, *JOR* 2008/11 (DSM).

OK 17 januari 2007, *LJN*: AZ6440 (Stork).
OK 28 maart 2007, *JOR* 2007/118 (DSM).

Rb. Rotterdam 20 februari 1911, *W* 9183, 5.

Pres. Rb. Amsterdam 11 juni 1999, *JOR* 1999/174.

