

Geen loyaliteitsdividend voor langetermijnaandeelhouders

Piet Duffhues

SAMENVATTING Nederlandse beursondernemingen worden in toenemende mate gedwongen hun corporate governance aan te passen aan een van de gevolgen van de geglobaliseerde financiële markten. Dat is de toegenomen assertiviteit van aandelenbeleggers in het contact met ondernemingen met de daaruit voortspruitende behoefte aan duidelijke onderbouwing van de besluiten van de ondernemingsleiding. Het betalen van een extra dividend aan zogeheten 'loyale' aandeelhouders is een van de voorstellen om de communicatie tussen ondernemingen en 'stabiele' aandeelhouders te bevorderen. Juridisch is het voorstel omstreden. Economisch blijkt het volgens dit artikel evenzeer kwestieus. De auteur ontraadt zelfs het voorstel voor grote internationale gevestigde ondernemingen en wijst op mogelijke alternatieve oplossingen, waarvan de nadelen ook onder ogen worden gezien.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Menige beursonderneming kan haar voordeel doen met deze afweging tussen de verschillende argumenten pro en contra het betalen van extra dividenden aan loyale aandeelhouders. Het artikel geeft – startend vanuit de fundamentele literatuur over de algemeen mogelijke keuzes inzake *corporate governance*-systemen – aanwijzingen voor het vinden van een oplossing wanneer zich een conflict aandient tussen aandeelhouders en het management van ondernemingen. In essentie komen deze keuzes neer op het zoeken naar het onder omstandigheden meest optimale corporate governance-systeem.

1 Inleiding

Op indringende wijze heeft Boot de invloed van de geglobaliseerde financiële markten onlangs op schrift gesteld (Boot, 2009). Nederlandse beursondernemingen worden in toenemende mate gedwongen de corporate governance aan te passen aan een van de gevolgen van deze internationalisering van het financiële systeem. Dat is de toegenomen assertiviteit van aandelenbeleggers in het contact met ondernemingen met de daaruit voortspruitende behoefte aan duidelijke onderbouwing van de besluiten van de onderne-

mingsleiding. Aandeelhouders voelen zich in toenemende mate niet langer het passieve sluitstuk van de besluitvorming van het bestuur dat hen in het verleden eenmaal per jaar vriendelijk ontving en toesprak. De leiding ziet zich in vele gevallen geplaagd voor een indringende afweging hoe zich op te stellen ten opzichte van de nieuwstijlaandeelhouders die zich steeds vaker bevinden en/of opgeleid zijn in andere werelddelen dan de locatie van vestiging van de onderneming. In een aantal gevallen schromen deze nieuwstijlaandeelhouders niet om voor te stellen eerder genomen belangrijke besluiten van de onderneming terug te draaien, met alle debatten van dien. Vaak vinden deze discussies plaats tussen internationale aandeelhouders en het bestuur. Meer en meer wordt in de directiekamers dan ook nagedacht over de vraag wie de aandeelhouders van de onderneming eigenlijk zijn en vooral wat hen beweegt en hoe op wensen en eisen in te spelen. De min of meer provinciale aandeelhouder van weleer is geëvolueerd tot een professionele theoretisch en praktisch goed onderlegde internationale belegger van tegenwoordig. Vanuit het management gezien speelt echter de gedachte dat moet worden voorkomen dat de onderneming een doelwit voor activistische aandeelhouders wordt. Bekende aangrijpingspunten voor activistisch gedrag zijn met name het beloningsbeleid voor de leden van de raad van bestuur, het functioneren van de raad van commissarissen, het financieerbeleid en meer algemeen het strategisch beleid inclusief het aangaan van fusies en overnames.

Ondernemingen kunnen op verschillende manieren reageren op deze nieuwe uitdaging. Een van de genoemde methoden is het betalen van een loyaliteits- of bonusdividend aan aandeelhouders die bereid zijn zich te laten registreren bij de vennootschap en die daardoor hun identiteit aan de onderneming prijsgeven. In Nederland is de onderneming DSM met een voorstel in die richting in 2006 in de publiciteit getreden. Dat heeft geleid tot uiteenlopende reacties, niet alleen van aandeelhouders en de financiële pers, maar ook van de rechtspraak. De Ondernemingskamer

van het Hof in Amsterdam verbood zelfs de onderneming om het onderwerp te agenderen voor de algemene vergadering van aandeelhouders in het voorjaar van 2007. In 2009 nam de Hoge Raad echter een subtieler standpunt in. Onder bepaalde voorwaarden zou het loyaliteitsdividend juridisch toelaatbaar zijn. De onderneming zelf heeft na de uitspraak van de Ondernemingskamer in 2006 het voorstel ingetrokken. Nu de Hoge Raad enigszins meegaand is ten aanzien van dit voorstel, is nadere analyse noodzakelijk. De vraag in dit artikel is of het voorstel van de onderneming hout snijdt in economische zin. Met andere woorden: biedt een loyaliteitsdividend uitzicht op een meer stabiele aandeelhoudersbasis, hetgeen immers de achterliggende gedachte is van de ontwerpers?

Dit artikel is als volgt opgebouwd. In paragraaf 2 wordt het onderwerp van dit artikel geschetst als een zeggenschapsprobleem. Paragraaf 3 geeft een samenvatting van de feiten rondom de lancering van het loyaliteitsdividendvoorstel in 2006. In paragraaf 4 wordt ingegaan op de tweedeling die binnen het publieke ondernemingsmodel ontstaat wanneer het loyaliteitsdividend wordt ingevoerd. Deze tweedeling wijkt af van bekende tweedelingen uit de literatuur die in paragraaf 5 om die reden samenvattend worden besproken. Wel zijn er belangrijke raakvlakken. In paragraaf 5 en 6 wordt de relevantie van de beleggingsduur besproken in het kader van het onderscheid tussen korte- en langetermijnbeleggers. In paragraaf 7 worden de kortetermijn- en de langetermijncomponent van de marktprijs van een aandeel geanalyseerd ongeacht de beleggingsduur. Paragraaf 8 besteedt aandacht aan het risicoprofiel van aandelen die gedurende korte of lange tijd worden gehouden. Een aantal aanvullende aspecten van de eventuele invoering van loyaliteitsdividenden wordt in paragraaf 9 behandeld. In paragraaf 10 wordt het loyaliteitsdividend als dividend ontmaskerd. 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. Paragraaf 11 bespreekt twee alternatieven voor het loyaliteitsdividend die een versterking van de aandeelhouderbasis zouden kunnen betekenen. Ten slotte volgen in paragraaf 12 conclusies en een afsluiting.

2 Achtergrond

De gedachtewisseling tussen de leiding van een onderneming en de aandeelhouders staat sinds begin van deze eeuw in het centrum van de belangstelling. Uitvloeisel hiervan is een reeks codes over goed ondernemingsbestuur die in vrijwel alle financieel ontwikkelde landen is ingevoerd. Het algemene doel hiervan was de rechten van aandeelhouders te versterken opdat de delegatie van verantwoordelijkheden van aandeelhouders naar het bestuur een meer gezond en

evenwichtig karakter zou krijgen. In de kern gaat het om het vinden van de optimale zeggenschap van de verschaffers van vooral eigen vermogen in publiek genoteerde ondernemingen. Teveel zeggenschap is niet goed, omdat het bestuur dan zijn taken niet naar behoren kan vervullen, hetgeen de waarde van de onderneming zal verlagen. Maar te weinig zeggenschap van de aandeelhouders kan ook funeste gevolgen hebben voor de waarde van de onderneming en dus van de aandelen in die onderneming. Achter het zeggenschapsdispuut schuilen belangentegenstellingen tussen bestuur en aandeelhouders en binnen de groep van aandeelhouders zelf. Het onderwerp zeggenschap en vermogensverschaffing is niet nieuw. In het leerboek van Mey en Snel uit 1964 was er al een apart, zij het beknopt hoofdstuk aan gewijd (Mey en Snel, 1964). Dat was meer dan latere leerboeken – ook internationaal gezien – meestal konden opbrengen. Het gegroeide inzicht in de literatuur sinds de jaren tachtig van de vorige eeuw dat agencyconflicten in en rondom de moderne beursonderneming aan belang hebben gewonnen, heeft ertoe geleid dat zeggenschapsverhoudingen weer helemaal terug zijn op de agenda van ondernemingen. De opkomst van min of meer nieuwe marktpartijen zoals *hedge funds* en *private equity*-beleggers en de rol die deze spelen bij de aansturing van ondernemingen hebben in belangrijke mate bijgedragen aan dit gegroeide inzicht. De gedachte om een loyaliteitsdividend uit te keren raakt in de kern de zeggenschapsverhoudingen in een beursonderneming.

3 Het voorstel

DSM N.V. kondigde op 27 september 2006 aan dat aandeelhouders die ten minste drie jaar hun aandelen aanhouden (dus niet verkopen), een extra dividend zullen ontvangen als de statuten van de vennootschap zijn aangepast. Deze zogeheten Loyalty Dividend Bonus zou eenmalig zijn en 30% bedragen over het gemiddelde dividend van de voorafgaande drie jaar. Voor elk daarop volgend jaar geldt een bonus van 10%. Daarnaast en tegelijkertijd publiceerde de onderneming dat zij zou overgaan tot een substantiële inkoop van eigen aandelen ter waarde van 750 miljoen euro. Deze twee instrumenten zouden eerst worden gecommuniceerd met de aandeelhouders. In de algemene vergadering van aandeelhouders (AVA) van 2007 konden volgens de oorspronkelijke intenties besluiten worden genomen. Een uitspraak van de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam vlak voor de aanvang van deze AVA op 28 maart 2007 verhinderde dat het voorstel in stemming werd gebracht tijdens de AVA. Daarop besloot het door deze uitspraak verraste bestuur van de onderneming om het voorstel definitief in te trekken, maar wel te streven naar versterking van de band met aandeelhouders en naar een betere en meer directe communicatie met deze groep van stakeholders. Van alle aandeelhouders lieten

zich, volgens informatie van de onderneming, toentertijd 4500 registreren (ofwel 17%). Deze wilden derhalve in aanmerking komen voor het beloofde loyaliteitsdividend.

Inmiddels (14 december 2007, NJ 2008/105 DSM m.nt. Maeijer, vordering in cassatie artikel 2:92 BW) heeft de Hoge Raad (HR) der Nederlanden in cassatie de beschikking van de Ondernemingskamer vernietigd en de uitkering van een loyaliteitsdividend toch toelaatbaar verklaard, zij het onder bepaalde voorwaarden. In de eerste plaats was de HR van mening dat de hoofdregel volgens welke aan alle aandelen in verhouding tot hun bedrag gelijke rechten en verplichtingen zijn verbonden, regelend recht is; er kan in de statuten van worden afgeweken, ook als het aandelen van een bepaalde soort betreft. De HR was met andere woorden van mening dat aan aandelen van dezelfde soort niet altijd in omvang gelijke aanspraken op dividend moeten zijn verbonden. Er mocht echter geen sprake zijn van een schending van het in artikel 2:92 lid 2 BW neergelegde gelijkheidsbeginsel (Van Ballegooy, 2009). Daarmee is de discussie weer heropend. In dit artikel worden de argumenten pro en contra het uitkeren van een loyaliteitsdividend voor langetermijnaandeelhouders onderzocht, waarbij behalve met financieel-economische factoren ook met juridische overwegingen rekening zal worden gehouden. Ook al staat het loyaliteitsdividend vooralsnog niet meer op de agenda bij de initiatiefnemende onderneming van weleer, de discussie over de merites van lange- en kortetermijnaandeelhouders die hiermee in sterke mate is verweven, is buitengewoon actueel (Boot, 2009). Eerst wordt daarom onderzocht wat moet worden verstaan onder loyale of langetermijnbeleggers, met op de achtergrond de vraag of er reden is om deze beleggers een extra dividend uit te keren.

4 Tweedeling binnen de aandeelhoudersstructuur

Het onderwerp loyaliteitsdividend wordt vaak geassocieerd met het thema 'langetermijnaandeelhouderschap' en 'gezonde aandeelhoudersbasis', passend in het streven naar optimale communicatie tussen de leiding en de aandeelhouders. Het voorstel brengt een tweedeling tot stand tussen twee subgroepen van aandeelhouders: geregistreerden en niet-geregistreerden. Duurzaam aandeelhouderschap is in essentie het doel van de voorgestelde regeling. Dat betekent dat het ondernemingsbestuur de aandeelhoudersstructuur transparanter wil maken met het doel de ondernemingsbelangen beter te behartigen dan zonder die beïnvloeding mogelijk lijkt. Het onderwerp gaat dus over het bekende agencyprobleem (Jensen en Meckling, 1976). In dit geval gaat het vooral om de relatie tussen de aandeelhouders en de ondernemingsleiding en om mogelijke onderlinge belangenconflicten tussen groepen van aandeelhouders. Van managers is niet altijd zeker of zij er op uit zijn de beste belangen van de aandeelhouders te behartigen.

Managers kunnen volgens de agencytheorie het eigenbelang laten prevaleren boven de belangen van de aandeelhouders en ook ten koste van de aandeelhouders. Aandeelhouders zullen hiertegen binnen zekere grenzen zo veel mogelijk disciplinerend trachten op te treden en voorstellen van het bestuur niet kritiekloos willen onderschrijven. Bovendien kan er op goede zakelijke gronden verschil van mening zijn tussen aandeelhouders en het management, los van belangenconflicten (Becht et al., 2006).

Bij het loyaliteitsdividend gaat het niet om de in de literatuur gebruikelijke tweedeling van grootaandeelhouders en minderheidsaandeelhouders, maar om het onderscheid tussen geregistreerde en niet-geregistreerde aandeelhouders. De regeling van het loyaliteitsdividend nodigt de houders van publiek verhandelbare aandelen uit om hun aandelen te laten registreren bij de onderneming en daarmee een 'op naamhouderschap' te verkrijgen. Als de desbetreffende aandeelhouder dan ook ten minste drie jaar geregistreerd blijft, ontvangt deze na drie jaar een extra dividend over de voorafgegangene periode en een extra dividend in de jaren daarna. Daarmee wordt de geregistreerde aandeelhouder beloond vanwege de getoonde loyaliteit jegens de vennootschap. De niet-geregistreerden ontvangen dat extra dividend niet. Het bestuur van de vennootschap heeft het recht om een reeds plaatsgevonden registratie door te halen indien wordt vermoed dat de aandelen niet voor eigen rekening en risico werden gehouden. 'Loyale' aandeelhouders zijn wat tegenwoordig in menig geschrift en toespraak ook wel 'langetermijnaandeelhouders' worden genoemd. Met de nieuwe vorm van dividendbetaling werd beoogd een meer stabiele, duurzame aandeelhoudersgroep te creëren, waarop het bestuur zou kunnen terugvallen in situaties waarin aan het bestuur vijandige beleggers de macht en het beleid van het zittend bestuur zouden willen doorbreken (Becht et al., 2006). Het onderwerp past derhalve heel goed in de discussie over goed ondernemingsbestuur en de code-Tabaksblat (2003) en zijn opvolgers. Meer duurzaamheid werd door het bestuur van de onderneming zonder nadere onderbouwing geacht het belang van de vennootschap te dienen. In de jaren sinds de eeuwwisseling is echter in verschillende gevallen gebleken dat de grote macht van het bestuur van beursondernemingen tot calamiteiten heeft geleid en zelfs tot overname of liquidatie. Het is de vraag of het voorstel tot dividenddifferentiatie tussen twee subgroepen van aandeelhouders verdedigbaar is vanuit de financiële theorie. Doel van dit artikel is een antwoord op deze vraag te geven.

5 De fundamentele discussie in de literatuur

In de wetenschappelijke literatuur wordt aan het onderwerp van de optimale aandeelhoudersstructuur sinds enkele jaren veel aandacht besteed. Als achtergrond van het voorstel om aandeelhouders te registreren, volgt in deze

paragraaf een zeer beknopte samenvatting van deze literatuur op enkele hoofdpunten. Deze literatuur valt weliswaar niet precies samen met, maar heeft zijdelings wel betrekking op het onderwerp van dit artikel.

5.1 De bijdrage van Bolton en Von Thadden (1998a)

Bolton en Von Thadden (1998a) verdiepen zich in het probleem van de optimale eigendomstructuur van ondernemingen. Zij noemen twee systemen waarvan de voor- en nadelen worden afgewogen. Dit is enerzijds de concentratie van eigendomsrechten en anderzijds het verspreid aandelenbezit. Het management wordt gecontroleerd door hetzij grootaandeelhouders, hetzij door de markt. Als de leiding van een onderneming streeft naar het aangaan van binding met vaste aandeelhoudersgroepen, gaat dit ten koste van de marktkapitalisatie en dus van de liquiditeit van het aandeel. De keuze tussen de twee systemen komt neer op een *trade-off* van de voordelen van een meer efficiënte bedrijfsvoering ingeval van meer concentratie en de daaraan inherente nadelen van de beperking van de liquiditeit.

Een goed ontwikkelde overnamemarkt stimuleert de keuze ten gunste van het gespreid aandelenbezit. In het andere geval valt de keuze eerder op de concentratie van het aandelenbezit.

Het artikel van Bolton en Von Thadden (1998a) gaat over de keuze tussen public en private equity. Het voorstel van het loyaliteitsdividend raakt echter niet de mate van concentratie van het aandelenbezit (die blijft onveranderd), maar wel de liquiditeit van het aandeel (die afneemt). Dit laatste aspect betrekken wij dan ook in dit artikel.

5.2 De bijdrage van Bolton en Von Thadden (1998b)

In een nieuwe bijdrage over de theorie van de optimale eigendomstructuur kwalificeren de auteurs de verhandelbaarheid van de aandelen van een besloten onderneming als niet-anoniem en die van de open onderneming als anoniem. Voor elke structuur worden waardemodellen gepresenteerd. Er is geen algemene voorkeur voor een van de twee modellen. De optimale keuze is onder andere afhankelijk van de institutionele structuur van de financiële markt.

Ook in dit artikel wordt het belang van de liquiditeit van de markt zwaar benadrukt en de verlagende invloed van de liquiditeit op de 'cost of capital' van de onderneming. Hoewel het artikel de besloten en beursonderneming vergelijkt als twee extreme systemen en een tussenvorm als het registreren van aandeelhouders van een beursonderneming niet aan bod komt, is het artikel voor ons onderwerp relevant. De auteurs beoordelen namelijk de rol van grootaandeelhouders in beursondernemingen niet positief wegens de kans op het ontstaan van een substan-

tiële informatieasymmetrie tussen de grootaandeelhouders en de overige aandeelhouders. De marktwaarde van een beursonderneming zal dalen wanneer een grootaandeelhouder zijn pakket aanbiedt voor verkoop. De interpretatie van de markt zal namelijk zijn dat deze partij beschikt over 'adverse information'. Deze voorinformatie is precies een van de bezwaren die wij tegen de regeling van loyaliteitsdividend hebben, zoals in dit artikel zal worden besproken.

5.3 De bijdrage van Boot, Gopalan en Thakor (2006)

Een hogere autonomie voor het management kost een hogere 'cost of capital' als bijproduct, omdat beleggers zich indekken tegen een afwijking van het feitelijk en het gewenste gedrag van managers. Een 'delisting' van een beursonderneming is een aanpassing van de aandeelhoudersstructuur aan de wensen van het management van de onderneming. Dit aspect is voor ons artikel relevant, omdat een zekere gelijkensis bestaat tussen het van de beurs halen van een onderneming ('delisting') en het registreren van aandeelhouders dat in de regeling van het loyaliteitsdividend ligt besloten. Boot et al. (2006) voorspellen dat wanneer de publieke corporate governance intensief is, de drang naar beslotenheid zal toenemen en omgekeerd. Voor het management is dit een *trade-off*. De mogelijkheden over deze afweging zijn samengevat als volgt:

Besloten status	a) managers hebben een grote discretionaire ruimte en de 'cost of capital' is hoog omdat het aandeel illiquide is; of b) managers hebben te maken met een omgeving van sterk ontwikkelde rechten van aandeelhouders en zien externe aandeelhouders als opdringerig; ook nu is de 'cost of capital' hoog wegens illiquiditeit van het aandeel.
-----------------	--

Beursonderneming	Aandeelhouders hebben een redelijke mate van inspraak en managers hebben een redelijke mate van autonomie; de 'cost of capital' is wegens de liquiditeit van het aandeel lager dan ingeval van de besloten status.
------------------	--

Het voorstel om een loyaliteitsdividend uit te keren past hierin doordat het model van de beursonderneming 'pursang' daarbij wordt verlaten en een overgang wordt gecreëerd naar de besloten status sub b.

5.4 De bijdrage van Boot en Cools (2007)

Het artikel van Boot en Cools (2007) handelt over activistische en niet-activistische aandeelhouders.

Activistische aandeelhouders zijn ontevreden over de gang van zaken bij de onderneming en proberen andere, betere beslissingen van de leiding af te dwingen, bijvoorbeeld over het zelfstandig voortbestaan van de onderneming en de te volgen strategie (Becht et al., 2006). Dit aanpakken van bestaande agencyproblemen kan op vele manieren gebeuren, zowel als 'geregistreerd' als 'niet-geregistreerd' aandeelhouder. Meestal noemt men hun gedrag 'vijandig', omdat het indruist tegen de opvattingen van het zittend management. Vooral hedge funds hebben een reputatie opgebouwd in hun gedegen voorbereiding van hun acties jegens de onderneming. Het zijn moderne beleggingsfondsen die door hun ongereguleerde status en hun beleggingsruimte eerder tot activistisch gedrag overgaan dan de bekende reguliere beleggingsfondsen. Hun acties komen neer op het zoeken naar arbitragewinsten door beïnvloeding van het ondernemingsgedrag zelf. De behaalde successen van hedge funds zijn talrijk (zie voor abnormale rendementen van verschillende studies Boot en Cools, 2007). Daarmee hebben zij een plaats van betekenis in de financiële wereld verworven.

Het risico bestaat dat schadelijke neveneffecten van activistisch gedrag optreden. Bijvoorbeeld wanneer na de nodige disciplinerende leiding te weinig discretionaire ruimte overhoudt om haar taak goed te kunnen vervullen.

Activistische aandeelhouders vormen een belangrijk correctiemechanisme op het model van de beursonderneming (Becht et al., 2006). Ook de nadelen van dit mechanisme worden behandeld. Het registreren van aandeelhouders kan als achtergrond de angst hebben dat met toekomstig activisme van bepaalde aandeelhouders moet worden gerekend.

Welke waarde hebben activistische aandeelhouders in deze paper? Voor- en nadelen zijn:

- disciplinerende werking op het management, ook preventief;
- maar mogelijk ook een averechts effect wanneer de strijd van het management tegen de activisten leidt tot paniekbeslissingen;
- mogelijk sterke fluctuaties in de aandeelhoudersbasis en dus instabiliteit van de strategie; werkt frustrerend voor het management.

Ondanks evidente nadelen zijn activistische aandeelhouders volgens de auteurs een versterking van het reguliere public equity-model. Private equity is voor een internationale beursonderneming geen reëel alternatief. De dreiging van aandeelhoudersactivisme werkt al productief. Hun voorstel om de aandeelhoudersstructuur te versterken door participatiemaatschappijen te laten deelnemen in het kapitaal van beursondernemingen, doet ons inziens geen recht aan de daarmee samenhangende adverse informatieproblemen.

5.5 De bijdrage van Boot, Gopalan en Thakor (2008)

Ook deze paper handelt over de optimale eigendomstructuur van ondernemingen. Deze wordt geduid als het zoeken naar de optimale managementautonomie. Deze mag niet te groot, maar ook niet te klein zijn. Een verhoogde volatiliteit van het aandeelhoudersbestand is zowel een zegen als een vloek. Een zegen omdat liquide markten de 'cost of capital' verlagen en daardoor waarde creëren. Een vloek omdat het management stabiliteit van het aandeelhoudersbestand prefereert.

Opmerkelijk is dat uit dit beperkte overzicht van de fundamentele literatuur blijkt dat de waarde van een stabiele aandeelhouderbasis niet wordt aangetoond. Het is slechts een assumptie, maar wel een die een cruciale rol speelt. In de resterende paragrafen zullen wij ons voordeel doen met de inzichten van de hier besproken artikelen.

6 De keuze van de beleggingsduur

Het hiervoor beschreven voorstel om een loyaliteitsdividend in te voeren, is geen novum omdat ook in Frankrijk een soortgelijke regeling voorkomt en is toegelaten (Van Ballegooy, 2009). Het voorstel heeft na lezing van het desbetreffende persbericht van 27 september 2006 blijkbaar tot doel om de communicatie met de langetermijnaandeelhouders te versterken. Daartoe zou registratie van de aandeelhouders in staat hebben gesteld. Met langetermijnaandeelhouders wordt blijkbaar de groep bedoeld van aandeelhouders die gedurende langere tijd het aandeel aanhouden. Bij de initiërende onderneming was dat gerelateerd aan een periode van drie jaar. Gaat een aandeelhouder daarbinnen tot verkoop over, dan is hij of zij een kortetermijnaandeelhouder. De langetermijnaandeelhouder moet volgens de voorgestelde regeling een extra dividend krijgen, een soort bonus wegens loyaal gedrag. De Adviescommissie Toekomst Banken heeft in een in april 2009 uitgebracht rapport ('Naar herstel van vertrouwen') een soortgelijke aanbeveling gedaan (zie p. 25). Langetermijnbeleggen is in deze regeling identiek met loyaal beleggersgedrag. Speculanten vertonen in deze zin deloyaal gedrag. Het diepere motief voor het toekennen van een loyaliteitsdividend lijkt te zijn dat langdurig aandeelhouderschap voor de onderneming gelijk staat met of wordt geïnterpreteerd als een aandeelhouderschap van een hogere kwaliteit dan het kortstondig aandeelhouderschap van een belegger die minder dan drie jaar risicodragend vermogen in de onderneming heeft geïnvesteerd. Waarom er een kwaliteitsverschil bestaat, wordt niet verduidelijkt. Toch is het buitengewoon onduidelijk welke relatie er bestaat tussen de duur van het aandeelhouderschap en de kwaliteit van een aandeelhouder. Veel, zeer respectabele motieven bepalen de beleggingshorizon van partijen. In de literatuur zijn dat primair rendements- en risicoafwegingen, maar ook

bijvoorbeeld de eis dat de belegde gelden op een bepaald toekomstig tijdstip weer beschikbaar moeten komen. Het is zeer aanvechtbaar om te stellen dat de beleggerskwaliteit hoog is als aandeelhouders het bestuur van de onderneming langdurig, en misschien wel slaafs of blindelings, volgen. Dit zou juist kunnen wijzen op het tegendeel, omdat het bestuur niet wordt gecorrigeerd in mogelijk foutieve keuzes over belangrijke thema's. Eerder lijkt het constructieve overleg tussen bestuur en algemene vergadering van aandeelhouders uitdrukking van kwaliteit, ongeacht de beleggingsduur. Het gaat om de keuze uit alternatieve gedragslijnen die door velen kunnen worden aangereikt, zonder enige relatie met de beleggingsduur te bezitten. Een sprankelend idee om de strategie van de onderneming te wijzigen, kan afkomstig zijn van zowel een korte- als langetermijnaandehouder. Hetzelfde geldt voor een oninteressant idee. In beide gevallen zullen de gevolgen van het idee (dat wel of niet wordt geaccepteerd door het zittende bestuur) neerslaan in de verkoopprijs van het aandeel, althans bij een behoorlijke kwaliteit van de verslaggeving. Als het idee slecht is, zal de verkoopprijs van zijn aandeel niet hoger zijn, zodat de indiener van een bepaald voorstel niet wordt beloond voor het ingebrachte idee. Andere aandeelhouders hebben er ook geen voor- of nadeel van. Anderzijds wordt de indiener van een briljant idee beloond wanneer de verkoopprijs het verbeterde winstpotentieel gaat weerspiegelen. Daar profiteren dan ook alle overige aandeelhouders van ('free riding'). Dit alles leidt ertoe dat het onderscheid tussen korte- en langetermijnaandehouders niet relevant is voor het onderscheid tussen deloyaal en loyaal gedrag. Nieuwe informatie over de korte- en/of langetermijnvooruitzichten van de onderneming leidt tot nieuwe marktprijzen voor het aandeel, ongeacht of die informatie wordt uitgedragen aan een belegger met een korte of lange beleggingshorizon. De nieuwe marktprijs weerspiegelt voor alle beleggers (ongeacht of deze kort of lang aan de onderneming zijn verbonden) de eventueel gewijzigde rendements- en risicoperspectieven. De conclusie is dat kortetermijnaandehouders even waardevol zijn als langetermijnaandehouders en omgekeerd. De creativiteit staat of valt niet met de beleggingsduur. Op basis van deze overweging is er geen aanleiding om beleggers die lang beleggen, meer dividend toe te kennen dan aan beleggers die slechts korte tijd in het aandeel zitten.

6.1 De 'kortetermijndruk' van de markt

Sommigen schrijven dat de kortetermijndruk van de kapitaalmarkt niet spoort met de noodzaak voor een onderneming om op de lange termijn waarde te creëren. Het is echter niet duidelijk welke definitie zij geven van korte- en langetermijnbeleggers. Blijkbaar gaat dit over de duur van de beleggingsperiode. Ook wordt niet duidelijk gemaakt wat te verstaan onder 'de kortetermijndruk' van de kapi-

taalmarkt en in welke mate die werkelijk aanwezig is. Dit is verwarrend voor het debat dat met grote regelmaat wordt gevoerd in de financiële pers over de tegenstellingen tussen zogeheten 'korte-' en 'langetermijnaandehouders'. Het is denkbaar dat iemand lange tijd belegt, maar toch slechts een mager resultaat behaalt. Ook het omgekeerde is mogelijk. Een belegger die nieuwe informatie over de onderneming goed inschat, kan met een kortdurende belegging veel waardecreatie behalen, bijvoorbeeld als de nieuwe informatie de strategie van de onderneming raakt. Als die informatie in de beurskoers is verwerkt, heeft de belegger zijn doel bereikt. De verwachtingen over de toekomstige resultaten van de onderneming zijn in dat geval verwerkt in de marktprijs van het aandeel. Op de realisatie van die resultaten in een reeks van toekomstige jaren hoeft die belegger zeker niet per se te wachten. Door zijn aandeel te verkopen, is sprake van een substitutieproces ter zake van het aandeelhouderschap zonder dat de onderneming haar eigen vermogen ziet toe- of afnemen.

6.2 De liquiditeitscreërende functie van de kapitaalmarkt

Het geschetste proces verloopt continu, met participatie van zeer veel aandeelhouders wereldwijd. Het zorgt voor de liquiditeit van de markt. Dat is de hoogste functie van de kapitaalmarkt: de mogelijkheid om aandelen te kopen en te verkopen in een ruime handel. Er is geen a priori zwaarwichtige reden om gedurende een lange periode te beleggen in hetzelfde aandeel. In feite gebeurt dat ook maar alleen door de collectiviteit van de beleggers, niet per se op het niveau van de individuele belegger. Het vasthouden van aandelenbeleggingen moet volgens de voorstanders van het langetermijnbeleggen blijkbaar zo veel mogelijk worden bevorderd, maar een motivatie van dit a-prioristandpunt ontbreekt ten enenmale. Dit lijkt op een vooringenomenheid en een miskenning van de belangrijke functie van de markt om liquiditeit te verschaffen aan degenen die daaraan behoefte hebben. De vraag rijst ook waarom een individuele belegger niet zou mogen verkopen als hij zich niet meer achter de doelen en de resultaten van een onderneming kan scharen. In feite zou deze belegger daartoe zelfs verplicht zijn gegeven zijn verantwoordelijkheid naar zijn achterban, zoals bij institutionele beleggers het geval is. De effectenbeurs is als secundaire markt juist een instituut dat het intentioneel mogelijk maakt beleggingen te liquideren. Juist door de liquiditeit van een belegging op te voeren, wordt de economie gediend door de creatie van een beter allocatiemechanisme. Het disciplinerend karakter van de beurskoers ten opzichte van de leiding van ondernemingen zal nog verder verloren gaan dan nu reeds het geval is als langetermijnaandehouderschap wordt gerelateerd aan loyaliteit. Aandeelhouders moeten niet worden gezien als vijanden van het management van de onderneming waarin zij beleggen, tenzij het management disfunctioneert. Als

dat laatste het geval is, treden ze terecht op om hun belangen te beschermen, ongeacht of zij al geruime tijd in het aandeel beleggen dan wel dat zij eerst onlangs als zodanig zijn toegetreden. Het vrijkomen van nieuwe informatie is in dit alles doorslaggevend. De belangrijke sociale functie die zij vervullen als verschaffers van risicodragend vermogen vormt de basis voor de ontwikkeling van de gehele economie, zodat alle nieuwe informatie terecht tot verandering van het beleggersgedrag kan leiden.

De conclusie is dat individuele beleggers in publieke ondernemingen blijvend vrij moeten kunnen in- en uittreden zonder beperkingen van een eenmaal gegeven knellend commitment aan de strategie van de onderneming waarin wordt belegd. De liquiditeitsverruimende en allocatieve taak van de kapitaalmarkt wordt op deze manier het best gediend. Deze functie wordt juist niet gediend met te innige bindingen aan ondernemingen. Dit alles nog afgezien van het grote risico dat zodra registratie eenmaal een feit is, de informatie over de onderneming uiteen gaat lopen tussen deze partijen en niet-geregistreerde aandeelhouders. Ook moet hierbij worden bedacht dat grote institutionele beleggers vanwege hun dominantie in de financiële markt sowieso een sterke prikkel hebben om zich te melden voor registratie en het extra dividend te ontvangen, zonder dat dit enige relatie heeft met loyaliteit en deloyaliteit jegens de onderneming in kwestie.

7 De korte- en langetermijncomponent in de marktprijs ongeacht de beleggingsduur

Het streven naar langetermijnwaarde dat vrijwel algemeen door theoretici en practici wordt verdedigd, houdt per definitie in dat ondernemingen streven naar het scheppen van aandeelhouderswaarde met een verre horizon. Het betreft de waardering van alle toekomstige vrije kasstromen, niet alleen de kasstromen die in het lopende jaar worden verwacht, zoals vaak wordt gesuggereerd. Wanneer de samenstelling van de marktprijs van een aandeel in termen van een kortetermijn- en een langetermijncomponent wordt bestudeerd, blijkt dat een belegger in de aankoopprijs contante waarde van toekomstige opbrengsten koopt die zeer overwegend pas op lange termijn worden verwacht. Slechts een kleine fractie van de aankoopprijs heeft betrekking op de (gedisconteerde) dividenden in de eerste drie jaar. Een schatting van deze fractie is voor een doorsnee AEX-fonds 13%. Dat betekent dat ruwweg 87% van de koopprijs van een aandeel altijd langetermijnwaarde representeert, dus waarde die pas na drie jaar (tot het einde van de bestaansduur van de onderneming) zal worden gecreëerd (Duffhues, 2006). Dit geldt voor alle kopers van aandelen, ongeacht of een belegger korter of langer dan drie jaar wil beleggen. Elke belegger zal, dit beseffend, maximaal geïnteresseerd zijn in de mutaties van de opbrengsten op lange

termijn en veel minder in die op korte termijn. Het geringe gewicht van deze laatste spreekt relatief gezien niet aan. Hieruit vloeit voort dat rationeel handelende aandeelhouders overwegend langetermijnwaarde koesteren. Inspanningen die erop zijn gericht het beleid van de onderneming te beïnvloeden, zullen dan ook worden gericht op die langetermijncomponent. De leiding van een onderneming moet de informatie over die langetermijnperspectieven dan ook de hoogste prioriteit geven. Door de langetermijncomponent in de marktprijs van het aandeel de hoogste aandacht te geven in haar investeringsbeleid, creëert de onderneming wanneer zij over dat onderwerp geloofwaardig communiceert met haar aandeelhouders, ook de grootste kans op een stabiele aandeelhoudersbasis.

8 Het risicoprofiel van korte en lange beleggingsperioden

Nog een ander aspect verdient de aandacht in de speurtocht naar de merites van loyaliteitsdividenden. Dat is het risicoprofiel van een aandeelhouder die het aandeel slechts een korte periode houdt versus het profiel van een aandeelhouder die jarenlang in het aandeel een positie aanhoudt. Als wordt gezocht naar een verdediging van het loyaliteitsdividend door te kijken naar het risicoprofiel van korte- en langetermijnaandeelhouders, dan zou de langetermijnaandeelhouder meer risico moeten lopen om het extra dividend te rechtvaardigen dat hij ontvangt bij loyaal gedrag. Een verworvenheid in de financiële theorie is het inzicht dat hogere opbrengsten samengaan met extra risico. Het simpel laten registreren van de aandelen op naam en deze ten minste drie jaar aanhouden als belegging zonder verdere tegenprestaties verandert echter niets aan het risicoprofiel van het aandeel, zolang het niet gaat om het gebruikmaken van 'inside information'. De CAPM-risicomaatstaf voor beleggers die geënt is op de samenhang van het rendement met dat van de marktportefeuille, de 'betacoëfficiënt', verandert niet wanneer loyaliteitsdividenden worden uitgekeerd. Hetzelfde geldt voor de ondernemingskenmerken: de onderneming investeert en financiert niet afwijkend van wat ze gewoon is. De conclusie is dan ook dat de bedoelde loyaliteitspremie niet kan worden verdedigd met een beroep op een verschil in risico van de twee aandeelhoudersgroepen.

Ter verduidelijking bekijken we hierna meer specifiek twee mogelijke posities.

Model 1 Positie kortstondig-tijdelijke belegger

Iedere aandeelhouder, dus zowel de kortstondig-tijdelijke als de langdurig-tijdelijke aandeelhouder, ondergaat in de verkoopprijs van zijn aandeel aan het eind van zijn beleggingsperiode de invloed van alle nieuwe informatie over de ondernemingsvoorzichten, zowel die op korte als op lange termijn. Zo zal het publiceren van een nieuw vijfjaren-

plan een invloed kunnen hebben op de verkoopprijs van de belegging van een kortstondig-tijdelijke aandeelhouder en daarmee op het rendement van die kortstondig-tijdelijke aandeelhouder. De kortetermijnaandeelhouder loopt in zo'n geval dus wel degelijk ook langetermijnsrisico als er tussentijds nieuwe informatie wordt uitgebracht door de onderneming of anderen over de langetermijnvooruitzichten van de onderneming. Dat kan reeds een dag na de aankoop van een aandeel het geval zijn. Zelfs al zou de kortetermijnbelegger slechts twee dagen een positie in het fonds innemen, dan nog wordt hij met dit langetermijnsrisico geconfronteerd, omdat alle informatie over de korte en lange termijn neerslaat in zijn verkoopprijs. De marktprijs van het aandeel zal hierop in een redelijk efficiënte markt onmiddellijk reageren.

Model 2 Positie langdurig-tijdelijke belegger

Deze ondergaat, zoals reeds opgemerkt, eveneens de invloed van alle nieuwe informatie over de ondernemingsvooruitzichten, zowel die op korte als op lange termijn, hoe ook gedefinieerd. Als de ondernemingsleiding een nieuw vijfjarenplan publiceert vlak na aankoop van het aandeel, heeft dat invloed op de in dat geval verder weg gelegen toekomstige verkoopprijs en mogelijk ook op de op korte termijn te ontvangen dividenden, afhankelijk van de vraag wanneer het bericht wordt gepubliceerd en hoe het uitwerkt.

Is er dan geen enkel verschil tussen de korte- en de langetermijnbelegger? In feite niet, omdat de prijs van het aandeel altijd de nieuwste informatie weerspiegelt, ongeacht of die betrekking heeft op de korte of de lange termijn. Toch beloont de onderneming die een loyaliteitsdividend uitkeert de langetermijnaandeelhouder beter dan een kortetermijnaandeelhouder, met als argument dat deze meer loyaal wordt geacht. Er is echter, zoals hiervoor verduidelijkt, geen enkele reden om een kortetermijnbelegger te zien als een ontrouwe of verwerpelijke speculant. Hij loopt dezelfde risico's als zijn langetermijncollega, alleen gedurende een kortere periode. Altijd zal de verkoopopbrengst aan het eind van de beleggingsperiode zich aanpassen aan de nieuwe informatie. Dat aanpassingsgedrag van de prijs is voor beide typen beleggers hetzelfde. Daarmee vervalt het motief om de ene belegger te bevoorrechten boven de andere. Aandeelhouders volgen elkaar op in een substitutieproces. Er verschijnen in het model van de kortetermijnbeleggers telkens slechts andere namen achter de nieuw aantredende aandeelhouders, maar hun functie blijft dezelfde: het dragen van risico van de nieuw te verwachten informatiestroom over de korte en lange termijn van de onderneming. Dat is precies hetzelfde in het model van de langetermijnaandeelhouder, alleen is hier de frequentie van de wisselingen (aanzienlijk) geringer.

De conclusie is dat het betrekken van risicoprofielen in het debat over loyaliteitsdividenden geen aanleiding geeft om een zekere mate van differentiatie toe te passen in het divi-

dend voor twee subgroepen van aandeelhouders. De risico's voor beide groepen van aandeelhouders zijn identiek.

9 Andere aspecten

Er zijn verschillende andere aspecten van het loyaliteitsdividend die de aandacht verdienen dan de hiervoor reeds belichte aspecten.

9.1 Juridische vraagtekens

Aan het begin van dit artikel werd reeds gewezen op de juridische aspecten en het meningsverschil tussen de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam en de Hoge Raad der Nederlanden. Over dit dispuut volgen op deze plaats nog de volgende details. Juridisch was het volgens de klagers (de Amerikaanse belegger Franklin Templeton) bij de Ondernemingskamer (OK) te Amsterdam onaanvaardbaar dat er een zekere discriminatie zou ontstaan door het betalen van een extra dividend aan een bepaalde groep aandeelhouders dat wordt betaald door alle aandeelhouders samen, derhalve ook te betalen door de niet-geregistreerden. De OK meende dat invoering van een loyaliteitsdividend zoals dat werd nagestreefd, inderdaad in strijd was met artikel 2:92 lid 1 BW. Dat artikel moet volgens de OK zo worden geïnterpreteerd dat 'binnen dezelfde soort aan elk aandeel van die soort gelijke rechten zijn verbonden, ongeacht in wiens handen zich dit aandeel bevindt'. Daarbij gaat het er om dat aan houders van dezelfde soort aandelen dezelfde rechten moeten worden toegekend. Hiervan was in de casus volgens de Ondernemingskamer geen sprake. Om die reden was het voorstel in strijd met het vennootschapsrecht, op basis waarvan in kort geding werd verboden het voorstel in stemming te brengen tijdens de AVA van 28 maart 2007. Het voorstel was volgens de OK in strijd met het gelijkheidsbeginsel. De procureur-generaal bij de Hoge Raad ging in cassatie tegen de uitspraak van de Ondernemingskamer. De HR kwam op 14 december 2007 tot de uitspraak dat het loyaliteitsdividend onder bepaalde voorwaarden wel is toegestaan, maar dat het gelijkheidsbeginsel niet mag worden geschonden. De HR vernietigde daarmee de beschikking van de Ondernemingskamer 'in het belang van de wet'. Artikel 2:92 BW 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.

9.2 Geringere verhandelbaarheid van het aandeel

Registratie van de aandelen op naam bij de vennootschap zelf is een vereiste om voor het loyaliteitsdividend in aanmerking te kunnen komen. De aandelen kunnen niet langer deel uitmaken van het girale systeem van de Wet

giraal effectenverkeer: ze moeten worden uitgeleverd. Indien op een later moment de aandeelhouder tot verhandeling op Euronext wil overgaan, moet de omgekeerde weg worden bewandeld alvorens kan worden gehandeld.

Wanneer een substantieel aantal aandeelhouders zich voor registratie zou melden, zou de verhandelbaarheid van het aandeel op de beurs ernstig kunnen worden geschaad. De vermindering van het voor vrije handel beschikbare aantal aandelen ('free float') zou de 'cost of capital' voor de onderneming doen toenemen omdat de prijs een illiquideitspremie zou gaan bevatten. Een daling van de marktprijs zou dit uitstralen.

9.3 Toenemend agencyprobleem jegens het management

Het verbreden van de aandeelhoudersbasis kan geen doel op zichzelf zijn van de invoering van loyaliteitsdividenden. De markt zal zich afvragen wat de achterliggende motieven zijn. Raadpleging van de toelichting bij het voorstel tot statutenwijziging van DSM in 2007 brengt de volgende twee officiële motieven aan het licht:

- een extra beloning voor trouwe aandeelhouders (langdurig aandeelhouderschap staat voor loyaliteit aan de onderneming);
- als onderneming bekend willen worden met de identiteit van de uiteindelijke beleggers met als gedachte dat de communicatie kan worden verbeterd met deze geregistreerde aandeelhouders.

De toelichting vermeldt niet waarom en op welke punten de bestaande communicatie met aandeelhouders tekortschiet en op welke manier het gekozen middel van registratie dit tekort kan opheffen. Dit is kwetsief, omdat de mogelijkheden tot communicatie in deze eeuw ongekend groot zijn. Door het ontbreken van verdere toelichting kan de gedachte ontstaan dat de onderneming geregistreerde aandeelhouders op ruimere schaal informatie zal verschaffen dan niet-geregistreerden. Het gevaar van *inside information* tussen de onderneming en de geregistreerde aandeelhouders neemt toe. Dat alles leidt tot een verscherping van de aan het begin van dit artikel genoemde tweedeling die reeds ontstaat door het instellen van het register als zodanig. Belangenconflicten nemen hierdoor eerder toe dan af, terwijl dat laatste juist de bedoeling was. De 'cost of capital' zal hierdoor stijgen en dat zal de langetermijnwaarde van het aandeel schade berokkenen wegens minder aantrekkelijke investeringen die samenhangen met de hogere cost of capital. Dit los van de hiervoor reeds genoemde beperking van de verhandelbaarheid van het aandeel, die de 'cost of capital' ook zal doen toenemen.

9.4 De beperkte materialiteit van het loyaliteitsdividend

De vraag rijst of in het algemeen succesvolle ondernemingen zich moeten werpen op het instrument van een

loyaliteitsbonus met als doel daarmee een groep van stabiele aandeelhouders te creëren. Het bedrag van het extra dividend lijkt niet indrukwekkend hoog en daarmee is het effect beperkt tot zeer beperkt. De contante waarde van het extra dividend is globaal gezien gelijk aan de koersverandering van een enkele dag in het normale handelsverkeer op de effectenbeurs. Koersveranderingen zullen veel belangrijker blijven voor het rendement.

9.5 Vrijblijvend stemgedrag

Ook is niet duidelijk wat geregistreerde loyaliteit betekent voor het stemgedrag tijdens de AVA. Het kan en mag niet betekenen dat de voorstellen van het bestuur van de onderneming met grote vanzelfsprekendheid worden gesteund. Als de aandeelhouder in zijn stemgedrag echter vrij is, is de waarde van de vriendschap ook zeer beperkt. De vrijheid is bovendien niet effectief als het er op aankomt. Als de onderneming in slechter vaarwater verzeild raakt, zal het loyaliteitsdividend niet werken omdat aandeelhouders tijdig hun aandelen toch weer zullen verkopen, ook al verliezen ze daardoor het uitzicht op het extra dividend. De verhouding tussen de (contante) waarde van het mogelijke loyaliteitsdividend en een mogelijke ernstige acute daling van de marktprijs van het aandeel tendert naar nihil.

9.6 Mogelijk negatieve perceptie kwaliteit management

De onderneming loopt, wanneer ze vooraf steun zoekt bij loyale aandeelhouders, ook het risico dat de perceptie ontstaat dat zij zelf niet gelooft in haar overtuigingskracht over de plannen voor de toekomst die zij publiceert. Het lijkt niet raadzaam dat risico te willen lopen.

9.7 Economisch risico en stemgerechtigheid kunnen divergeren

Het kennen van de namen van aandeelhouders biedt geen enkele garantie dat hun betrokkenheid bij de onderneming economisch substantieel dan wel verwaarloosbaar is. Door posities in te nemen in aandelenderivaten waaraan geen stemrecht is verbonden, kunnen het economisch risico en de stemgerechtigdheid die traditioneel aan een aandeel zijn verbonden, worden gesplitst. Mogelijk hebben aandeelhouders aan andere beleggers (bijvoorbeeld niet-geregistreerden) het recht verkocht om het aandelenrendement te ontvangen; hun juridisch belang (om te stemmen) is dan groter dan het economisch belang. Dit is bekend als 'empty voting'. Het economisch belang kan echter ook groter zijn dan het juridisch belang. Dit wijst op 'hidden ownership'. Aandeelhouders kunnen het risico op hun aandelenbezit hebben verhoogd door het kopen of verkopen van derivaten (Tung, 2009). Ik verwijs naar de literatuur over 'empty voting', 'hidden ownership' en 'stock decoupling' (Hu en Black, 2007; Raaijmakers en Abma, 2007; Raaijmakers, 2009; Boot, 2009). Het zal voor de onderneming erg lastig, waarschijnlijk zelfs onmogelijk

zijn om te achterhalen welke de posities van aandeelhouders op een bepaald tijdstip zijn en welke veranderingen in die posities zijn opgetreden.

10 Uitkering van een illiquideitspremie als schadeloosstelling

Een veel betere verdedigingslinie dan de kwalificatie 'loyaliteitsdividend' voor de extra vergoeding aan geregistreerde aandeelhouders is de premie die bij wijze van schadeloosstelling wordt toegekend wegens tijdelijke onverhandelbaarheid van het aandeel nadat en zolang het is geregistreerd. Van een dividend mag absoluut niet worden gesproken, omdat de winstverdeling niet aan de orde is. Aandeelhouders die zich vrijwillig laten registreren in de boeken van de onderneming accepteren het daarbij behorende nadeel van een ten minste tijdelijke onverhandelbaarheid, waartegenover een bepaalde compensatie gepast zou zijn. Dit geldt ook voor het nadeel dat de verhandeling van derivaten, zoals het gedekt schrijven van call-opties, in beginsel niet meer mogelijk is omdat de aandelen op naam staan. Banken hebben in de casus van 2007 beleggers gewaarschuwd voor dit gevolg als zij zich laten registreren. Een vergoeding voor deze opportuniteitsverliezen is niet misplaatst. Dit is een fundamenteel andere en betere argumentatie dan het voorstel tot het betalen van een loyaliteitsdividend heeft meegekregen.

In feite wordt het aandeel dat tot de registratie een liquide belegging is, omgezet in een tijdelijk illiquide belegging waarvan de marktwaarde op dat moment lager is dan van een publiek verhandelbaar aandeel. Dat de onderneming die deze omzetting – om haar moverende redenen waarin men wel of niet vertrouwen kan hebben – toejuicht, daarvoor een bepaalde verliescompensatie aanbiedt, is dan ook niet onlogisch. Het lijkt een meer verdedigbare grond om een uitkering aan de aandeelhouders die op de invitatie tot omzetting ingaan, te rechtvaardigen. Het is in elk geval een motivering die binnen de financiële theorie en praktijk valt. Dat kan niet worden gezegd van een uitkering die als extra dividend wordt aangekondigd en waarvan het motief het bereiken van een langdurig houderschap van aandeelhouders is. Met loyaliteit heeft onverhandelbaarheid niets van doen. Des te sterker is het argument om langs die weg aandeelhouders te binden aan de onderneming. Een min of meer vergelijkbare verliescompensatie aan de aandeelhouders als hiervoor werd voorgesteld, is de waarde van het claimrecht dat wordt toegekend als de onderneming overgaat tot een emissie van aandelen met recht van voorkeur voor de zittende aandeelhouders. Deze claimconstructie is sinds jaar en dag bekend (Duffhues, 2006). Het gaat daarbij om een emissieprijs die relatief laag is ten opzichte van de relevante marktprijs. Het claimrecht biedt compensatie voor de daarbij optredende extra waardedaling van het aandeel.

11 Alternatieven voor de extra uitkering van een loyaliteitsdividend

11.1 Vergroting van het stemrecht

Aandeelhoudersbinding kan – als men die wenst – ook langs andere wegen worden bereikt. Een van de in de literatuur genoemde mogelijkheden is om trouwe aandeelhouders extra stemrecht te geven. Een bekende constructie is het 'dual class'-stelsel waarbij het *one share one vote*-stelsel wordt verlaten. Dat roept mijns inziens een vergelijkbaar juridisch probleem op als ontstaat met het uitkeren van een loyaliteitsdividend, omdat daarmee onderscheid wordt gemaakt tussen groepen van aandeelhouders die allen hetzelfde risico lopen maar verschillend stemrecht krijgen. Opnieuw komt het gelijkheidsbeginsel tussen de aandeelhouders, waarmee de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam en de Hoge Raad worstelden, als probleem naar voren.

11.2 Aandelenpakketten bij 'vaste' derden-aandeelhouders

Boot en Cools (2009) en Boot (2009) hebben voorgesteld om de aandeelhoudersstructuur van beursondernemingen te versterken door 'te grote wispelturigheid onder aandeelhouders' tegen te gaan (Boot, 2009). Middel is het beperken van het gespreide aandelenbezit dat verantwoordelijk wordt gehouden voor de instabiliteit onder aandeelhouders. Dit idee, dat ook door Bolton en Von Thadden (1998) is genoemd, kan zeker een bijdrage leveren aan de disciplinerende van het management van ondernemingen maar het neemt niet weg dat van deze aandeelhouders een ongefundeerd grote invloed is te verwachten en een informatiebevoordeling boven de overige aandeelhouders met gespreid aandelenbezit. Dat zal de 'cost of capital' van de onderneming doen toenemen. Dat het toezicht op het management kan verbeteren onder invloed van de vaste aandeelhouders is een voordeel, maar datzelfde toezicht kan ook worden benut voor het incasseren van 'private benefits' van de vaste aandeelhouders en ten nadele van de 'free float'-aandeelhouders. Een tweede probleem schuilt in het feit dat de illiquiditeit van het vaste aandelenpakket tot gevolg zal hebben dat de 'cost of capital' voor dit deel van de vermogensvoorziening hoger is wegens het ontbreken van liquiditeit. Een derde probleem is dat het voorstel neerkomt op een vermenging van public en private equity, waarbij de 'grote pakketten'-aandeelhouders de private partij vormen. Daardoor lijkt het voorstel om startend vanuit een beursonderneming een vaste aandeelhoudersgroep te creëren op het redresseren van de beursonderneming zelf. Het voorstel om een loyaliteitsdividend in te voeren, heeft echter een geheel ander vertrekpunt, want speelt zich af binnen de contouren van de publieke onderneming. Feitelijk kunnen de twee voorstellen elkaar wel naderen als en in de mate waarin de geregistreerde aandeelhouders van de ene regeling de rol gaan vervullen van vaste

pakkettenaandeelhouders van de andere regeling. Een vierde kanttekening is de principiële vraag waarom wispel-turigheid onder aandeelhouders moet worden bestreden zolang niet vaststaat dat deze een negatieve basis heeft. Vertrekpunt in de beoordeling van de werking van de kapitaalmarkt is altijd geweest en zal toch altijd moeten zijn dat het wisselen van aandelen op de markt een positief te waarderen liquiditeitsverruiming mogelijk maakt. Het is de taak van het management om de signaalwerking van de hieruit ontstane marktprijzen te lezen en daarmee zijn voordeel te doen in het belang van de vennootschap.

12 Conclusies en afsluiting

In zeven punten vatten we de belangrijkste conclusies van dit artikel samen. Daarna volgt een afsluiting.

1. Aan het voorstel om een loyaliteitsdividend in te voeren, kleven vele bezwaren. Deze zijn van juridische en bedrijfseconomische aard en zijn in dit artikel belicht. De voordelen van een stabiele aandeelhouderstructuur die ermee worden beoogd, worden echter niet verduidelijkt door de initiatiefnemers van het voorstel. Die voordelen reiken nauwelijks verder dan de formulering van 'betere communicatiemogelijkheden' tussen de onderneming en de aandeelhouders in een publieke onderneming.
2. Het voorstel om een loyaliteitsdividend in te voeren, is zozeer in strijd zijn met de openheid van een grote internationale onderneming als beursfonds en met de verwevenheid van de internationale financiële markten, dat het niet kan worden ingevoerd zonder afbreuk te doen aan de status van de onderneming in de geglobaliseerde markten. Het is per saldo geen goed idee. De voorgestelde regeling zal een onderneming opbreken omdat de 'cost of capital' zal stijgen. Dat is niet in het belang van aandeelhouders, ongeacht hun keuze tussen een korte- of langetermijngerichtheid: die treft hen beiden. Het zal bovendien waarschijnlijk grote afbreuk doen aan de status van een groot beursfonds in het internationale beursverkeer, omdat het een stap terug is van het pad van de in allerlei codes van goed ondernemingsbestuur neergelegde internationale aandeelhoudersdemocratie. Deze regulering heeft plaatsgevonden in zowel landen met het Angelsaksische als met het Rijnlandse model, zodat de vraag naar het vigerende corporate governance-klimaat in deze niet of nauwelijks van belang is. Bovendien kan een onderneming via de media en een uitgebreide toelichting op de AVA-agenda haar doel realiseren als ze op onterechte gronden een controverse met haar aandeelhouders wil voorkomen en de mening van aandeelhouders met goede informatie wil beïnvloeden, die dan vervolgens tijdens de AVA kan worden aangehoord. Daartoe is slechts vereist dat de investor relations-afdeling van de onderneming de communicatie naar de aandeelhouders professioneel en tijdig verzorgt.
3. Beleggers die beloven voor meerdere jaren in een onderneming te zullen beleggen, zijn niet per definitie beter of slechter voor de onderneming dan beleggers die slechts korte tijd in een fonds beleggen. Er zijn vele goede redenen om een belegging op een bepaald moment te liquideren, ongeacht de korte of lange duur van het aandeelhouderschap. Bovendien is onzeker hoe lang geregistreerde aandeelhouders hun belofte houden om niet te verkopen. Wanneer het bestuur een reeds plaatsgevonden registratie wil doorhalen, zal het met harde bewijzen moeten komen en dat lijkt buitengewoon moeilijk. Anderzijds zijn zogeheten kortetermijnaandeelhouders niet per definitie minder of meer toegewijd aan het welvaren van de onderneming. Bovendien kunnen ook zij zich bedenken en worden ze misschien wel geruisloos, langs wat ik zou willen noemen 'de natuurlijke weg', langetermijnbeleggers als de zaken goed gaan. Een extra dividend is onterecht.
4. Wat wel nodig is, is transparant beleid van het management van de onderneming gericht op waardemaximalisatie. Dat bevat volgens alle gangbare academische geschriften alle korte- en langetermijnaspecten van de activiteiten van een onderneming (Rappaport, 1998). Een kortetermijnaandeelhouder bestaat niet wanneer men daaronder een aandeelhouder verstaat die de invloed van nieuwe informatie over de onderneming waarin hij belegt, kan ontlopen. Of het zou een insider moeten zijn (vgl. Raaijmakers, 2009).
5. Financiële innovaties (met name financiële derivaten) hebben het mogelijk gemaakt om de kasstroomaspecten van een aandeel te scheiden van het zeggenschapsaspect van een aandeel. Dat schept het risico voor ondernemingen die extra dividend betalen dat zogeheten 'loyale' aandeelhouders zich gedragen als 'empty voters' (Hu en Black, 2007), die in feite geen of zelfs een pervers economisch belang bij de waardecreatie in de onderneming hebben in de periode dat ze geregistreerd zijn volgens de regelingen van het loyaliteitsdividend. Het zal niet eenvoudig zijn om de geregistreerde aandeelhouders op te delen in twee groepen: de ene groep die 'verdacht' wordt van 'empty voting' en de andere groep van alle overige geregistreerden. Als extra complicatie geldt hierbij ten aanzien van de eerste groep dat met nadere transacties een ontkoppeling van cashflow-rechten en control-rechten weer snel ongedaan kan worden gemaakt. Al deze overwegingen wijzen op onuitvoerbaarheid van een regeling voor loyaliteitsdividendbetaling.

6. In elk geval zou over deze aspecten eerst fundamenteel moeten worden nagedacht voordat los van alle andere in dit artikel genoemde bezwaren ooit loyaliteitsdividenden kunnen worden uitgekeerd. Zo niet, dan zou het loyaliteitsdividend na invoering ten minste een extra gevoed paard van Troje kunnen blijken te zijn met veel verliezers. Geheel in lijn hiermee betwijfelt ook Raaijmakers of het loyaliteitsdividend wel zal bijdragen aan een betere balans tussen de financiële markten en de onderneming (Raaijmakers, 2009). Ook Kemna van de uitvoeringsorganisatie APG (Kemna, 2009) heeft verklaard weinig vertrouwen te hebben in het effect van loyaliteitsdividend. Daartegenover hebben de politiek en de financiële pers het idee van een loyaliteitsdividend meermalen onderschreven.
7. Een alternatief voor een loyaliteitsdividend is het toekennen van extra stemrecht aan trouwe aandeelhouders. Dit heeft als bezwaar dat de waarde van trouwheid niet vaststaat, zoals in dit artikel ook is betoogd over de loyaliteitsdividendregeling. Een andere suggestie van Boot en Cools om in beursondernemingen vaste

aandeelhoudersgroepen te installeren die verscherpt toezicht houden op het management, heeft ons inziens als bezwaar dat de 'free float'-aandeelhouders op achterstand worden gezet op een wijze die vergelijkbaar is met de niet-geregistreerde aandeelhouders van de loyaliteitsdividendregeling (Boot en Cools, 2007).

Als algemene afsluiting wordt geconcludeerd dat een beursonderneming het grote voordeel van haar beursnotering (het bieden van liquiditeit aan het aandeel en dus aan de aandeelhouders) niet snel op het spel moet zetten door bindingen met bepaalde groepen van aandeelhouders aan te gaan en aan deze groepen financiële en/of informatievoordelen toe te kennen. Dat is een stap terug vanuit de bestaande publieke status die zij wenst te continueren en gaat richting private equity, voor welk model de onderneming niet heeft gekozen. ■

Prof. dr. P.J.W. Duffhues is emeritus hoogleraar Ondernemingsfinanciering, Universiteit van Tilburg.

Literatuur

- Adviescommissie Toekomst Banken (2009), *Naar herstel van vertrouwen*, (Rapport uitgebracht op verzoek van het Bestuur van de Nederlandse Vereniging van Banken).
- Ballegooy, C.A.M. van (2009), Loyaliteitsdividend. Wondermiddel of wanproduct?, Afstudeerwerkstuk Universiteit van Tilburg.
- Becht, M., J. Franks, C. Mayer en S. Rossi (2006), *Returns to shareholder activism*, ECGI Finance Working Paper No.138; <http://ssrn.com/abstract=934712>.
- Bolton, P. en E.L. von Thadden (1998a), Blocks, liquidity and corporate control, *The Journal of Finance*, vol. 53, no.1, February, pp. 1-25.
- Bolton, P. en E.L. von Thadden (1998b), Liquidity and control: A dynamic theory of corporate ownership structure, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 154, pp. 177-211.
- Boot, A.W.A. (2009), *De ontwortelde onderneming. Ondernemingen overgeleverd aan financiers?*, Assen: Van Gorcum.
- Boot, A.W.A. en K. Cools (2007), *Private equity in activistische aandeelhouders: bestuur*

onder vuur, Preadviezen van de Vereniging voor de Staatshuishoudkunde 2007, jaarvergadering, 11 december 2007.

- Boot, A.W.A., R. Gopalan en A.V. Thakor (2006), The entrepreneur's choice between private and public ownership, *The Journal of Finance*, vol. 61, no. 2, April, pp. 803-836.
- Boot, A.W.A., R. Gopalan en A.V. Thakor (2008), Market liquidity, investor participation, and managerial autonomy: Why do firms go private?, *The Journal of Finance*, vol. 63, no. 4, August, pp. 2013-2059.
- Duffhues, P.J.W. (2006), Externe financiële verslaggeving en de kapitaalmarkt: financiële verantwoording in de 21e eeuw, in: W. Verhoog, P. van der Zanden en R. Schouten, (red.), *Assurance voor de 21e eeuw*, Amsterdam: NIVRA/VERA, pp. 129-143.
- Hu, H.T.C., en B. Black (2007), Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: empty voting and hidden (morphable) ownership, *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, no. 2/3, pp. 343-367.
- Jensen, M.C. en W. H. Meckling (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of*

Financial Economics, vol. 3, pp. 305-360.

- Kemna, A. (2009), In: Prikkeels voor langetermijnbeleggers, *Het Financieele Dagblad*, 8 oktober.
- Meij, J.L., en P.M.M.H. Snel (1964), *Leerboek der bedrijfseconomie*, deel II, 6e druk, Den Haag, in het bijzonder hoofdstuk 8.
- Raaijmakers, G.T.M.J. en R. Abma (2007), *Achter de schermen van beursaandeelhouders*, Preadvies van de Vereniging Handelsrecht, Kluwer.
- Raaijmakers, G.T.M.J. (2009), De financiële markt en het ondernemingsrecht, *Tijdschrift Ondernemingsrecht*, (104), Aflevering 10/11, pp. 430-441.
- Rappaport, A. (1998), *Creating shareholder value. The new standard for business performance*, New York: The Free Press.
- Tung, F. (2009), Leverage in the board room: the unsung influence of private lenders in corporate governance, www.SSRN.com/abstract=1356662.