

Een loyaliteitsdividend voor langetermijnaandeelhouders

Bart Bootsma

Reactie op het artikel van Piet Duffhues, Geen loyaliteitsdividend voor langetermijnaandeelhouders, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jrg. 84, no. 6, juni 2010, pp. 303-314.

1 Inleiding

In het juninummer 2010 van dit blad heeft professor Duffhues uitgebreid stilgestaan bij de wenselijkheid van invoering van loyaliteitsdividend bij Nederlandse beursvennootschappen. Zoals de titel van zijn artikel al suggereert, is Duffhues geen voorstander van loyaliteitsdividend. In deze reactie probeer ik dit standpunt in belangrijke mate te nuanceren. Ik zal daarbij zowel ingaan op de naar voren gebrachte financieel-economische als juridische argumentatie.

2 Tegenstelling tussen korte en lange termijn

Duffhues geeft antwoord op de vraag of loyaliteitsdividend verdedigbaar is vanuit de financiële theorie. Zie ik het goed, dan komt zijn betoog er in de kern op neer dat het niet gerechtvaardigd is om door middel van loyaliteitsdividend onderscheid te maken tussen korte- en langetermijnbeleggers (Bootsma, 2010, p. 15). Duffhues (2010, p. 310) stelt dat alle informatie direct weerspiegeld wordt in de verkoopprijs, ongeacht of die informatie betrekking heeft op de korte of lange termijn. Deze stelling impliceert dat hij de efficiënte markthypothese (EMH) aanhangt. Duffhues (2010, p. 310) spreekt zelf van een 'redelijk efficiënte markt'. Indien wordt aangenomen dat alle beschikbare informatie altijd juist en volledig in de koers tot uitdrukking wordt gebracht, is het niet nodig langetermijnaandeelhouders te belonen met extra dividend¹. Deze aanname is mijns inziens niet adequaat, nu op de EMH het nodige valt af te dingen. In toenemende mate worden vraagtekens gezet bij het waarheidsgehalte van de EMH (zie bijvoorbeeld Cassidy, 2009 en Posner, 2010). Een belangrijke veronderstelling van de EMH is dat beleggers rationele verwachtingen hebben. Beleggers handelen echter dikwijls niet rationeel (Akerlof en Shiller, 2009). Koersschommelingen

treeden niet alleen op vanwege het verwerken van nieuwe informatie, ook massapsychologie speelt een belangrijke rol. Ik wijs in dit verband op de stroming van *behavioral finance*, waarvan Thaler en Shiller belangrijke representanten zijn. Een voorbeeld is het verschijnsel dat kortetermijneffecten worden overschat en langetermijneffecten worden onderschat (De Jongh, 2009). Dit verschijnsel wordt aangeduid als *myopia*². De financiële crisis heeft laten zien dat de tegenstelling tussen korte en lange termijn niet berust op een schijntegenstelling (Walker Review, 2009, p. 68 e.v., Commissie-De Wit, 2010, p. 13).

3 Doelstellingen van loyaliteitsdividend

DSM streefde met het loyaliteitsdividend twee doelen na: (i) langetermijnaandeelhouders belonen en (ii) de communicatie met deze aandeelhouders verbeteren. Deze doelen zijn op te maken uit het persbericht van DSM van 27 september 2006³ waaraan Duffhues (2010, p. 307) refereert. Hij is van mening dat deze doelen niet voldoende door de initiatiefnemers worden verduidelijkt. Dat ben ik niet met hem eens. De discussie over loyaliteitsdividend is aangezwengeld door een opiniërend stuk van Munsters, Maatman en Raaijmakers (2006):

'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 (cursivering AAB), 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.'

Duffhues komt mijns inziens terecht met de opmerking dat de extra vergoeding aan geregistreerde aandeelhouders

gezien kan worden als premie die bij wijze van schadeloosstelling wegens tijdelijke onverhandelbaarheid van het aandeel wordt uitgekeerd. Duffhues (2010, p. 312) noemt dit echter een '(...) fundamenteel andere en betere argumentatie dan het voorstel tot het betalen van een loyaliteitsdividend heeft meegekregen.' Hij besteedt daarbij geen aandacht aan de hierboven geciteerde argumentatie van de initiators van het loyaliteitsdividendplan (Bootsma, 2010, p. 41). Met het loyaliteitsdividend worden duidelijk omschreven doelen nagestreefd. Zo wordt met de zoektocht naar een groep van stabiele aandeelhouders met een langetermijnvisie beoogd de langetermijndoelstellingen van de onderneming te verwezenlijken. Bovendien kan stabiel en betrokken aandeelhouderschap bijdragen aan algehele financiële stabiliteit (Wymeersch, 2009, p. 17).

4 Gevolgen voor de liquiditeit van het aandeel

Duffhues besteedt – terecht – veel aandacht aan de gevolgen van loyaliteitsdividend voor de liquiditeit van de aandelenmarkt. De liquiditeit van de aandelenmarkt is van belang voor een efficiënte prijsvorming. Als gevolg van het invoeren van een loyaliteitsdividend zou de liquiditeit van het aandeel teruglopen. Cools heeft ten behoeve van een in 2007 gehouden seminar van Eumedion over loyaliteitsdividend een verkennend onderzoek verricht naar de gevolgen van het uitkeren van loyaliteitsdividend voor de liquiditeit van het aandeel. Cools trekt de voorzichtige conclusie dat er geen significant risico lijkt te bestaan dat de liquiditeit van het aandeel, en daarmee de aantrekkelijkheid voor beleggers, vermindert als gevolg van het uitkeren van loyaliteitsdividend. Zijn conclusie is gebaseerd op een analyse van de koersbewegingen van slechts twee Franse vennootschappen (Air Liquide en Lafarge) die loyaliteitsdividend hebben ingevoerd (kenbaar uit Tali en De Graaf, 2007).

Ook de wijze waarop het loyaliteitsdividend in Frankrijk is opgezet, draagt in belangrijke mate bij aan deze conclusie (Bootsma, 2010, p. 27). 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 aanvullend dividend niet meer kan bedragen dan 0,5 procent van het geplaatst aandelenkapitaal (L232-14 Code de Commerce)⁴. Zouden grote, veelal institutionele beleggers wel op ruimere schaal gebruik kunnen maken van het loyaliteitsdividend, dan bestaat het risico dat de liquiditeit van het aandeel terugloopt.

De wettelijke beperking brengt een wisselwerking teweeg tussen het bereiken van de doelstelling van langetermijnaandeelhouderschap en de liquiditeit van het aandeel. Door het stellen van een beperking aan het aantal

aandelen dat per aandeelhouder voor loyaliteitsdividend in aanmerking kan komen (maximaal x% van het geplaatst aandelenkapitaal) of door het stellen van een grens aan de omvang van de uitkering van loyaliteitsdividend (maximaal y% van het totaal uitgekeerde dividend), blijft voldoende liquiditeit gewaarborgd. Mijns inziens zou de discussie moeten gaan over de optimale *trade-off* van liquiditeit en langetermijnaandeelhouderschap. Uit de geschetste contouren van een wettelijke regeling voor loyaliteitsdividend (Kamerstukken II 2009/10, 32 014, nr. 8, pp. 1-2) blijkt niet dat de Nederlandse wetgever een dergelijke afweging heeft gemaakt (Bootsma, 2010, p. 65).

5 De term loyaliteitsdividend

Duffhues (2010, pp. 304, 312) stelt zich op het standpunt dat de term loyaliteitsdividend niet juist is, omdat de uitkering niets van doen zou hebben met de winstverdeling. Het loyaliteitsdividend zou als dividend 'ontmaskerd' moeten worden. Hier zou ik tegen in willen brengen dat het loyaliteitsdividend wel degelijk dividend in de zin van de wet is, waar alle wettelijke- en statutaire bepalingen, zoals art. 2:92 BW, op van toepassing zijn (Bootsma, 2010, p. 41). In dezelfde zin ook advocaat-generaal Timmerman in zijn conclusie bij de DSM-beschikking (overweging 3.21). Ik licht toe.

6 De DSM-beschikking

Duffhues belicht naast financieel-economische ook juridische aspecten van het loyaliteitsdividend. Zo bespreekt hij op p. 310 de uitspraak van de Hoge Raad in de DSM-zaak (NJ 2008, 105, JOR 2008/11):

'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.'

Dit is nu juist waar de Hoge Raad zich in de DSM-beschikking niet over heeft uitgelaten (Bootsma, 2010, p. 43). 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. De Hoge Raad hoefde slechts te oordelen over de vraag of de interpretatie die de Ondernemingskamer aan art. 2:92 lid 1 BW gaf, juist was, waardoor de vraag of het door DSM voorgestelde loyaliteitsdividend ook de toets van art. 2:92 lid 2 BW kan doorstaan, nog open staat (zie rechtsoverweging 3.3 van de beschikking)⁵. Ik heb deze vraag, op basis van een op het Europese recht geïnspireerd toetsingsmodel, bevestigend beantwoord (Bootsma, 2010, pp. 57-63).

7 Selectieve contacten

Verschillende keren wordt door Duffhues (2010, pp. 309, 311, 314) gewezen op het risico dat geregistreerde en niet-geregistreerde aandeelhouders niet over dezelfde informatie over de onderneming beschikken. Geregistreerde aandeelhouders zouden immers kunnen worden bevoordeeld bij het verstrekken van informatie over de onderneming. Het gaat hier over de kwestie van zgn. selectieve contacten (*investor relations*). Hieronder worden contacten buiten het verband van een formele aandeelhoudersvergadering verstaan tussen een beursvennootschap en één of meer aandeelhouders, in het bijzonder institutionele beleggers (Raaijmakers, 2004, p. 5). Eisma (1998, p. 46) wijst op het gevaar dat selectieve contacten met institutionele beleggers argwaan van andere beleggers kunnen opwekken ten nadele van het adequaat functioneren van de kapitaalmarkt als geheel. Het risico van voorwetenschap moet hierbij in ogenschouw worden genomen.

Duffhues (2010, p. 311) heeft oog voor deze belemmeringen als hij schrijft over het gevaar van het ontstaan en bestaan van *inside information* tussen beursvennootschap en geregistreerde aandeelhouders en een verhoogde *cost of capital*. Hij gaat echter niet in op de vraag naar de toelaatbaarheid van selectieve contacten. Bij het bespreken van deze vraag beperk ik mij tot de toelaatbaarheid in het licht van het in art. 2:92 lid 2 BW neergelegde gelijkheidsbeginsel⁶. Met andere woorden: leidt loyaliteitsdividend tot een ongelijke behandeling van geregistreerde en niet-geregistreerde aandeelhouders? Zoals inmiddels duidelijk zal zijn, denk ik van niet (voor een uitgebreide motivering van dit standpunt verwijs ik naar Bootsma, 2010, pp. 57-63).

Met het loyaliteitsdividend wordt beoogd de dialoog met aandeelhouders aan te gaan. Door middel van registratie kan de vennootschap haar aandeelhouders leren kennen en met hen contacten opbouwen, om zodoende langetermijnaandeelhouderschap te bevorderen (zie advocaat-generaal Timmerman in zijn conclusie bij de DSM-beschikking, overweging 3.8). *Investor relations* is een belangrijk instrument om de tijdshorizon van de aandeelhouder in overeenstemming te brengen met die van de vennootschap (d.w.z. om te komen tot belangenparallellie). In de literatuur (Soppe, Van den Nieuwenhuijzen en Galle, 2010, p. 14) wordt uiteengezet hoe dit in zijn werk kan gaan:

‘Selectieve contacten zijn (...) bij uitstek geschikt om belangrijke aandeelhouders te overtuigen van de nadelige effecten met betrekking tot het afdwingen van kortetermijnaandeelhouderswaarde. De onderneming dient hierbij het verband inzichtelijk te maken tussen de kortetermijnkosten en de langetermijnbaten. Bovendien kan de onderneming middels een-op-een-

gesprekken trachten het *commitment* van belangrijke aandeelhouders te vergroten en daarmee realiseren dat deze aandeelhouders een groter belang nemen in de vennootschap. Selectieve contacten vormen zodoende een belangrijk instrument om minderheidsaandeelhouders aan te trekken en te behouden.’

In de al wat oudere literatuur bestaat een zekere terughoudendheid wat betreft de toelaatbaarheid van selectieve contacten in het licht van het gelijkheidsbeginsel (Eisma, 1998, pp. 42-45 en Vletter-van Dort, 2001, pp. 126-127). Heden ten dage wordt echter erkend dat er behoefte bestaat aan selectieve contacten met bepaalde aandeelhouders; *investor relations*-contacten zijn een gevestigd gebruik geworden. De heersende opvatting lijkt dat een ‘redelijke en objectieve rechtvaardiging’ is te vinden om een uitzondering op het gelijkheidsbeginsel te maken (Raaijmakers, 2004, p. 7 en Honée, 2007, p. 24). De Hoge Raad heeft dit criterium in het arrest Verenigde Bootlieden (NJ 1994, 436) geïntroduceerd. Het bevorderen van langetermijnaandeelhouderschap vormt mijns inziens voldoende rechtvaardiging.

Ik wil verder nog benadrukken dat beursvennootschappen nu reeds – los van loyaliteitsdividend – selectieve contacten onderhouden met bepaalde grote of belangrijke aandeelhouders. Honée (2007, p. 24) merkt in dit verband op dat geworsteld wordt met de vraag wat verstaan moet worden onder grote of belangrijke aandeelhouders. De vennootschap zou daarvoor in mijn ogen de registratie van aandeelhouders als nadere leidraad kunnen hanteren. Door middel van registratie geven aandeelhouders te kennen zich voor langere tijd aan de vennootschap te willen binden en bereid te zijn de dialoog met de vennootschap aan te gaan.

Anders dan Duffhues, zie ik niet dat de tweedeling tussen geregistreerde en niet-geregistreerde aandeelhouders wordt verscherpt door een mogelijke informatiebevoordeling van geregistreerde aandeelhouders. Het doel waarmee een belegger selectieve contacten aangaat, is over het algemeen niet om informatie te vergaren, maar om zijn visie over de onderneming onder de aandacht te brengen en daarover met elkaar van gedachten te wisselen (Raaijmakers, 2004, pp. 7-9). Uiteraard zullen hierbij, om wantrouwen bij andere beleggers zoveel mogelijk weg te nemen, de nodige zorgvuldigheidsnormen en transparantie in acht genomen moeten worden, zowel van de kant van de onderneming als van de kant van de aandeelhouder⁷.

8 Afsluiting

Concluderend ben ik het met Duffhues eens dat fundamenteel nagedacht moet worden over de juridische en economische aspecten die aan het introduceren van loyaliteitsdividend kleven. Anders dan Duffhues kom ik echter

niet tot het oordeel dat invoering van loyaliteitsdividend geen goed idee is. Mijns inziens kunnen er wel degelijk voordelen zijn verbonden aan een stabiele aandeelhoudersstructuur en kan uitkering van loyaliteitsdividend als gevolg van een tegenstelling tussen korte en lange termijn gerechtvaardigd zijn. De bezwaren tegen het loyaliteitsdividend, zoals het gelijkheidsbeginsel en het liquiditeitsargument, bieden ruimte voor een genuanceerde afweging in

concreto. Zoals zo vaak in het recht, zal het uiteindelijke oordeel afhangen van de omstandigheden van het geval.⁸ ■

A.A. Bootsma MSc LLM is afgestudeerd in Bedrijfsrecht (*cum laude*) en Bedrijfseconomie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Zijn afstudeerscriptie over loyaliteitsdividend is beloond met de Eumedion Scriptieprijs 2010.

Noten

¹ De Jongh (2009) hanteert dit argument in gelijke zin voor loyaliteitsstemrecht.

² De term myopia wordt in dit verband gebruikt als metafoor. Myopia (bijziendheid) duidt letterlijk op een oogafwijking waarbij voorwerpen op grote afstand niet scherp worden waargenomen, maar voorwerpen van nabij juist wel scherp worden gezien.

³ Het persbericht is op te vragen via www.dsm.com/nl (geraadpleegd 5 4 Franse wetteksten kunnen worden geraadpleegd via: www.legifrance.gouv.fr).

⁴ Zie over de regeling van het loyaliteitsdividend in Frankrijk Bootsma (2010, pp. 25-26).

⁵ 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 (Bootsma, 2010, p. 43). Ook voor vennootschappen die overwegen een loyaliteitsdividend in te voeren, had de Hoge Raad hier veel onzekerheid weg kunnen nemen (vgl. Trappenburg, 2009).

⁶ Daarnaast dient bijvoorbeeld ook rekening gehouden te worden met effectenrechtelijke regelgeving, het evenredigheidsbeginsel en de Nederlandse corporate governance code. Zie hierover Raaijmakers (2004, pp. 6-8).

⁷ Bijvoorbeeld geen selectieve contacten voerend afgaand aan tussentijdse cijferbekendmakingen, *investor relations*-beleid publiceren op de website, et cetera.

⁸ De tekst is afgesloten per 5 januari 2011. Met nadien verschenen nieuws is geen rekening gehouden.

Literatuur

■ Akerlof, G.A. en R.J. Shiller (2009), *Animal spirits, How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*, Princeton: Princeton University Press.

■ Bootsma, A.A. (2010), *Financiële prikkels voor aandeelhouders. Tot waar mag het gelijkheidsbeginsel worden gebogen?*, Afstudeerscriptie Erasmus Universiteit Rotterdam, beschikbaar via www.eumedion.nl/page/downloads/Bootsma.pdf.

■ Cassidy, J. (2009), *How Markets Fail. The Logic of Economic Calamities*, New York: Farrar, Straus and Giroux.

■ Commissie-De Wit (2010), *Verloren krediet*, rapport Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel, Tweede Kamer der Staten-Generaal, Kamerstukken 2009/10, 31 980, nr. 4, mei 2010; zie: www.tweedekamer.nl/images/Eerste_rapport_onderzoekscommissie_financieel_stelsel_118-206529.pdf jsp (geraadpleegd 5 januari 2011).

■ Duffhues, P.J.W. (2010), Geen loyaliteitsdividend voor langetermijnaandeelhouders, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 84, no. 6 (juni), pp. 303-314.

■ Eisma, S.E. (1998), *Investor relations* (oratie Rijksuniversiteit Leiden), Den Haag.

■ Honée, C. (2007), *Investor relations en 'de kunst van het laven'*, in: H. Beckman, H.L. Kaemingk, C. Honée, L. Timmerman, A.F. Verdam, M.J. Kroeze, J.B. Wezeman, B. Bier, J. Winter en M.W. den Boogert, *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer* (pp. 13-29), Deventer: Kluwer.

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

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

■ Jongh, J.M. de (2009), Het loyaliteitsstemrecht, *Ondernemingsrecht* 2009, no. 105, pp. 442-455.

■ Kamerstukken II 2009/10, 32 014, nr. 8, pp. 1-2.

■ Munsters, R.M.S.M., R.H. Maatman en G.T.M.J. Raaijmakers (2006), Geen Amerikaanse governance-toestanden, *Het Financieel Dagblad*, 1 maart 2006.

■ Posner, R.A. (2010), *The crisis of capitalist democracy*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

■ Raaijmakers, G.T.M.J. (2004), Communicatie tussen beursondernemingen en aandeelhouders in en buiten de AVA, *Tijdschrift voor*

Ondernemingsbestuur, 2004-1, pp. 3-10.

■ Soppe, A.B.M., S.J. van den Nieuwenhuijzen en J.G.C.M. Galle (2010), Shareholder Management – Naar een duurzaam aandeelhoudersbestand?, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur*, 2010-1, pp. 10-17.

■ Tali, Z. en F.J. de Graaf (2007), Loyaliteitsdividend, registratiedividend en institutionele beleggers: 'Vaste relatie of betaalde liefde', *Ondernemingsrecht*, 2007, no. 45, pp. 139-141.

■ Trappenburg, N. (2009), Loyaliteitsdividend is nog iets engs, *De Volkskrant*, 12 juni 2009.

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

■ Walker Review (2009), *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities, Final recommendations*, 26 november 2009, zie: www.hm-treasury.gov.uk/walker_review_information.htm (geraadpleegd 5 januari 2011).

■ Wymeersch, E.O. (2009), *Shareholders after the crisis*, Universiteit Gent, Financial Law Institute Working Paper 2009-12; zie: <http://ssrn.com/abstract=1524249> (geraadpleegd 5 januari 2011), pp. 1-21.