

Naschrift

Piet Duffhues

Ik dank Bootsma voor de belangstelling die hij heeft getoond voor het door mij geschreven artikel in het MAB van juni 2010 waarvan de titel slechts een letter afwijkt van de titel van zijn commentaar. Het weglaten van de hoofdletter G in het eerste woord van de titel van zijn reactie maakt meteen duidelijk dat Bootsma wellicht meer positief staat ten opzichte van het invoeren van loyaliteitsdividend dan ondergetekende. Dat wordt in zijn verdere reactie ook bevestigd waarmee de grondslag voor een debat is gelegd. Ik ben zeker niet overtuigd van de deugdelijkheid van de argumentatie van Bootsma om loyaliteitsdividend eventueel toch in te voeren en zal dat hierna toelichten. Economische argumenten moeten daarbij domineren. Deze worden in het commentaar van Bootsma nauwelijks aangeroerd.

Bootsma is in de opbouw van zijn betoog duidelijk over de vraag wat mijn uitgangspunt was bij het schrijven van mijn artikel, namelijk het beoordelen van loyaliteitsdividend vanuit de financiële theorie. Dat is het enig juiste vertrekpunt voor analyse als het gaat om een primair economisch probleem. Daarmee wil ik de juridische en andere aspecten niet tekort doen maar wel een rangorde aangeven. Deze heb ik dan ook zij het slechts zeer zijdelings verwerkt in mijn artikel. Mijn hoofddoel was en is een economische analyse te geven, ook in dit commentaar. Mijn conclusie was dat loyaliteitsdividenden grote economische bezwaren oproepen. Met name zal de cost of capital die de onderneming moet verdienen over haar investeringen, toenemen. De liquiditeit op de markt zal afnemen (tenzij men die weer, om onheil die hij daaruit blijkbaar verwacht te voorkomen, gaat beknotten, zoals Bootsma voorstelt) en de uitvoerbaarheid van de regeling is kwetsbaar. Daarmee is niemand gediend.

Paragraaf 2 van de bijdrage van Bootsma bevat uitspraken over de efficiënte markt hypothese (EMH). Uiteraard ben ik bekend met de literatuur over de efficiënte markt hypothese – theoretisch en empirisch. Het aantal misverstanden over de ware inhoud van deze theorie is legio – ook in de internationale pers – waardoor veel verwarring wordt gezaaid onder geïnteresseerde lezers. Mijn artikel had en deze reactie heeft zeker niet de bedoeling om de EMH te bespreken maar deze wel als een onverminderd belangrijke stroming in de academische literatuur er bij te betrekken. Verwezen wordt naar de internationale financieel-economische academische literatuur. Ik volsta op deze plaats dan ook met slechts een enkel woord over dit onderwerp. Een

recent indrukwekkend artikel is van de hand van erkende onderzoekers als Fama en French (2010) waarin opnieuw wordt geconcludeerd dat actief beleggingsbeheer door beleggingsfondsen (onderzocht werden 3156 fondsen) gemiddeld niet tot positieve nettoresultaten leidt maar juist tot negatieve resultaten wegens en ter hoogte van de kosten van beheer en transacties. De markt wordt dus niet verslagen in dit onderzoek. Een eveneens recente paper is Barras et al. (2010) waarin de resultaten van beleggingsfondsen voor de beleggers in deze fondsen (dus inclusief alle kosten) ook kritisch worden bestudeerd en de bekwaamheden van de managers van deze fondsen worden beoordeeld in termen van geluk en pech in gemaakte keuzes. De conclusies zijn niet vleiend voor de managers van deze fondsen.

In paragraaf 2 plaatst Bootsma ook opmerkingen over massapsychologie en de invloed daarvan op de prijs van aandelen. Dit soort opmerkingen zijn bijna altijd interessant maar zeker niet nieuw. Ze zijn wel juist (vgl. Guiso et al., 2008) maar voegen niets toe aan de in de economie bekende wetten van vraag en aanbod behalve dat zij iets zeggen over het ontstaan van vraag en aanbod. De tegenstelling tussen de klassieke financiële theorie en behavioral finance is dan ook in hoge mate een schijntegenstelling. Ze zijn complementair.

In paragraaf 3 gaat Bootsma er stilzwijgend van uit dat het risico van aandelen in de tijd toeneemt. Dat heb ik juist ontkracht. De stelling van Munsters et al. (2006) is niet onderbouwd. Bovendien verwacht Bootsma in deze paragraaf de door mij genoemde mogelijke verdedigingslinie van het betalen van een bedrag aan aandeelhouders wegens (tijdelijke) onverhandelbaarheid van het aandeel met een andere verdedigingslinie om langetermijnaandeelhouders vanwege hun beleggingsduur iets extra's toe te schuiven. Dat heeft niets met elkaar van doen.

In paragraaf 4 erkent Bootsma de mogelijke bedreiging van de liquiditeit als grote instituten gaan deelnemen in het mede door hem nieuw beoogde stelsel. Het onderzoek van Cools dat hij citeert maakt weinig indruk omdat het op slechts twee (Franse) vennootschappen betrekking had. De uitspraak dat voldoende liquiditeit wordt gewaarborgd als bepaalde beperkingen worden opgelegd aan de omvang van het uit te keren loyaliteitsdividend, houdt de erkenning in dat hier iets oneigenlijks plaatsvindt. Maar dat roept de vraag op waarom een beperking moet worden

opgelegd als de grondgedachte zo sterk in het belang van de vennootschap is. Het probleem wordt hiermee bovendien slechts verplaatst namelijk naar de vraag wat de rechtsgrond voor die beperkingen dan wel zou moeten zijn. Deze zouden moeten worden gevonden in de economie maar dat zal niet eenvoudig zijn.

In paragraaf 5 bespreekt Bootsma mijn kritiek op de term 'loyaliteitsdividend' (is geen winstuitdeling). Hij tekent aan dat de term wel in de wet wordt gebezigd. Dat moge zo zijn, in de Nederlandse en internationale bedrijfseconomie is dividend echter een winstuitkering (vergelijk bijvoorbeeld Mey en Snel, 1964; Duffhues, 2002 en 2006; Brealey en Myers, 2000).

Paragraaf 6 gaat over een verschillende interpretatie van Bootsma en mij van de uitspraak van de Hoge Raad (in cassatie) over de verzoekschriftprocedure (op pag. 310 afwijkend van 'kort geding') die rondom de DSM-plannen was aangespannen bij de Ondernemingskamer te Amsterdam. Na controle (met name na lezing van de eerder gepubliceerde Noot van Maeijer, NJ 2008, 105) blijkt dat mijn slotzin van paragraaf 9.1 inderdaad moet vervallen zodat deze met dankzegging aan Maeijer (2008) en Bootsma (2010) wordt teruggenomen. Van cruciale betekenis in deze is het belang van het gelijkheidsbeginsel waarover de HR zich inderdaad niet heeft uitgesproken. De vraag wanneer schending van het gelijkheidsbeginsel aan de orde is, laat de HR vooralsnog onbeantwoord. Daarmee is de duidelijkheid niet gediend. Dit gelijkheidsbeginsel was enkele regels boven de nu weggenomen zin overigens ook reeds genoemd evenals in paragraaf 3 op pag. 305.

Paragraaf 7 handelt over de toelaatbaarheid van selectieve contacten tussen ondernemingen en beleggers. Bootsma geeft geen wetenschappelijk gefundeerde maar een persoonlijke mening en schrijft te kunnen leven met een-op-een gesprekken. Het enige argument is dat langetermijnaandeelhouderschap daarmee kan worden gediend. In mijn artikel wordt de irrelevantie van het onderscheid tussen korte- en langetermijnaandeelhouders juist aangetoond en wordt het gevaar van discriminerende informatie tussen aandeelhoudersgroepen genoemd. Grote verbazing wekt in dit kader de opmerking van Bootsma dat beleggers die selectieve contacten met ondernemingen aangaan dit in het algemeen niet doen om informatie te vergaren. Het zou slechts gaan om 'zijn visie over de onderneming onder de aandacht te brengen en daarover met elkaar van gedachten te wisselen'. Ik handhaaf dan ook ten volle mijn opvatting dat het openen van nieuwe communicatielijnen met bepaalde deelgroepen van aandeelhouders potentieel discriminerend werkt en daardoor de kwaliteit van de prijsvorming van het aandeel negatief kan beïnvloeden.

Deze differentiatie moet dan ook zoveel mogelijk worden bestreden.

In de slotparagraaf 8 merkt Bootsma op dat hij anders dan ik niet tot het oordeel is gekomen dat invoering van het loyaliteitsdividend geen goed idee is. Ik verwijs naar mijn uitvoerige financieel-economische analyse (de uitgebreidheid is door Bootsma zelf nota bene genoemd in paragraaf 1 in de eerste zin van zijn reactie) van een fenomeen waar ook het recht zwaar mee worstelt. Een economische analyse ontbrak voorzover bekend tot juni 2010 toen het MAB-nummer verscheen met mijn bijdrage.

Bootsma heeft uit mijn analyse slechts enkele juridische aspecten belicht die ik niet beoordeelend maar slechts feitelijk betrek in mijn betoog. Bootsma gaat bijvoorbeeld niet in op bedrijfseconomische kernvragen als dividenden in relatie tot het agencyprobleem dat aan de orde is in de communicatie tussen management en aandeelhouders (vergelijk bijvoorbeeld Jiraporn en Chintrakarn, 2009). Evenmin schenkt hij aandacht aan de werking van financiële markten zoals aan mijn analyse van de aandeelhouderssubstitutie op de effectenbeurs en het daarmee verdwijnende onderscheid tussen korte en langetermijnaandeelhouders. Dat zijn kernachtige onderwerpen in de financiële economie die in dit debat onder ogen moeten worden gezien.

Mijn conclusie blijft dan ook onverminderd dat beuron- dernemingen er geen goed aan doen om loyaliteitsdividend toe te kennen als aandeelhouders zich laten registreren. Deze conclusie is gebaseerd op de in mijn artikel genoemde onduidelijke en zelfs onjuiste economische gronden van het voorstel dat een tweedeling creëert tussen twee aandeelhoudersgroepen waarbij de ene groep ook nog wordt betaald mede ten laste van de andere groep. Uit de reactie van Bootsma en de door hem aangehaalde literatuur blijkt dat daarnaast ook juristen geen eenduidige mening hebben. Tenslotte wordt opgemerkt dat mijn kritische opmerkingen over het invoeren van een loyaliteitsdividend uiteraard niet impliceren dat ik de voordelen van een stabiele aandeelhoudersbasis zou willen negeren. Deze stabiliteit moet echter langs andere 'natuurlijke' weg worden verkregen namelijk door superieure prestaties te leveren in termen van rendement en risico. De onderneming DSM lijkt daarmee inmiddels intensief en succesvol bezig zodat deze onderneming het idee van het invoeren van een loyaliteitsdividend niet langer hoeft te koesteren. Ik heb begrepen dat dit door deze onderneming ook niet meer wordt nagestreefd. ■

Prof. dr P.J.W. Duffhues is Emeritus-Hoogleraar Ondernemingsfinanciering aan de Universiteit van Tilburg.

Literatuur:

- Barras, L., O. Scaillet en R. Wermers (2010), False discoveries in mutual fund performance: Measuring luck in estimated alphas, *The Journal of Finance*, vol. 65, no.1, pp. 179-216.
- 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.
- Brealey, R.A. en S.C. Myers (2000), *Principles of corporate finance*, 6th edition, McGraw Hill.
- Duffhues, P.J.W. (2002), *Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten (Waardeschepping door financiële analyse, werkkapitaalbeheer en investeringsbeslissingen)*, derde druk, Stenfert Kroese.
- Duffhues, P.J.W. (2006), *Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten, (Waardeschepping door financierings-, dividend- en riskmanagementbeslissingen)*, derde druk, Stenfert Kroese.
- Fama, E.F. en K.R. French (2010), Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns, *The Journal of Finance*, vol. 65, no. 5, pp. 1915-1947.
- Guiso, L., P. Sapienza en L. Zingales (2008), Trusting the stock market, *The Journal of Finance*, vol. 63, no. 6, pp. 2557-2600.
- Jiraporn, P. en P. Chintrakarn (2009), Staggered boards, managerial entrenchment, and dividend policy, *Journal of Financial Services Research*, vol.36, no.1, pp. 1-19.
- Maeijer, J.M.M. (2008), Hoge Raad (Civiele Kamer) 14 december 2007, nr. 07/11510 (CW 2516), *Nederlandse Jurisprudentie*, NJ 2008, 105, blz. 968/9.
- Meij, J.L. en P.M.M.H. Snel (1964), *Leerboek der bedrijfseconomie*, deel II, zesde druk, Den Haag.