

Loyaliteitsdividend DSM

Inleiding

In september 2006 maakte Koninklijke DSM N.V. (hierna: DSM) bekend de invoering van een loyaliteitsdividend te overwegen om trouwe aandeelhouders, die zich laten registreren, een extra dividend toe te kennen. Het doel hiervan was om de rechtstreekse communicatie met de aandeelhouders te versterken en langetermijnaandeelhouders te belonen.

Casus

Bij persbericht van 19 december 2006 maakte DSM bekend het plan tot invoering van het loyaliteitsdividend in stemming te brengen in de op 28 maart 2007 te houden algemene vergadering van aandeelhouders. De agenda voor de algemene vergadering van aandeelhouders bevatte het voorstel tot wijziging van de statuten om het loyaliteitsdividendplan in de statuten van DSM op te nemen. De wijziging hield in dat een aandeelhouder die zich laat registreren in een speciaal daarvoor bestemd register, is gerechtigd tot een eenmalig loyaliteitsdividend op die aandelen die gedurende drie achtereenvolgende volledige boekjaren onafgebroken op zijn naam zijn geregistreerd en die hij gedurende de registratieperiode als stemgerechtigde aandeelhouder geheel voor eigen rekening en risico heeft gehouden. Dit eenmalige loyaliteitsdividend zou bestaan uit 30% van het gemiddelde over die drie jaar op elk gewoon aandeel uitgekeerd dividend, afgerond op hele centen. Over elk boekjaar dat volgt op de drie achtereenvolgende volledige boekjaren zou de geregistreerde aandeelhouder gerechtigd zijn tot een loyaliteitsdividend van 10% van het over het desbetreffende boekjaar uit te keren dividend op elk gewoon aandeel dat onafgebroken op zijn naam geregistreerd zou zijn gebleven, afgerond op hele centen.

In het persbericht van 19 december 2006 werd tevens bekendgemaakt dat de aandeelhouders hun aandelen al in januari en februari 2007 konden laten registreren. Indien de algemene vergadering van aandeelhouders het voorstel tot invoering van het loyaliteitsdividend zou goedkeuren op de algemene vergadering van 28 maart 2007, zouden deze aandeelhouders worden behandeld alsof zij al op 31 december 2006 waren geregistreerd. Hierdoor zou het eerste loyaliteitsdividend al in 2010 kunnen worden uitgekeerd.

Niet alle aandeelhouders waren blij met het voornemen van DSM om het loyaliteitsdividend in te voeren. Op 19 maart 2007 verzoeken twaalf *mutual funds*, alle beheerd door Franklin Mutual Advisers LLC en deel uitmakend van Franklin Templeton, een Amerikaans beleggingsconglomeraat (hierna: Franklin), de Ondernemingskamer een onderzoek te bevelen naar het beleid en de gang van zaken van DSM ten aanzien van de voorgenomen introductie van het loyaliteitsdividend en bij wijze van onmiddellijke voorziening voor de duur van het geding, onder meer, de introductie daarvan te verbieden. De Vereniging van Effectenbezitters sloot zich bij dat verzoek aan. Franklin beroept zich op

schending van artikel 2:92 lid 1 BW ('Voorzover bij de statuten niet anders is bepaald, zijn aan alle aandelen in verhouding tot hun bedrag gelijke rechten en verplichtingen verbonden') en van artikel 2:92 lid 2 BW ('De naamloze vennootschap moet de aandeelhouders onderscheidenlijk certificaathouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden, op dezelfde wijze behandelen').

Beschikking Ondernemingskamer¹

De Ondernemingskamer baseert haar beschikking uitsluitend op artikel 2:92 lid 1 BW en oordeelt dat het loyaliteitsdividend hiermee in strijd is.

In r.o. 3.11 oordeelt de Ondernemingskamer dat artikel 2:92 lid 1 BW inhoudt dat in de statuten van een naamloze vennootschap bepalingen kunnen worden opgenomen die ertoe leiden dat de vennootschap verschillende soorten aandelen kent en dat per soort verschillende rechten aan het aandeel kunnen worden verbonden, onder meer wat betreft winstverdeling. Slechts door bij de statuten objectief aan het aandeel te verbinden eigenschappen in de aan aandelen toekomende rechten kan diversificatie worden aangebracht. Deze diversificatie kan niet voortvloeien uit het treden door de aandeelhouder in een nadere, door een reglement beheerste, verhouding tot de vennootschap.

Voorts overweegt de Ondernemingskamer in r.o. 3.12 het volgende:

'Het bepaalde in artikel 2:92 lid 1 BW dient derhalve zo te worden verstaan dat binnen dezelfde soort aandelen aan elk aandeel van die soort gelijke rechten zijn verbonden, ongeacht in wiens handen dat aandeel zich bevindt. Het gaat hier om een fundamentele regel en dwingende regel van het Nederlandse vennootschapsrecht. De in het geding zijnde statutenwijziging tot introductie van het loyaliteitsdividend vormt een inbreuk op deze regel. Immers, bij werking van de voorgestelde statutaire bepalingen is niet de soort van het aandeel dat door de aandeelhouder wordt gehouden en de aan dat aandeel in de statuten van DSM verbonden rechten en verplichtingen bepalend voor de vraag tot welk bedrag de houder van dat aandeel aanspraak kan maken op uitkering van dividend. De aanspraak op uitkering van dividend is – door de voorgestelde statutaire bepalingen – afhankelijk gemaakt van de vraag of de houder van het aandeel een aanvullende regeling ter zake van zijn betrekkingen met DSM heeft aanvaard, welke aanvaarding geen wijziging brengt in de aard van het door hem gehouden aandeel. Bij vervreemding van het aandeel gaan de aan die aanvaarding verbonden gevolgen immers teniet. Dit gevolg van de voorgestelde statutaire bepaling dat de omvang van het recht op dividenduitkering door DSM op het gewone aandeel niet

1. Hof Amsterdam (OK), 28 maart 2007, JOR 2007, 118 m.nt. Brink.

meer wordt bepaald door de soort van het aandeel, maar door omstandigheden die de houder van dat aandeel betreffen, is zodanig in strijd met de regel van artikel 2:92 lid 1 BW dat een statutaire bepaling die tot dit gevolg leidt niet toelaatbaar moet worden geacht.²

In r.o. 3.13 oordeelt de Ondernemingskamer dat DSM door uitvoering te geven aan haar voornemen tot het invoeren van het loyaliteitsdividend op de in de voorgestelde statutenwijziging voorziene wijze en door het aan de algemene vergadering van aandeelhouders ter goedkeuring voorleggen van deze statutenwijziging, ook nadat door Franklin was geweest op de ontoelaatbaarheid ervan, een toestand in het leven is geroepen waarin niet kan worden uitgesloten dat de algemene vergadering van aandeelhouders tot besluitvorming komt die in ieder geval naar haar inhoud niet zou mogen plaatsvinden. Op grond hiervan komt de Ondernemingskamer tot het voorlopige oordeel dat er gegronde redenen zijn om aan juist beleid te twijfelen en verbiedt zij DSM bij wijze van onmiddellijke voorziening het voorstel tot invoering van het loyaliteitsdividend op de aandeelhoudersvergadering van 28 maart 2007 in stemming te brengen.

Cassatiemiddelen²

De procureur-generaal bij de Hoge Raad heeft cassatie ingesteld in het belang der wet tegen de beschikking van de Ondernemingskamer. De procureur-generaal voert twee cassatiemiddelen aan. Het eerste middel is gericht tegen hetgeen de Ondernemingskamer in r.o. 3.11 en 3.12 van haar beschikking heeft aangevoerd. Volgens de procureur-generaal staat artikel 2:92 lid 1 BW niet aan de invoering van het loyaliteitsdividend in de weg. Het tweede middel is gericht tegen r.o. 3.13 en voert aan dat de Ondernemingskamer in strijd met artikel 2:349a lid 2 BW heeft nagelaten een billijke afweging ten grondslag te leggen aan de opgelegde onmiddellijke voorziening.

Conclusie advocaat-generaal³

De advocaat-generaal Timmerman acht de beslissing van de Ondernemingskamer onjuist. Volgens de advocaat-generaal heeft de Ondernemingskamer een onjuiste uitleg gegeven aan artikel 2:92 lid 1 BW. Dit artikel verlangt niet meer dan dat het extra dividendrecht voor trouwe aandeelhouders een basis in de statuten heeft. Uit de statuten dient te blijken wat de omvang van dit extra dividend is en wie daarvoor in aanmerking komt. De door DSM voorgestelde statutenwijziging voldeed hieraan. Ten overvloede toetst de advocaat-generaal de loyaliteitsregeling aan artikel 2:92 lid 2 BW. De Ondernemingskamer heeft de beschikking op artikel 2:92 lid 1 BW gebaseerd en heeft niet geoordeeld over de vraag of de regeling in strijd was met artikel 2:92 lid 2 BW. De advocaat-generaal komt tot de conclusie dat de regeling ook niet in strijd is met het in artikel 2:92 lid 2 BW neergelegde gelijkheidsbeginsel.

2. HR 14 december 2007, LJN: BB3523.

3. HR 14 december 2007, LJN: BB3523.

De advocaat-generaal is bovendien van mening dat de Ondernemingskamer in strijd met artikel 2:349a lid 2 BW heeft nagelaten een billijke belangenafweging te maken. Dit vereiste is vooral van belang indien te verwachten valt dat na het opleggen van de onmiddellijke voorziening het enquêtegeding zonder onderzoek zal eindigen en de onmiddellijke voorziening onomkeerbare gevolgen heeft. Door het treffen van een onmiddellijke voorziening kon er immers geen besluit meer worden genomen op de aandeelhoudersvergadering van DSM en werd, als gevolg hiervan, de gang naar de bodemrechter (waarbij vaststelling van een rechtsverhouding bij uitstek op adequate wijze kan plaatsvinden) afgesneden.

De uitspraak van de Hoge Raad⁴

De Hoge Raad volgt de advocaat-generaal. Volgens de Hoge Raad heeft de Ondernemingskamer een onjuiste uitleg gegeven van artikel 2:92 lid 1 BW. Deze regel, waarin staat dat aan alle aandelen in verhouding tot hun bedrag gelijke rechten en verplichtingen zijn verbonden, is van regelen recht, omdat daarvan in de statuten kan worden afgeweken. Uit de tekst en strekking van dit artikel volgt niet dat een afwijking van deze bepaling in de statuten slechts mogelijk is met betrekking tot aandelen van een bepaalde soort. Artikel 2:92 lid 1 BW, gelezen in verband met het bepaalde in artikel 2:105 BW, schrijft niet dwingend voor dat aan aandelen van dezelfde soort altijd in omvang gelijke aanspraken op dividend zijn verbonden. Daarom verzet artikel 2:92 lid 1 BW zich niet tegen een regeling in de statuten waarbij aan geregistreerde aandeelhouders onder bepaalde voorwaarden een financiële uitkering, bijvoorbeeld in de vorm van een aanvullend dividend, wordt toegekend, mits deze regeling geen schending oplevert van het in artikel 2:92 lid 2 BW neergelegde gelijkheidsbeginsel.

Ook met betrekking tot middel 2 acht de Hoge Raad het cassatieberoep gegrond. Volgens de Hoge Raad heeft de Ondernemingskamer blijk gegeven van een onjuiste rechtsopvatting met betrekking tot artikel 2:349a lid 2 BW, omdat zij heeft nagelaten een billijke belangenafweging te maken. Zij mag slechts gebruikmaken van de bevoegdheid tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen voordat wordt beslist op het verzoek tot het houden van een enquête, indien daartoe in verband met de toestand van de rechtspersoon of in het belang van het onderzoek voldoende zwaarwegende redenen bestaan. Er was in casu geen noodzaak voor het treffen van een onmiddellijke voorziening, aangezien het eerste loyaliteitsdividend pas in 2010 zou worden uitgedeerd en de besluitvorming van de algemene vergadering van aandeelhouders dus had kunnen worden afgewacht.

Commentaar

De invloed van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen is de laatste jaren sterk toegenomen. Hedge

4. HR 14 december 2007, LJN: BB3523.

funds hebben vaak slechts belangstelling voor snelle winsten, wat ten koste kan gaan van de belangen van een onderneming op lange termijn. Op die manier kan een hedge fund als aandeelhouder de continuïteit van een onderneming in gevaar brengen.⁵ Het loyaliteitsdividend maakt het mogelijk voor beursvennootschappen om zich te wapenen tegen hedge funds. De registratie van de aandeelhouder maakt het voor de vennootschap mogelijk om inzicht te krijgen in wie haar kapitaalverschaffers zijn en de communicatie met hen te verbeteren. Bovendien trekt het loyaliteitsdividend kapitaalverschaffers aan die uit zijn op langetermijnwaardecreatie, wat ten goede kan komen aan de onderneming.

In de literatuur wordt veelal beweerd dat het niet mogelijk is om verschillende rechten toe te kennen aan dezelfde soort aandelen. Slechts door het creëren van verschillende soorten aandelen in de statuten zouden verschillende rechten en verplichtingen kunnen worden verbonden aan aandelen. Zie bijvoorbeeld Van Olffen⁶ en Bier.⁷ De uitspraak van de Ondernemingskamer was in lijn daarmee. Uit het arrest van de Hoge Raad blijkt echter dat het wel degelijk mogelijk is om in de statuten af te wijken van artikel 2:92 lid 1 BW en verschillende rechten te verbinden aan hetzelfde soort aandeel. De toekenning van het loyaliteitsdividend door DSM aan trouwe aandeelhouders is dan ook niet in strijd met artikel 2:92 lid 1 BW, mits de regeling geen schending oplevert van het gelijkheidsbeginsel zoals dat in artikel 2:92 lid 2 BW is neergelegd.

De Hoge Raad heeft zich er helaas niet over uitgelaten wanneer toekenning van het loyaliteitsdividend schending van het gelijkheidsbeginsel oplevert. Wenk verwijst in zijn noot bij de uitspraak van de Ondernemingskamer inzake DSM naar het arrest Verenigde Bootlieden⁸ van de Hoge Raad:

‘Van schending van het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders is geen sprake indien voor de ongelijke behandeling een redelijke en objectieve rechtvaardiging kan worden aangewezen.’

De Hoge Raad heeft zich er echter niet in algemene zin over uitgelaten wanneer aandeelhouders zich in gelijke omstandigheden bevinden en wanneer sprake is van een redelijke en objectieve rechtvaardiging.⁹ De interpretatie van artikel 2:92 lid 2 BW is bovendien in laatste instantie voorbehouden aan het Europese Hof van Justitie. Artikel 2:92 lid 2 BW is namelijk ontleend aan artikel 42 van de Tweede Richtlijn tot coördinatie van het vennootschapsrecht in de

lidstaten van de EG.¹⁰ Er is echter geen jurisprudentie die uitleg geeft aan artikel 42 van de richtlijn. Advocaat-generaal Timmerman verwijst in zijn conclusie naar andere jurisprudentie waarin het Hof van Justitie meer in algemene zin toetst aan het gelijkheidsbeginsel. In het *Bilka*-arrest¹¹ toetst het Hof van Justitie aan het gelijkheidsbeginsel door te kijken of een bepaalde maatregel een bepaalde groep onevenredig treft en, zo ja, of hier een objectieve rechtvaardiging voor bestaat. Uit dit arrest en uit latere jurisprudentie van het Hof van Justitie blijkt dat bij de vraag of er sprake is van een objectieve rechtvaardiging de regeling getoetst dient te worden aan de eisen van proportionaliteit (bestaat er een redelijke verhouding tussen het doel dat wordt beoogd en de middelen die worden gebruikt om dat doel te bereiken?) en subsidiariteit (had dit doel met minder inbreukmakende maatregelen kunnen worden bereikt?). Ik ben het met de advocaat-generaal eens dat de door DSM voorgestelde regeling voldoet aan de eisen van proportionaliteit en subsidiariteit. Het gaat immers om slechts 10% extra op het jaarlijkse dividend per aandeel en de aandeelhouders hebben bovendien zelf de keuze om wel of niet te kiezen voor registratie.

*Mr. H.J.C. Marquenie
Stibbe*

5. Zie ook: W.J. Slagter, Wat te doen tegen hedge funds? Voor het loyaliteitsdividend, *Advocatenblad* 2007, p. 646-649.

6. M. van Olffen, *Loyaliteitsaandelen*, WPNR (2006) 6687, p. 779-784.

7. B. Bier, *Uitkeringen aan aandeelhouders*, Deventer: Kluwer 2003, p. 141-142, 167.

8. HR 31 december 1993, NJ 1994, 436.

9. Hof Amsterdam (OK) 28 maart 2007, *Rechtspraak Ondernemingsrecht* 2007, nr. 46 m.nt. Wenk.

10. Richtlijn 77/91/EEG van de Raad van 13 dec. 1976, Pb. EG L 26/1 e.v. van 31 jan. 1977.

11. HvJ 13 mei 1986, zaak 170/84, Jur. 1986, 1607.