

Advies over Loyaliteits aandelen – Expertgroep Modernisering NV-recht

d.d. 5 december 2022

1. *Inleiding*

- 1.1 In de brief van de Minister voor Rechtsbescherming van 27 juni 2022 over de modernisering van het ondernemingsrecht komt de modernisering van het NV-recht aan bod.¹ De minister geeft aan een Expertgroep te vragen om de modernisering van het NV-recht te onderzoeken en concrete voorstellen voor verbetering te doen. De opdracht aan de Expertgroep is in de zomer van 2022 gegeven. De samenstelling van de Expertgroep en de opdrachtverlening staan op de [website](#) van de Expertgroep.
- 1.2 In zijn opdracht aan de Expertgroep vraagt de Minister voor Rechtsbescherming een advies uit te brengen over de mogelijke invoering van loyaliteits aandelen. Het verzoek volgt op een aangenomen motie van Kamerlid Nijboer c.s. van september 2020.² De motie overweegt dat het Rijnlands model is gericht op diverse stakeholders en de lange termijn en dat thans kortetermijnbelangen de overhand kunnen krijgen.³ De Kamerleden verzoeken het kabinet daarom voorstellen te doen om loyaliteits aandelen te stimuleren.
- 1.3 In dit eerste advies van de Expertgroep staat de wenselijkheid van de invoering van een wettelijke regeling *ter stimulering* van loyaliteits aandelen centraal. Het advies is als volgt opgebouwd. Na een korte omschrijving van loyaliteits aandelen in paragraaf (hierna: par.) 2, volgt een uiteenzetting van het beoogde effect (par. 3). In par. 4 komt de Nederlandse praktijk aan bod, gevolgd door een bespreking van loyaliteitsregelingen in enkele andere landen (par. 5). De kanttekeningen en praktische implicaties staan in par. 6 en par. 7. Het advies sluit af met de bevindingen van de Expertgroep (par. 8). De conclusie van de Expertgroep is dat de invoering van een wettelijke regeling ter stimulering van loyaliteits aandelen niet wenselijk of nodig is.
- 1.4 Omwille van de leesbaarheid van dit advies staan verwijzingen naar bijvoorbeeld literatuur niet in voet-, maar in eindnoten. Het advies gaat vergezeld van bijlagen waarin onder meer uitgebreide analyses van jurisprudentie en loyaliteitsregelingen in andere landen zijn opgenomen. De bijlagen zijn opgesteld door (individuele) leden van de Expertgroep en bevatten veel aanvullende waardevolle en lezenswaardige informatie.

2. *Wat zijn loyaliteits aandelen?*

- 2.1 Loyaliteits aandelen worden over het algemeen begrepen als aandelen die aandeelhouders extra stemrecht (*loyaliteitsstemrecht*) of extra dividendrecht (*loyaliteitsdividend*) geven, zonder dat daar extra kapitaal inbreng van die aandeelhouders tegenover staat. Aandeelhouders komen daarvoor in aanmerking wanneer zij gedurende een bepaalde termijn onafgebroken aandeelhouder zijn. In de praktijk komt loyaliteitsstemrecht meer voor dan loyaliteitsdividend. Dit advies spitst zich daarom toe op loyaliteitsstemrecht (zie ook par. 4.2), maar de relevante aspecten gelden in de regel ook voor loyaliteitsdividend. Loyaliteits aandelen worden vrijwel uitsluitend gebruikt door beursgenoteerde vennootschappen.

- 2.2 De (parlementaire) discussie over de eventuele invoering van een wettelijke regeling voor loyaliteits aandelen is niet nieuw. Tijdens de algemene beschouwingen in de Eerste Kamer in 2014 kwam de vraag naar een wetsvoorstel voor loyaliteits aandelen al eens op. De minister-president antwoordde toen dat het kabinet terughoudend was, mede omdat de verwachte voordelen niet zouden opwegen tegen de nadelen. Dit volgde uit onderzoek en een rondetafelgesprek met experts.⁴ De voormalige Expertgroep sprak zich in maart 2021 uit voor een wettelijke regeling van loyaliteits aandelen, maar over de invulling van de regeling was geen consensus.⁵
- 2.3 Loyaliteitsstemrecht is niet de enige manier om een aandeelhouder meer stemmen te geven. In het vennootschapsrecht zijn ook andere instrumenten voorhanden om een aandeelhouder meervoudig stemrecht toe te kennen. Het meervoudig stemrecht is dan niet gerelateerd aan de duur van het aandeelhouderschap. Specifieke aandeelhouders, denk aan oprichters of initiatiefnemers, hebben met het type aandeel dat zij houden ‘meer stemmen’.⁶ Men kan zich afvragen of er een (wettelijke) grens moet zitten aan het aantal stemmen dat een aandeelhouder extra kan toekomen. Die vraag geldt niet alleen bij loyaliteitsstemrecht, maar ook bij andere vormen van meervoudig stemrecht. Voor een antwoord op deze vraag moet de Expertgroep nog nader onderzoek doen. Zij komt daarom in een later advies terug op de mogelijke wenselijkheid van een wettelijke begrenzing.
3. *Het beoogde effect van loyaliteits aandelen*
- 3.1 Langetermijnbelangen, zoals duurzaamheid en langetermijnwaardcreatie, nemen in het ondernemingsrecht en het bedrijfsleven een steeds belangrijkere positie in. Zij krijgen in toenemende mate aandacht in wet- en regelgeving.⁷ Aan de motie Nijboer c.s. ligt de visie ten grondslag dat loyaliteits aandelen dienstbaar kunnen zijn aan langetermijnbelangen. De gedachte is dat aandeelhouders zich voor langere termijn verbinden aan een vennootschap en daarmee loyale aandeelhouders worden of zijn. Zij hebben aldus meer het vizier op de langetermijnbelangen van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. De verwachting daarbij is dat investeringen (of besluiten) die pas op langere termijn rendement opleveren en gericht zijn op een bestendig en duurzaam succes van de onderneming, steun zullen ontvangen van die lange-termijn-aandeelhouders. Door extra stemrecht of dividend te geven aan aandeelhouders die zich voor de langere termijn aan de vennootschap binden, wordt de invloed van ‘korte-termijn-aandeelhouders’ beperkt.⁸ De ‘lange-termijn-investering’ kan dan minder eenvoudig geblokkeerd of gefrustreerd worden door aandeelhouders die gericht zijn op waardemaximalisatie op de korte termijn. Kort gezegd is de gedachtegang van het beoogde effect: met een loyaliteitsregeling komen er loyale aandeelhouders die dezelfde belangen voor ogen hebben als de vennootschap zelf.
- 3.2 In het licht van het beoogde effect is het een logische vraag of het Nederlandse vennootschapsrecht aangevuld moet worden met een wettelijke regeling ter stimulering van loyaliteits aandelen.

- 3.3 Langetermijnaandeelhouderschap is slechts een van de relevante elementen bij het nastreven van langetermijnbelangen of, zoals de huidige Corporate Governance Code voorschrijft, de langetermijnwaardecreatie van de vennootschap. Hierbij geldt dat de aandeelhouders invloed kunnen uitoefenen op het bepalen van het beleid en de strategie, maar zij die strategie en het beleid niet zelf bepalen. De Hoge Raad heeft bij herhaling vastgesteld dat in Nederlandse vennootschappen het bepalen van het beleid en de strategie een aangelegenheid van het bestuur is.⁹ Voor de beursgenoteerde vennootschap is deze regel in mei 2021 gecodificeerd: zie artikel 2:129 lid 1 BW. De invloed van de aandeelhouders en de algemene vergadering op de strategie is vooral indirect, bijvoorbeeld door de invloed op de samenstelling van het bestuur en de raad van commissarissen. Het bestuur hoeft aandeelhouders in het algemeen ook niet vooraf bij de strategiebepaling te betrekken.¹⁰
- 3.4 Daarnaast is van belang dat langetermijnaandeelhouderschap niet automatisch betekent dat de aandeelhouder altijd het langetermijnbelang van de vennootschap nastreeft. De aandeelhouder mag zijn stemrecht immers in beginsel naar eigen inzicht uitoefenen. Is hij niet meer tevreden over (de koers van) de vennootschap, dan staat het hem vrij de aandelen te verkopen. Loyaliteitsaandelen breiden de bevoegdheden van de aandeelhouders gezamenlijk – dat wil zeggen die van de algemene vergadering – ook niet uit. Zoals hieronder zal blijken, duidt de huidige stand van het wetenschappelijk onderzoek er evenmin op dat loyaliteitsaandelen in de praktijk daadwerkelijk het beoogde effect hebben om langetermijnbelangen van de vennootschap en de aan haar verbonden onderneming te dienen.
4. *De Nederlandse praktijk; twee juridische procedures*
- 4.1 De discussie over loyaliteitsaandelen kwam in Nederland op gang door de ontwikkelingen bij Koninklijke DSM NV ('DSM'). DSM maakte in 2006 bekend een loyaliteitsdividend te willen invoeren. Enkele aandeelhouders protesteerden hiertegen waarna een gang naar de rechter volgde. In maart 2007 verbood de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam DSM het voorstel voor de statutenwijziging op de algemene vergadering in stemming te brengen.¹¹ Dit verbod leidde ertoe dat DSM de invoering van het loyaliteitsdividend niet aan de aandeelhouders heeft voorgelegd. Uiteindelijk oordeelde de Hoge Raad een jaar later dat het verbod van de Ondernemingskamer blijk gaf van een onjuiste rechtsopvatting. Uit de uitspraak van de Hoge Raad volgt dat het Nederlandse recht zich in beginsel niet verzet tegen een loyaliteits(dividend)regeling.¹² Bijlage 5 bevat een uitvoerige analyse van deze uitspraak. Voor de volledigheid: bij DSM is de loyaliteitsdividendregeling tot op heden niet ingevoerd.
- 4.2 Sinds de uitspraak van de Hoge Raad over het loyaliteitsdividend bij DSM uit 2007 heeft een aantal Nederlandse beursvennootschappen loyaliteitsaandelen ingevoerd. Daarbij gaat het niet om loyaliteitsdividend zoals bij DSM, maar om loyaliteitsstemrecht: de aandeelhouder ontvangt na twee of drie jaar onafgebroken aandeelhouderschap extra aandelen met stemrecht van de vennootschap om niet. Deze extra aandelen hebben (feitelijk) geen financiële waarde. In beginsel is het zo geregeld dat een aandeelhouder per aandeel één extra aandeel en dus één stem extra kan krijgen. Er bestaan echter ook andere (reken)varianten waarmee een aandeelhouder per aandeel tot wel tien stemmen kan krijgen.¹³ In Bijlage 1 is een overzicht van de actuele loyaliteitsregelingen te vinden. Het blijkt dat in de Nederlandse praktijk een loyaliteitsregeling vrijwel uitsluitend wordt gebruikt door een aandeelhouder die al een aanzienlijk aantal aandelen in de vennootschap bezit ten tijde van de invoering van loyaliteitsaandelen.

Loyaliteitsaandelen dragen daarmee vooral bij aan het vergroten of behouden van de controlerende positie van een bestaande grootaandeelhouder.

- 4.3 Een tweede procedure waarin een loyaliteitsregeling centraal stond, is Mediaset/Vivendi uit 2020. Twee beursgenoteerde vennootschappen uit Italië en Spanje wilden fuseren en zich tegelijkertijd omvormen naar een Nederlandse NV (via een grensoverschrijdende fusie). Het draaide om de invoering van een loyaliteitsregeling in een al beursgenoteerde structuur (dit wordt ook wel *midstream*-invoering genoemd). Uit de DSM-uitspraak van de Hoge Raad volgt dat een loyaliteitsregeling niet mag leiden tot schending van het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders zoals neergelegd in art. 2:92 lid 2 BW. De Hoge Raad gaf daarbij echter geen concrete grenzen aan. In de Mediaset/Vivendi-uitspraak verwijst het Gerechtshof Amsterdam naar de DSM-uitspraak. Het hof stelt voorop dat een regeling van loyaliteitsstemrecht (ook *midstream*-invoering) naar Nederlands recht mogelijk is. Zo'n regeling moet wel het gelijkheidsbeginsel respecteren; en dat is de toets die voorligt.¹⁴ Omdat het gelijkheidsbeginsel in Boek 2 BW is opgenomen als gevolg van de implementatie van een Europese Richtlijn, past het Amsterdamse hof in lijn met een arrest van de Hoge Raad uit 1993 de toetsingscriteria van het Europese Hof van Justitie toe.¹⁵ Is er een objectieve rechtvaardigingsgrond voor de ongelijke behandeling van de aandeelhouders, welke ongelijkheid bestaat uit het toekennen van meer stemrecht aan de ene ('loyale') aandeelhouder en niet aan de andere ('gewone') aandeelhouder? Bij de beoordeling gelden volgens het Amsterdamse hof dus de volgende proportionaliteitscriteria: (1) bestaat er een objectief gerechtvaardigde reden voor het onderscheid tussen aandeelhouders?, (2) is de regeling geschikt om het doel te bereiken?, (3) is de regeling noodzakelijk om het doel te bereiken?, en (4) staat het onderscheid in evenredige verhouding tot het ermee nagestreefde doel? In de zaak Mediaset/Vivendi oordeelde het hof dat de voorgestelde loyaliteitsregeling de toets aan deze criteria niet kon doorstaan.¹⁶ Bijlage 5 bevat een uitvoerige analyse van deze uitspraak. Het Amsterdamse hof gaf in de Mediaset/Vivendi-uitspraak niet aan welke loyaliteitsregeling wel voldoet aan de proportionaliteitscriteria. Dit leidt in de praktijk tot enige onduidelijkheid over de mogelijke grenzen aan de toelaatbaarheid van loyaliteitsaandelen.

5. *Loyaliteitsaandelen. Ontwikkelingen in andere landen*

5.1 *Algemeen*

Uit rechtsvergelijkend onderzoek blijkt dat verschillende landen een wettelijke loyaliteitsregeling kennen. De Europese loyaliteitsregelingen hebben steeds een aanlooptermijn van twee jaar en zijn beperkt tot een verdubbeling van het stemrecht. Alleen in Italië en Frankrijk voorziet de wet ook in loyaliteitsdividend. Loyaliteitsdividend is daar beperkt tot een maximum van 10% over het uitgekeerde dividend.¹⁷ In Bijlage 6 is een uitgebreide rechtsvergelijking opgenomen. In het vervolg van dit advies besteden wij in het bijzonder aandacht aan de loyaliteitsregelingen in Frankrijk, Italië als Europese landen met de meeste gebruikers en de Verenigde Staten als een belangrijke financiële markt buiten Europa.

5.2 *Frankrijk*

Frankrijk geldt als de initiatiefnemer van loyaliteitsregelingen in Europa, in het bijzonder vanwege de wet-*Florange* uit 2014. Florange is de plaats waar grote staalfabrieken van ArcelorMittal zijn gehuisvest. Arcelor SA werd in 2007 overgenomen door Mittal Steel. In 2012 vond een grootschalige reorganisatie plaats, met sluiting van fabrieken en verlies van een aanzienlijk aantal arbeidsplaatsen. De daaropvolgende publieke discussie werd onderdeel van de campagnes voor de presidentsverkiezing. François Hollande stelde wetgeving in het vooruitzicht die de negatieve gevolgen voor de werkgelegenheid (zoals bij Arcelor) zou tegengaan. Hij won de

verkiezing en hield woord: de wet-*Florange* is het resultaat. De wet introduceerde voor beursgenoteerde vennootschappen een loyaliteitsregeling als uitgangspunt. Na twee jaar aandeelhouderschap kan uitsluitend een in de EU gevestigde aandeelhouder van een Franse beursvennootschap opteren voor een verdubbeling van zijn stemrecht. Beursvennootschappen die deze wettelijke loyaliteitsregeling niet wensten, moesten hun statuten aanpassen.¹⁸ De wet-*Florange* wordt uitvoerig besproken in Bijlages 3 en 6.¹⁹ De beschikbare data over het gebruik van loyaliteitsaandelen in Frankrijk tonen aan dat met name aandeelhouders die al een groot belang in een vennootschap hebben of dat ten tijde van de invoering van de loyaliteitsregeling opbouwen, gebruik maken van het loyaliteitsstemrecht.²⁰ Het gaat voornamelijk om bedrijven die worden gecontroleerd door een familie of (direct of indirect) de Franse overheid.

5.3 *Italië*

Italië voerde in 2014 een wettelijke regeling voor loyaliteitsstemrecht in.²¹ De invoering wordt gezien als een reactie op het (juridische) vertrek van Fiat Chrysler Automobiles uit Italië. Zij ‘verhuisde als vennootschap’ naar Nederland en voorzag tevens in loyaliteitsstemrecht waarvan met name de controlerende aandeelhouder gebruik maakte. Italië heeft sindsdien een wettelijke regeling. Wanneer een aandeelhouder zich aanmeldt voor het loyaliteitsstemrecht en zijn aandelen twee jaar houdt, verdubbelt hij zijn stemrecht: voor ieder aandeel krijgt de loyaliteitsaandeelhouder een extra stem. Vennootschappen die loyaliteitsstemrecht willen faciliteren, moeten hun statuten aanpassen. Net als in Frankrijk is in Italië in de praktijk het beeld dat met name aandeelhouders die al een groot belang in een vennootschap hadden of dat ten tijde van de invoering van de loyaliteitsregeling hebben opgebouwd, de aandeelhouders zijn die gebruik maken van het loyaliteitsstemrecht.²² In Italië gaat het dan met name om familievennootschappen.

5.4 *Verenigde Staten*

De meeste beursgenoteerde vennootschappen in de VS zijn opgericht naar en worden beheerst door het recht van de Staat Delaware. Het recht van Delaware staat loyaliteitsregelingen toe. Er is geen maximum aan het aantal extra stemmen dat aan een loyale aandeelhouder kan worden toegekend.²³ De *midstream*-introductie van loyaliteitsaandelen is wel aan waarborgen onderworpen. Daarbij geldt dat een *midstream*-invoering niet mogelijk is onder de reglementen van aandelenbeurzen NYSE en NASDAQ.²⁴ Slechts een beperkt aantal vennootschappen maakt gebruik van een loyaliteitsregeling.²⁵ Ook recente initiatieven, zoals een nieuwe beurs die onder meer loyaliteitsregelingen promoot, lijken tot dusver weinig navolging te vinden.²⁶ Wel maken veel bedrijven gebruik van *dual class shares* of *multi class shares* waarbij een loyaliteits-element ontbreekt. Een vennootschap heeft dan verschillende soorten aandelen, waaronder aandelen met meervoudig stemrecht. Denk aan Apple, Berkshire Hathaway, Tesla, Facebook en Alphabet.²⁷

6. *Kanttekeningen bij een loyaliteitsregeling*

6.1 De introductie van een loyaliteitsregeling wordt vaak onderbouwd met het argument dat het belang van een langetermijnbeleid van de vennootschap niet verstoord moet worden door het (financiële) kortetermijnbelang van beleggers.²⁸ In de (wetenschappelijke) literatuur overheerst echter de opvatting dat er onvoldoende bewijs is voor een positieve bijdrage van loyaliteitsregelingen aan langetermijngedrag door beleggers en aandeelhouders.²⁹ Loyaliteitsregelingen vinden daarnaast weinig steun bij beleggers, waaronder institutionele beleggers. Zij hechten vaak waarde aan het uitgangspunt ‘*one share one vote*’.³⁰ Dit beginsel weerspiegelt de gelijkwaardigheid van aandeelhouders, is de gedachte.

Voor een particuliere belegger is het effect van loyaliteits aandelen beperkt. Vanwege het relatief kleine belang dat hij in de beursvennootschap houdt, weegt het loyaliteitsstemrecht niet of nauwelijks op tegen de administratieve verplichtingen en de loyaliteitsrechten van de grotere aandeelhouders. Beleggers ondervinden voorts praktische problemen bij de deelname aan een loyaliteitsregeling (zie daarover uitgebreid par. 7). De handelsbeperkingen zijn met name een struikelpunt. De beperking van de verhandelbaarheid van aandelen als gevolg van deelname aan een loyaliteitsregeling belemmert ook de al genoemde institutionele beleggers. Zij hebben immers krachtens hun mandaat een zorgplicht om snel te reageren op de marktontwikkelingen. Dit bezwaar is in Bijlage 2 uitgewerkt.³¹ Een succesvolle loyaliteitsregeling heeft tot slot nadelige gevolgen voor de liquiditeit van aandelen. Hiermee kan de regeling complicierend werken voor de prijsvorming van de aandelen.

6.2 Controlerende aandeelhouders – denk aan een familie die de vennootschap ooit oprichtte en nadien (deels) naar de beurs bracht – kunnen profiteren van loyaliteitsstemrecht. Hoewel een controlerende aandeelhouder in de regel al voor de lange termijn als aandeelhouder bij de beursvennootschap betrokken is, kan hij door middel van loyaliteits aandelen met een klein kapitaalbelang relatief veel zeggenschap behouden of verkrijgen.³² Daarnaast kunnen indexfondsen naar de aard van hun beleggingsbeleid profiteren van loyaliteitsregelingen, maar zonder dat een keuze voor het desbetreffende fonds of een lange termijn strategie daarbij een relevante rol speelt.³³ Indexfondsen blijken echter mede vanwege de in par 6.1 genoemde handelsbeperkingen geen voorstander te zijn van loyaliteits aandelen.³⁴

6.3 De invoering van loyaliteits aandelen leidt niet per definitie tot een directe en materiële positieve bijdrage aan de langetermijnstrategie en langetermijnwaardecreatie van een vennootschap. Maar het is natuurlijk niet uit te sluiten dat in een individueel geval een loyaliteitsregeling wél zo'n positieve bijdrage kan leveren. Daarbij geldt dat er ook andere redenen kunnen zijn om een loyaliteitsregeling in te voeren. Naar huidig Nederlands recht is het mogelijk om een loyaliteitsregeling in te voeren en vennootschappen maken daar gebruik van. Of een loyaliteitsregeling in een specifiek geval toegestaan of toelaatbaar is, moet worden getoetst aan proportionaliteitscriteria (zie par. 4.3).

7. *Loyaliteits aandelen en settlement systemen*

7.1 De vennootschap met een loyaliteitsregeling moet beoordelen of een aandeelhouder voor het extra stemrecht in aanmerking komt. De aandeelhouder die daarvoor in aanmerking wenst te komen, zal zijn aandelen moeten registeren. De huidige stand van de techniek is gecompliceerd; het gebruik van loyaliteits aandelen wordt hiermee ontmoedigd. Wel wordt er in de praktijk gekeken naar technische oplossingen om de verhandelbaarheid te vergemakkelijken.³⁵

7.2 Grofweg is de praktijk op dit moment als volgt. Wil een aandeelhouder gebruik maken van een loyaliteitsregeling, dan moet hij zich laten inschrijven in het loyaliteitsregister van de vennootschap als bewijs voor het aanhouden van aandelen. Daarmee worden de aandelen uit het girale systeem gehaald dat bestaat voor de verhandeling van beursgenoteerde aandelen. Wanneer een aandeelhouder de aandelen die gekoppeld zijn aan de loyaliteitsregeling toch weer wenst te verkopen en verhandelen, moet een aantal administratieve stappen worden doorlopen. Zowel Computershare als ABN AMRO, in de praktijk de twee meest gebruikte dienstverleners die loyaliteitsregelingen accommoderen, geven aan dat onttrekking of toevoeging van aandelen aan het girale systeem niet direct is te realiseren.

Afhankelijk van het systeem kan daar meer of minder tijd mee zijn gemoeid, maar geen enkel systeem biedt waarborgen dat het proces binnen een werkdag afgerond kan zijn. Deze waarborg is van groot belang voor met name institutionele beleggers die in het kader van hun bedrijfsvoering snel moeten kunnen reageren op ontwikkelingen in de markt. De (tijdige) verhandelbaarheid van de ingeschreven aandelen waarmee een aandeelhouder in aanmerking wenst te komen voor de loyaliteitsregeling is dus beperkt in vergelijking met de verhandelbaarheid van ‘gewone’ aandelen. Indien een wettelijke regeling van loyaliteitsaandelen wordt overwogen, dan moeten deze technische aspecten daarin worden betrokken.

8. *Overwegingen en bevindingen*

- 8.1 De Expertgroep constateert dat de invoering van een wettelijke regeling ter stimulering van loyaliteitsaandelen niet, althans onvoldoende, nodig of wenselijk is. Een vennootschap kan naar huidig recht een loyaliteitsregeling hebben of invoeren; er is thans geen reden tot aanpassing van de wet. Op basis van onderzoek en ervaringen in de praktijk is de constatering gerechtvaardigd dat een wettelijke regeling van loyaliteitsaandelen niet aantoonbaar bijdraagt aan de bevordering van aandeelhoudersgedrag gericht op langetermijnwaardecreatie en/of het duurzame bestendige succes van de vennootschap. Tevens is de constatering gerechtvaardigd dat loyaliteitsstemrecht met name gebruikt wordt door aandeelhouders die al een controlerende stem hebben in de vennootschap. Zij kunnen zonder extra kapitaalbreng door invoering van een loyaliteitsregeling hun invloed consolideren of vergroten. De Expertgroep komt in een later advies terug op nut of noodzaak van begrenzingen aan loyaliteitsaandelen of andere vormen van meervoudig stemrecht.

¹ Zie Kamerbrief van de Minister voor Rechtsbescherming over de voortgang van de modernisering van het ondernemingsrecht d.d. 27 juni 2022.

² Kamerstukken II 2020/21, 35 367, nr. 17.

³ Zie Brief van de Minister voor Rechtsbescherming over de modernisering van het ondernemingsrecht d.d. 14 juni 2021, Kamerstukken II 2020/21, 29 752, nr. 14.

⁴ Zie ter illustratie de vraag van Kamerlid Barth in de Eerste Kamer naar aanleiding van een door de minister van Veiligheid en Justitie georganiseerd rondetafelgesprek. Handelingen I 2013/14, nr. 5, item 2, p. 23; Handelingen I 2013/14, nr. 5, item 2, p. 60-61.

⁵ Binnen de voormalige expertgroep waren er zowel voorstanders van stimulering van loyaliteits aandelen als voorstanders van inperking van de mogelijkheden om loyaliteits aandelen in te voeren. Advies Modernisering NV-recht d.d. 30 maart 2021, p. 3, 20-21, 22.

⁶ Altice NV voerde in 2015 een structuur in met verschillende soorten aandelen. De aandelen van de grootste soort hadden één stem per aandeel. Aan de aandelen van de kleinere soort waren vijftientig stemmen per aandeel verbonden. Een groot gedeelte van de aandelen met vijftientig stemmen per aandeel was (indirect) in handen van de grootaandeelhouder.

⁷ Zie bijvoorbeeld, binnen de sfeer van het ondernemingsrecht: Richtlijn (EU) 2017/828 van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft; Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake passende zorgvuldigheid in het bedrijfsleven op het gebied van duurzaamheid en tot wijziging van Richtlijn (EU) 2019/1937; Voorstel voor Actualisatie van de Nederlandse Corporate Governance Code d.d. 21 februari 2022, p. 8; Voorstel van wet van de leden Van der Graaf, Jasper van Dijk, Thijssen, Van der Lee, Koekkoek en Hammelburg houdende regels voor gepaste zorgvuldigheid in waardeketens om schending van mensenrechten en het milieu tegen te gaan bij het bedrijven van buitenlandse handel (Wet verantwoord en duurzaam internationaal ondernemen).

⁸ Zie over de achterliggende argumentatie Bijlage 3, p. 2. Zie ook: E.B. Rock, Shareholder Eugenics in the Public Corporation, 97 Cornell L. Rev. 849 (2012), p. 857, 900 e.v.; T. Belinfanti, 'Shareholder Cultivation and New Governance', *Delaware Journal of Corporate Law (DJCL)*, Vol. 38, No. 3, 2014, p. 834; L.L. Dallas & J.M. Barry, 'Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting', 40 *Delaware Journal of Corporate Law* 541 (2015), p. 570 e.v.; M.J. Roe & F. Cenzi Venezze, Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?, 76 *Business Lawyer* 467 (2021), p. 475.

⁹ Hoge Raad 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, r.o. 4.3 (ABN AMRO); Hoge Raad 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, r.o. 4.4.1 (ASMI); Hoge Raad 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, r.o. 3.3.6 (Boskalis/Fugro).

¹⁰ Zie Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 17 januari 2007, ECLI:NL:HR:2007:AZ6440, r.o. 3.14 (Stork); Hoge Raad 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, r.o. 4.3 (ABN AMRO); Hoge Raad 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, r.o. 4.4.1 (ASMI); Hoge Raad 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, r.o. 3.3.6 (Boskalis/Fugro).

¹¹ Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 28 maart 2007, ECLI:NL:GHAMS:2007:BA1717, r.o. 3.14.

¹² Hoge Raad 14 december 2007, ECLI:NL:HR:2007:BB3523, N7 2008/105 m.nt. J.M.M. Macijer (DSM).

¹³ Zie voor de bestaande Nederlandse loyaliteitsregelingen Bijlage 1. Zie over de verschillende keuzemogelijkheden uitvoerig Bijlage 4.

¹⁴ Zie Gerechtshof Amsterdam 1 september 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:2379, r.o. 3.19 (Mediaset/Vivendi). Het gelijkheidsbeginsel is opgenomen in art. 2:92/201 lid 2 BW.

¹⁵ Hoge Raad 31 december 1993, ECLI:NL:HR:1993:ZC1212, N7 1994, 436, m.nt. J.M.M. Macijer (*Verenigde Bootlieden*).

¹⁶ Gerechtshof Amsterdam 1 september 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:2379, r.o. 3.21-3.23 (Mediaset/Vivendi).

¹⁷ Zowel in Frankrijk als Italië geldt voor beursvennootschappen dat het (in)direct belang van een aandeelhouder dat in aanmerking komt voor het loyaliteitsdividend is gemaximeerd op 0.5% van het totale aandelenkapitaal van de vennootschap.

¹⁸ Per 1 januari 2021 zijn loyaliteits aandelen optioneel voor Franse beursvennootschappen en dus niet meer het wettelijke uitgangspunt.

¹⁹ Bijlage 3, p. 5 e.v. & Bijlage 6, p. 12 e.v.

²⁰ Zie voor analyse van data o.a. T. Bourveau, F. Brochet & A. Garel, The Capital Market Consequences of Tenure-Based Voting Rights: Evidence from the Florange Act, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3324237>, p. 17, 20.

²¹ Zie voor een meer uitgebreide bespreking o.a. Bijlage 6, p. 20 e.v.

²² Report on Corporate Governance of Italian Listed Companies 2021, CONSOB, p. 4, 18, 24, 34 (geraadpleegd in oktober 2022).

²³ Bijlage 6, p. 69.

²⁴ NYSE Listed Company Manual, § 313.00 (A) (geraadpleegd in oktober 2022). Zie ook T. Belinfanti, 'Shareholder Cultivation and New Governance', *Delaware Journal of Corporate Law (DJCL)*, Vol. 38, No. 3, 2014, p. 833; M.J. Roe & F. Cenzi Venezze, Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?, 76 Business Lawyer 467 (2021), p. 497 e.v.

²⁵ L.L. Dallas & J.M. Barry, 'Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting', 40 Delaware Journal of Corporate Law 541 (2015), p. 592 e.v.; M.J. Roe & F.C. Venezze, Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?, 76 Business Lawyer 467 (2021), p. 497-498.

²⁶ De relatief nieuwe beurs, de *Long Term Stock Exchange*, lijkt beursnoteringen met loyaliteitsregelingen te promoten. Thans zijn de aandelen van twee vennootschappen aan deze beurs genoteerd. Zie hierover o.a. M.J. Roe & F. Cenzi Venezze, Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?, 76 Business Lawyer 467 (2021), p. 469, 475, 498.

²⁷ Zie Council of Institutional Investors, *Dual Class Companies List* (2022).

²⁸ Bijlage 3, p. 2. Zie verder o.a. P. Bolton & F. Samama, 'L-Shares: Rewarding Long-term Investors', *ECGI - Finance Working Paper No. 342/2013*, p. 10 e.v.; T. Belinfanti, 'Shareholder Cultivation and New Governance', *Delaware Journal of Corporate Law (DJCL)*, Vol. 38, No. 3, 2014, p. 834; M. Ventoruzzo, 'The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat', *ECGI - Law Working Paper No. 288/2015*, p. 8 e.v.; M.J. Roe & F. Cenzi Venezze, Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?, 76 Business Lawyer 467 (2021), p. 475. Vgl. EY, *Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance* (2020), p. 79 e.v.

²⁹ Bijlage 3, p. 2 e.v. Zie ook o.a. L.L. Dallas & J.M. Barry, Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting', 40 Delaware Journal of Corporate Law 541 (2015), p. 628 e.v., 645; C. Mosca, 'Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge Between Tenured Voting and Takeover Law', 8 Mich. Bus. & Entrepreneurial L. Rev. 245 (2019), p. 268, 271, 280; T. Bourveau, F. Brochet & A. Garel, The Capital Market Consequences of Tenure-Based Voting Rights: Evidence from the Florange Act, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3324237>, p. 7, 8, 21, 26, 28; M.J. Roe & F. Cenzi Venezze, Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?, 76 Business Lawyer 467 (2021), p. 482 e.v., 486 e.v., 492 e.v., 505-507.

³⁰ Zie ter illustratie ook M. Becht, Y. Kamisarenka & A. Pajuste, 'Loyalty Shares with Tenure Voting - A Coasian Bargain? Evidence from the Loi Florange Experiment', *Law Working Paper N° 398/2018*, p. 11, 20, 21, 26, 27.

³¹ Bijlage 2, p. 4 e.v.; Zie ook M.J. Roe & F. Cenzi Venezze, Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?, 76 Business Lawyer 467 (2021), p. 471, 475, 494-495, 502.

³² Bijlage 3, p. 2. Zie hierover ook C. Mosca, 'Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge Between Tenured Voting and Takeover Law', 8 Mich. Bus. & Entrepreneurial L. Rev. 245 (2019), p. 249, 268, 271; M.J. Roe & F. Cenzi Venezze, Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?, 76 Business Lawyer 467 (2021), p. 476 e.v.

³³ M.J. Roe & F.C. Venezze, Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?, 76 Business Lawyer 467 (2021), p. 481 e.v.

³⁴ Bijlage 2, p. 4-5.

³⁵ De Expertgroep wijst op de in het Verenigd Koninkrijk recent ingestelde *Digitisation Taskforce* die onderzoek doet naar de technische mogelijkheden omtrent (de digitale registratie van) aandelen. Zie ook Bijlage 2, p. 5.