

**Rechtspraak over loyaliteitsdividend***De DSM-casus*

In de DSM-zaak<sup>1</sup> uit 2007 ging het om een statutaire regeling van loyaliteitsdividend. DSM had gecommuniceerd hiermee beloning van lange-termijnaandeelhouders en verbetering van de communicatie met deze groep te beogen. Iedere houder van een gewoon aandeel op naam die ingeschreven zou staan in een speciaal daartoe in het leven geroepen aandelhoudersregister zou gerechtigd zijn tot een loyaliteitsdividend op die aandelen, indien hij die aandelen gedurende drie jaren heeft gehouden. Het loyaliteitsdividend zou dus niet gelden voor alle aandelhouders die kunnen aantonen hun aandelen drie jaar te hebben aangehouden. Alleen degenen die in het register zouden zijn ingeschreven en hun aandelen bij een aangewezen bank (ABN AMRO) in depot zouden houden, kwamen daarvoor in aanmerking. Verkoop van aandelen zou geschieden via een trustkantoor, hetgeen verkoop mogelijk zou vertragen. Dit zou door aandelhouders als een nadeel gezien kunnen worden. Het 'extra' dividend voor loyale aandelhouders zou verder feitelijk worden 'betaald' door aandelhouders die niet gerechtigd waren tot het loyaliteitsdividend. Dit is wel gepercipieerd als een nadeel, 'boete' of 'straf' voor de korter zittende aandelhouders.<sup>2</sup>

*Toetsing van loyaliteitsdividend aan art. 2:92 lid 1 BW*

Enkele ontevreden aandelhouders verzochten de Ondernemingskamer in een enquêteprocedure om de stemming ter vergadering over de statutenwijziging te verbieden. In geschil was of de voorgestelde statutaire regeling in strijd was met art. 2:92 BW. Het eerste lid van dit artikel bepaalt: "Voor zover bij de statuten niet anders is bepaald, zijn aan alle aandelen in verhouding tot hun bedrag gelijke rechten en verplichtingen verbonden." De Hoge Raad overwoog in cassatie dat deze hoofdregel van regelend recht is, nu daarvan in de statuten kan worden afgeweken. Uit de tekst en strekking van de bepaling volgt niet dat een statutaire afwijking van deze hoofdregel slechts mogelijk is met betrekking tot aandelen van een bepaalde soort. In het bijzonder volgt uit art. 2:92 lid 1, gelezen in verband met het bepaalde in art. 2:105 BW, niet dwingend voor dat aan aandelen van dezelfde soort altijd in omvang gelijke aanspraken op dividend moeten zijn verbonden. Art. 2:92 lid 1 BW verzet zich dus – anders dan de Ondernemingskamer had aangenomen – niet tegen een statutaire regeling inzake loyaliteitsdividend. Het is dus mogelijk om aan een en dezelfde soort aandelen verschillende dividendrechten toe te kennen, mits daarvoor een statutaire basis bestaat (met eventueel een nadere uitwerking krachtens de statuten in een reglement).

*Toetsing van loyaliteitsdividend aan het gelijkheidsbeginsel van art. 2:92 lid 2 BW*

De Hoge Raad oordeelt in de DSM-zaak nog dat de loyaliteitsregeling geen schending mag opleveren van het in art. 2:92 lid 2 BW neergelegde gelijkheidsbeginsel. Of de loyaliteitsregeling van DSM de toets aan het gelijkheidsbeginsel kon doorstaan liet de Hoge Raad in het midden, omdat die vraag niet voorlag.

In zijn conclusie voor de DSM-beschikking toetste A-G Timmerman de DSM-regeling wel aan het gelijkheidsbeginsel. Timmerman toetst de regeling aan criteria ontleend aan de rechtspraak van het Europese Hof van Justitie en het Europees Hof voor de Rechten van de Mens (EHRM) over het gelijkheidsbeginsel. Hij stelt dat bij beantwoording van de vraag of het gelijkheidsbeginsel wordt

---

<sup>1</sup> HR 14 december 2007, ECLI:NL:HR:2007:BB3523, NJ 2008/105, m.nt. Maeijer, JOR 2008/11 m.nt. Doorman (DSM).

<sup>2</sup> Zie Ondernemingsrecht 2007/45, waar Dortmund spreekt over een boete en Cools over een straf.

geschonden van belang is of een maatregel een bepaalde groep onevenredig treft, en zo ja, of hiervoor een redelijke en objectieve rechtvaardiging kan worden aangewezen.

Gerards stelt in haar proefschrift dat er voor een beroep op ongelijke behandeling sprake moet zijn van daadwerkelijke benadeling (benadelingstoets).<sup>3</sup> Of de ongelijke behandeling vervolgens te rechtvaardigen is, hangt van het antwoord op de volgende vragen: (i) bestaat er een objectief gerechtvaardigde reden (of legitiem doel) voor het onderscheid?, (ii) is de regeling geschikt om het doel te bereiken?, (iii) is de regeling noodzakelijk om het doel te bereiken?, en (iv) staat het onderscheid in evenredige verhouding ten opzichte van het ermee nagestreefde doel? Het laatste criterium is de proportionaliteitseis. Deze toetsingscriteria zijn te beschouwen als een verdere uitwerking van de maatstaf van “redelijke en objectieve rechtvaardiging” uit het Verenigde Bootliedenarrest.<sup>4</sup> Het is ook wel zo gesteld dat de Hoge Raad in het Verenigde Bootlieden-arrest aansluit bij de wijze waarop het Europese Hof voor de Rechten van de Mens (EHRM) en het Europese Hof van Justitie inbreuken op het gelijkheidsbeginsel en discriminatieverboden toetsen.<sup>5</sup>

De vraag of een loyaliteitsregeling door de Europeesrechtelijke beugel kan, is niet zonder meer eenvoudig te beantwoorden. Daar komt nog bij dat volgens de Europese rechtspraak bij de beoordeling van deze vragen aan de vennootschap een zekere beoordelingsvrijheid toekomt. Op voorhand is onduidelijk hoe ver die beoordelingsvrijheid reikt.

#### *Geen consensus over geldigheid regeling; rechtsonzekerheid*

Volgens Timmerman werd in de door DSM beoogde regeling geen *direct* onderscheid gemaakt tussen aandeelhouders. Alle gewone aandeelhouders wordt de keuze gelaten al dan niet de door hen gehouden aandelen te laten registreren. Wel maakt de regeling *indirect* onderscheid. De regeling strekt ertoe de belegger die een langdurig aandelenbezit nastreeft te begunstigen boven de beleggers die zijn aandelen gedurende een korte periode bezit. Timmerman zag geen reden waarom er bij de DSM-regeling geen “objectieve rechtvaardiging” zou zijn voor het indirecte onderscheid. De regeling kwam hem in het licht van het door DSM beoogde doel – het bevorderen van een aandeelhoudersbestand dat aandeelhouderswaarde op de lange termijn prefereert – ook niet disproportioneel voor. Timmerman concludeerde dat van schending van het gelijkheidsbeginsel niet was gebleken.<sup>6</sup>

In de literatuur bestaat echter geen consensus over de verenigbaarheid van de voorgestelde loyaliteitsregeling van DSM met het gelijkheidsbeginsel. Van Solinge & Nieuwe Weme menen evenals Timmerman dat voor het loyaliteitsdividendplan een redelijke en objectieve rechtvaardiging kan worden aangewezen.<sup>7</sup> Anderen, zoals Brink<sup>8</sup>, Dortmund<sup>9</sup>, Storm<sup>10</sup> en Doorman<sup>11</sup> zijn kritischer. Doorman betwijfelt of een beursvennootschap werkelijk belang heeft bij het hebben van

---

<sup>3</sup> J.H. Gerards, *Rechterlijke toetsing aan het gelijkheidsbeginsel* (diss. Maastricht), Den Haag Sdu Uitgevers 2002, p. 346-356. De verzoekers in de DSM-zaak stelden dat aandeelhouders die hun aandelen niet wilden registreren achtergesteld werden en dat houders van minder dan zestig aandelen zelfs categorisch achtergesteld werden, omdat de kosten van de uitlevering van aandelen aan de bank hoger zijn dan het extra rendement op de aandelen.

<sup>4</sup> HR 31 december 1993, ECLI:NL:HR:1993:ZC1212, NJ 1994/436 m.nt. J.M.M. Maeijer (Van den Berge/Verenigde Bootlieden).

<sup>5</sup> Zie S.F. de Beurs, ‘Loyaliteitsdividend bij beursvennootschappen: gerechtvaardigd?’, O&F 2011(19), p. 9.

<sup>6</sup> Conclusie nr. 3.35.

<sup>7</sup> Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa 2013/294.

<sup>8</sup> JOR 2007/118.

<sup>9</sup> P.J. Dortmund, ‘Zittenblijvers bevoordeeld’, *Ondernemingsrecht* 2006, p. 563.

<sup>10</sup> P.M. Storm, *Ondernemingsrecht* 2007, p. 474.

<sup>11</sup> Noot Doorman bij JOR 2008/11.

aandeelhouders die hun stukken relatief lang vasthouden. Een empirische onderbouwing hiervoor ontbreekt zijns inziens. Het hebben van aandeelhouders die hun stukken lang vasthouden is niet hetzelfde als het hebben van een aandeelhoudersbestand dat creatie van aandeelhouderswaarde op lange termijn nastreeft. Ook Eumedion heeft opgemerkt dat ‘loyale’ aandeelhouders nog geen betrokken aandeelhouders zijn. Schouten en Doorman stellen dat door een loyaliteitsdividend een passief aandeelhoudersbestand kan ontstaan.<sup>12</sup> Het bestuur kan dan in de verleiding komen activiteiten te ontplooiën die niet in het belang zijn van waardecreatie door het ontbreken van de tucht van de markt. Er kan dus verschillend worden gedacht over wat een redelijke en objectieve rechtvaardiging voor indirecte discriminatie oplevert. Zoals Leijten stelt,<sup>13</sup> naarmate de rechter het beoogde doel van de regeling minder nastrevenswaardig of legitiem acht, zal hij minder geneigd zijn de proportionaliteitseis als vervuld te zien. Hier is uiteindelijk van belang wat de validiteit is van de veronderstellingen die ten grondslag liggen aan de effecten van een loyaliteitsregeling.

In de literatuur is naar aanleiding van de DSM-zaak ook de vraag opgekomen of alle aandeelhouders toestemming moeten geven voor *midstream* invoering van een loyaliteitsdividend, op grond van art. 2:81 BW.<sup>14</sup> In dit artikel is bepaald: “Aan een aandeelhouder kan niet, zelfs niet door wijziging van de statuten, tegen zijn wil enige verplichting boven de storting tot het nominale bedrag van het aandeel worden opgelegd.” Timmerman merkt echter op dat de loyaliteitsregeling van DSM geen verplichting schept voor aandeelhouders.<sup>15</sup> De regeling verbindt aan een verschil in wijze waarop een aandeelhouder zijn aandelen houdt, een verschil in een aanspraak op dividend. Het door de houders van niet-geregistreerde aandelen in de toekomst te lijden “nadeel” is geen verplichting in de zin van art. 2:81 BW. Een aandeelhouder heeft keuze zijn aandelen al dan niet te registreren. Aan beide mogelijkheden kleven voor- en nadelen. Een nadeel verbonden aan een bepaalde keuze ziet Timmerman niet als een verplichting. In de rechtspraak is deze kwestie niet meer aan bod geweest.

#### *Uitwerking van loyaliteitsdividendregeling in de statuten of reglement?*

Naar aanleiding van de DSM-zaak is nog de vraag opgekomen in hoeverre een loyaliteitsdividendregeling in de statuten moet worden uitgewerkt of dat dit ook kan via een reglement. Doorman<sup>16</sup> stelt dat DSM vrij ver ging in het regelen van inhoudelijke aspecten van het loyaliteitsdividend buiten de statuten om. Het bestuur was volgens het reglement bevoegd te allen tijde het reglement te wijzigen. Daarmee zou de facto de mogelijkheid voor het bestuur worden gecreëerd om via wijziging van het reglement een wijziging aan te brengen in de rechten van aandeelhouders op winstuitkering. Zijns inziens zou de regeling in de statuten niet alleen voldoende objectief, maar ook inhoudelijk uitputtend moeten zijn. Deze kwestie komt in de uitspraken van de Ondernemingskamer en de Hoge Raad niet meer aan bod.

### **Rechtspraak loyaliteitsstemrecht**

#### *Vivendi/Mediaset-arrest*

---

<sup>12</sup> M.C.S. Schouten, ‘Loyaal aan eigen belang’, *Ondernemingsrecht* 2010/122, p. 579-580; noot Doorman bij JOR 2008/11.

<sup>13</sup> Noot bij JOR 2020 / 279.

<sup>14</sup> Zie *Ondernemingsrecht* 2007(4), p. 141. Zie ook *De Beurs* 2011, p. 20 die stelt dat alle zittende aandeelhouders moeten instemmen, althans zittende aandeelhouders gerechtigd zijn tot hetzelfde dividend als voor de statutenwijziging.

<sup>15</sup> Conclusie nr. 3.61. Vgl. ook J.M. de Jongh, ‘Het loyaliteitsstemrecht’, *Ondernemingsrecht* 2009/105.

<sup>16</sup> Noot Doorman bij JOR 2008/11.

De toelaatbaarheid van loyaliteitsstemrecht is uitvoerig aan bod gekomen in het arrest Vivendi/Mediaset uit 2020.<sup>17</sup> Het gerechtshof heeft de desbetreffende loyaliteitsstemrechtregeling getoetst aan het dwingendrechtelijke gelijkheidsbeginsel van art. 2:92 lid 2 BW en oordeelt dat het hiermee in strijd is. De vraag die daarmee opkomt is hoeveel ruimte naar huidig recht bestaat voor invoering van een regeling inzake loyaliteitsstemrecht.

### *De casus*

De casus is als volgt. Mediabedrijf Vivendi is onder meer eigenaar van Universal Music. Fininvest, gecontroleerd door de familie van Silvio Berlusconi, houdt ongeveer 44% van de aandelen in de Italiaanse beursvennootschap Mediaset SpA ("Mediaset"), Vivendi een belang van ongeveer 29%. Mediaset heeft een meerderheidsbelang in het beursgenoteerde Mediaset España Comunicación SA ("Mediaset Spanje"), Vivendi houdt 1% van de aandelen in Mediaset Spanje. Fininvest beoogde om Mediaset en Mediaset Spanje grensoverschrijdend juridisch te fuseren met Mediaset Investment NV, een 100%-dochter van Mediaset zonder activiteiten, als verkrijgende vennootschap (de "Fusie"). In het arrest wordt Mediaset Investment NV aangeduid met MFE, omdat haar naam na de Fusie zou wijzigen in MFE-Media for Europe NV. Vivendi verzette zich tegen de totstandkoming van de Fusie bij onder meer de Nederlandse rechter.

De postfusiestatuten van MFE bevatten een regeling van loyaliteitsstemrecht. Kort gezegd zouden bestaande aandeelhouders van Mediaset en Mediaset Spanje 30 dagen na voltooiing van de Fusie voor ieder gewoon aandeel een loyaliteitsaandeel A krijgen dat recht geeft op twee extra stemmen. Na een onafgebroken bezit van twee jaar zou het loyaliteitsaandeel A omgezet worden in een loyaliteitsaandeel B, dat recht geeft op vier extra stemmen per aandeel. Na nog eens drie jaar onafgebroken bezit zouden de loyaliteitsaandelen B worden omgezet in loyaliteitsaandelen C, die negen extra stemmen per aandeel opleveren. Aandeelhouders die niet onmiddellijk na de fusie loyaliteitsaandelen verkrijgen en gebruik willen maken van de loyaliteitsregeling door zich te laten registreren in het loyaliteitsregister, zouden pas na drie, vijf en acht jaar recht krijgen om onderscheidenlijk twee, vier en negen additionele stemrechten te verkrijgen. Deze regeling maakt dus twee soorten van onderscheid: tussen aandeelhouders die zich laten registreren en zij die dat niet doen en tussen aandeelhouders ten tijde van de Fusie en latere verkrijgers van aandelen (r.o. 3.18).

Vivendi stelt dat de regeling strijdig is met art. 2:8 BW en het gelijkheidsbeginsel van art. 2:92 lid 2 BW. Het hof toetst aan het dwingendrechtelijke gelijkheidsbeginsel, geeft Vivendi daarin gelijk en komt niet meer toe aan een afzonderlijke toets aan art. 2:8 BW.

### *Toetsing aan het gelijkheidsbeginsel van art. 2:92 lid 2 BW*

Volgens het hof moet art. 2:92 lid 2 BW worden uitgelegd met inachtneming van de jurisprudentie van het Europese Hof van Justitie waarbij het maken van indirect onderscheid wordt getoetst aan Europeesrechtelijke gelijkheidsbeginselen. Dit baseert het hof op het feit dat dat art. 2:92 lid 2 BW is ingevoerd ter implementatie van art. 42 Tweede EG Richtlijn (thans art. 85 van Richtlijn (EU) 2017/1132). De reikwijdte hiervan is echter beperkt tot kapitaalverhogingen of -verminderingen. Art. 42 (85) ziet dus niet op fusies. De bepaling moet volgens het hof niettemin met inachtneming van de jurisprudentie van het HvJ EU worden uitgelegd, ook voor zover art. 2:92 lid 2 BW toepassing vindt op onderwerpen die het bereik van art. 85 van de Richtlijn te buiten gaan. Deze argumentatie lijkt niet sluitend. Het is wel zo dat in de memorie van toelichting bij art. 2:92 lid 2 BW is opgemerkt dat het artikellid ziet op de behandeling van aandeelhouders in verband met de onderwerpen van de Tweede

---

<sup>17</sup> Gerechtshof Amsterdam 1 september 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:2379, JOR 2020/279 m.nt. Leijten (Vivendi/Mediaset).

Richtlijn en 'bovendien elke andere behandeling van aandeelhouders'.<sup>18</sup> Bovendien merkt Leijten<sup>19</sup> op dat art. 92 lid 2 BW tevens als implementatie geldt van art. 4 van de Aandeelhoudersrichtlijn (Richtlijn 2007/36/EG) dat luidt: "De vennootschap draagt zorg voor een gelijke behandeling van alle aandeelhouders die zich in identieke omstandigheden bevinden wat de deelneming aan en de uitoefening van stemrechten in de algemene vergadering betreft".<sup>20</sup> Voorts ligt art. 17 lid 1 van Richtlijn 2004/109/EG (Transparantierichtlijn), dat is geïmplementeerd in art. 5:25k Wft, aan het beginsel van art. 92 lid 2 BW ten grondslag: "De uitgevende instelling van tot de handel op een geregelende markt toegelaten aandelen draagt zorg voor een gelijke behandeling van aandeelhouders die zich in identieke omstandigheden bevinden."

Aldus toetst het hof aan de hand van de volgende criteria, ontleend aan Europese rechtspraak (r.o. 3.19): (i) bestaat er een objectief gerechtvaardigde reden voor het onderscheid?, (ii) is de regeling geschikt om het doel te bereiken?, (iii) is de regeling noodzakelijk om het doel te bereiken?, en (iv) staat het onderscheid in evenredige verhouding ten opzichte van het ermee nagestreefde doel? Bij de beoordeling van deze vragen komt de vennootschap volgens het hof een zekere beoordelingsvrijheid toe. Voorts dient de rechter bij zijn beoordeling rekening te houden met alle omstandigheden van het geval. Toetsing door het Hof van Justitie aan het gelijkheidsbeginsel verloopt doorgaans in twee fasen. De eerste betreft de vraag óf sprake is van onderscheid; de tweede of het onderscheid toelaatbaar wordt geacht.

*De toetsing in concreto: loyaliteitsregeling gaat te ver*

Het hof overweegt eerst dat het door MFE beoogde doel van de loyaliteitsregeling – *to foster the development and continued involvement of a core base of long-term shareholders in a manner that reinforces the Company's stability* – op zichzelf legitiem is (r.o. 3.20). MFE heeft echter niet voldoende toegelicht dat de regeling geschikt en noodzakelijk is om dat doel te bereiken, althans dat het gemaakte onderscheid in evenredige verhouding staat tot het nagestreefde doel. Ook met inachtneming van de beoordelingsvrijheid van de vennootschap is onvoldoende duidelijk dat de toekenning in vijf jaar van negen extra stemrechten per aandeel onder de omstandigheden van het geval een geschikt en proportioneel instrument is om een aandeelhouder aan te moedigen zijn aandelen langere tijd aan te houden.

Hoewel het lijkt alsof het hof met name kritisch toetst aan de criteria van geschiktheid, noodzakelijkheid en proportionaliteit, blijkt uit het arrest ook dat er twijfels zijn of er een objectief gerechtvaardigde reden is voor het onderscheid. Het hof concludeert namelijk dat de regeling feitelijk is vormgegeven met *het doel* om aan Fininvest (met een economisch belang van 35%) de absolute controle op MFE te verzekeren (r.o. 3.22). Dit wordt nader geïllustreerd doordat de regeling Vivendi ertoe lijkt te dwingen hetzij af te zien van loyaliteitsaandelen, hetzij een openbaar bod op de aandelen MFE uit te brengen, terwijl Fininvest van de verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod is vrijgesteld, zowel ingevolge de wettelijke als ingevolge de statutaire regeling.

Men zou het oordeel van het hof volgens Leijten<sup>21</sup> zo kunnen lezen dat het gestelde doel en het werkelijke doel van de regeling niet overeenstemmen. De regeling is dus niet geschikt om het (gestelde) doel te bereiken (criterium ii), maar wel om een ander doel te bereiken. Dat andere doel, het verzekeren van Fininvests absolute controle over MFE, acht het hof geen legitiem doel voor een loyaliteitsregeling, hoewel het dat niet met zoveel woorden zegt.

---

<sup>18</sup> Kamerstukken II 1978/79, 15 304, nr. 3, p. 18.

<sup>19</sup> Noot bij JOR 2020/279.

<sup>20</sup> Zie Kamerstukken II 2008/09, 31 746, nr. 3, p. 4.

<sup>21</sup> Noot bij JOR 2020/279.

De argumenten die het hof aandraagt ter onderbouwing dat de regeling niet geschikt of proportioneel is (r.o. 3.21.1 e.v.), richten zich erop dat het bestuur van MFE zal worden gedomineerd door Fininvest, alsmede Fininvests belang van bijna 50% van alle stemrechten op de aandelen in MFE, dat na de Fusie zal oplopen tot ongeveer 56%. Dat is een niveau waarop de overige aandeelhouders ook met vereende krachten geen rechtens relevante zeggenschap meer kunnen uitoefenen, aldus het hof. In het licht van deze omstandigheden acht het hof de vermenigvuldigingsfactor van vijf voor bestaande aandeelhouders die hun aandelen na de Fusie twee jaar vasthouden vooralsnog disproportioneel. Uit uitlatingen van Mediaset blijkt voorts dat voor verminderde stabiliteit van MFE als gevolg van een afname van Fininvests belang niet gevreesd hoeft te worden. Het hof verwerpt voorts het argument van MFE dat de initiële toekenning van extra stemrecht aan de bestaande aandeelhouders wordt gerechtvaardigd doordat zij de fusie mogelijk hebben gemaakt en aldus trouw hebben betoond aan de pan-Europese plannen van Mediaset. Het hof meent dat dit argument feitelijke grondslag mist, omdat slechts 10% van de aandeelhouders, anders dan Fininvest, voor het fusiebesluit stemde. Ook het argument dat de regeling belangrijk zou zijn voor het aantrekken van aandeelhouders die zich voor langere tijd willen binden faalt, omdat nieuwe aandeelhouders door de regeling “steeds” op grote achterstand worden gezet waar het zeggenschap betreft. Het hof bedoelt achterstand ten opzichte van de pre-Fusie-aandeelhouders van Mediaset en Mediaset Spanje.

Het hof kijkt bij de toetsing nog met een schuin oog naar buitenlandse rechtsstelsels en merkt op dat de bestreden loyaliteitsregeling niet is toegestaan onder Belgisch, Duits, Frans, Italiaans en Spaans recht. Dit ondanks het feit dat in landen als Frankrijk, Italië en België loyaliteitsstemrecht als een op zichzelf geoorloofd instrument voor langetermijnwaardcreatie wordt gezien.

*Loyaliteitsstemrecht lijkt mogelijk bij niet-geconcentreerd aandelenbezit, maar de grenzen zijn onduidelijk*

Beziet men de uitspraak Vivendi/Mediaset, dan wordt duidelijk dat er naar huidig Nederlands recht enige ruimte bestaat voor vennootschappen om loyaliteitsstemrecht in te voeren. Het gerechtshof achtte het gestelde doel van ‘*development and continued involvement of a core base of long-term shareholders*’ op zichzelf legitiem, maar in de verdere uitwerking ging de loyaliteitsregeling te ver. Het onderscheid dat wordt gemaakt tussen aandeelhouders moet objectief gerechtvaardigd, geschikt, noodzakelijk én proportioneel zijn. Invoering van loyaliteitsstemrecht is moeilijk objectief te rechtvaardigen bij vennootschappen met een geconcentreerd aandelenbezit, zoals de Vivendi/Mediaset-casus illustreert. Aangezien een controlerend aandeelhouder meestal lange tijd aan de vennootschap is verbonden, bestaat er minder noodzaak voor een loyaliteitsregeling, terwijl de belangen van minderheidsaandeelhouders erdoor kunnen worden geschaad.<sup>22</sup> Enigszins onduidelijk blijft welke *multiplier* naar Nederlands recht is toegestaan bij een *midstream*-invoering van loyaliteitsregeling.<sup>23</sup> Een vermenigvuldigingsfactor van vijf was in de Vivendi/Mediaset-uitspraak vooralsnog disproportioneel in verhouding tot het nagestreefde doel van langetermijnaandeelhouderschap. Zijn er omstandigheden denkbaar waarin een dergelijke multiplier wel mogelijk is, of moet in de regel van een lager getal worden uitgegaan, zoals in België en Frankrijk?

### **Eerste Protocol van het EVRM**

In de rechtspraak over loyaliteitsdividend en loyaliteitsstemrecht staat toetsing aan het gelijkheidsbeginsel centraal. In de DSM- en Vivendi/Mediaset-zaken is art. 1 van het Eerste Protocol van het EVRM niet aan bod geweest. Volgens dit artikel heeft iedere natuurlijke of rechtspersoon recht op het ongestoord genot van zijn eigendom. Het EHRM legt het begrip eigendom autonoom en ruim

---

<sup>22</sup> J.M. de Jongh, ‘Het loyaliteitsstemrecht’, *Ondernemingsrecht* 2009/105.

<sup>23</sup> Zie ook H.M. Vletter-van Dort en T.A. Keijzer, ‘Hoe rechtvaardigheid ook tot rechtsonzekerheid leidt: loyaliteitsaandelen, verleden en toekomst’, *MvO* 2021, p. 76.

uit. Aandelen in kapitaalvennootschappen worden aangemerkt als eigendom. Art. 1 EP van het EVRM beschermt tegen inbreuken in de verticale relatie tussen de overheid en de aandeelhouder. Aan niemand zal zijn eigendom worden ontnomen behalve in het algemeen belang en onder de voorwaarden voorzien in de wet en in de algemene beginselen van internationaal recht. Bovendien heeft de overheid het recht om die wetten toe te passen, die hij noodzakelijk oordeelt om het gebruik van eigendom te reguleren in overeenstemming met het algemeen belang.

Een beperking in de vorm van 'ontneming' of 'regulering' van eigendom moet volgens het EHRM voldoen aan drie voorwaarden. Zij moet voldoen aan de eisen van rechtszekerheid, het algemeen belang (legitimiteit), en *fair balance* (proportionaliteit). Men zou wellicht kunnen zeggen dat een wettelijke regeling inzake loyaliteitsstemrecht of -dividend aan deze eisen moet voldoen, voor zover althans sprake is van 'ontneming' of 'regulering' van eigendom. Het is aannemelijk dat de genoemde drie voorwaarden in wezen overlap vertonen met de criteria die het hof in het Vivendi/Mediaset-arrest hanteerde inzake het gelijkheidsbeginsel (gebaseerd op de rechtspraak van het EHRM zelf en het Europese Hof van Justitie). Deze criteria zijn: (i) bestaat er een objectief gerechtvaardigde reden voor het onderscheid?, (ii) is de regeling geschikt om het doel te bereiken?, (iii) is de regeling noodzakelijk om het doel te bereiken?, en (iv) staat het onderscheid in evenredige verhouding ten opzichte van het ermee nagestreefde doel? De genoemde criteria lijken op basis van de rechtspraak zowel bij loyaliteitsdividend als loyaliteitsstemrecht relevant.

Indien de wetgever loyaliteitsdividend of -stemrecht dus wil faciliteren, moet in de uitwerking van een wettelijke regeling en in de memorie van toelichting dus aandacht worden besteed aan de vraag of er een objectieve rechtvaardiging te geven is voor een dergelijk instrument, onder welke voorwaarden het geschikt en noodzakelijk is, en wanneer de regeling als proportioneel is aan te merken. In aanvulling hierop kan men nog stellen dat de regeling met voldoende rechtszekerheid omgeven moet zijn.