

Over meervoudig stemrecht, loyaliteitsstemrecht, levenscycli en horizonbepalingen. Rechtseconomische en rechtsvergelijkende beschouwingen

Ondernemingsrecht 2019/70

De wettelijke verdeling van het stemrecht bij beursvennootschappen blijft in beweging. De recentste ontwikkeling is in het Belgische vennootschapsrecht te vinden, dat net een wettelijke regeling omtrent het loyaliteitsstemrecht introduceerde. Wij vergelijken de huidige Nederlandse en nieuwe Belgische regeling en richten ons op twee instrumenten: aandelen met meervoudig stemrecht en aandelen met loyaliteitsstemrecht. Controlerende aandeelhouders kunnen in de vennootschap een initiërende en sturende rol spelen, maar kunnen zich ook *private benefits of control* toe-eigenen. Vanuit de financieel-economische literatuur komen signalen dat de kapitaalstructuur van een vennootschap beschouwd moet worden in het licht van haar levenscyclus. Deze benadering kan ook worden toegepast op de verdeling van stemrechten. Met de groei van de onderneming nemen de informatie-asymmetrieën tussen bestuur en aandeelhouders af en nemen de vrije kasstromen toe. Het levenscyclus-perspectief suggereert daarmee een faciliterende omgang met de introductie van onevenredig stemrecht, mits sprake is van tijdige intrekking, in plaats van een permanente, restrictieve *one share, one vote*-aanpak. Een mogelijk antwoord op de inzichten van de levenscyclus-literatuur bieden horizonbepalingen. Dit zijn statutaire clausules die stipuleren dat aandelen met meervoudig stemrecht na verloop van tijd of in bepaalde omstandigheden worden omgezet in reguliere (*one share, one vote*) aandelen. Omdat voor elke vennootschap het optimale ogenblik voor een horizonbepaling kan verschillen en dat moment lastig valt te voorspellen, is het aanbevolen dat de algemene vergadering het meervoudig stemrecht kan verlengen. Bovendien lijkt het nuttig de controlerende aandeelhouder prikkels te geven om het meervoudig stemrecht op te geven wanneer dat niet langer efficiënt is en minderheidsaandeelhouders prikkels te geven het meervoudig stemrecht middels een stemming te verlengen wanneer dat wel nog efficiënt is. Wij pleiten dan ook voor een wetbepaling inzake horizonbepalingen met regelend karakter.

1. Inleiding

In de laatste jaren is een vrijwel onophoudelijke stroom van publicaties over onevenredig stemrecht² en loyaliteitsstemrecht op gang gekomen.³ Verschillende Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen hebben deze relatief nieuwe mechanismen omarmd.⁴ Buiten Nederland blijft het onderwerp eveneens in de belangstelling staan.⁵ De voorlopig laatste loot aan de boom lijkt het Belgische vennootschapsrecht te zijn, dat sinds 1 mei 2019 in beursgenoteerde vennootschappen een statutair voorzien loyaliteitsstemrecht toelaat en de regeling omtrent aandelen zonder stemrecht versoepelt.⁶ Toch zijn het meervoudige stemrecht en het loyaliteitsstemrecht regelmatig onderwerp van kritiek. Om deze reden onderzoeken wij of een alternatieve respectievelijk aanvullende figuur geïntroduceerd dient te worden. Wij richten ons specifiek op een instrument dat in zekere zin spiegelbeeldig is aan de voorgestelde loyaliteitsregeling, zijnde het meervoudig stemrecht met een horizonbepaling. Krachtens horizonbepalingen (of “*sunset provisions*”) worden aandelen met onevenredig stemrecht in bepaalde omstandigheden automatisch weer omgezet in een systeem van evenredig stemrecht (*one share, one vote*) – anders dan bij loyaliteitsaandelen, waar na verloop van tijd juist aanvullende aandelen en/of stemrechten worden toegekend.⁷

De opzet van deze bijdrage is als volgt. Allereerst schetsen wij kort de opkomst van het meervoudig stemrecht en het loyaliteitsstemrecht in Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen en de nieuwe regeling in België (par. 2). Aansluitend beschrijven wij een aantal in de literatuur gesignaleerde complicaties over meervoudig stemrecht en loyaliteitsstemrecht (par. 3). Niettemin nemen wij het bestaan van meervoudig stemrecht en loyaliteitsstemrecht als gegeven. Wel stellen wij een (genuanceerde) correctie

¹ Sofie Cools is Senior Research Fellow aan het Max Planck Institute for Comparative and International Private Law te Hamburg en gastdocent aan de KU Leuven, campus Brussel. Titiaan Keijzer is als promovendus verbonden aan de Sectie Ondernemingsrecht & Financieel recht van de Erasmus School of Law, het Instituut voor Ondernemingsrecht (IvO) en het International Center for Financial Law & Governance (ICFG).

² In deze bijdrage hanteren wij de term ‘onevenredig stemrecht’ als contanerbegrip voor afwijkingen van het beginsel van *one share, one vote*. Meervoudig stemrecht, een vorm van onevenredig stemrecht, definiëren wij als aandelen waarop meer dan één stem kan worden uitgebracht, ongeacht de termijn gedurende welke zij reeds worden gehouden. Bij loyaliteitsstemrecht, een andere vorm van onevenredig stemrecht, komen de houders daarvan pas na verloop van tijd bijkomende stemmen (of aandelen, zie § 2.2 en § 2.3) toe. Wanneer meerdere soorten aandelen met verschillend stemrecht uitstaan, is sprake van een *dual class*-structuur.

³ Zie wat betreft de Nederlandse literatuur de voetnoten 13-17, 46, 50, 57 en 68.

⁴ Vgl. bijv. A.A. Bootsma e.a., ‘Bescherming bij Nederlandse beursvennootschappen’ (2015), beschikbaar via www.mccg.nl/download/?id=2775 (met name p. 20 en verder).

⁵ Voor het debat buiten de Nederlandse landsgrenzen zij verwezen naar de bijdragen in de voetnoten 32-45, 46-49, 52-54, 56-67 en 71-72.

⁶ In België spreekt men doorgaans van een *loyauteitsstemrecht*. Wij hanteren hier de terminologie zoals die in het debat in Nederland gebruikelijk is.

⁷ Vgl. voetnoot 2.

voor. Meer specifiek introduceren wij het mechanisme van de horizonbepaling in de beursgenoteerde vennootschap en analyseren het potentieel daarvan (§ 4), evenals mogelijke bezwaren ertegen (§ 5). Wij ronden af met een blik vooruit wat betreft de toekomstige herziening van het Nederlandse NV-recht (§ 6).⁸

2. Meervoudig stemrecht en loyaliteitsstemrecht in Nederland en België

2.1 Modernisering van het Nederlandse BV-recht

Sinds 1 oktober 2012 kan de BV als gevolg van de inwerking-treding van de Wet Flex-BV vele soorten aandelen uitgeven, waaronder bijvoorbeeld winstrechtloze, stemrechtloze, loyaliteitsaandelen en aandelen met meervoudig stemrecht.⁹ Dat de figuur van stemrechtloze BV-aandelen in het wetsvoorstel was opgenomen, was geen vanzelfsprekendheid. De Commissie De Kluiver had zich enigszins terughoudend getoond. Later werd toch besloten stemrechtloze aandelen in het wetsvoorstel op te nemen, met het oog op werknemersparticipaties, de gebruikelijkheid van zulke aandelen in internationale structuren, de kosten van certificering en de onduidelijkheid rondom participatiebewijzen.¹⁰ De heersende gedachte in het Nederlandse debat lijkt te zijn dat met de invoering van de Wet Flex-BV het statuut voor de BV, ook op andere vlakken, op doeltreffende wijze weer bij de tijd is gebracht.¹¹

2.2 Stilstand voor het Nederlandse NV-recht?

Art. 2:92 BW bepaalt dat aan alle aandelen in verhouding tot hun nominale waarde gelijke rechten zijn verbonden, tenzij de statuten anders bepalen. Art. 2:105 lid 6 BW en art. 2:118 lid 3 BW relateren de verdeling van de winst en het aantal stemmen dat per aandeel kan worden uitgebracht aan de nominale waarde, maar laten afwijkingen in de statuten naar boven (anders dan afwijking naar beneden)¹² volledig toe. Het Nederlandse NV-recht maakt aldus mogelijk dat een beursvennootschap aandelen met meervoudig stemrecht uitgeeft, door aan aandelen een verschillende nominale waarde toe te schrijven. Een sprekend voorbeeld is Altice N.V., dat een stemrechtstructuur kent van 1:25.¹³ Wat het loyaliteitsstemrecht betreft vormt de DSM uitspraak van 2007 een interessante ontwikkeling. In DSM oordeelde de Hoge Raad (naar aanleiding van een cassatie in het alge-

meen belang¹⁴ ingesteld door A-G Timmerman) dat de tussentijdse (of *midstream*) invoering bij een reeds genoteerde vennootschap van een loyaliteitsdividend was toegestaan, mits deze regeling geen schending opleverde van het in art. 2:92 lid 2 BW neergelegde gelijkheidsbeginsel.¹⁵ Hoewel de uitspraak betrekking had op een loyaliteitsdividend, wordt algemeen aangenomen dat hetzelfde geldt voor het loyaliteitsstemrecht, ook inzake tussentijdse invoering.¹⁶ In de huidige praktijk wordt het loyaliteitsstemrecht overigens veelal toegekend door uitgifte (aan kwalificerende aandeelhouders) van een aanvullend aandeel (en daarmee stem, de 'soort aandelenroute') in plaats van door op het niveau van de kwalificerende aandeelhouder het stemrecht te verdubbelen (de 'aandeelhoudersroute').¹⁷ Naar de vorm – maar niet naar de inhoud – blijft het uitgangspunt van *one share, one vote* aldus gehandhaafd.

Op beleidsmatig vlak vormt het Eumedion Position Paper van 2016 een interessant document.¹⁸ Daarin werden voorstellen gedaan om de invloed van controlerende aandeelhouders in te perken, waarover par. 4.2 hierna. Een belangwekkend document is voorts de brief van 9 december 2016 van de Minister van Veiligheid en Justitie naar de Tweede Kamer. Daarin werden de belangrijkste elementen van de geplande modernisering van het NV-recht in algemene zin benoemd. De brief raakte het aspect van verdeling van zeggenschapsrechten niet specifiek aan. Opgemerkt werd dat het, wellicht meer dan voorheen, voorstelbaar is dat beursvennootschappen op zoek zijn naar stabiele langetermijnaandeelhouders, en dat controlerende aandeelhouders veelal voor langere tijd betrokken zijn. Anderzijds werd aangestipt dat aan concentratie van zeggenschap bij een grootaandeelhouder ook nadelen kunnen kleven. Daarom bleef het bij de constatering dat nader bezien moet worden of, en in hoeverre behoefte bestaat aan de invoering van aandelen met onevenredig stemrecht in het NV-recht.¹⁹ De recente Voortgangsbrief modernisering ondernemings-

8 Voor een genuanceerd pleidooi voor horizonbepalingen in de Belgische context, zie S. Cools & T.A. Keijzer, 'Dubbel stemrecht in combinatie met een horizonbepaling: een alternatief voor het loyaliteitsstemrecht?', *TRV-RPS* 2019, 4, 239-244.

9 Het voorontwerp tot implementatie van de richtlijn langetermijnbetrokkenheid aandeelhouders brengt daar voor beursgenoteerde vennootschappen vooralsnog geen verandering in. Zie de voorgestelde schakelbepaling in art. 187.

10 Zie *Kamerstukken II* 2006/07, 31058, 3, p. 12.

11 In die zin bijvoorbeeld L. Timmerman, 'When the facts change...', *Ondernemingsrecht* 2016/39.

12 De uitgifte van winst- en stemrechtloze aandelen is ex art. 2:105 lid 9 BW en art. 2:118 lid 1 BW niet mogelijk.

13 Zie over deze casus B.P. Buirma, 'High/Low Voting Stock Een nieuwe trend?', *Tijdschrift Ondernemingsrecht/praktijk* 2016/1.

14 Of, conform de formulering van art. 78 Wet op de rechterlijke organisatie, "in het belang der wet". In hoger beroep was immers geoordeeld dat het Nederlands vennootschapsrecht geen grondslag bood voor de invoering van loyaliteitsmechanismen en partijen hadden geen cassatie aangetekend. Zie Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 28 maart 2007, ECLI:NL:GHAMS:2007:BA1717, *JOR* 2007/118, m.nt. M. Brink, *Ondernemingsrecht* 2007/138, m.nt. P.M. Storm.

15 Zie Hoge Raad 14 december 2007, ECLI:NL:HR:2007:BB3523, *NJ* 2008/105, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2008/11, m.nt. A. Doorman; J.M. de Jongh, 'Het loyaliteitsstemrecht. Een terreinverkenning', *Ondernemingsrecht* 2009/105.

16 Bijv. A.A. Bootsma, 'Loyaliteitsdividend, bijzondere stemrechtenaandelen en de positie van minderheidsaandeelhouders. Midstream or IPO, that's the question', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 2016, 7; zie eveneens A.A. Bootsma, 'Over de toekomst van het vennootschapsrecht', in: H.J. de Kluiver (red.), *100 Jaar Handelsrecht. Over heden, toekomst en verleden* (Preadvies Vereniging Handelsrecht), Zutphen: Paris 2018, 101-130. Wat betreft de techniek inzake de invoering van loyaliteitsregelingen, zie bijvoorbeeld M. van Olffen, 'Loyaliteitsaandelen', *Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie* 2006/6687.

17 Zie over dit onderscheid K.J. Bakker, 'Loyaliteitsregelingen; lessen uit Frankrijk en Delaware', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 2019, 1-2.

18 Eumedion, Position Paper 28 juni 2016, www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/position-papers/2016-06-position-paper-minderheidsaandeelhouders-def-versie.pdf.

19 *Kamerstukken II* 2016/17, 29752, 9, p. 14-20. Zie ook reeds *Kamerstukken II* 2015/16, 29752, Aanhangsel, 667, p. 2.

recht van 20 december 2018 zet op verschillende punten wijzigingen in gang, maar doet dat nog steeds voorzichtig. Wat betreft het loyaliteitsstemrecht wordt opgemerkt dat dit reeds statutair kan worden ingevoerd (impliciterend dat een wijziging van Boek 2 BW niet voor de hand ligt) en dat het Franse uitgangspunt van een wettelijk dubbel stemrecht bij beursvennootschappen onwenselijk wordt geacht. Voor 2019 wordt een bijeenkomst met stakeholders gepland om nader te bezien op welke punten verdere modernisering wenselijk is.²⁰ Het beeld dat aldus ontstaat, is dat inzake de herziening van het NV-recht de wetgever tot op heden (althans wat betreft de toegestane verschijningsvormen van aandelen) minder vooruitgang heeft geboekt. De voornaamste vernieuwingen lijken vanuit de rechtspraak en private initiatieven te komen.²¹ Dat is problematisch, aangezien het Nederlandse ondernemingsrecht momenteel weinig consistentie vertoont wat betreft de toegestane verschijningsvormen van aandelen. Dit geldt zowel wanneer het NV-recht in afzondering wordt bezien als wanneer dat met het BV-recht wordt vergeleken.²²

2.3 De Belgische loyaliteitsregeling

Sinds Frankrijk en Italië het loyaliteitsstemrecht versterkten resp. invoerden, lijkt er sprake van een zekere *regulatory competition* tussen vennootschapswetgevers op dit punt.²³ In het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen (WVV), dat op 28 februari 2019 door het Parlement werd goedgekeurd,²⁴ kunnen beursgenoteerde vennootschappen (NV's en eventueel BV's²⁵) aan aandelen, die ten minste twee jaar ononderbroken op naam van dezelfde aandeelhouder

staan geregistreerd, een dubbel stemrecht toekennen ten opzichte van aandelen die een gelijk deel in het kapitaal vertegenwoordigen.²⁶ Bij een (directe of indirecte) overdracht van de aandelen gaat de aanvullende stem weer verloren.²⁷ Wel kan het loyaliteitsstemrecht behouden blijven in geval van fusie of splitsing (op voorwaarde dat de statuten van de verkrijgende vennootschap eveneens een loyaliteitsregeling kennen) en bij bepaalde overgangen in de familiale sfeer.²⁸ In beursgenoteerde vennootschappen staat het WVV geen andere vormen van meervoudig stemrecht toe dan het loyaliteitsstemrecht.²⁹ Een niet-genoteerde vennootschap die aandelen met meervoudig stemrecht heeft uitgegeven, zal deze dus niet kunnen behouden bij een latere beursgang.³⁰ Wel blijft het mogelijk om in de (al dan niet beursgenoteerde) NV aandelen zonder stemrecht uit te geven.³¹

3. Voor- en nadelen van meervoudig stemrecht en loyaliteitsstemrecht

3.1 Het meervoudig stemrecht

Sommige auteurs beklemtonen graag de voordelen van de onevenredige concentratie van controle in de handen van controlerende aandeelhouders.³² Controlerende aandeelhouders kunnen in de vennootschap een initiërende en sturende rol spelen,³³ wat ook voor minderheidsaandeelhouders waardevol kan zijn.³⁴ Vaak wordt in die context beargumenteerd dat onevenredige stemrechten controlerende aandeelhouders in staat stellen om hun mogelijk unieke langetermijnvisie – in de literatuur wordt wel gesproken van *idiosyncratic vision*³⁵ – te implementeren. Onevenredige controle brengt volgens anderen echter aanzienlijke risico's met zich. Ten eerste dreigen controlerende aandeelhouders zich persoonlijke voordelen (zgn. *private benefits of control*)

20 Zie www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2018/12/20/tk-voortgangsbrieff-modernisering-ondernemingsrecht.

21 Opgemerkt zij dat in 2013 enkele technische, weinig fundamentele wijzigingen werden doorgevoerd ('laaghangend fruit'). Deze aanpassingen blijven hier verder buiten beschouwing. Voor verschillende perspectieven op vernieuwing, zie G. van Solinge, 'Een facelift voor de oude dame?', *Ondernemingsrecht* 2014/11, G.T.M.J. Raaijmakers & M.J.G.C. Raaijmakers, 'De NV in 2020', *Ondernemingsrecht* 2014/12, B.J. de Jong, 'Lessen uit het vernieuwde Britse vennootschapsrecht voor de modernisering van het Nederlands NV-recht', *Ondernemingsrecht* 2014/13, H.E. Boschma, M.L. Lennarts & J.N. Schutte-Veenstra, 'Lessen uit het Duitse AG-recht voor de modernisering van het Nederlandse NV-recht?', *Ondernemingsrecht* 2014/14, A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink, 'De beurs-NV in den vreemde – Een perspectief op de modernisering van het NV-recht', *Ondernemingsrecht* 2014/15.

22 In het NV-recht zijn certificering van aandelen, loyaliteitsregelingen en meervoudig stemrecht toegestaan, maar stem- en winstrechtloze aandelen niet. Naar BV-recht is uitgifte van die instrumenten echter wel mogelijk.

23 Voor een aanzet tot debat in de Amerikaanse literatuur over de effecten van *regulatory competition*, zie W.L. Cary, 'Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware', *Yale Law Journal* 1974, 83, 663-705 en R.K. Winter, 'State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation', *The Journal of Legal Studies* 1977, 6, 251-292. Wat betreft recente Nederlandse ontwikkelingen, zie G. van Solinge (red.), *Nederland, het Delaware van Europa?*, Deventer: Wolters Kluwer 2016.

24 In afwachting van de publicatie in het Belgisch Staatsblad kan men de finale tekst vinden als: wetsontwerp tot invoering van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen en houdende diverse bepalingen, *Parl. St.* Kamer 2018-2019, nr. 3119/022.

25 Hoewel de BV niet bedoeld is om mee naar de beurs te trekken, zou dat in het WVV wel mogelijk zijn (D. Bruloot & H. Culot, 'De kapitaallose BV – La SRL sans capital', in: *Het ontwerp Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen*, Larcier, 2018, 94). Vgl. over dit onderwerp eveneens A.A. Bootsma, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, 'De eerste beurs-BV', *Ondernemingsrecht* 2016/111.

26 Art. 7:53, § 1 WVV.

27 Art. 7:53, § 2, eerste, derde en vierde lid WVV.

28 Art. 7:53, § 2, tweede en vijfde lid WVV.

29 Memorie van toelichting, *Parl. St.* Kamer 2017-18, nr. 3119/001, 127. De techniek achter loyaliteitsaandelen naar Belgisch (verdubbeling stemrecht) verschilt van deze naar Nederlands recht (verdubbeling aantal aandelen). Vgl. ook voetnoot 16-17 en de bijbehorende tekst.

30 Het meervoudig stemrecht moet worden ingetrokken door middel van een soortwijziging. Daarna kan men loyaliteitsaandelen creëren (art. 7:53, § 4 WVV).

31 Art. 7:57 WVV. Aangezien deze mogelijkheid vooralsnog niet bestaat in Nederland, gaan wij daar niet verder op in.

32 Opgemerkt zij dat controle geen eenduidig begrip is. In art. 1:1 Wet op het financieel toezicht jo. 5:70 Wet op het financieel toezicht wordt een criterium van 30% van de stemrechten ter AVA gehanteerd. Afhankelijk van de context (bijv. bij groot absentieisme) kan men ook met een kleinere deelname controle uitoefenen. Zie voor een analyse I. Fiegenbaum, 'The Geography of MFV-Land', *Delaware Journal of Corporate Law* 2017, 42, 763-802.

33 R.J. Gilson & J.N. Gordon, 'Controlling Controlling Shareholders', *University of Pennsylvania Law Review* 2003, 152, 785-843 ("some private benefits of control may be necessary to induce a party to play that role"); A.M. Paccas, *Featuring Control Power*, Rotterdam: RILE 2008, 92-93.

34 Zie M. Burkart, D. Gromb & F. Panunzi, 'Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm', *Quarterly Journal of Economics* 1997, 112, 693-728.

35 Z. Goshen & A. Hamdani, 'Corporate Control and Idiosyncratic Vision', *Yale Law Journal* 2016, 125, 560-617; zie voorts Z. Goshen & R. Squire, 'Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance', *Columbia Law Review* 2017, 117, 767-829.

toe te eigenen.³⁶ Dat kunnen ze bijvoorbeeld doen door bedrijfsactiva tegen een niet-marktconforme prijs van de vennootschap te kopen (*tunneling*)³⁷ of door de onderneming meer uit te breiden dan efficiënt is, om aldus meer prestige en een hogere beloning in hun functie in het bestuur of management te verkrijgen (*empire building*).³⁸ Zij beheersen immers de besluitvorming in de vennootschap, zonder de aan de besluiten verbonden economische consequenties voor de vennootschap volledig te dragen (die worden immers gedragen door alle aandeelhouders).³⁹ Zowel economisch als empirisch werd reeds betoogd dat dit risico op zelfbediening bij onevenredige stemrechten exponentieel stijgt naarmate het economische belang van de controlerende aandeelhouder afneemt.⁴⁰ Ten tweede belemmeren onevenredige stemrechten de disciplinerende werking van de markten.⁴¹ Door hun disproportioneel kleine zeggenschapsrechten kunnen minderheidsaandeelhouders het zittende bestuur immers niet vervangen en is het ook moeilijk om door het verwerven van aandelen de vennootschap over te nemen.

3.2 Het loyaliteitsstemrecht

Het loyaliteitsstemrecht beoogt een langetermijnvisie bij beleggers in beursgenoteerde vennootschappen te bevorderen.⁴² Volgens sommige studies zouden beleggers, in het bijzonder fondsen, zich in bepaalde periodes richten op een maximaal rendement op de korte termijn.⁴³ Daardoor zouden ondernemingen te weinig investeren in nuttige pro-

jecten die slechts na verloop van tijd resultaat opleveren.⁴⁴ Nochtans bestaat discussie over de vraag of de effectenmarkten werkelijk geplaagd worden door kortetermijndenken.⁴⁵ Bovendien kan betwijfeld worden of loyaliteitsaandelen het meest geschikte middel vormen om een langetermijnvisie bij beleggers te bevorderen. Voor particuliere beleggers levert een (al dan niet feitelijke) verdubbeling van het stemrecht geen werkelijke invloed op. Institutionele beleggers kiezen er daarentegen voor hun aandelen niet te registreren, onder meer omdat dit de liquiditeit ervan vermindert.⁴⁶ De enige partij die onmiskenbaar van het loyaliteitsinstrument profiteert, is de controlerende aandeelhouder. Deze, zo mag worden aangenomen, hangt echter sowieso een langetermijnvisie aan. Als techniek om het langetermijndenken te bevorderen, stoot het loyaliteitsstemrecht dan ook op enige bedenkingen. Empirische studies over loyaliteitsaandelen laten eveneens zien dat de gemiddelde houdstertermijn niet noemenswaardig verschilt tussen vennootschappen mét en zonder loyaliteitsmechanisme.⁴⁷ Loyaliteitsaandelen vormen bijgevolg primair een mechanisme om de zeggenschap van de controlerende aandeelhouder te versterken en de verwerving van controle door een nieuwe investeerder te bemoeilijken,⁴⁸ zodat zij op dezelfde bezwaren stuiten als reguliere aandelen met meervoudig stemrecht.

4. Het potentieel van horizonbepalingen

4.1 Een meer genuanceerde benadering: de levenscyclus van de vennootschap

Vanuit de financieel-economische literatuur komen signalen dat de kapitaalstructuur van een vennootschap beschouwd moet worden in het licht van haar levenscyclus (de zgn. "*life cycle hypothesis*").⁴⁹ Deze benadering wordt langzaam ook

36 Over de verschillende vormen van private benefits of control, zie L. Enriques & T. Tröger, 'The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions: An Introduction', *ECGI Law Working Paper* 2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3214101.

37 Zie S. Johnson e.a., 'Tunneling', *American Economic Review* 2000, 90, 22-27; voorts S. Djankov e.a., 'The law and economics of self-dealing', *Journal of Financial Economics* 2008, 88, 430-465.

38 Private benefits kunnen overigens ook niet-monetair van aard zijn. R.J. Gilson, 'Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy', *Harvard Law Review* 2006, 119, 1641-1679.

39 A. Dyck & L. Zingales, 'Private Benefits of Control: An International Comparison', *Journal of Finance* 2004, 59, 537-600.

40 L.A. Bebchuk, R. Kraakman & G. Triantis, 'Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights', in: R. Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago: Chicago University Press 2000, 445-460; L.A. Bebchuk & K. Kastiel, 'The Perils of Small-Minority Controllers', *Georgetown Law Journal* (te verschijnen).

41 Men vergelijkte inzake de overnamemarkt: H.G. Manne, 'Mergers and the Market for Corporate Control', *Journal of Political Economy* 1965, 73, 110-120. Zie wat betreft de arbeidsmarkt voor bestuurders en managers: E.F. Fama, 'Agency Problems and Theory of the Firm', *Journal of Political Economy* 1980, 88, 288-307. In dat verband zij echter eveneens verwezen naar E.C.H.J. Lokin, *De bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen*, Deventer: Wolters Kluwer 2018, alwaar betoogd wordt dat een dergelijke markt slechts in geringe mate aanwezig is.

42 In die zin bijvoorbeeld D.J. Berger, S. Davidoff Solomon & A.J. Benjamin, 'Tenure Voting and the U.S. Public Company', *The Business Lawyer* 2017, 72, 295-323; vergelijk in de Nederlandse context (evenwel ook met kanttekeningen en nuances) J.M. de Jongh, 'Het loyaliteitsstemrecht. Een terreinverkenning' *Ondernemingsrecht* 2009/105. Wat het Belgische WVV betreft, zie memorie van toelichting, *Parl.St.* Kamer 2017-18, nr. 3119/001, 208.

43 P.H. Edelman, W. Jiang & R.S. Thomas, 'Will Tenure Voting Give Corporate Managers Lifetime Tenure?', *ECGI Law Working Paper* 2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3107225.

44 U. Rodrigues, 'Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership', *Minnesota Law Review* 2011, 95, 1822-1866; L.E. Strine, 'One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?', *The Business Lawyer* 2010, 66, 1-26.

45 G.W. Dent, 'The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism', *Delaware Journal of Corporate Law* 2010, 35, 97-150; M.J. Roe, 'Corporate Short-Termism - In the Boardroom and in the Courtroom', *The Business Lawyer* 2010, 68, 977-1006; zie recent ook M.J. Roe, 'Stock Market Short-Termism's Impact', *ECGI Law Working Paper* 2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3171090.

46 J.M. de Jongh, 'Het loyaliteitsstemrecht. Een terreinverkenning', *Ondernemingsrecht* 2009/105. Vgl. J. Bos, 'Ik heb grote moeite met extra stemrecht of dividend voor langetermijnbeleggers', *Financieel Dagblad* 26 mei 2015 (interview met R. Abma, directeur van Eumedion).

47 M. Becht, Y. Kamisarenka & A. Pajuste, 'Loyalty Shares with Tenure Voting - A Coasian Bargain? Evidence from the Loi Florange Experiment', *ECGI Law Working Paper* 2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3166494; L.L. Dallas & J.M. Barry, 'Long-term shareholders and time-phased voting', *Delaware Journal of Corporate Law* 2015, 40, 541-646.

48 L.L. Dallas & J.M. Barry, 'Long-term shareholders and time-phased voting', *Delaware Journal of Corporate Law* 2015, 40, 541-646. In tegenstelling tot een aandeel dat bijvoorbeeld het recht geeft om 10 stemmen per stuk uit te brengen is wel het blijvende bezit van een substantieel belang vereist.

49 E.F. Fama & K.R. French, 'Financing Decisions: Who Issues Stock?', *Journal of Financial Economics* 2005, 76, 549-582; H. DeAngelo, L. DeAngelo & R.M. Stulz, 'Dividend Policy And The Earned/Contributed Capital Mix: A Test Of The Life-Cycle Theory', *Journal of Financial Economics* 2006, 81, 227-254; H. DeAngelo, L. DeAngelo & R.M. Stulz, 'Seasoned Equity Offerings, Market Timing, And The Corporate Lifecycle', *Journal of Financial Economics* 2010, 95, 275-295.

opgepikt in het juridische debat.⁵⁰ Een vennootschap kent in het prille begin van haar bestaan en in de eerste jaren na een beursgang vaak nog volatiele kasstromen, terwijl investeerders in een dynamische markt moeilijk kunnen inschatten of het ontwikkelde product (of de dienst) een succes zal blijken. De oprichters daarentegen hebben vaak een waardevolle visie over de toekomst van de vennootschap. De informatie-asymmetrieën zijn dan ook substantieel.⁵¹ Bij volwassen vennootschappen is de situatie echter anders. De kasstromen zijn doorgaans meer voorspelbaar, waardoor rentelasten, welke het gevolg zijn van financiering met vreemd vermogen, beter gedragen kunnen worden. Daarnaast zijn de informatie-asymmetrieën veelal kleiner, omdat het product (of de dienst) meer bekendheid heeft gekregen en zijn waarde heeft bewezen. Google, bijvoorbeeld, dat in 2004 relatief onbekend was, is intussen sterk ingebed in de maatschappij. Wanneer de controlerende aandeelhouder een natuurlijk persoon is kan deze – een uitgemaakte zaak is dat uiteraard niet – bovendien zijn superieure visie om de vennootschap te leiden, verliezen of kan zijn participatie geërfd worden door een minder competente erfgenaam.⁵² Omdat met de groei van de onderneming de vrije kasstromen toenemen en de informatie-asymmetrieën afnemen zijn de *agency*-kosten na verloop van tijd mogelijk hoger dan in een eerder stadium het geval was.

De *life cycle*-invalshoek werpt een nieuw licht op de voor- en nadelen van onevenredige stemrechten. Uit recent empirisch onderzoek blijkt dat meervoudig stemrecht in de eerste jaren na beursgang (aandeelhouders)waarde toevoegen, maar na gemiddeld (!) negen tot tien jaar meestal een negatief effect hebben op de beurskoers.⁵³ Soortgelijke resultaten werden voor beschermingsmaatregelen in het al-

gemeen gevonden.⁵⁴ Het *life-cycle* perspectief suggereert aldus een faciliterende omgang met meervoudig stemrechten in beursgenoteerde vennootschappen, mits sprake is van tijdige intrekking, in plaats van een permanente, restrictieve *one share, one vote*-aanpak.

4.2 De werking van horizonbepalingen

Een mogelijk passend antwoord op de inzichten van de *life cycle*-literatuur bieden horizonbepalingen. Horizonbepalingen zijn statutaire clausules die stipuleren dat aandelen met meervoudig stemrecht na verloop van tijd of in bepaalde omstandigheden worden omgezet in reguliere (*one share, one vote*) aandelen. In het Europese vennootschapsrechtelijke discours zijn ze een relatief nieuw verschijnsel. Zo stelde in Nederland beleggersorganisatie Eumedion in 2016 een reeks maatregelen voor om, in het kader van de aangekondigde modernisering van het NV-recht, de invloed van controlerende aandeelhouders in te perken. Specifiek wat betreft het hier aan de orde zijnde onderwerp werd geopperd om de besluitvorming omtrent het tussentijds toekennen van meervoudig stemrecht te onderwerpen aan horizonbepalingen van drie tot vijf jaar.⁵⁵ Daarmee zouden de potentieel negatieve effecten van meervoudige stemrechten op lange termijn – vergelijk § 3.1 en § 3.2 – kunnen worden beperkt. In de Verenigde Staten is het instrument inmiddels gemeengoed.⁵⁶ Een aanzienlijk aantal genoteerde vennootschappen, waaronder Google en LinkedIn, heeft in de één of andere vorm een horizonbepaling aangaande de aandelen met meervoudig stemrecht in de statuten opgenomen.⁵⁷ Horizonbepalingen worden bovendien steeds gebruikelijker.⁵⁸ De omzetting van aandelen met meervoudig stemrecht in reguliere aandelen krachtens een horizonbepaling verloopt in principe (behoudens verlenging, zie § 4.4) automatisch, anders dan bij ad hoc-intrekking.⁵⁹ Hori-

50 Zie bijvoorbeeld C.A. Schwarz, *De impact van het vennootschappelijk belang: machtsverhoudingen, verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid*, Den Haag: Boom 2018; zie ook T.A. Keijzer, 'Having your cake and eating it, too. Over het weren van dual class-structuren uit aandelenindices', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 2018/8-9.

51 Zie A. Alchian & H. Demsetz, 'Production, Information Costs, and Economic Organization', *American Economic Review* 1972, 62, 777-795; H.W. Jung & A. Subramanian, 'Capital Structure Under Heterogeneous Beliefs', *Review of Financial Studies* 2014, 18, 1617-1681.

52 In de economische literatuur wordt gesproken van een "idiot heir". Zie L.A. Bebchuk & K. Kastiel, 'The Untenable Case for Perpetual Dual Class Stock', *Virginia Law Review* 2017, 103, 585-631. Anderszins zijn er controlerende aandeelhouders die een soort rol van opleidingsinstituut vervullen. In dat geval speelt het bezwaar van de verminderde leiderschapscapaciteiten in ieder geval theoretisch minder een rol.

53 M. Cremers, B. Lauterbach & A. Pajuste, 'The Life-Cycle of Dual Class Firms', *ECGI Finance Working Paper* 2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3062895. Zie ook H. Kim & R. Michaely, 'Sticking Around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Structures', *ECGI Finance Working Paper* 2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3145209. Een recent door de SEC uitgevoerde studie bevestigt dit beeld. Zie R. Jackson, 'Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty', speech van 15 februari 2018, www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty. Opgemerkt zij wel dat deze studies enkel zien op de effectenmarkten in de Verenigde Staten en dat het aantal stemmen dat aan aandelen met meervoudig stemrecht verbonden is van vennootschap tot vennootschap kan verschillen.

54 W.C. Johnson, J.M. Karpoff & S. Yi, 'The Lifecycle Effects of Firm Takeover Defenses', 2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2808208; R. Daines & M. Klausner, 'Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs', *Journal of Law, Economics, & Organization* 2001, 17, 83-120.

55 Eumedion, Position Paper 28 juni 2016, www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/position-papers/2016-06-position-paper-minderheidsaandeelhouders-def-versie.pdf. Zie voor een analyse A.A. Bootsma, 'Loyaliteitsdividend, bijzondere stemrechtenaandelen en de positie van minderheidsaandeelhouders. Midstream or IPO, that's the question', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 2016, 7.

56 L.A. Bebchuk, 'Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements', *University of Pennsylvania Law Review* 2003, 152, 713-753 voor een eerste introductie.

57 L.A. Bebchuk & K. Kastiel, 'The Untenable Case for Perpetual Dual Class Stock', *Virginia Law Review* 2017, 103, 585-631.

58 Zie voor een grondig overzicht A.W. Winden, 'Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures', *Columbia Business Law Review* 2018 (te verschijnen), die beursgangen vóór en na 2000 onderscheidt.

59 K. Kastiel, 'Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies', *Columbia Business Law Review* 2016, 60-132; E.A. Klingsberg, 'Index eligibility as governance battlefield: Why the system is not broken and we can live with dual class issuers', *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* 2017, <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/05/index-eligibility-as-governance-battlefield-why-the-system-is-not-broken-and-we-can-live-with-dual-class-issuers>; M. Cremers, B. Lauterbach & A. Pajuste, 'The Life-Cycle of Dual Class Firms', *ECGI Finance Working Paper* 2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3062895 (intrekking vindt slechts plaats in 20% van de onderzochte gevallen).

zonbepalingen staan overigens op gespannen voet met het loyaliteitsstemrecht: waar de eerste na verloop van tijd het meervoudige stemrecht doen vervallen, zorgt het laatste net voor een invoering ervan na verloop van tijd. Gelet op de tegengestelde prikkels is het lastig een *life cycle*-element in een loyaliteitsinstrument te incorporeren.

4.3 Vormgeving van horizonbepalingen

Horizonbepalingen kunnen verschillende vormen aannemen, waarvan wij hier de drie meest voorkomende toelichten. Allereerst kunnen zij gebaseerd zijn op zuiver tijdsverloop. In dat geval wordt bijvoorbeeld statutair vastgelegd dat na een aantal jaar⁶⁰ het aanvullend stemrecht komt te vervallen. Een bekend voorbeeld daarvan is Groupon, dat in 2011 op de beurs kwam met twee soorten aandelen, die in 2016 krachtens een *sunset*-bepaling weer omgezet werden in één en dezelfde soort.⁶¹ Een *sunset* na verloop van een bepaalde tijd sluit aan bij de algemene observatie dat de voordelen van concentratie van controle na verloop van tijd kunnen vervagen.⁶² Ten tweede kan de omvang van het economisch belang van de controlerende aandeelhouders als graadmeter dienen. Wanneer dat beneden bepaalde drempels daalt, worden de aandelen met meervoudig stemrecht geconverteerd in 'gewone' aandelen. Een dergelijke clause zorgde in 2016 voor de overstap naar één enkele aandelensoort bij Yelp.⁶³ Zij voorkomt dat de wig tussen stemrecht en economisch belang al te zeer toeneemt.⁶⁴ Ten derde kan de horizon gedefinieerd worden als het intreden van een bepaalde, vooraf omschreven gebeurtenis. Dat kan bijvoorbeeld zijn het bereiken van een bepaalde leeftijd of het overlijden van de controlerende aandeelhouder, of de overdracht door deze laatste van zijn participatie. Dergelijke *sunset provisions* sluiten aan bij de wens om oprichters hun bijzondere visie te laten verwezenlijken. Een bekend voorbeeld is Google, dat de overdracht van zijn *high voting shares* sterk aan banden legt.⁶⁵

4.4 Verlenging gedifferentieerd stemrecht

Omdat voor elke vennootschap het optimale ogenblik voor een *sunset* kan verschillen en dat moment niet steeds voorspelbaar is, is het aanbevolen dat een horizonbepaling in de mogelijkheid voorziet voor de algemene vergadering om het meervoudig stemrecht voor een bepaalde (of bepaalbare) termijn te verlengen. Om te vermijden dat deze stemming gedomineerd wordt door de houder(s) van aandelen met meervoudig stemrecht, zou men kunnen voorzien dat deze

laatst bij een beslissing over verlenging van het meervoudig stemrecht slechts een enkelvoudig stemrecht hebben (een soort doorbraakregel dus) of dat zij helemaal niet meestemmen, zodat de minderheidsaandeelhouders alleen beslissen (een zgn. "*majority of the minority vote*"). Wanneer een houder van aandelen met meervoudig stemrecht een dergelijke stemming toestaat, geeft hij daarmee een signaal dat hij verwacht dat het meervoudig stemrecht waarde zal toevoegen.⁶⁶

5. Mogelijke bezwaren

5.1 Algemene observaties

Sunset-bepalingen laten het meervoudig stemrecht bestaan wanneer de argumenten daarvoor het sterkst zijn, rekening houdend met de levenscyclus van vennootschappen. Ook geven zij de controlerende aandeelhouder sterke *incentives* om de vennootschap op dermate efficiënte wijze aan te sturen dat minderheidsaandeelhouders het meervoudig stemrecht accepteren en willen verlengen. Het formuleren van een voor de vennootschap passende horizonbepaling zal echter niet eenvoudig zijn. In ieder geval wat betreft op tijd gebaseerde horizonbepalingen geldt dat zij arbitrair en restrictief qua vormgeving kunnen uitwerken.⁶⁷ Hoe minder precies de *sunset*-bepaling wordt geformuleerd, des te ondoorzichtiger de *governance* van de vennootschap wordt. Waar de effecten van een statutaire bepaling die aangeeft dat meervoudig stemrecht na een bepaald aantal jaren zal worden afgeschaft (hoewel arbitrair) duidelijk in te schatten zijn, ligt dat anders bij een regeling die de uitoefening daarvan bijvoorbeeld afhankelijk stelt van het lichamelijk en geestelijk welbevinden van de controlerende aandeelhouder. Tegen horizonbepalingen kan verder worden ingebracht dat zij de ondernemers mogelijk afschrikken om hun vennootschap ter beurse te laten noteren (vergelijk § 2.3). Een *sunset* vormt immers een soort compromis tussen de voor- en nadelen van het meervoudig stemrecht. Ook zou de wetgever, die (zoals aangestipt in § 2.3) in een *regulatory competition* verzeild is geraakt waarbij elke jurisdictie poogt zoveel mogelijk vennootschappen aan te trekken, om deze reden terughoudend kunnen zijn horizonbepalingen op te leggen. Met een zekere zin voor realisme pleiten wij daarom voor een wettelijke horizonbepaling van regelend recht.

5.2 Verlenging

Een moeilijke vraag betreft voorts de opheffing of verlenging van het meervoudig stemrecht bij het bereiken van de horizon. Zullen minderheidsaandeelhouders de argumenten voor de verlenging van hun onevenredig kleine

60 L.A. Bebchuk, 'Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements', *University of Pennsylvania Law Review* 2003, 152, 713-753 (noemt onder andere termijnen van zeven en vijftientig jaar).

61 Groupon, Annual Report 2016, 27.

62 A.W. Winden, 'Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures', *Columbia Business Law Review* 2018 (te verschijnen).

63 www.businesswire.com/news/home/20160923005406/en/Yelp-Announces-Conversion-Class-Class-Common-Stock.

64 L.A. Bebchuk & K. Kastiel, 'The Untenable Case for Perpetual Dual Class Stock', *Virginia Law Review* 2017, 103, 585-631.

65 A.W. Winden, 'Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures', *Columbia Business Law Review* 2018 (te verschijnen).

66 Zie A.M. Paccès, 'Exit, voice and loyalty from the perspective of hedge funds activism in corporate governance', *Erasmus Law Review* 2016, 9, 199-216. Zie over de mogelijke bezwaren Z. Goshen, 'The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality', *California Law Review* 2003, 91, 396-438.

67 Vgl. A.W. Winden, 'Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures', *Columbia Business Law Review* 2018 (te verschijnen).

stemrecht wel op hun merites beoordelen en welke dynamiek veroorzaakt het abrupte opheffen van een meervoudig stemrecht?⁶⁸ Toen voor een algemene vergadering van Ahold Delhaize in 2016 de verlenging geagendeerd werd van een optie aan de Stichting Continuïteit Ahold Delhaize op alle nog te plaatsen preferente beschermingsaandelen, adviseerde een *proxy advisor* alvast om tegen te stemmen (waarop het agendapunt werd geschrapt).⁶⁹ Uiteraard betreft dit een specifiek geval, en anekdotische bewijzen bestaan ook in de andere richting: in 2015 stemden minderheidsaandeelhouders van Fairfax bij het bereiken van de horizon bijvoorbeeld in met een verlenging van het meervoudige stemrecht van de controlerende aandeelhouder.⁷⁰ Belangrijker lijkt hetgeen wij kunnen leren uit het gedrag van de controlerende aandeelhouder wanneer de intrekking van meervoudig stemrecht besproken wordt, een situatie waar men in de Verenigde Staten ervaring mee heeft. Daar blijkt dat controlerende aandeelhouders soms wel degelijk overtuigd kunnen worden om een unificatie van de verschillende soorten aandelen en dus een vermindering van hun stemkracht (via het bestuur) te initiëren en ter stemming voor te leggen aan de algemene vergadering (dan wel enkel de minderheidsaandeelhouders). Dit geldt des te sterker wanneer de beurskoersen flink onder de intrinsieke waarde noteren.⁷¹ Vertaald naar de situatie van de verlenging van een meervoudig stemrecht met horizonbepaling zou dit kunnen betekenen dat minderheidsaandeelhouders ook te motiveren zijn om onevenredige stemrechten te verlengen. Meer nog, zij zullen daar sneller toe te motiveren zijn, daar voor hen het uit een unificatie voortvloeiende stemkrachtsverlies kleiner is dan het stemkrachtverlies dat een unificatie voor de controlerende aandeelhouder teweeg brengt.

6. Conclusie

In deze bijdrage zijn wij ingegaan op verschillende vormen van onevenredig stemrecht naar Nederlands en Belgisch

recht, te weten meervoudig stemrecht en loyaliteitsstemrecht. Anders dan in België staat de Nederlandse herziening van het NV-recht nog in de kinderschoenen. In dat kader hebben wij getracht enkele concrete handvaten te bieden voor modernisering wat betreft aandelen met meervoudig stemrecht. Daartoe analyseerden wij de *life cycle*-literatuur, die erop wijst dat de financieringsbehoeften van de vennootschap gedurende haar bestaan veranderen. Waar meervoudig stemrecht in de beginjaren van de vennootschap waardevol kan zijn, is er een gerede kans dat de voordelen daarvan na verloop van tijd afnemen. Horizonbepalingen kunnen dan een passend antwoord bieden. Zij schrijven voor dat aandelen met meervoudig stemrecht na verloop van tijd of in bepaalde omstandigheden worden omgezet in reguliere aandelen.

Een meervoudig stemrecht met horizonbepalingen lijkt ons een correctere techniek om vennootschappen tot een beursgang te motiveren dan het loyaliteitsstemrecht. Ligt de schrapping van het loyaliteitsstemrecht politiek te gevoelig (onder meer in het licht van de besproken *regulatory competition*), dan kan de wetgever in de aangekondigde herziening van het NV-recht horizonbepalingen overwegen als verfijning van het reguliere meervoudige stemrecht, gelet op de aangestipte bezwaren wellicht als regelend recht.⁷² In afwachting daarvan kunnen vennootschappen die een beursgang plannen er alvast mee aan de slag in hun statuten.

68 F.G.K. Overkleef, 'Een ander perspectief op afwijkingen van 'one share, one vote' voor aandeelhouders van Nederlandse beursvennootschappen', te verschijnen in de bundel naar aanleiding van het op 16 en 17 november 2018 te Groningen gehouden IVO-congres "Ondernemingsrecht in de Lage Landen".

69 C.A. Schwarz, 'Ahold Delhaize en de verlenging van de optie op beschermingsaandelen; enkele observaties', *Ondernemingsrecht* 2018/96; zie voorts R.A.F. Timmermans, 'Reactie op Schwarz, *Ondernemingsrecht* 2018/96', *Ondernemingsrecht* 2018/134; C.A. Schwarz, 'Naschrift bij de reactie van Timmermans', *Ondernemingsrecht* 2018/135. Het schrappen van meervoudig stemrecht respectievelijk preferente beschermingsaandelen is uiteraard geen volledig gelijke kwestie. Wel kan de vergelijking illustreren welke dynamiek een abrupte, grootschalige wijziging in de verdeling van het stemrecht kan veroorzaken.

70 www.fairfax.ca/news/press-releases/press-release-details/2015/Fairfax-Announces-Approval-of-Amendments-to-Multiple-Voting-Shares-Terms/default.aspx.

71 In die situatie is er immers meer onderhandelingsruimte. K. Kastiel, 'Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies', *Columbia Business Law Review* 2016, 2016, 60-132; E.A. Klingsberg, 'Index eligibility as governance battlefield: Why the system is not broken and we can live with dual class issuers', *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* 2017, <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/05/index-eligibility-as-governance-battlefield-why-the-system-is-not-broken-and-we-can-live-with-dual-class-issuers>.

72 Daardoor wordt een regel die doorgaans het meest efficiënt is tot uitgangspunt verheven, terwijl een afwijking mogelijk blijft als dat in het specifieke geval efficiënter wordt geacht. Vgl. B.H. McDonnell, 'Sticky Defaults and Altering Rules in Corporate Law', *Southern Methodist University Law Review*, 2007, 60, 383-439; zie ook L.A. Bebchuk & A. Hamdani, 'Optimal Defaults for Corporate Law Evolution', *Northwestern Law Review* 2002, 96, 489-520.