

## Snap Inc.

De eerste beursgang met stemrechtloze aandelen in de V.S.

Mr. drs. A.A. Bootsma & mr. T.A. Keijzer, datum 14-05-2017

**Datum**

14-05-2017

**Auteur**

Mr. drs. A.A. Bootsma & mr. T.A. Keijzer<sup>[1]</sup>

**Folio weergave**

[Download gedrukte versie \(PDF\)](#)

**Vakgebied(en)**

Ondernemingsrecht / Algemeen

Op 3 maart 2017 vond de beursgang plaats van Snap Inc. (Snap), het moederbedrijf van Snapchat. De beursgang van Snap kende een noviteit. Uitsluitend stemrechtloze aandelen zullen ter beurse worden verhandeld. De aandelen waarop tien stemmen kunnen worden uitgebracht blijven in handen van de oprichters. Deze aandelenstructuur zou dienen om het creatieve leiderschap van de oprichters van Snap te waarborgen en aldus bijdragen aan waardecreatie voor de aandeelhouders. Institutionele beleggers zijn echter kritisch. Het voor Snap geldende vennootschapsrecht (van Delaware) kent als uitgangspunt gelijkheid van aandeelhoudersrechten, maar biedt ook de ruimte om daarop vergaande variaties aan te brengen. De noteringsvoorwaarden van de NYSE vormen evenmin een belemmering voor het bij de beursgang uitgeven van stemrechtloze aandelen. Vanuit de *agency*theorie wordt gesteld dat de *agency*kosten van een vennootschap met een *dual-class* aandelenstructuur hoger zijn dan die van een vennootschap met proportioneel stemrecht. Aldus wordt echter voorbij gegaan aan de mogelijke waardescheppende aspecten van geconcentreerd aandelenbezit (lagere *principalkosten*). Het verschilt per vennootschap of een *dual-class* aandelenstructuur leidt tot lagere totale controlekosten. De empirie biedt evenmin een eenduidig beeld. Sommige studies melden een negatieve invloed van *dual-class* aandelenstructuren op de ondernemingswaarde, andere een positieve. Het aantal beursvennootschappen met een *dual-class* aandelenstructuur is zowel in de VS als in Nederland beperkt. Anders dan in de VS is het de Nederlandse (beurs-)NV naar geldend recht niet toegestaan stemrechtloze aandelen te emitteren, hoewel verschillende mogelijkheden bestaan om dit resultaat te benaderen. De vergelijking met de VS laat zien dat er geen principiële bezwaren van theoretische of empirische aard tegen de uitgifte van stemrechtloze aandelen lijken te bestaan. Deze conclusie is van belang in het kader van de lopende discussie over modernisering van het NV-recht, waarin de introductie van stemrechtloze aandelen wordt overwogen.

*“The advantage of a dual-class share structure is that it protects entrepreneurial management from the demands of ordinary shareholders. The disadvantage of a dual-class share structure is that it protects entrepreneurial management from the demands of shareholders.”*<sup>[2]</sup>

### 1. Inleiding

Op 3 maart 2017 heeft de beursgang van Snap Inc. (Snap) plaatsgevonden aan de New York Stock Exchange (NYSE).<sup>[3]</sup> De voornaamste dienst van Snap is Snapchat, een mobiele applicatie waarmee foto's en video's kunnen worden gedeeld.<sup>[4]</sup> Deze applicatie kenmerkt zich in het feit dat het verstuurd bestand na opening slechts gedurende beperkte tijd zichtbaar is en daarna automatisch verdwijnt van de telefoon van de ontvanger, het zogenoemde *delete by default*.<sup>[5]</sup> De belangrijkste bron van inkomsten van Snap is het vertonen van advertenties. Ultimo 2016 kende Snapchat, zo valt op te maken uit het prospectus, 158 miljoen dagelijkse gebruikers. De omzet van Snap over 2016 bedroeg \$ 404,5 miljoen (2015: \$ 58,7 miljoen), terwijl het nettoverlies \$ 514,6 miljoen bedroeg (2015: \$ 372,9 miljoen). Snap heeft in het najaar van 2016 als *emerging growth company* de Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act toegepast. Op grond van de JOBS Act kunnen vennootschappen met een jaarlijkse omzet van minder dan \$ 1 miljard bepaalde informatie met het oog op een beursgang vertrouwelijk indienen bij de Securities and Exchange Commission (SEC).<sup>[6]</sup>

De beursgang van Snap heeft om verschillende redenen de aandacht getrokken. Eén daarvan is de waardering van ongeveer \$ 20 miljard die aan de onderneming wordt toegekend. Het is echter met name de aandelenstructuur van Snap die zowel binnen de VS<sup>[7]</sup> als daarbuiten<sup>[8]</sup> het nodige stof deed opwaaien. Snap wordt beschouwd als de eerste vennootschap met een beursgang met stemrechtloze aandelen op een Amerikaanse effectenbeurs.<sup>[9]</sup> Er zijn meer

voorbeelden van Amerikaanse beursvennootschappen met een klasse stemrechtloze aandelen, zoals Alphabet Inc. (Google) en Facebook Inc. (Facebook).<sup>[10]</sup> Google en Facebook gingen echter naar de beurs met een *dual-class* aandelenstructuur, bestaande uit een klasse *high-voting* en een klasse *low-votingstock*<sup>[11]</sup> en introduceerden een derde klasse, met *non-voting stock*, pas enkele jaren na de beursgang.<sup>[12]</sup>

In deze bijdrage analyseren wij de aandelenstructuur van Snap. In paragraaf 2 wordt, aan de hand van het prospectus, een beknopte feitelijke beschrijving van de aandelenstructuur van Snap gegeven. In paragraaf 3 wordt de beursgang van Snap met stemrechtloze aandelen in breder – zowel juridisch (3.1), theoretisch (3.2) als empirisch (3.3) – perspectief geplaatst. In paragraaf 4 keren wij terug naar Nederland, door de besproken ontwikkelingen te relateren aan de lopende discussie over modernisering van het NV-recht. Wij ronden in paragraaf 5 af met een korte conclusie.

## 2. De aandelenstructuur van Snap

Volgens het prospectus kent Snap drie soorten aandelen. In het vervolg van deze bijdrage spreken wij over een *dual-class* aandelenstructuur, hoewel dus formeel-juridisch sprake is van een *triple-class* aandelenstructuur. Elke soort kent een nominale waarde van \$ 0,00001 en gelijke economische rechten (dividend en liquidatieoverschot). De aandelen A worden aangeboden aan het publiek en kennen geen stemrecht.<sup>[13]</sup> De aandelen B kennen ieder één stem en op ieder van de aandelen C kunnen tien stemmen worden uitgebracht. De houders van aandelen B en C stemmen in beginsel gezamenlijk. De aandelen B worden gehouden door partijen die reeds eerder in Snap hebben geïnvesteerd (*venture capital*) en werknemers. De aandelen C worden enkel gehouden door de twee oprichters van Snap, de heren Spiegel en Murphy. Het aandelenbezit van Spiegel is, met het oog op het voorkomen van patstellingen, na de beursgang net iets groter (3% van het kapitaal) dan dat van Murphy.<sup>[14]</sup> Gezamenlijk houden zij 45% van het kapitaal in Snap, terwijl zij 88,5% van de stemrechten vertegenwoordigen. De aandelen C zijn converteerbaar in aandelen B en aandelen B kunnen op hun beurt geconverteerd worden in aandelen A. Wanneer een aandeel C of B eenmaal is omgezet in een aandeel B respectievelijk A kan zulks niet ongedaan worden gemaakt.<sup>[15]</sup> In het prospectus van Snap wordt deze aandelenstructuur als volgt gerechtvaardigd:

“We believe that the voting structure described above, which prolongs our ability to remain a founder-led company, will maximize our ability to create stockholder value. We believe that a significant portion of our success thus far has been attributable to our founders’ leadership, creative vision, and management abilities. We also believe that our founders’ continued leadership in our company will provide substantial future benefits to us and our stockholders.”<sup>[16]</sup>

Daarnaast wordt echter gewezen op de risico’s van de aandelenstructuur, waarbij de zeggenschap in handen blijft van de twee oprichters van Snap:

“This concentrated control could delay, defer, or prevent a change of control, merger, consolidation, or sale of all or substantially all of our assets that our other stockholders support. Conversely, this concentrated control could allow our co-founders to consummate a transaction that our other stockholders do not support. In addition, our co-founders may make long-term strategic investment decisions and take risks that may not be successful and may seriously harm our business.”<sup>[17]</sup>

De aandelenstructuur stelt Snap in staat de door de oprichters gekozen strategie zelfstandig uit te voeren.<sup>[18]</sup> Anders gezegd gaat van de aandelenstructuur met stemrechtloze aandelen een beschermend effect uit.<sup>[19]</sup>

## 3. De aandelenstructuur van Snap in breder perspectief

### 3.1 Juridisch raamwerk

Snap is een vennootschap naar het recht van de Amerikaanse staat Delaware.<sup>[20]</sup> In de VS is de wetgevende macht verdeeld tussen de federale overheid en de (deel)staten. Inzake het vennootschapsrecht komen de wetgevende bevoegdheden toe aan de staten.<sup>[21]</sup> Op het gebied van het effectenrecht is overigens de federale overheid bevoegd. Als gevolg van deze verdeling is het mogelijk dat op federaal niveau tot stand gebrachte regels toch (mede) de interne inrichting van de vennootschap bepalen.<sup>[22]</sup> Voorbeelden zijn de Securities Act van 1933, de Securities and Exchange Act van 1934, de Sarbanes-Oxley Act van 2002 en de Dodd-Frank Act van 2010.<sup>[23]</sup>

Het vennootschapsrecht van de Amerikaanse staat Delaware biedt flexibiliteit bij de invoering van stemrechtloze aandelen.<sup>[24]</sup> De Delaware General Corporation Law (DGCL) neemt als uitgangspunt dat aan ieder aandeel één stem is verbonden, maar staat afwijkingen van het *one-share, one-vote*-beginsel in de statuten uitdrukkelijk toe.<sup>[25]</sup> Dat geldt zowel voor afwijkingen die meer als minder dan één of geen stem per aandeel behelzen.

Als gevolg van het jaarlijkse herzieningsproces door de Delaware State Bar Association is § 151 DGCL veelvuldig gewijzigd. Een gemeenschappelijk kenmerk van deze veranderingen is dat de reikwijdte van § 151 DGCL daardoor steeds

verder is opgerekt.<sup>[26]</sup> Intussen bieden § 151 (a), (c) en (d) DGCL aan partijen veel ruimte om te variëren op winst- en stemrechten. Reeds in 1903 werd het in § 9(6) van de grondwet van Delaware neergelegde vereiste dat aan ieder aandeel ten minste één stem diende toe te komen geschrapt.<sup>[27]</sup> Het variëren in aandeelhoudersrechten gaat gepaard met het vormen van een specifieke soort aandelen. Aan soort aandelen kunnen (beperkte) stem- en winstrechten worden toegekend, naar rato van de nominale waarde – als die er is – of anderszins. Het uitgeven van een aandeel zonder stem- dan wel winstrecht is ook mogelijk.<sup>[28]</sup> Het enige (formeel) vereiste (ex § 151 en § 102 (a) (4) DGCL) is dat de aan het aandeel verbonden rechten en verplichtingen duidelijk in de statuten zijn vermeld. Is van een afwijking geen sprake, dan wordt er in beginsel vanuit gegaan dat aan de aandelen gelijke rechten verbonden zijn.<sup>[29]</sup> Bij toepassing van het vennootschapsrecht van Delaware komt derhalve aan transparantie veel gewicht toe.

Naast het vennootschapsrecht van (in casu) de staat Delaware zijn ook de noteringsvoorwaarden van (in casu) de NYSE van belang voor de regulering van stemrechtloze aandelen. De Voting Rights Policy van de NYSE is neergelegd in art. 313 van de NYSE Listed Company Manual (NLCM). Art. 313 (A) van de NLCM schrijft (kort gezegd) voor dat de stemrechten van zittende aandeelhouders niet (feitelijk) ingeperkt mogen worden door *time-phased* (ook wel: *tenure*) *voting*<sup>[30]</sup>, *capped voting*<sup>[31]</sup>, *super voting stocks*<sup>[32]</sup> of *exchange offers*. Daarbij kunnen aandelen met stemrecht omgewisseld worden in aandelen zonder stemrecht. De uitgifte van stemrechtloze aandelen – naast reguliere aandelen – is wel toegestaan, zij het onder voorwaarden. Allereerst dienen de stemrechtloze aandelen aan de oorspronkelijke *listing standards* te voldoen (afgezien van het stemrecht dienen aan de aandelen materieel dezelfde rechten verbonden zijn). Daarnaast dienen aandeelhouders alle berichten en documenten (waaronder stemvolmachtformulieren) te ontvangen die ook aan houders van aandelen met stemrecht ter beschikking worden gesteld. Een en ander volgt uit art. 313 (B) van de NLCM.<sup>[33]</sup> Wel is het mogelijk om, in geval van een bestaande *dual-class* aandelenstructuur, nieuwe aandelen van de soort waaraan het hogere stemrecht toekomt uit te geven (art. 313.10 NLCM). Schending van de corporate governance standaarden van de NLCM kan leiden tot een publieke reprimande. Daarnaast kan de beursnotering worden opgeschort of zelfs worden ingetrokken.<sup>[34]</sup> Gelet op de belangen van aandeelhouders zullen dergelijke maatregelen niet lichtvaardig worden getroffen, zo volgt uit art. 303A.13 NLCM.

Concluderend kan gesteld worden dat het vennootschapsrecht van de staat Delaware noch de noteringsvoorwaarden van de NYSE een belemmering vormen voor een uitgifte van stemrechtloze aandelen in het kader van een beursgang, in casu Snap. Een *midstream*-invoering van stemrechtloze aandelen, dat wil zeggen: invoering ná de beursgang (bij een beursvennootschap met zittende aandeelhouders) ligt weliswaar gecompliceerder, maar wordt ook mogelijk geacht zolang de zittende aandeelhouders niet in hun rechten worden aangetast.<sup>[35]</sup>

### 3.2 Theoretisch raamwerk

Vanuit de *agency*theorie wordt de aandelenstructuur van Snap kritisch beoordeeld.<sup>[36]</sup> Er zijn verschillende mechanismen die er volgens de theorie toe zouden leiden dat de *agency*kosten van een vennootschap met een *dual-class* aandelenstructuur hoger zijn ten opzichte van een vennootschap met een aandelenstructuur waar het stemrecht proportioneel is verdeeld.<sup>[37]</sup> Deze *agency*kostenredenering komt bij Snap tot uitdrukking in het tweede citaat uit het prospectus, weergegeven in paragraaf 2.

Vanuit de *agency*theorie kan echter niet goed verklaard worden waarom een vennootschap zoals Snap kiest voor een aandelenstructuur met stemrechtloze aandelen.<sup>[38]</sup> *Agency*theorie gaat voorbij aan de positieve aspecten van een aandelenstructuur waarbij de zeggenschap in handen blijft van de oprichters van de vennootschap. In het andere in paragraaf 2 opgenomen citaat uit het prospectus wordt gewezen op het leiderschap, de creatieve visie en de managementcapaciteiten van de oprichters van Snap. De aandelenstructuur stelt de oprichters met andere woorden in staat om hun ondernemersvisie – in de literatuur wordt gesproken over “idiosyncratic vision” – te implementeren. <sup>[39]</sup> In de literatuur is in dit verband het concept *principalkosten* geïntroduceerd.<sup>[40]</sup> In het bestek van deze bijdrage kunnen wij daarop niet uitgebreid ingaan. Wij volstaan met een citaat:

“The theory states that each firm’s optimal governance structure minimizes total *control costs*, which are the sum of *agent costs* and *principal costs*. Agent costs occur when managers exercise control, and principal costs occur when investors exercise control. Because of the separation of ownership and control, agents can act in self-seeking ways, generating agent *conflict costs*. But they also can make honest mistakes due to a lack of ability, expertise, or information, generating agent *competence costs*. Similarly, when investors exercise control, they can do so in self-seeking ways, generating principal *conflict costs*, and they can make honest mistakes, generating principal *competence costs*. Agent costs and principal costs are substitutes for each other: any reallocation of control rights among investors and managers decreases one type of cost but increases the other. The rate of substitution is firm-specific, driven by factors such as business strategy, industry, and the personal characteristics of the key parties. [...] Because the cost-minimizing division varies by firm, the optimal governance structure does as well. The implication is that law’s proper role is to allow firms to select from a wide range of governance structures, rather than mandating some structures and banning others [curs. in origineel, AAB & TAK].” <sup>[41]</sup>

De oprichters van Snap houden na de beursgang als bestuurders-groootaandeelhouders de zeggenschap over de

vennootschap in handen. Vanuit de *agency*theorie wordt dit als een nadeel beschouwd, vanwege hoge *agency*kosten. Recente theoretische inzichten stellen daar echter tegenover dat de *principalkosten* bij een vennootschap met een *dual-class* aandelenstructuur lager zullen zijn. Het is met andere woorden niet op voorhand uitgesloten dat een *dual-class* aandelenstructuur leidt tot lagere totale controlekosten, de optelsom van *agent-* en *principalkosten*.

### 3.3 Empirisch raamwerk

Onder een *dual-class* aandelenstructuur verstaan wij hier een verdeling waarbij aan *insiders* meer stemrechten toekomen dan aan *outsiders*. Hoeveel soorten aandelen statutair worden gecreëerd – twee of, zoals bij Snap, drie – is daarbij feitelijk van minder belang. Empirisch onderzoek naar de effecten van *dual-class* aandelen op de ondernemingswaarde biedt geen eenduidige conclusies.<sup>[42]</sup> Er zijn onderzoeken waarin *dual-class* aandelenstructuren in verband worden gebracht met een lagere ondernemingswaarde.<sup>[43]</sup> In andere empirische studies wordt echter een positief<sup>[44]</sup> verband gevonden tussen een *dual-class* aandelenstructuur en ondernemingswaarde.<sup>[45]</sup> Deze onderzoeken richten zich overigens niet specifiek op vennootschappen met een klasse stemrechtloze aandelen, maar op *dual-class* aandelenstructuren in het algemeen. In die zin is enige voorzichtigheid gepast. Als verklaring voor de niet-eenduidige empirische resultaten wordt genoemd dat het effect van een *dual-class* aandelenstructuur contextspecifiek is; in sommige omstandigheden leidt een *dual-class* aandelenstructuur tot waardecreatie, in andere omstandigheden tot waardevernietiging.<sup>[46]</sup> De niet-eenduidige empirische resultaten kunnen begrepen worden met de in de vorige paragraaf geïntroduceerde *principalkostentheorie*.

Over de omstandigheden waaronder een *dual-class* aandelenstructuur, al dan niet met een klasse stemrechtloze aandelen, leidt tot waardecreatie is nog tamelijk weinig bekend. Wat wel vaststaat, is dat de groep vennootschappen die een *dual-class* aandelenstructuur kent in omvang relatief beperkt is. Uit een grote steekproef van ongeveer 7.000 Amerikaanse beursvennootschappen tussen 1995 en 2012 blijkt dat ongeveer 6% een *dual-class* aandelenstructuur kent.<sup>[47]</sup> Grotere Amerikaanse beursvennootschappen kennen relatief vaker een *dual-class* aandelenstructuur.<sup>[48]</sup> Voorts volgt uit empirisch onderzoek dat een *dual-class* aandelenstructuur relatief vaak voorkomt in bepaalde sectoren, zoals media en internettechnologie.<sup>[49]</sup> Als verklaring daarvoor wordt gegeven dat in dergelijke sectoren “control of a firm is thought to be particularly desirable”.<sup>[50]</sup> Snap, als relatief grote onderneming actief in de internettechnologie, past in dat beeld.

Het is interessant deze empirische gegevens te vertalen naar de Nederlandse context. Uit onderzoek in opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code onder Nederlandse beurs-NV's is gebleken dat het gebruik van bijzondere stemrechtregelingen – *dual-class* aandelen, loyaliteitsaandelen en andere vormen van meervoudig stemrecht – in opkomst is bij Nederlandse beurs-NV's.<sup>[51]</sup> Afgezet tegen Amerikaanse beursvennootschappen is het gebruik van dergelijke bijzondere stemrechtregelingen door Nederlandse beurs-NV's echter nog steeds relatief beperkt. Er zijn op dit moment drie Nederlandse beurs-NV's met een *dual-class* aandelenstructuur,<sup>[52]</sup> vier Nederlandse beurs-NV's met loyaliteitsstemrecht<sup>[53]</sup> en er is één Nederlandse beurs-NV met een andere vorm van meervoudig (dubbel) stemrecht.<sup>[54]</sup> Op basis van een totaal aantal beurs-NV's van ongeveer 150<sup>[55]</sup> kan geconcludeerd worden dat het beeld van het Nederlandse vennootschapsrecht als een juridisch walhalla<sup>[56]</sup> in vergelijking met de VS niet door de getallen wordt ondersteund.<sup>[57]</sup> Ten opzichte van Amerikaanse beursvennootschappen wordt door Nederlandse beurs-NV's niet in substantieel grotere mate van dergelijke aandelenstructuren gebruikgemaakt.<sup>[58]</sup>

## 4. Stemrechtloze aandelen in Nederland

Anders dan in de VS bestaat voor de Nederlandse (beurs-)NV naar huidig recht geen mogelijkheid tot uitgifte van stemrechtloze aandelen.<sup>[59]</sup> Door certificering van aandelen<sup>[60]</sup> of door de verhouding *high-voting stock* ten opzichte van *low-voting stock* zeer groot te maken,<sup>[61]</sup> kan *de facto* wel een situatie met stemrechtloze aandelen benaderd worden. De beurs-BV biedt naar Nederlands recht eveneens een mogelijkheid voor een *dual-class* aandelenstructuur met een klasse stemrechtloze aandelen.<sup>[62]</sup> Stemrechtloze aandelen zijn bovendien in internationaal verband gebruikelijker dan een typisch Nederlandse vinding als certificering van aandelen. *Dual-class* aandelen worden nu in de praktijk ook reeds vooral, maar niet uitsluitend, toegepast door beurs-NV's in den vreemde (met een beursnotering in de VS).<sup>[63]</sup>

In het kader van modernisering van het NV-recht wordt inmiddels al enige tijd nagedacht over het invoeren van een statutaire keuzemogelijkheid voor stemrechtloze aandelen in het NV-recht.<sup>[64]</sup> Betoogd zou kunnen worden dat de praktische behoefte aan stemrechtloze aandelen voor de beurs-NV beperkt lijkt. Mede gelet op de naar huidig recht reeds bestaande mogelijkheden om een dergelijke situatie te benaderen, laat de vergelijking met de VS zien dat er geen principiële bezwaren van theoretische of empirische aard lijken te bestaan om (op grond van de statuten) de uitgifte van stemrechtloze aandelen toe te staan.<sup>[65]</sup> Het is interessant te constateren dat de opvattingen van de Minister van Veiligheid en Justitie in overeenstemming lijken te zijn met deze genuanceerde inzichten. In zijn Kamerbrief over modernisering van het ondernemingsrecht<sup>[66]</sup> brengt de Minister van Veiligheid en Justitie de twee kanten van de medaille als volgt tot uitdrukking:

“[I]k [acht] het voorstelbaar dat beursvennootschappen, wellicht meer dan voorheen, op zoek zijn naar stabiele



aandeelhouders die zich voor langere tijd aan de vennootschap verbinden. Een controlerend aandeelhouder is doorgaans voor de langere termijn betrokken bij de vennootschap. [...]. Er kunnen echter ook risico's kleven aan concentratie van zeggenschap bij een grootaandeelhouder.” [67]

De minister wil bezien of en in hoeverre behoefte bestaat aan de invoering van stemrechtloze aandelen in het NV-recht. [68] Voor het Koninkrijk der Nederlanden [69] zou een introductie van stemrechtloze aandelen overigens geen volledige noviteit zijn: art. 89a van het Wetboek van Koophandel van de Nederlandse Antillen (WvKNA) bepaalde reeds in 1987 dat het mogelijk was stemrechtloze aandelen uit te geven, ten belope van maximaal 80% van het kapitaal. [70] Naar huidig recht (na een serie ingewikkelde wetgevingsoperaties, mede in verband met de opheffing van de Nederlandse Antillen [71]) kan bijvoorbeeld verwezen worden naar art. 2:100 lid 2 en 3 en art. 2:132 lid 2 van het Curaçaose Burgerlijk Wetboek.

## 5. Conclusie

In deze bijdrage zijn wij ingegaan op de beursgang van Snap. Snap wordt beschouwd als de eerste vennootschap met een beursgang met stemrechtloze aandelen op een Amerikaanse effectenbeurs. De beursgang van Snap is succesvol verlopen. [72] Het is nu aan de aandeelhouders van Snap om te bepalen in hoeverre zij ook op de langere termijn vertrouwen houden in de “idiosyncratische” ondernemingsvisie van de oprichters van Snap. [73] In zoverre kan het systeem beschouwd worden als “self-correcting”. [74] Bij een vennootschap met een (al te) creatieve of vergaande governancestructuur – waarmee overigens niet is gezegd dat dit bij Snap het geval is – zal op een gegeven moment de wal het schip keren. [75]

Wij ronden af met de constatering dat de beursgang van Snap met stemrechtloze aandelen past in een bredere ontwikkeling. Deze ontwikkeling wordt treffend omschreven in het concluderende hoofdstuk van de nieuwe – derde – druk van *The Anatomy of Corporate Law*.

“there appear to be some signs of backlash against the ubiquitous focus on shareholder voting rights [...]. After years of gradual convergence towards the idea of proportional voting (“one-share, one-vote”) in continental Europe, both France and Italy have enacted reforms permitted greater divergence between voting rights and cash-flow rights through tenure voting schemes, while iconic Silicon Valley firms such as Facebook, following in Google’s footsteps, have gone public with a voting structure allowing founders to retain voting control with low cash-flow rights.” [76]

De toekomst zal leren in hoeverre Nederland – in het kader van modernisering van het NV-recht – in deze ontwikkeling zal meegaan.

Voetnoten

[1]

Bart Bootsma en Titiaan Keijzer zijn beiden werkzaam bij de sectie Handels- en Ondernemingsrecht & Financieel Recht van Erasmus School of Law en verbonden aan het Instituut voor Ondernemingsrecht (IvO) en het IvO Center for Financial Law & Governance (ICFG).

[2]

‘Enrolment Open for an MBA in Murdoch’, *The Financial Times* 18 juli 2011, aangehaald in T. Wen, ‘You Can’t Sell Your Firm and Own It Too: Disallowing Dual-Class Stock Companies From Listing on the Securities Exchanges’, *University of Pennsylvania Law Review* 2014, 162, p. 1516 (Wen 2014).

[3]

Via [www.sec.gov/Archives/edgar/data/1564408/000119312517029199/d270216ds1.htm](http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1564408/000119312517029199/d270216ds1.htm) kan het prospectus d.d. 2 februari 2017 worden geraadpleegd.

[4]

Zie de uitleg in het prospectus, p. 91 e.v. Zie ook ‘How to make sense of Snapchat’, *The Economist* 2 maart 2017 (online geraadpleegd).

[5]

Dit laat de mogelijkheid van het maken van een *screenshot* echter onverlet. In die zin valt niet uit te sluiten dat het verzonden bestand toch voor langere tijd voor de ontvanger beschikbaar blijft.

[6]

Zie bijv. T.B. Skelton, ‘2013 Jobs Act Review & Analysis of Emerging Growth Company IPOs’, *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law* 2014, 15, p. 455-500 en C. Berdejo, ‘Going Public after the JOBS Act’, *Ohio State Law Journal* 2015, 76, p. 1-66. Zie ook B. Hamel, ‘An Examination of the Jumpstart Our Business Startups Act: How JOBS Act Exemptions May Help Startups and Hurt Investors’, *Houston Business and Tax Law Journal* 2016, 17, p. 79-96.

[7]

Zie bijv. S.M. Davidoff, ‘When Snap Goes Public, Some Shareholders’ Voting Rights May Disappear’, *The New York Times* 24 januari 2017 en S.M. Davidoff, ‘Snap’s Plan Is Most Unfriendly to Outsiders’, *The New York Times* 3 februari 2017 (online geraadpleegd); ‘Will Snap Pop? Investors

Seem Skeptical', *The Wall Street Journal* 13 februari 2017 (online geraadpleegd). Zie voor de opvatting van Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) R. Kalk & R. Yates, 'Snap, Inc. Reportedly to IPO with Unprecedented Non-Voting Shares for Public', *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* 7 februari 2017, beschikbaar via <https://corpgov.law.harvard.edu>. Ook bij het Investor Advisory Committee van de SEC zijn in dit verband zorgen geuit; zie <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/09/secs-investor-advisory-committee-airs-concerns-over-multi-tiered-offerings-following-snaps-ipo/>. De S&P Dow Jones en de FTSE Russell 2000 overwegen intussen stemrechtloze aandelen niet langer op te nemen in de belangrijkste indices; zie bijv. <https://us.spindices.com/documents/index-news-and-announcements/20170403-spdji-eligibility-non-voting-share-classes-consultation.pdf>.

[8]

Zie bijv. 'Snap is minor tech nobility with a royal share structure', *The Financial Times* 3 februari 2017 (online geraadpleegd); Schumpeter-column, 'Shareholder democracy is ailing. Snap's refusal to hand out any voting shares is part of a wider trend towards corporate autocracy', *The Economist* 9 februari 2017 (online geraadpleegd). Zie voor Nederland bijv. 'Snapchat-beleggers krijgen aandelen zonder stemrecht', *FD* 17 januari 2017. Zie voorts W. Dekker, 'Snapchat wil aandelen uitgeven zonder stemrecht om alle touwtjes in handen te houden', *Volkscrant* 17 januari 2017, waar ook de positie van Eumedion aan de orde komt. Zie over de positie van Eumedion ook <https://eumedion.nl/nl/nieuws/eumedion-moedigt-s-p-aan-om-stemrechtloze-aandelen-te-weren-uit-aandelenindices>.

[9]

Zie het prospectus, p. 6: "We are not aware of any other company that has completed an initial public offering of non-voting stock on a U.S. stock exchange."

[10]

Zie over de invoering van een derde klasse met stemrechtloze aandelen bij Google bijv. P. Lee, 'Protecting public shareholders: The case of Google's recapitalization', *Harvard Business Law Review* 2015, 5, p. 281-299 (Lee 2015). Zie ook J.W. Hoevers & V. Lee, 'Analysis of the successful 2015/2016 IPO season', *Ondernemingsrecht* 2017/24, par. 2.4.

[11]

Zie over *dual-class* aandelen in meer detail H.M. Parson, 'High/low voting stock bij beursvennootschappen', *V&O* 2000, afl. 2, p. 29-32; M. van Olffen, *Beschermingsmaatregelen in de 21e eeuw* (oratie Nijmegen), Deventer: Kluwer 2000 en – meer recentelijk – M.P. Buirma, 'High/low voting stock. Een nieuwe trend?', *TOP* 2016, afl. 1, p. 43-47 (Buirma 2016).

[12]

Zie over het belang van dat onderscheid – invoering bij de beursgang (IPO) of later (*midstream*) – bijv. J. Delvoie, 'Daar is Nessie! Naar meervoudig stemrecht in NV en BVBA', *TPR* 2015, afl. 3/4, p. 988-989. Zie ook A.A. Bootsma, 'Loyaliteitsdividend, bijzondere stemrechtenaandelen en de positie van minderheidsaandeelhouders. Midstream or IPO introduction, that's the question', *MvO* 2016, afl. 7, p. 151-160 (Bootsma 2016), met verdere verwijzingen.

[13]

Behalve bij een voorgestelde aanpassing van de nominale waarde of wanneer een voorstel afbreuk zou doen aan de belangen van de houders van aandelen A; dan kan per aandeel A één stem worden uitgebracht. Ook wanneer de houders van aandelen A wel, maar houders van aandelen B en/of C door een voorstel niet zouden worden getroffen, stemmen de aandeelhouders A en B of C gezamenlijk en kan op ieder aandeel één stem worden uitgebracht.

[14]

Daarbij is overeengekomen dat, mocht één van beiden komen te overlijden, het stemrecht overgaat op de ander.

[15]

Opgemerkt zij dat wanneer alle aandelen C in aandelen B zijn omgezet, alle aandelen B in aandelen A worden omgezet en aan alle aandelen A één stem zal toekomen.

[16]

Zie het prospectus, p. 155. Zie in gelijke zin p. 160. Vgl. de 2004 Founders' IPO Letter van Google, beschikbaar via <https://abc.xyz/investor/founders-letters/2004/ipo-letter.html>.

[17]

Zie het prospectus, p. 5.

[18]

Zie het prospectus, p. 120 voor een beschrijving van het speelveld waarop Snap concurreert. Zie over een eerdere overnamepoging door Facebook 'Messaging Service Snapchat Spurned \$ 3 Billion Facebook Bid', *The Wall Street Journal* 13 november 2013 (online geraadpleegd).

[19]

Zie het prospectus, p. 160. De aandelenstructuur van Snap heeft mede tot doel "to reduce our vulnerability to an unsolicited acquisition proposal". P. Högfeldt, in een reactie op A. de Jong & A. Röell, 'Financing and Control in the Netherlands: A Historical Perspective', in: R.K. Morck (red.), *A History of Corporate Governance Around the World*, Chicago: University of Chicago Press 2005, p. 510, beschouwt een *dual-class* aandelenstructuur als "the single most efficient antitakeover defense".

[20]

Zie het prospectus, p. 6.

[21]

Zie bijv. W.J. Zwalve, *C.Æ. Uniken Venema's Common Law & Civil Law*, Den Haag: BJu 2008, p. 83-92. Op vennootschapsrechtelijk gebied is de uitsluitende bevoegdheid van de statelijke wetgever naar voren gekomen in een tweetal zaken. De *Supreme Court* oordeelde in *CTS Corp/Dynamics Corp. of America*, 481 U.S. 69 (1987) dat staten bevoegd zijn inzake de interne organisatie van de rechtspersoon, daaronder begrepen het mogelijk maken van anti-overnamemaatregelen. Federale wetten staan hier niet aan in de weg. Vervolgens ontzegde de appelrechter in *Business Roundtable/SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990) de (federale) SEC de mogelijkheid om door vennootschappen geïntroduceerde anti-overnamemaatregelen aan te pakken. In *Vantage Point Venture Partners 1996/Examen, Inc*, 871 A.2d 1108 (Del. Sup. Ct. 2005), werd dan ook geoordeeld dat "It is now well-established that only the law of state of incorporation governs [...] a corporation's internal affairs".

[22]

Daarover bijv. S.M. Bainbridge, 'Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II', *Minnesota Law Review* 2011, 95, p. 1779-1821. In M.J.G.C. Raaijmakers, *Pitlo 2. Ondernemingsrecht* 2017, p. 392 wordt voor de VS nog van een duidelijke scheidslijn tussen federaal effectenrecht en statelijk vennootschapsrecht uitgegaan. Zie over de – genuanceerde – verhouding tussen vennootschapsrecht en effectenrecht in de VS ook J.B.S. Hijink, *Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen* (diss. Amsterdam UvA 2010), p. 41-45, met verdere verwijzingen. Het federale effectenrecht laten wij hier verder buiten beschouwing. Zie hierover ook D.J. Berger, S.M. Davidoff & A.J. Benjamin, 'Tenure voting and the U.S. public company' (working paper maart 2016), beschikbaar via [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) (Berger, Davidoff & Benjamin 2016).

[23]

Respectievelijk Pub.L.73-22, 48. Stat. 74, Pub.L.73-291, 48. Stat. 881, Pub.L.107-204, 116 Stat. 745 en Pub.L.111-203, 124. Stat. 1376.

[24]

Deze passage bouwt voort op (en vertoont overeenkomsten met) T.A. Keijzer, 'De betekenis van art. 2:190 BW: over BV-aandelen en aandeelhouderschap', *WPNR* 2017/7137. Zie ook T.A. Keijzer & L. in 't Veld, "Slechts' aanspraak op het liquidatie-overschot: onvoldoende om van een BV-aandeel te kunnen spreken?", *Ondernemingsrecht* 2016/35, p. 171 en Bootsma 2016, p. 154, allen met verdere verwijzingen.

[25]

De Delaware General Corporation Law is te raadplegen via <https://delcode.delaware.gov>.

[26]

Zie voor een volledig historisch overzicht van § 151 DGCL E.P. Welch e.a., *Folk on the Delaware General Corporation Law: Fundamentals* (2014 Edition), New York: Wolters Kluwer Law & Business 2013, § 151.9.

[27]

*Fletcher Cyclopeda of the Law of Corporations* (2016 Edition), St. Paul: Thomson/West 2014, § 2026.

[28]

Voor winstrechtloze aandelen is zulks zelfs expliciet bepaald en wel in *Lehrman/Cohen*, 222 A.2d 800 (Del. Sup. Ct. 1966), waarover bijvoorbeeld R.A. Booth, *Financing the Corporation*, St. Paul: Thomson/West 2016 § 3.3 ("Though there was some question whether such shares were in fact shares [...] most courts found them valid.").

[29]

Zie bijvoorbeeld *Providence & Worcester Co./Baker*, 378 A.2d 121 (Del. Sup. Ct. 1977), waarover onder andere *Fletcher Cyclopeda of the Law of Corporations* (2016 Edition), § 2026.

[30]

Onder *time-phased of tenure voting* wordt verstaan het toekennen van extra stemrechten aan langetermijnaandeelhouders. Zie hierover voor de VS L.L. Dallas & J.M. Barry, 'Long-term shareholders and time-phased voting', *Delaware Journal of Corporate Law* 2015, 40, p. 541-646 (Dallas & Barry 2015) en Berger, Davidoff & Benjamin 2016. Vgl. voor het zogenoemde loyaliteitsstemrecht in Nederland o.a. M. van Offen, 'Loyaliteitsaandelen met een Frans sausje', *Ondernemingsrecht* 2013/67 en A.A. Bootsma, 'Loyaliteitsstemrecht naar Italiaans recht en bij Fiat Chrysler Automobiles NV', *Ondernemingsrecht* 2015/5 (Bootsma 2015). Zie ook Bootsma 2016, met verdere verwijzingen.

[31]

Bij *capped voting* wordt het aantal stemmen dat een aandeelhouder kan uitbrengen aan een maximum gebonden, ongeacht het aantal aandelen dat daadwerkelijk wordt gehouden. Zie daarover bijv. H. Hansmann & M. Pargendler, 'The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption', *Yale Law Journal* 2014, 123, p. 849-1013. Vgl. naar Nederlands recht de stemrechtbeperking van art. 2:118 lid 4 BW.

[32]

De verdeling waarbij aan de ene soort één stem toekomt (per aandeel) en aan de andere tien is in dat verband wel aangemerkt als de meest voorkomende *dual-class* aandelenstructuur. Zie P.A. Gompers, J. Ishii & A. Metrick, 'Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States', *The Review of Financial Studies* 2010, 23, p. 1051-1088 (Gompers, Ishii & Metrick 2010).

[33]

Art. 313 van de NLCM kan worden geraadpleegd via <https://nysemanual.nyse.com>. Voor *guidance* rondom art. 313, zie [www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/voting\\_right\\_interpretations\\_under\\_listed\\_company\\_manual\\_section\\_313.pdf](http://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/voting_right_interpretations_under_listed_company_manual_section_313.pdf). Wij wijzen in dit verband eveneens op art. 122 NYSE MKT Company Guide, te raadplegen via [https://wallstreet.cch.com/MKTtools/PlatformViewer.asp?SelectedNode=chp\\_1\\_1\\_1&manual=MKT/CompanyGuide/mkt-company-guide/](https://wallstreet.cch.com/MKTtools/PlatformViewer.asp?SelectedNode=chp_1_1_1&manual=MKT/CompanyGuide/mkt-company-guide/) (NYSE MKT is gericht op kleinere vennootschappen). Vgl. ook de NASDAQ Listing Rules; zie

[34]

Zie voor een casus waarin het risico van *delisting* speelde *Williams/Geier*, 671 A.2d 1368 (Del. Sup. Ct. 1996), waarover Z. Goshen, 'Voting (Insincerely) in Corporate Law', *Theoretical Inquiries in Law* 2001, 2, p. 832-833.

[35]

Zie in meer detail Berger, Davidoff & Benjamin 2016. Zie specifiek over de Google-casus Lee 2015. Anders: A.M. Paccès, 'Exit, Voice and Loyalty from the Perspective of Hedge Funds Activism in Corporate Governance', *Erasmus Law Review* 2016, 9, p. 199-216 (Paccès 2016), waar op p. 214 wordt gesteld: "A key difference between dual-class shares and loyalty shares is that only the latter can be introduced in the midstream." Naar Nederlands recht zien wij dit niet als een kenmerkend verschil tussen *dual-class* aandelen en loyaliteitsaandelen. Zie over de mogelijkheid tot *midstream*-invoering van *dual-class* aandelen naar Nederlands recht bijv. Buirma 2016 en over de mogelijkheid tot *midstream*-invoering van loyaliteitsaandelen Bootsma 2016, p. 154-155.

[36]

Zie bijv. Dallas & Barry 2015, p. 583: "Orthodox corporate law theory predicts that dual-class firms will have higher agency costs than single-class firms" en Z. Goshen & R. Squire, 'Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance', working paper 2015, beschikbaar via [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), p. 53 (Goshen & Squire 2015): "Relative to the dispersed ownership structure, the dual-class share structure gives more power to directors, making it harder for outside shareholders to hold management accountable. Agency-cost theorists therefore predict that firms with dual-class shares will perform poorly."

[37]

Zie voor een uitwerking Dallas & Barry 2015, p. 565-568 en K. Geens & C. Clottens, 'One Share-One Vote: Fairness, Efficiency and (the Case for) EU Harmonisation Revisited', 2010, beschikbaar via [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). Zie ook L.A. Bebchuk, R.R. Kraakman & G.G. Triantis, 'Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity. The Mechanism and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights', in: R.K. Morck (red.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago University Press 2000, p. 295-318 en Wen 2014.

[38]

Zie bijv. Goshen & Squire 2015, p. 4-5: "Agency-cost theorists [...] cannot explain why investors often place their capital [...] in dual-class firms, which deny outside shareholders the right to replace agents at all." Zie uitgebreid over de beperkingen van *agency*theorie J.M. de Jongh, *Tussen societas en universitas. De beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief* (diss. Rotterdam), Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht deel 94, Deventer: Kluwer 2014, p. 406 e.v., met verwijzingen.

[39]

Zie daarover Z. Goshen & A. Hamdani, 'Corporate control and idiosyncratic vision', *Yale Law Journal* 2016, 125, p. 560-617. Vgl. ook reeds A.M. Paccès, *Rethinking Corporate Governance: The Law and Economics of Control Powers*, Routledge 2012, p. 93-94 en Paccès 2016 over een "conflict of entrepreneurship".

[40]

Goshen & Squire 2015.

[41]

Zie Goshen & Squire 2015, p. 5. Zie voor vergelijkbare gedachten K.J.M. Cremers, S. Masconale & S.M. Sepe, 'Commitment and entrenchment in corporate governance', *Northwestern University Law Review* 2016, 110, p. 727-810 en C. Mayer, *Firm Commitment. Why the corporation is failing us and how to restore trust in it*, Oxford University Press 2013, waarover bijv. L. Timmerman, 'Aan alles komt geen eind', *Ondernemingsrecht* 2013/57. Zie ook W. Hutton, C. Mayer & P. Schneider, 'The Rights and Wrongs of Shareholder Rights', *Seattle University Law Review* 2017, 40, p. 375-397 en D.J. Berger, 'Multi-class stock and the modern corporation: a view from the left (coast) on governance misalignment and the public company', maart 2017, beschikbaar via [www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/berger-remarks-iac-030917.pdf](http://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/berger-remarks-iac-030917.pdf).

[42]

Zie bijv. Dallas & Barry 2015, p. 592: "In short, the empirical evidence on dual-class firms is complicated and offers some support to both opponents and proponents of dual-class structures." en R. Adams & D. Ferreira, 'One Share-One Vote: The Empirical Evidence', *Review of Finance* 2008, 12, p. 84 (Adams & Ferreira 2008): "The heterogeneity in the evidence suggests that the issue is complex and that simple conclusions may not be possible. Ownership disproportionality may destroy the value of outside equity in some contexts, but not in others". Vgl. ook reeds J.B.S. Hijink, 'Report on the Proportionality Principle in the European Union', *Ondernemingsrecht* 2007/146.

[43]

Zie bijv. R.W. Masulis, C. Wang & F. Xie, 'Agency Problems at Dual-class Companies', *Journal of Finance* 2009, 64, p. 1697-1727 en Gompers, Ishii & Metrick 2010.

[44]

Zie bijv. E. Boehmer, G.C. Sanger & S.B. Varshney, 'The Effect of Consolidated Control on Financial Performance: An Analysis of Dual-Class IPOs', in: M. Levis (red.), *Empirical Issues in Raising Equity Capital*, Amsterdam: Elsevier Science Publishers 1996 en V. Dimitrov & P.C. Jain, 'Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-Class: Growth and Long-Run Stock Returns', *Journal of Corporate Finance* 2006, 12, p. 342-366.

[45]



Zie voor verdere verwijzingen de overzichtsstudie van Adams & Ferreira 2008 en de uitgebreide beschrijving van de beschikbare empirische resultaten in Dallas & Barry 2015, p. 583-592.

[46]

Dallas & Barry 2015, p. 584-585 en Goshen & Squire 2015, p. 8.

[47]

Zie Gompers, Ishii & Metrick 2010, p. 1053. Zie ook R.M. Daines & M. Klausner, 'Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs', *Journal of Law, Economics & Organization*, 2001, 17, p. 83-120 en Adams & Ferreira 2008, p. 56.

[48]

Zie B. Villalonga & R. Amit, 'How Are U.S. Family Firms Controlled', *Review of Financial Studies* 2009, 22, p. 3056-3057, waar voor vennootschappen die behoren tot de Fortune 500 een percentage van 21% wordt gerapporteerd. Vgl. ook Gompers, Ishii & Metrick 2010, p. 1053 en p. 1057 en Adams & Ferreira 2008, p. 56.

[49]

Gompers, Ishii & Metrick 2010, p. 1062-1063.

[50]

Zie Dallas & Barry 2015, p. 578. Zie ook Goshen & Squire 2015, p. 46-47 ("The [dual-class] structure may thus be well-suited to firms in complex industries, such as information technology, or to firms whose outside shareholders recognize management's unique skills and strategic vision."). Recent is echter wel betoogd dat een eeuwigdurende *dual-class* structuur in het algemeen onhoudbaar zou zijn. Zie L.A. Bebchuk & K. Kastiel, 'The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock', beschikbaar via [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

[51]

Zie A.A. Bootsma, A. Grunfest, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, *Bescherming bij Nederlandse beursvennootschappen*, Erasmus Universiteit Rotterdam 2015, beschikbaar via [www.mccg.nl](http://www.mccg.nl), p. 45 (Bootsma, Grunfest, Hijink & In 't Veld 2015), waarover A.A. Bootsma, 'Monitoring Commissie Corporate Governance Code – Rapport monitoring boekjaar 2014', *Ondernemingsrecht* 2016/36, p. 175.

[52]

Altice NV, Trivago NV en Yandex NV. Een vierde en vijfde vennootschap met een *dual-class* aandelenstructuur lijken in aantocht. Zie het prospectus d.d. 5 december 2016 van JBS Foods International NV ([www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=11207341](http://www.nasdaq.com/markets/ipos/filing.ashx?filingid=11207341)) en het prospectus d.d. 26 april 2017 van Digi Communications NV ([www.afm.nl/registers/emissies\\_documents/25526.pdf](http://www.afm.nl/registers/emissies_documents/25526.pdf)). Vgl. voor de VS voetnoot 47-48.

[53]

CNH Industrial NV, Exor NV, Ferrari NV en Fiat Chrysler Automobiles NV. Er zijn vijf Amerikaanse beursvennootschappen met loyaliteitsstemrecht. Zie Berger, Davidoff & Benjamin 2016, p. 16-17 en Dallas & Barry 2015.

[54]

Cnova NV. De regeling van Cnova wordt in de literatuur ook wel als loyaliteitsregeling beschouwd. In die zin bijv. R. Abma, D.P. van Kleef, N. Lemmers & M. Olaerts, *De algemene vergadering van Nederlandse beursvennootschappen* (Recht en Praktijk nr. ONR9), Deventer: Wolter Kluwer 2017, p. 116. Vgl. Bootsma 2016, p. 152, met verdere verwijzingen.

[55]

Zie *Kamerstukken II* 2016/17, 29752, 9, p. 5, onder verwijzing naar A.A. Bootsma, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, 'Multiple corporate citizenship', *Ondernemingsrecht* 2015/120 (Bootsma, Hijink & In 't Veld 2015).

[56]

Zie voor die beelddespraak R. Abma & P. Koster, 'Juridisch walhalla pakt slecht uit voor beleggingsklimaat in Nederland', *FD* 25 oktober 2016, p. 9. Zie voorts o.a. R. Abma, 'De uitwassen van ons flexibele vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2015/87.

[57]

Ongeveer 2% (3/150) van de Nederlandse beursvennootschappen maakt op dit moment gebruik van *dual-class* aandelen. Als alle bijzondere stemrecht aandelen worden meegerekend, komt het gebruik onder Nederlandse beursvennootschappen neer op ongeveer 5% (8/150). Vgl. voor de VS voetnoot 47-48.

[58]

Bij die conclusie past overigens wel de kanttekening dat door Nederlandse beurs-NV's ook gebruikgemaakt kan worden van maatregelen als certificering van aandelen en prioriteitsaandelen. Zie voor die aantallen Bootsma, Grunfest, Hijink & In 't Veld 2015. Vgl. ook P.A. Gompers, J. Ishii & A. Metrick, 'Corporate Governance and Equity Prices', *Quarterly Journal of Economics* 2003, 118, p. 107; K.J.M. Cremers & V.B. Nair, 'Governance Mechanisms and Equity Prices', *The Journal of Finance* 2005, 60, p. 2859-2894; L.A. Bebchuk, A. Cohen & A. Ferrell, 'What Matters in Corporate Governance?', *The Review of Financial Studies* 2009, 22, p. 783-827, waar naar voren komt dat de verschillende factoren van corporate governance niet afzonderlijk, maar in onderlinge samenhang bezien dienen te worden.

[59]

Zie de beperking in art. 2:118 BW lid 1: "Iedere aandeelhouder heeft ten minste één stem."

[60]

Zie over de vergelijking tussen stemrechtloze aandelen en certificering van aandelen de bronnen genoemd in voetnoot 64.

[61]

Er geldt naar Nederlands recht geen maximale verhouding tussen *low-voting* en *high-voting stock* van bijv. 1:10. Zie Bootsma 2016, p. 157, met verwijzingen. De redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW en het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders van art. 2:92 lid 2 BW kunnen onder omstandigheden wel een rol spelen. Zie bijv. ook Buirma 2016.

[62]

Zie A.A. Bootsma, J.B.S. Hijink & L. in 't Veld, 'De eerste beurs-BV', *Ondernemingsrecht* 2016/111 (Bootsma & Hijink & In 't Veld 2016).

[63]

Zie [Kamerstukken II 2016/17, 29752, 9](#), p. 19, onder verwijzing naar Bootsma, Hijink & In 't Veld 2015.

[64]

Zie bijv. B.J. de Jong, 'Lessen uit het vernieuwde Britse vennootschapsrecht voor de modernisering van het Nederlandse NV-recht', *Ondernemingsrecht* 2014/13, p. 51, 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, p. 78; R.A. Wolf, 'Het stemrechtloze aandeel in de N.V.? Een pleidooi en verkenning', *TvOB* 2014, afl. 2, p. 42-50; M.A. Verbrugh, 'Van de NV naar de BV naar de NV?', *Ars Aequi* 2014, afl. 4, p. 271. Vgl. ook J.M. de Jongh, 'Variabel stemrecht bij de NV?', in: L. Timmerman e.a., *Eenheid en verscheidenheid in het ondernemingsrecht*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht deel 98 (Deventer: Wolters Kluwer 2016), p. 33-46 en de discussie tussen J.B.S. Hijink en J.M. de Jongh in L. Timmerman e.a., *Eenheid en verscheidenheid in het ondernemingsrecht*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht deel 98, Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 189-192.

[65]

Hier werd voorheen niet altijd hetzelfde over gedacht. Vgl. bijv. W.C.L. van der Grinten, 'De aandeelhoudersvergadering en de NV', in *Uit het recht* (Verdam-bundel), Deventer: Kluwer 1971, p. 295-305 (herdrukt in C.J.H. Jansen, S.C.J.J. Kortmann & G. van Solinge, *Verspreide geschriften van W.C.L. van der Grinten*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 77, Deventer: Kluwer 2004, p. 437-447) en W.C.L. van der Grinten, 'Winstbewijzen als financieringsinstrument', in: *De Bankier als Jurist, tegen wil en dank* (Langman-bundel), Deventer: Kluwer 1991, p. 125. Zie ook C.A. Schwarz, *Aandelen zonder stemrecht* (oratie Maastricht 1990).

[66]

Zie over die brief in ander verband reeds B.F. Assink, 'Innovatie en Ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2016/100 en Bootsma, Hijink & In 't Veld 2016. Zie ook H.J. de Kluiver, 'Kroniek van het ondernemingsrecht. Over ondernemingsrecht en corporate governance', *NJB* 2017, afl. 15, p. 1067-1077.

[67]

[Kamerstukken II 2016/17, 29752, 9](#), p. 14. Zie ook reeds [Kamerstukken II 2015/16, Aanslag, 667](#), p. 2.

[68]

[Kamerstukken II 2016/17, 29752, 9](#), p. 20.

[69]

Zie in algemene zin over het concordantiebeginsel (zoals neergelegd in art. 39 van het Statuut voor het Koninkrijk der Nederlanden) waarin is bepaald dat burgerlijk en handelsrecht in Nederland, Aruba, Curaçao en Sint Maarten zoveel mogelijk op overeenkomstige wijze worden geregeld bijv. I.L.A. Broekhuijse, *De gelijkwaardigheid van de landen van het Koninkrijk der Nederlanden: realiteit of perceptie?* (diss. Utrecht), Oisterwijk: WLP 2012; J.M. Smits, 'Import and Export of Legal Models: The Dutch Experience', *Transnational Law & Contemporary Problems* 2003, 13, p. 551.

[70]

H.Th.M. Burgers, *Antilliaans en Nederlands Vennootschapsrecht*, Deventer: Kluwer 1996, p. 14 en 23. Vgl. ook D.E. Cijntje e.a. (red.), *Netherlands Antilles Business Law. Legal, Accounting and Tax Aspects of Doing Business in the Netherlands Antilles*, Den Haag: Kluwer Law International 1999 en K. Frielink, *Rechtspersonen en personenvennootschappen naar Nederlands Antilliaans en Arubaans Recht*, Deventer: Kluwer 2006.

[71]

Zie voor een beknopt overzicht M.F. Murray, *Parlementaire Geschiedenis van het Curaçaose Burgerlijke Wetboek*, Den Haag: BJu 2016, p. 371. Zie ook B. Boersma & H. Sprenger, 'Ingrijpende herziening van het Curaçaose rechtspersonenrecht een feit', *Ondernemingsrecht* 2012/126 en P. van Schilfgaarde, 'De Besloten Vennootschap naar het recht van de Nederlandse Antillen', *Ondernemingsrecht* 2000/2.

[72]

Zie 'Snap vliegt uit de startblokken in New York', *FD* 3 maart 2017, p. 14.

[73]

Vgl. 'Beurskoers Snap is terug bij af', *FD* 8 maart 2017, p. 19, 'Beleggers lenen flink om te speculeren op koersdaling Snap', *FD* 13 maart 2017, p. 17 en 'Geen perfect plaatje meer: Snap levert ruim 20% in', *FD* 12 mei 2017, p. 17.

[74]

Vgl. Schumpeter-column, 'Shareholder democracy is ailing. Snap's refusal to hand out any voting shares is part of a wider trend towards corporate autocracy', *The Economist* 9 februari 2017 (online geraadpleegd).

[75]

Zie C.J.C. de Brauw in G. van Solinge e.a., *Nederland, het Delaware van Europa?*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 135, Deventer:

[\[76\]](#)

Zie J. Armour e.a., 'Beyond the Anatomy', in: J. Armour, L. Enriques et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford: Oxford University Press 2017, p. 271. De ontwikkelingen in Frankrijk en Italië waarop in het desbetreffende citaat wordt gedoeld zijn in dit tijdschrift besproken in respectievelijk A.A. Bootsma, 'Loyaliteitsstemrecht in het Franse wetsvoorstel-Florange', *Ondernemingsrecht* 2014/43 en Bootsma 2015.