

De kapitaalverschaffer zonder stemrecht in de BV

Citation for published version (APA):

Wolf, R. A. (2013). *De kapitaalverschaffer zonder stemrecht in de BV*. [Doctoral Thesis, Maastricht University]. Kluwer. <https://doi.org/10.26481/dis.20130531rw>

Document status and date:

Published: 01/01/2013

DOI:

[10.26481/dis.20130531rw](https://doi.org/10.26481/dis.20130531rw)

Document Version:

Publisher's PDF, also known as Version of record

Please check the document version of this publication:

- A submitted manuscript is the version of the article upon submission and before peer-review. There can be important differences between the submitted version and the official published version of record. People interested in the research are advised to contact the author for the final version of the publication, or visit the DOI to the publisher's website.
- The final author version and the galley proof are versions of the publication after peer review.
- The final published version features the final layout of the paper including the volume, issue and page numbers.

[Link to publication](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal.

If the publication is distributed under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license above, please follow below link for the End User Agreement:

www.umlib.nl/taverne-license

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us at:

repository@maastrichtuniversity.nl

providing details and we will investigate your claim.

Hoofdstuk 9

SAMENVATTING, CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN

9.1 Inleiding

Met de invoering per 1 oktober 2012 van de Wet vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht en de Invoeringswet vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht is in het Nederlandse BV-recht het stemrechtloze aandeel geïntroduceerd. Dat is de aanleiding voor mijn onderzoek geweest. Daaraan ging een pleidooi voor dat aandeel gedurende een periode van circa veertig jaren vooraf. De wetgever kon niet om de behoefte heen die in de praktijk aan dat aandeel bestond. In algemene zin dwongen Europese ontwikkelingen, op grond van jurisprudentie en wegens de concurrentiepositie van de Nederlandse BV, tot flexibilisering van het BV-recht. Ik verwijs naar hoofdstuk 2.

In hoofdstuk 3 inventariseerde ik soorten aandelen en verwante stukken. Uit de inventarisatie van soorten aandelen en verwante stukken volgt dat de rechtsfiguren zonder stemrecht in de BV (kunnen) zijn: (i) het stemrechtloze aandeel, (ii) certificaten van aandelen (met of zonder vergaderrecht), (iii) het aandeel waarbij het stemrecht is overgedragen aan de vruchtgebruiker, (iv) het aandeel waarbij het stemrecht is overgedragen aan de pandhouder en (v) het participatiebewijs. De houder van een van deze rechtsfiguren is te beschouwen als een ‘kapitaalverschaffer zonder stemrecht’. Mijn onderzoek richtte zich op deze kapitaalverschaffer.

In paragraaf 9.2 geef ik als conclusie antwoord op de in hoofdstuk 1 geformuleerde vragen. Deze vragen zijn:

1. Wat is de verhouding van de kapitaalverschaffer zonder stemrecht tot:
 - a. de vennootschap;
 - b. het bestuur van de vennootschap;
 - c. andere kapitaalverschaffers van de vennootschap met stemrecht in de algemene vergadering?
2. Door welke rechten, verplichtingen en normen worden die verhoudingen ingevuld?
3. Hoe kan de kapitaalverschaffer zonder stemrecht invloed op die verhoudingen uitoefenen en zijn rechten waarborgen?

Vervolgens geef ik in paragraaf 9.3 een aantal aanbevelingen tot verbetering van de wet. In paragraaf 9.4 sluit ik af met verwachtingen en een slotopmerking.

9.2 Conclusies

9.2.1 *Wat is de verhouding van de kapitaalverschaffer zonder stemrecht tot de vennootschap, haar bestuur en de kapitaalverschaffers van de vennootschap met stemrecht?*

I. Aard van de rechtsfiguur zonder stemrecht

Het antwoord op de vraag wat de verhouding van de kapitaalverschaffer zonder stemrecht tot de vennootschap, haar bestuur en de kapitaalverschaffers van de vennootschap met stemrecht is, wordt in de eerste plaats bepaald door de aard van de rechtsfiguur zonder stemrecht. In hoofdstuk 4 besprak ik deze rechtsfiguren.

Het stemrechtloze aandeel wordt geregeld in art. 2:228 lid 5 BW. Ik zou dat aandeel als volgt willen definiëren: ‘het stemrechtloze aandeel is een vermogensrecht op naam, in de vorm van een aandeel uitgegeven door de BV, dat kapitaal in een BV vertegenwoordigt, waaraan de rechten volgens de wet en de statuten van de BV zijn verbonden, waaronder het recht – al dan niet beperkt – op winst en/of reserves van die BV, doch aan welk aandeel geen stemrecht in de algemene vergadering is verbonden’. Stemrechtloze aandelen zijn aandelen van een bepaalde soort of aanduiding.

Op grond van art. 2:216 lid 7 BW kunnen verschillende soorten stemrechtloze aandelen worden gecreëerd die geheel of gedeeltelijk recht geven op winst en/of reserves, of een combinatie daarvan.

De vergadering van houders van stemrechtloze aandelen is een orgaan van de vennootschap in de zin van art. 2:189a BW. Dat maakt het mogelijk aan dat orgaan bepaalde bevoegdheden toe te kennen, zoals de benoeming van een bestuurder en/of commissaris. Houders van stemrechtloze aandelen hebben in ‘hun’ vergadering stemrecht. Bestuurders en commissarissen hebben in de vergadering van stemrechtloze aandeelhouders geen raadgevende stem. Het komt mij echter voor dat uit de eisen van de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid kan voortvloeien dat de vergadering van houders van stemrechtloze aandelen, indien haar als orgaan statutaire bevoegdheden zijn toegekend, bij (belangrijke) besluiten de bestuurders (en commissarissen) in de gelegenheid stelt hun raadgevende stem te doen horen, te meer indien de bestuurders niet tevens aandeelhouders zijn.

De hoofdregel van art. 2:24d lid 1 BW is dat stemrechtloze aandelen bij de vaststelling in hoeverre de leden of aandeelhouders stemmen, aanwezig of vertegenwoordigd zijn, of in hoeverre het aandelenkapitaal verschaft wordt of vertegenwoordigd is, niet meetellen. Art. 2:24d lid 2 BW formuleert voor de daarin genoemde artikelen de uitzondering.

Op grond van deze hoofdregel tellen stemrechtloze aandelen bij de bepaling of sprake is van een dochtermaatschappij in de zin van art. 2:24a BW niet mee. Datzelfde geldt voor de bepaling of sprake is van een groepsmaatschappij als bedoeld in art. 2:24b BW. Ik meen dat de hoofdregel van art. 2:24d lid 1 BW niet consistent is, omdat op grond van art. 2:242 jo. 2:244 en 2:252 jo. 2:254 BW de bevoegdheid tot benoeming en ontslaan van bestuurders en commissarissen aan de vergadering van stemrechtloze aandeelhouders kan worden toegekend. Vele variaties van ‘dochtermaatschappij’ zijn mogelijk, indien de benoeming van bestuurders toekomt aan diverse soorten aandelen. Een dergelijke toekenning van bevoegdheid is een omstandigheid die mijns inziens ook bij de feitelijke invulling van het criterium van ‘centrale leiding’ bij het bepalen of sprake is van een groep of groepsmaatschappij moet worden betrokken.

De uitzonderingsregel van art. 2:24d lid 2 BW bepaalt dat stemrechtloze aandelen bij de toepassing van art. 2:24c BW meetellen bij de vaststelling van de aanwezigheid van een deelneming. Daarmee wordt volgens de wetgever voorkomen dat vennootschappen stemrechtloze aandelen zouden gebruiken om te ontkomen aan de verplichting informatie over die deelnemingen in de financiële verslaggeving op te nemen. Art. 2:24d lid 2 BW komt er op neer dat bij de bepaling of sprake is van een afhankelijke maatschappij in de zin van art. 2:63a, 2:152 en art. 2:262 BW tevens rekening gehouden moet worden met de stemrechtloze aandelen in die BV. Mij dunkt dat dit ertoe kan leiden dat, indien een vennootschap stemrechtloze aandelen in een andere vennootschap houdt, de structuurregeling van toepassing is, terwijl die stemrechtloze aandeelhouder geen zeggenschap kan uitoefenen over de afhankelijke maatschappij.

Familievennootschappen waarbij stemrechtloze aandelen uitgegeven zijn, kunnen opteren voor het verzwakte structuurregime van art. 2:265a BW, mits aan het vereiste van ‘onderlinge regeling tot samenwerking’ en aan de overige vereisten van art. 2:265a BW is voldaan.

Bij de introductie van het stemrechtloze aandeel heeft de wetgever bij een aantal wettelijke bepalingen kennelijk niet nagedacht wat de gevolgen daarvan zijn. Het betreft het begrip ‘meerderheid der aandelen’ in de zin van art. 1:88 lid 5 BW, het begrip ‘uiteindelijk belanghebbende’ in de Wwft en Wtt, de woorden ‘ten minste de helft van het geplaatste kapitaal’ in art. 43 Fw en het begrip ‘in overwegende mate bij machte’ als bedoeld in art. 1:141 lid 4 BW.

De invoering van stemrechtloze aandelen leidt niet tot overgangsrechtelijke problemen.

De rechtsfiguur van certificering van aandelen is te vergelijken met het stemrechtloze aandeel. Door certificering wordt de juridische en economische eigendom van de aandelen gesplitst. De aandelen worden overgedragen aan en gehouden door een administratiekantoor. Het AK beheert de aandelen en geeft de certificaten uit aan de certificaathouder(s). De rechtsverhouding tussen het administratiekantoor en de certificaathouder(s) is een beheerovereenkomst, die belichaamd wordt in de administratievoorwaarden. Tussen het administratiekantoor als aandeelhouder en de

vennootschap gelden de wet en de statuten, zodat sprake is van een wettelijke en statutaire basis. Het administratiekantoor heeft als aandeelhouder in beginsel de aan de aandelen verbonden zeggenschapsrechten, terwijl de certificaathouder de financiële rechten van het aandeel heeft, zoals het recht op dividend. Er kan onderscheid worden gemaakt tussen royeerbare, beperkt royeerbare en niet-royeerbare certificaten. In de flex-BV is het onder het oude recht bestaande onderscheid tussen met of zonder medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten verdwenen. Het gaat in de flex-BV om de vraag of bij de statuten aan certificaten vergaderrecht in de zin van art. 2:227 BW is verbonden. Uitgangspunt is dat de vennootschap zelf bepaalt of er certificaten met vergaderrecht worden toegelaten, en zo ja, aan welke certificaten dat vergaderrecht toekomt. De hoofdregel van art. 2:227 lid 4 BW bepaalt dat het aan certificaathouders toegekende vergaderrecht slechts met instemming van die certificaathouder kan worden gewijzigd. Op grond van art. 2:227 lid 2 BW zijn statutaire regelingen mogelijk, die bepalen dat (i) certificaten in het algemeen geen vergaderrecht hebben, (ii) alle certificaten vergaderrecht hebben of (iii) het vergaderrecht slechts toekomt aan bepaalde, in de statuten aangeduide certificaten. De wet koppelt aan het vergaderrecht talloze andere rechten, zoals bijvoorbeeld het recht om kennis te nemen van oproepingsbrieven voor een algemene vergadering (art. 2:224 lid 1 BW) en het recht om de voorzieningenrechter te verzoeken om een machtiging tot het bijeenroepen van een algemene vergadering (art. 2:220 BW).

Art. 2:227 BW heeft tot gevolg dat bij de toepassing van art. 3:259 BW ten aanzien van certificaten van aandelen in een BV slechts medewerking van de uitgever van de oorspronkelijke aandelen aangenomen kan worden, indien er sprake is van certificaten waaraan statutair vergaderrecht is verbonden.

Voor certificaathouders zijn in algemene zin art. 68a en 69 Overgangswet NBW relevant. Daarnaast geven art. V.2 lid 1 en 6 van het Overgangsrecht specifieke regels. De vennootschap, althans haar bestuur, moet zo snel mogelijk, doch uiterlijk 1 oktober 2013 de vergadergerechtigde certificaathouder in het aandeelhoudersregister vermelden. Is het aandeelhoudersregister een maand vóór de datum van de eerste algemene vergadering na het tijdstip van inwerkingtreding van de wet nog niet overeenkomstig art. 2:194 lid 1 laatste volzin BW voltooid, dan zijn art. 2:223 lid 2 en 3 (oud) BW van toepassing. Houders van certificaten die met medewerking van de vennootschap uitgegeven zijn, kunnen de vennootschap schriftelijk verzoeken hen als vergadergerechtigden in het aandeelhoudersregister in te schrijven. Indien het bestuur dit verzoek afwijst, kunnen de houders van deze certificaten de rechtbank verzoeken het bestuur op te dragen hen als vergadergerechtigden in te schrijven. Zijn er voor het tijdstip van inwerkingtreding van de wet met medewerking van de vennootschap certificaten van haar aandelen uitgegeven, dan dient de vennootschap bij de eerstvolgende statutenwijziging vergaderrecht te verbinden aan deze certificaten overeenkomstig art. 2:227 lid 2 BW. Tot het moment van die statutenwijziging worden onder certificaten waaraan bij de statuten vergaderrecht is verbonden tevens verstaan certificaten die voor inwerkingtreding van de wet over

vergaderrecht beschikken en die in het aandelhoudersregister zijn opgenomen en mogen de vergadergerechtigde certificaathouders de aan hen toekomende rechten uitoefenen.

Het vruchtgebruik op aandelen is geregeld in art. 2:197 BW. Het pandrecht op aandelen is geregeld in art. 2:198 BW. De hoofdregel van beide regelingen is dat de aandeelhouder het stemrecht heeft op de aandelen waarop het vruchtgebruik of het pandrecht is gevestigd. Op grond van art. 2:197 lid 3 BW, respectievelijk art. 2:198 lid 3 BW, wordt de aandeelhouder stemrechtloos indien het stemrecht bij de vestiging van het vruchtgebruik, respectievelijk het pandrecht, aan de vruchtgebruiker, respectievelijk de pandhouder, is overgedragen of indien die overdracht nadien schriftelijk tussen de aandeelhouder en de vruchtgebruiker, respectievelijk de pandhouder, is overeengekomen. Art. 2:196a BW is daarbij van overeenkomstige toepassing verklaard. De vruchtgebruiker, respectievelijk de pandhouder, moet iemand zijn aan wie de aandelen vrij kunnen worden overgedragen. Als dat laatste niet het geval is, moet – kort gezegd – zowel de regeling over de overdracht van het stemrecht als de overdracht van het stemrecht zelf door de algemene vergadering worden goedgekeurd. Art. 2:197 lid 4 BW, respectievelijk art. 2:198 lid 4 BW, bepaalt dat de aandeelhouder die vanwege een vruchtgebruik, respectievelijk pandrecht, geen stemrecht heeft, de rechten heeft die door de wet zijn toegekend aan de houders van certificaten van aandelen waaraan vergaderrecht is verbonden. Uit art. 2:227 lid 2 BW volgt dat de aandeelhouder die vanwege een vruchtgebruik of pandrecht geen stemrecht heeft, wel vergaderrecht heeft. De inwerkingtreding van de flex-BV doet aan een reeds rechtsgeldig gevestigd vruchtgebruik of pandrecht op aandelen, waarbij de aandeelhouder zijn stemrecht aan de vruchtgebruiker of pandhouder heeft overgedragen, niet af.

Participatiebewijzen worden tegen storting of inbreng verkregen en vertegenwoordigen kapitaal in de vennootschap. Aan een participatiebewijs zijn soms alle rechten die een aandeelhouder toekomen verbonden, behalve het stemrecht. Houders van participatiebewijzen hebben aanspraak op een deel van de winst en/of het liquidatiesaldo. Participatiebewijzen hebben een statutaire basis en een contractuele grondslag. De rechtsverhouding tussen de houder van het participatiebewijs en de vennootschap wordt ingevuld door de participatievoorwaarden. De inwerkingtreding van de flex-BV doet aan de rechtsgeldigheid van reeds uitgegeven participatiebewijzen niet af.

II. Interne verhoudingen in de BV

Niet alleen de aard van de rechtsfiguur zonder stemrecht bepaalt de verhouding van de kapitaalverschaffer zonder stemrecht tot de vennootschap, haar bestuur en de kapitaalverschaffers van de vennootschap met stemrecht. Ook de interne verhoudingen in de BV spelen daarbij een rol. In hoofdstuk 5 besprak ik deze verhoudingen. Het gaat daarbij om de onderlinge betrekkingen tussen de kapitaalverschaffer en de algemene vergadering, het bestuur van de vennootschap of de vennootschap. Deze betrekkingen geven het spanningsveld weer, waarin de kapitaalverschaffer zonder

stemrecht zich bevindt. Deze verhoudingen kunnen vanuit de rechtseconomie benaderd worden door de *principal-agent theory*. De kapitaalverschaffers zonder stemrecht moeten zich ervan kunnen verzekeren dat ook hun belang door de diverse actoren in het vennootschappelijk verband wordt gediend. In de flex-BV blijft de beslotenheid een van de factoren die de interne verhoudingen bepaalt. Datzelfde geldt voor de aard van de samenwerking in of door middel van de BV. Beide factoren, doch niet uitsluitend deze factoren, vullen de (rechts)normen in de interne verhoudingen in. Het vennootschappelijk belang dient als richtsnoer voor het handelen van het bestuur en de raad van commissarissen van de BV. De wetgever lijkt uit te gaan van de gecombineerde opvatting van het vennootschappelijk belang.

Het bestuur is autonoom in de uitoefening van zijn taak en bevoegdheden. De dualistische structuur is in de flex-BV gehandhaafd. De algemene vergadering kan een statutaire instructiebevoegdheid jegens het bestuur hebben. De instructiebevoegdheid is een inbreuk op de dualistische structuur en de autonomie van het bestuur.

De statuten kunnen bepalen dat het bestuur zich dient te gedragen naar de aanwijzingen van een ander orgaan van de vennootschap. Het bestuur is gehouden de aanwijzingen op te volgen, tenzij deze in strijd zijn met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Daaronder valt ook het gerechtvaardigde belang van de kapitaalverschaffer zonder stemrecht. Op grond van het orgaanbegrip van art. 2:189a BW kan ook aan de vergadering van stemrechtloze aandeelhouders instructiebevoegdheid toekomen. Naar mijn mening kan aan meerdere organen een statutaire instructiebevoegdheid ex art. 2:239 lid 4 BW worden toegekend.

De vrijheid van de aandeelhouder zijn stemrecht uit te oefenen wordt begrensd door de norm van art. 2:8 BW en het vennootschappelijk belang. Zijn stemgedrag zal aan die norm getoetst (kunnen) worden.

III. De rechten van de kapitaalverschaffers zonder stemrecht

Naast de aard van de rechtsfiguur en de interne verhoudingen in de BV bepalen de rechten van de kapitaalverschaffers zonder stemrecht de verhouding van de kapitaalverschaffer zonder stemrecht tot de vennootschap, haar bestuur en de kapitaalverschaffers van de vennootschap met stemrecht. In hoofdstuk 6 besprak ik deze rechten.

Het stemrechtloze aandeel

Aan het stemrechtloze aandeel zijn alle rechten verbonden, behalve het stemrecht. In paragraaf 6.2.3.1 gaf ik een overzicht van de aan het stemrechtloze aandeel verbonden rechten. Het (geheel of gedeeltelijke) recht op winst en/of de reserves van de vennootschap is een belangrijk recht voor de stemrechtloze aandeelhouder. Op grond van het bepaalde in art. 2:216 BW is dat recht op uitkering echter niet ongeclausuleerd.

Aan de vergadering van stemrechtloze aandeelhouders kan op grond van art. 2:242, 2:244 en 2:245 BW de bevoegdheid worden toegekend een bestuurder te benoemen, te schorsen, te ontslaan en zijn bezoldiging vast te stellen, tenzij de benoeming van bestuurders geschiedt op grond van het (volledige) structuurregime.

De ondergrens voor de benoeming is dat iedere aandeelhouder met stemrecht kan deelnemen aan de besluitvorming inzake de benoeming van ten minste één bestuurder. Er kunnen op grond van art. 2:244 BW meerdere organen bevoegd zijn tot ontslag van een bestuurder. Door het benoemen van een eigen bestuurder kunnen de houders van stemrechtloze aandelen hun invloed in de vennootschap vergroten. Die bestuurder zal echter wel het vennootschappelijk belang in acht moeten nemen en niet alleen de achterban kunnen dienen. De toekenning en ontneming van bevoegdheid van de vergadering van stemrechtloze aandeelhouders een bestuurder te benoemen te schorsen of te ontslaan kan slechts met unanimiteit in een vergadering waarin het gehele geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is worden genomen. Bij een dergelijk besluit tot statutenwijziging wordt de stemrechtloze aandeelhouder beschermd door het bepaalde in art. 2:231 lid 4 BW. De statuten kunnen bepalen dat de vergadering van stemrechtloze aandeelhouders op grond van art. 2:243 lid 5 BW ook een bestuurder uit voordracht kan benoemen.

De regels van benoeming, schorsing en ontslag van commissarissen volgen in hoge mate de regels daaromtrent met betrekking tot de bestuurder. Ook deze bevoegdheden kunnen bij de statuten aan de vergadering van stemrechtloze aandeelhouders worden toegekend.

Uit art. 2:206a BW volgt dat de stemrechtloze aandeelhouder geen voorkeursrecht heeft op uit te geven aandelen van welke soort dan ook. Daarvan kan statutair worden afgeweken. Indien dat het geval is, komt het mij voor dat dit voorkeursrecht omzeild kan worden door gewone aandelen uit te geven en die aandelen vervolgens te certificeren en te plaatsen bij nieuwe kapitaalverschaffers zonder stemrecht. De stemrechtloze aandeelhouder kan in situaties omtrent het voorkeursrecht bescherming aan de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid ontnemen. De houder van gewone aandelen heeft geen voorkeursrecht op uit te geven stemrechtloze aandelen. De stemrechtloze aandeelhouder kan in het kader van de aanbiedingsregeling van art. 2:195 BW alleen reflecteren op aangeboden, stemrechtloze aandelen. Van deze hoofdregels kan bij de statuten worden afgeweken.

In een groot aantal gevallen wordt de stemrechtloze aandeelhouder beschermd. Ik verwijs naar het overzicht in paragraaf 6.2.3.6. Twee beschermingsregels verdienen bijzondere aandacht, namelijk art. 2:216 lid 8 en 2:231 lid 4 BW. Het instemmingsrecht van art. 2:216 lid 8 BW moet naar mijn mening eng geïnterpreteerd worden. Het ziet op statutaire wijzigingen van het direct aan het aandeel verbonden financiële recht en niet op een statutaire wijziging die weliswaar afbreuk doet aan het recht op winst en/of reserves in de vennootschap, doch die indirect dat recht raken. Art. 2:231 lid 4 BW bepaalt voor de stemrechtloze aandeelhouders dat een besluit tot statutenwijziging dat specifiek afbreuk doet aan enig aan hen toekomend recht een goedkeurend besluit van deze groep van aandeelhouders vereist is. Het gaat daarbij om afbreuk van specifieke rechten verbonden aan deze aandelen en om een beperking van rechten, die ook verbonden zijn aan andere aandelen, doch welke beperking dan alleen geldt voor de bedoelde bepaalde aandelen en niet voor andere aandelen. De bevoegdheid tot wijziging kan ten tijde van de toekenning van het

recht in de statuten worden voorbehouden op grond van de tenzij-clausule van art. 2:231 lid 4 BW. Naar mijn mening kan de statutaire regeling zo worden vormgegeven dat door een enkel besluit van de algemene vergadering dat recht kan worden geschrapt of gewijzigd. Het komt mij voor dat art. 2:231 lid 4 BW, gelet op het doel en strekking van deze bepaling, in de praktijk snel toepassing zal vinden.

Met besluitvorming buiten vergadering moet de stemrechtloze aandeelhouder instemmen. Het ontbreken van instemming maakt het in strijd daarmee genomen besluit naar mijn mening (slechts) vernietigbaar, gelet op de beoogde versoepeling van de besluitvorming buiten vergadering. Instemming hoeft niet uitdrukkelijk en kan langs elektronische weg geschieden. De rol van de vergadergerechtigde kapitaalverschaffer zonder stemrecht bij besluitvorming buiten vergadering lijkt mij gemarginaliseerd.

Een stemrechtloze aandeelhouder kan gebonden worden aan statutaire verplichtingen in de zin van art. 2:192 BW, maar dat hoeft niet het geval te zijn. Hij kan met de voorgestelde statutaire verplichting niet instemmen. Er is dan sprake van ‘persoonsgebonden niet-gebondenheid’, ongeacht of de stemrechtloze aandeelhouder na de statutenwijziging, waarbij de statutaire verplichting is ingevoerd, meer aandelen heeft verworven.

Voor de toepassing van de uitkoopregeling van art. 2:201a BW wordt ook rekening gehouden met de stemrechtloze aandelen in een BV, zo bepaalt art. 2:24d lid 2 BW.

In de statuten van een BV kan worden opgenomen dat stemrechtloze aandelen in gewone aandelen geconverteerd kunnen worden. De stemrechtloze aandeelhouder verkrijgt als gevolg van die conversie stemrecht in de algemene vergadering.

De stemrechtloze aandeelhouder wordt op grond van art. 2:181 lid 1 BW ingeval van omzetting van een BV in een vereniging, coöperatie, of onderlinge waarborgmaatschappij lid van die rechtspersoon, tenzij hij een verzoek tot schadeloosstelling bij de vennootschap voor het verlies van zijn aandelen indient. Partijen zullen in eerste instantie moeten onderhandelen en overeenstemming moeten bereiken over de omvang van de rechten van de stemrechtloze aandeelhouder in de omgezette rechtspersoon. Art. 2:181 lid 3 BW regelt het uittreedrecht van de stemrechtloze aandeelhouder indien de BV wordt omgezet in een NV. De NV kent geen stemrechtloze aandelen. De stemrechtloze aandeelhouder moet aldus bij omzetting aandeelhouder met winst- en (eventueel gering) stemrecht worden. Indien de stemrechtloze aandeelhouder niet met de omzetting instemt, kan hij schadeloosstelling verzoeken.

Art. 2:181 lid 4 BW geeft een regeling voor de schadeloosstelling die in het voorstel tot omzetting moet zijn opgenomen. De statutaire prijsbepalingsregeling of een soortgelijke regeling in een aandeelhoudersovereenkomst in de zin van art. 2:181 lid 4 derde volzin BW moet mijns inziens specifiek op omzetting zien, wil die regeling ingeval van omzetting toepassing kunnen vinden. Art. 2:181 lid 5 BW sluit toepassing van art. 2:231 lid 4 BW uit, omdat het niet voor de hand ligt stemrechtloze aandeelhouders stemrecht te geven bij ingrijpende besluiten. Daarmee wordt dubbele bescherming voorkomen. Art. 2:181 lid 6 BW brengt tot uitdrukking

dat voor de omzetting van een BV in een stichting of een vereniging de daarvoor noodzakelijke rechterlijke machtiging wordt geweigerd indien de belangen van de stemrechtloze aandeelhouder onvoldoende worden ontzien.

Bij de regeling van de positie van de stemrechtloze aandeelhouder in geval van omzetting stel ik vraagtekens. Het is de vraag of de stemrechtloze aandeelhouder, gelet op de aard van de omgezette rechtspersoon, in een goede of vergelijkbare positie kan terugkeren. Kiest hij daar niet voor, dan is de vraag of de schadeloosstelling, althans de hoogte daarvan, op eenvoudige wijze kan worden vastgesteld.

Een ander punt van kritiek is dat niet duidelijk is wat onder vervallen van de stemrechtloze aandelen verstaan wordt. Mijns inziens ligt het voor de hand dat bij het van kracht worden van de omzetting door de BV een besluit tot intrekking van de stemrechtloze aandelen wordt genomen.

Indien een BV wordt omgezet in een vennootschap onder firma is in juridische zin sprake van ontbinding van de BV. De stemrechtloze aandeelhouder heeft ex art. 2:23b BW recht op het liquidatiesaldo, tenzij de statuten dit uitsluiten. In de situatie van omzetting van een personenvennootschap in een BV, is het aan de eigenaren van die personenvennootschap en de hen gegeven (contracts)vrijheid bij of na oprichting van de BV te kiezen voor stemrechtloze aandelen in het kapitaal van die BV.

De positie van de stemrechtloze aandeelhouder ingeval van fusie en splitsing lijkt in hoge mate op zijn positie ingeval van omzetting in een andere rechtspersoon. Voor de stemrechtloze aandeelhouder en de rechtspraak is met name de fusie tussen een verdwijnende BV en een verkrijgende NV relevant. De NV kent geen stemrechtloze aandelen. Er zal met de stemrechtloze aandeelhouder onderhandeld moeten worden over zijn positie als aandeelhouder na de fusie. De uitkomst van deze onderhandelingen kan zijn dat er na de fusie een BV bestaat, waarin hij dezelfde positie als houder van stemrechtloze aandelen houdt of dat zijn aandelen worden geconverteerd naar aandelen met stem- of winstrecht. Het kan ook zijn dat beide partijen niet met elkaar verder willen of dat een van beide partijen niet met de ander verder wil. Er zal dan onderhandeld moeten worden over schadeloosstelling. De positie van de stemrechtloze aandeelhouder kan ex art. 2:317 lid 4 BW worden versterkt, bijvoorbeeld doordat het besluit tot fusie de instemming van iedere stemrechtloze aandeelhouder of goedkeuring van de vergadering van stemrechtloze aandeelhouders vereist.

Art. 2:330 lid 1 BW geeft een hoofdregel voor het besluit tot fusie van de algemene vergadering. Daarnaast is op grond van art. 2:330 lid 2 BW een goedkeurend groepsbesluit vereist van de houders van stemrechtloze aandelen aan wier rechten in het kader van de fusie afbreuk wordt gedaan. De reden voor deze bescherming is dat de BV zelf ook een verkrijgende vennootschap kan zijn. Voorts kunnen aan de vergadering van stemrechtloze aandeelhouders bijzondere bevoegdheden zijn toegekend. Art. 2:231 lid 4 BW is in dit geval niet van toepassing. In afwijking van art. 2:311 BW kan de stemrechtloze aandeelhouder van de verdwijnende BV, indien hij geen aandeelhouder in de verkrijgende NV wordt, op grond

van art. 2:330a BW een verzoek tot schadeloosstelling indienen. De regeling daartoe is gelijk aan die van omzetting.

Bij een driehoeksfusie in de zin van art. 2:333a BW rust de verplichting tot schadeloosstelling ex art. 2:330a BW op de groepsmaatschappij; de verkrijgende vennootschap is daarvan vrijgesteld. Indien de groepsmaatschappij een BV is, kunnen de stemrechtloze aandeelhouders van de verdwijnende vennootschap ook stemrechtloze aandelen verkrijgen in de groepsmaatschappij-BV.

In geval van een grensoverschrijdende fusie ex art. 2:333h BW kan de stemrechtloze aandeelhouder een maand na het besluit tot fusie van de verdwijnende vennootschap schadeloosstelling bij die vennootschap vragen. Art. 2:330a BW is bij een grensoverschrijdende fusie niet van toepassing.

De regeling omtrent splitsing en de positie van de stemrechtloze aandeelhouder daarbij is in hoge mate gelijk aan die van fusie. Art. 2:334m BW geeft een algemene regeling voor besluiten tot splitsing. Ook bij splitsing geldt dat op grond van art. 2:334m lid 4 BW de statuten een van lid 3 van dat artikel afwijkende regeling voor besluiten tot splitsing kunnen geven, zodat de positie van de stemrechtloze aandeelhouder kan worden versterkt. Voor splitsing van een besloten vennootschap of een besloten vennootschap die in het kader van een splitsing wordt opgericht, zijn onder meer art. 2:334ee en 2:334ee1 BW van belang. Dat (laatste) artikel regelt de schadeloosstelling voor de stemrechtloze aandeelhouder indien de verkrijgende vennootschap geen BV is. Deze bepalingen zijn de pendant van de toepasselijke bepalingen in geval van fusie (art. 2:330 en 2:330a BW). Eveneens geldt dat een goedkeurend groepsbesluit vereist is van de houders van stemrechtloze aandelen aan wier rechten in het kader van de splitsing afbreuk wordt gedaan. Ook in dit geval is art. 2:231 lid 4 BW niet van toepassing.

In de literatuur wordt naar mijn mening terecht gesteld dat niet valt in te zien waarom ingeval van een ruziësplitsing ex art. 2:334cc BW stemrechtloze aandeelhouders in de splitsende BV niet een gelijkwaardige positie in de verkrijgende (besloten) vennootschappen zouden kunnen krijgen. Daarnaast gaat de wetgever er kennelijk en ten onrechte, zo wordt evenzeer terecht in de literatuur opgemerkt, vanuit dat alle stemrechtloze aandelen in een van de verkrijgende vennootschappen worden ondergebracht en de aandelen met stemrecht in de andere verkrijgende vennootschap. Ook dat hoeft niet per definitie het geval te zijn. Indien daarvan wel sprake is, kan dat op eenvoudige wijze worden opgelost. Bij splitsing kan de verkrijgende vennootschap aandelen met stemrecht aan de (voormalige) stemrechtloze aandeelhouders uitgeven.

Bij de vereenvoudigde splitsing van art. 2:334hh BW heeft de stemrechtloze aandeelhouder geen recht op schadeloosstelling. Er is immers geen sprake van een verdwijnende vennootschap. De stemrechtloze aandeelhouder kan bij een evenredige splitsing ex art. 2:334hh lid 2 BW houder van een ander 'soort' stemrechtloos aandeel worden. Aan zijn aandeel kunnen andere financiële rechten verbonden zijn, bijvoorbeeld een beperkter winstrecht, dan aan zijn oorspronkelijke aandeel. Hij wordt beschermd door het goedkeurende groepsbesluit van art. 2:334ee lid 2 BW.

De regeling van de driehoekssplitsing van art. 2:334ii BW is gelijklopend aan die van de driehoeksfusie in de zin van art. 2:333a BW. Voor de positie van de stemrechtloze aandeelhouder is art. 2:334ii lid 3 BW van belang, dat als uitgangspunt stelt dat de verplichtingen van de verkrijgende vennootschap worden opgelegd zowel aan de groepsmaatschappij die de aandelen uitrekt als aan de verkrijgende vennootschap. Omdat de in art. 2:334ee1 BW geregelde schadeloosstelling voor houders van stemrechtloze aandelen gerelateerd is aan de toekenning van aandelen, wordt de verkrijgende vennootschap in art. 2:334ii lid 3 BW vrijgesteld van de verplichting als bedoeld in art. 2:334ee1 lid 1 BW. In de literatuur wordt hierover naar mijn mening terecht opgemerkt dat indien de groepsmaatschappij een BV is, de stemrechtloze aandeelhouders van de splitsende vennootschap ook stemrechtloze aandelen kunnen verkrijgen in de groepsmaatschappij-BV.

Uit het voorgaande volgt naar mijn mening dat de wetgever niet is geslaagd in zijn opzet van een eenvoudige regeling van het stemrechtloze aandeel.

Het certificaat van aandeel met en zonder vergaderrecht

Door certificering wordt de juridische en economische eigendom van aandelen gesplitst. Voor een overzicht van de aan het certificaat verbonden rechten in de driehoeksverhouding tussen de certificaathouder-administratiekantoor-BV verwijs ik naar paragraaf 6.3.3.1.

In de literatuur wordt gesteld dat uit de titel van beheer in beginsel voortvloeit dat het administratiekantoor bij de uitoefening van het stemrecht met de belangen van de certificaathouders op korte en lange termijn rekening moet houden, ongeacht de normen die uit de statuten van het administratiekantoor en de administratievoorwaarden zouden voortvloeien. Deze belangen mogen niet onevenredig worden geschaad. De invloed van de certificaathouder op het stemgedrag van het administratiekantoor is afhankelijk van de omstandigheden van het geval en wordt bepaald door de inhoud van de statuten van het administratiekantoor en de administratievoorwaarden. Indien de certificaathouder vergadergerechtigd is, zal de invloed van de certificaathouder op de besluitvorming (verder) toenemen, zoals dat ook geldt voor de stemrechtloze aandeelhouder.

Voor de positie van de houder van een certificaat is bepalend of aan het certificaat vergaderrecht is toegekend. Het vergaderrecht en de daaraan gekoppelde rechten zijn van belang zowel voor het beïnvloeden van het besluitvormingsproces als voor de geldigheid van de besluitvorming. Het zijn belangrijke rechten voor deze certificaathouder. Op grond van art. 2:228 lid 2 BW zijn statutaire regelingen die bepalen dat certificaten in het algemeen geen vergaderrecht hebben, dat alle certificaten vergaderrecht hebben of dat het vergaderrecht slechts toekomt aan bepaalde, in de statuten aangeduide certificaten, toegestaan. Uitgangspunt is dat de vennootschap, althans de algemene vergadering, zelf bepaalt of er certificaten met vergaderrecht worden toegelaten, en zo ja, aan welke certificaten dat vergaderrecht toekomt. Er zijn twee manieren om vergaderrecht aan certificaten te verbinden, te weten (i) toekenning bij statuten en (ii) toekenning door een orgaan, dat bij de

statuten daartoe is aangewezen. Art. 2:227 lid 4 BW bepaalt dat het aan certificaathouders bij statuten toegekende vergaderrecht slechts met instemming van die certificaathouder kan worden gewijzigd, tenzij bij het toekennen van het vergaderrecht de bevoegdheid tot wijziging uitdrukkelijk in de statuten was voorbehouden. Er zijn drie mogelijkheden het vergaderrecht aan het certificaat te ontnemen. Ten eerste, bij statuten is aan het certificaat vergaderrecht toegekend, maar het ontnemen van dat recht of wijziging daarvan is niet voorbehouden. De certificaathouder zal met het ontnemen van het vergaderrecht aan zijn certificaat moeten instemmen. Ten tweede, bij statuten is aan het certificaat vergaderrecht toegekend en het ontnemen van dat recht of wijziging daarvan is in dezelfde statutaire regeling voorbehouden. Het vergaderrecht kan op grond van de tenzij-clausule van art. 2:227 lid 4 BW aan het certificaat worden ontnomen (zonder dat daartoe instemming van de certificaathouder is vereist). Ten derde, de bevoegdheid tot het toekennen en ontnemen van vergaderrecht is toegekend aan een orgaan van de vennootschap in de zin van art. 2:189a BW. Dat orgaan kan zonder dat daartoe instemming van de certificaathouder is vereist het vergaderrecht aan het certificaat ontnemen.

Bij besluitvorming buiten vergadering is de positie van de certificaathouder met vergaderrecht gelijk aan de positie van de stemrechtloze aandeelhouder. Met de certificaathouder zonder vergaderrecht hoeft bij besluitvorming buiten vergadering geen rekening gehouden te worden. Hij is immers niet vergadergerechtigd.

Aan de certificaathouder met vergaderrecht komt het wettelijke pandrecht ex art. 3:259 BW toe. Daarbij hoeft naar mijn mening geen onderscheid gemaakt te worden tussen certificaten waarbij het vergaderrecht bij de statuten en certificaten waarbij het vergaderrecht door een orgaan is toegekend. Het ontnemen van het vergaderrecht aan de certificaten door een daartoe in de statuten aangewezen orgaan doet het wettelijk pandrecht vervallen, gelijk het verbinden van het vergaderrecht aan het certificaat het wettelijk pandrecht doet ontstaan.

De vraag of certificaten al dan niet royeerbaar zijn, is ook relevant voor de verhouding van de houder van het certificaat tot de vennootschap. Afhankelijk van het antwoord op die vraag kan de certificaathouder zijn certificaat omwisselen voor een aandeel, zodat zijn stemrecht 'herleeft' en ziet hij – afhankelijk van de stemverhoudingen in de algemene vergadering – zijn invloed op de besluitvorming toenemen. Indien de administratievoorwaarden niet vermelden of certificaten royeerbaar zijn, moet naar mijn mening ervan worden uitgegaan dat ze niet royeerbaar zijn.

Voor de positie van de certificaathouder ingeval van omzetting van de BV in een personenvennootschap geldt hetzelfde als voor de positie van de stemrechtloze aandeelhouder, zij het dat het administratiekantoor – als aandeelhouder – het stemrecht uitoefent ten aanzien van het besluit tot ontbinding. De certificaathouder met vergaderrecht zal vanwege dat vergaderrecht bij het besluitvormingsproces betrokken zijn. Indien een BV wordt omgezet in een NV en de NV de certificaten als bewilligde certificaten beschouwt, is naar mijn mening de instemming van de certificaathouder met vergaderrecht ten aanzien van de in het kader van de omzetting noodzakelijke

statutenwijziging niet vereist. Indien de NV geen bewilligde certificaten kent of de certificaten met vergaderrecht als niet-bewilligd aanmerkt, wordt het vergaderrecht aan het certificaat ontnomen en is op grond van art. 2:227 lid 4 BW de instemming van de certificaathouder vereist.

Bij een besluit tot fusie ex art. 2:317 BW oefent het administratiekantoor namens de certificaathouders het stemrecht op de aandelen in de algemene vergadering uit. Daarbij zal het administratiekantoor de belangen van de certificaathouders in acht moeten nemen. In de statuten van het administratiekantoor kan bepaald zijn dat het besluit tot fusie, of meer algemeen het besluit tot wijziging van de statuten, goedkeuring behoeft van de vergadering van certificaathouders. Het administratiekantoor doet er naar mijn mening goed aan bij belangrijke besluiten als fusie, ontbinding en omzetting, de vergadering van certificaathouder te raadplegen – voor zover een dergelijke verplichting niet reeds in de administratievoorwaarden is opgenomen – alvorens het administratiekantoor haar stem in de algemene vergadering uitbrengt. Het administratiekantoor zal naar mijn mening met inachtneming van de uitslag van de stemming in de vergadering van certificaathouders voor dan wel tegen het besluit tot fusie moeten stemmen, corresponderend met het aantal voor- en tegenstemmen in de vergadering van certificaathouders. Ook hier geldt dat, gelet op de procedure zoals in art. 2:317 BW beschreven, de certificaathouder met vergaderrecht reeds bij de besluitvorming in de BV ten aanzien van de ontbinding betrokken zal zijn. Het komt mij voor dat art. 2:227 lid 4 BW in geval van fusie en splitsing niet geldt. Evenmin bieden art. 2:216 lid 7 en 2:330 lid 2 BW de certificaathouder bescherming.

Bij een fusie tussen een verdwijnende vennootschap die certificaten met vergaderrecht kent en een verkrijgende vennootschap die geen of alleen certificaten zonder vergaderrecht kent, is de positie van de certificaathouder in de verdwijnende vennootschap naar mijn mening dat hij in beginsel gelijke lidmaatschapsrechten in de verkrijgende vennootschap moet verkrijgen.

Uitgaande van een fusie tussen twee BV's meen ik dat het wettelijk pandrecht ex art. 3:259 BW vervalt, indien sprake is van certificaten met vergaderrecht in de verdwijnende vennootschap en certificaten zonder vergaderrecht in de verkrijgende vennootschap.

De aandeelhouder wiens stemrecht is overgedragen aan de vruchtgebruiker of de pandhouder

Voor de aandeelhouder wiens stemrecht is overgedragen aan de vruchtgebruiker of de pandhouder geldt dat sprake is van een lidmaatschapsverhouding tussen de aandeelhouder en de vennootschap. Zij hebben dezelfde rechten als de certificaathouder met vergaderrecht, zo volgt uit respectievelijk art. 2:197 lid 4 en art. 2:198 lid 4 BW. Daarnaast hebben zij, anders dan de stemrechtloze aandeelhouder, ex art. 2:206a BW een voorkeursrecht op uit te geven aandelen.

De houder van een participatiebewijs

Het participatiebewijs is niet in de wet geregeld. Voor de rechten en verplichtingen zullen de participatievoorwaarden, waarvoor de contractsvrijheid geldt, uitkomst moeten bieden. Omdat geen sprake is van een lidmaatschapsverhouding tussen de houder van een participatiebewijs en de vennootschap, staat die houder in een andere organisatorische verhouding tot de vennootschap. De (vergadering van) houders van participatiebewijzen (is) zijn geen orgaan van de vennootschap. In de regel zullen de participatievoorwaarden voornamelijk financiële rechten, en geen zeggenschapsrechten, aan de houder van een participatiebewijs toekennen. Het belangrijkste recht is het winstrecht, en eventueel een recht op het liquidatieoverschot. Dat winstrecht heeft een statutaire grondslag. Voor de uitgifte van een participatiebewijs is naar mijn mening geen statutaire basis vereist. De houder van een participatiebewijs wordt tegen afbreuk van zijn financiële rechten door art. 2:232 BW beschermd. Hij moet instemmen met een statutenwijziging die nadeel aan zijn rechten toebrengt, tenzij de wijzigingsbevoegdheid bij de uitgifte van het participatiebewijs reeds is voorbehouden.

Participatiebewijzen kunnen door de vennootschap worden ingekocht. Daarbij zal moeten worden voldaan aan de eis van art. 2:207 lid 2 BW. Door deze verkrijging gaan de participatiebewijzen wegens vermenging teniet. Tenzij in de participatievoorwaarden een intrekkingbeding opgenomen is, kunnen participatiebewijzen mijns inziens slechts met instemming van de houder daarvan worden ingetrokken.

Art. 2:320 BW geeft een regeling voor de houder van een participatiebewijs in de verdwijnende vennootschap ingeval van fusie. Het artikel bepaalt dat de houder van een participatiebewijs in de verdwijnende vennootschap een gelijkwaardig recht in de verkrijgende vennootschap of schadeloosstelling moet krijgen. Wat betreft de positie van de houder van een participatiebewijs ingeval van splitsing geldt art. 2:334p BW. Dat artikel heeft een nagenoeg met art. 2:320 BW gelijklopende formulering. Bij omzetting, fusie en splitsing geldt dat de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid jegens de houder van het participatiebewijs in acht genomen moet worden. Bij omzetting kan de houder van een participatiebewijs ook bescherming aan art. 2:232 BW ontlennen.

Overige opmerkingen

Op grond van art. 2:216 lid 3 BW kunnen de stemrechtloze aandeelhouder en de aandeelhouder wiens stemrecht is overgedragen aan de vruchtgebruiker of pandhouder aansprakelijk zijn voor de door hen ontvangen uitkeringen, ook al kunnen deze vergadergerechtigden geen stem uitbrengen over het te nemen besluit tot uitkering. Indien zij door het bestuur zijn geïnformeerd over de schadelijke gevolgen van een voorgenomen besluit, kunnen zij zich niet beroepen op hun goede trouw.

Of een certificaathouder ex art. 2:216 lid 3 BW gehouden is tot terugbetaling van het ontvangene, hangt naar mijn mening af van het antwoord op de vraag of sprake

is van certificaten met of zonder vergaderrecht. De certificaathouder met vergaderrecht zou ik gelijk willen stellen met de stemrechtloze aandeelhouder en de aandeelhouder wiens stemrecht is overgedragen aan de vruchtgebruiker of pandhouder. Het administratiekantoor zal, als uitkeringsgerechtigde aandeelhouder, verhaal kunnen halen bij deze certificaathouder. Daarover zal een regeling in de administratievoorwaarden zijn of moeten worden opgenomen. Indien dat laatste niet het geval is, zal naar mijn mening een beroep kunnen worden gedaan op de aanvullende werking van de redelijkheid en billijkheid ex art. 6:248 lid 1 BW. Ten aanzien van de houder van een certificaat zonder vergaderrecht geldt mijns inziens dat hij niet aansprakelijk kan zijn, althans dat hij zich kan beroepen op zijn goede trouw, tenzij het bestuur hem voorafgaand aan de besluitvorming over de schadelijke gevolgen van het besluit tot uitkering informeert.

De houder van een participatiebewijs kan zich mijns inziens beroepen op de goede trouw indien hij wordt aangesproken tot terugbetaling van het ontvangene, tenzij het bestuur van de vennootschap voorafgaand aan de besluitvorming in de algemene vergadering over de uitkering ook de houder van het participatiebewijs over de schadelijke gevolgen van een voorgenomen besluit informeert.

Afwezige, vergadergerechtigde kapitaalverschaffers zonder stemrecht kunnen niet van de waarschuwingen van het bestuur op de hoogte zijn. Deze vergadergerechtigden moeten worden opgeroepen en hebben de agenda ontvangen. Het komt mij voor dat het niet bijwonen van de algemene vergadering een omstandigheid is die in hun risicosfeer ligt.

De stemrechtloze aandeelhouder, de houder van een certificaat met vergaderrecht en de aandeelhouder wiens stemrecht is overgedragen aan de vruchtgebruiker of pandhouder kunnen mijns inziens (vrijwillig) afzien van de uitoefening van hun vergaderrecht, mits dat voldoende bepaalbaar is, bijvoorbeeld voor een bepaalde periode of voor een of meerdere algemene vergaderingen. Gelet op de vergaande gevolgen zou ik niet zonder meer willen aannemen dat het afzien van de uitoefening van vergaderrecht stilzwijgend kan worden aangenomen. Met het afzien van de uitoefening van vergaderrecht wordt ook afstand gedaan van de aan het vergaderrecht gekoppelde rechten, zoals het oproepingsrecht. Het afzien van de uitoefening van vergaderrecht houdt naar mijn mening ook in dat de vergadergerechtigde ook afstand doet van zijn instemmingsrecht ter zake van besluitvorming buiten vergadering.

9.2.2 Door welke rechtsnormen wordt de verhouding van de kapitaalverschaffer zonder stemrecht tot de vennootschap, haar bestuur en de kapitaalverschaffers van de vennootschap met stemrecht ingevuld?

In hoofdstuk 7 gaf ik antwoord op de vraag door welke rechtsnormen de verhouding van de kapitaalverschaffer zonder stemrecht tot de vennootschap, haar bestuur en de kapitaalverschaffers van de vennootschap met stemrecht wordt ingevuld. Deze interne verhoudingen in de BV worden, naast de wet en de statuten door de open norm van de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid inhoud gegeven. De

vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid kunnen deze interne verhoudingen onder meer aanvullen of corrigeren.

Uit de rechtspraak zijn algemene uitgangspunten te distilleren die deze open norm invulling geven. Koelemeijer¹ schetst acht factoren die van invloed kunnen zijn op de belangenafweging door de rechter en die een rol spelen bij het bepalen van de eisen van de redelijkheid en billijkheid in een concreet geval, namelijk (i) hoedanigheid van de betrokkene(n) bij een belangenconflict, (ii) de invloed van de betrokkene(n) bij een belangenconflict, (iii) dubbelrollen of tegenstrijdig belang van de betrokkene(n) bij een belangenconflict, (iv) de aard en de inhoud van het besluit, (v) de gevolgen van het besluit of de gedraging van de betrokkene(n), (vi) de compensatie van de gevolgen van een besluit voor de betrokkene(n), (vii) het karakter van de vennootschap en (viii) de overeenkomst tussen de betrokkene(n). Toetsing aan de redelijkheid en billijkheid houdt een marginale toetsing in, zo luidt de heersende opvatting in de literatuur.

Van de kapitaalverschaffers zonder stemrecht behoren naar mijn mening de stemrechtloze aandeelhouder, de houder van certificaten van aandelen met vergaderrecht, de aandeelhouder wiens stemrecht is overgedragen aan de vruchtgebruiker of pandhouder en de houder van een participatiebewijs tot de kring van betrokkenen in de zin van art. 2:8 BW. De houder van certificaten van aandelen zonder vergaderrecht schaar ik niet onder de kring van betrokkenen, omdat de wil van de vennootschap niet op die betrokkenheid is gericht. De statuten kennen aan deze certificaten geen vergaderrecht toe.

Een aantal thema's in de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid is voor de kapitaalverschaffer zonder stemrecht die tot de kring van betrokkenen behoort in het bijzonder van belang. Deze thema's zijn: (i) het gelijkheidsbeginsel, (ii) bescherming van minderheidsaandeelhouders, (iii) besluiten die de rechten op winst en/of reserves raken, (iv) de verhouding tussen aandeelhouders onderling, (v) de zorgplicht van (het bestuur van) de vennootschap jegens de kapitaalverschaffer zonder stemrecht, (vi) het recht op informatie van de kapitaalverschaffer zonder stemrecht en (vii) de zorgplicht van de kapitaalverschaffer met (doorslaggevend) stemrecht jegens de kapitaalverschaffer zonder stemrecht. Uit de rechtspraak blijkt dat deze thema's vaak door elkaar heen lopen.

Voor het gelijkheidsbeginsel geldt dat onderscheid tussen aandelen van een verschillende soort of aanduiding is toegestaan, hetgeen ook ten aanzien van stemrechtloze aandelen geldt. Indien dat onderscheid bestaat, is geen sprake van schending van het gelijkheidsbeginsel in de zin van art. 2:201 lid 1 BW. Onderscheid tussen aandeelhouders van dezelfde soort of aanduiding is niet toegestaan. Het gelijkheidsbeginsel van art. 2:201 lid 2 BW geldt naar mijn mening ook voor certificaathouders met en zonder vergaderrecht en houders van participatiebewijzen. Ten aanzien van die laatsten geldt dat de grondslag daarvoor art. 2:8 BW is.

¹ Koelemeijer 1999, p. 339.

Uit de rechtspraak volgt dat afhankelijk van de omstandigheden van het geval sprake kan zijn van een zorgplicht van meerderheidsaandeelhouders jegens minderheidsaandeelhouders. Relevante omstandigheden zijn de aard van de samenwerking, de beslotenheid van de BV en familieverhoudingen. De belangen van alle aandeelhouders en de vennootschap zullen in acht genomen moeten worden. De vraag moet beantwoord worden of die belangen niet onevenredig worden geschaad. Indien deze relevante omstandigheden zich voordoen, kan eerder sprake zijn van belangenverstrengeling. Er geldt dan een verhoogde zorgplicht. Voor het antwoord op de vraag of sprake is van een ontoelaatbare belangenverstrengeling en onevenredige schending van belangen, is de mate van openheid en informatieverstrekking van belang. Deze regels van bescherming van minderheidsaandeelhouders gelden naar mijn mening op gelijke wijze ten aanzien van de kapitaalverschaffers zonder stemrecht die tot de kring van betrokkenen behoren. Naast de genoemde relevante omstandigheden kan bij de invulling van de zorgplicht gekeken worden naar de vennootschappelijke structuur, de mate waarin de kapitaalverschaffer zonder stemrecht kapitaal verschaft en de mate waarin die kapitaalverschaffer, ondanks het ontbreken van stemrecht, zeggenschap in de vennootschap heeft, zoals bijvoorbeeld het recht tot benoemen van bestuurder(s) of commissaris(sen).

Wat betreft de besluiten die de rechten op winst en/of reserves raken, kunnen voor de kapitaalverschaffers zonder stemrecht, die tot de kring van betrokkenen behoren, drie relevante deelthema's worden onderscheiden: (i) winstreservering, (ii) besluiten omtrent de bezoldiging van bestuurders en commissarissen en (iii) overige besluiten die de rechten op winst en/of de reserves aantasten. Voor de besluitvorming rond winstreservering zou ik de door Bier² ten aanzien daarvan geformuleerde regels ook voor de kapitaalverschaffers zonder stemrecht willen volgen, voor zover de aard van de rechtsfiguur zonder stemrecht zich daartegen niet verzet.³ Uit de rechtspraak volgt dat de algemene vergadering bij het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders en commissarissen jegens winstgerechtigden de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid in acht moet nemen. Ik meen dat in de gestelde regel 'winstgerechtigden' als kapitaalverschaffers zonder stemrecht gelezen kan worden, mits zij tot de kring van betrokkenen behoren. Voor zover er geen specifieke beschermingsregel geldt, kunnen de kapitaalverschaffers zonder stemrecht, die tot de kring van betrokkenen behoren, in geval van besluiten van de algemene vergadering of het bestuur die hun rechten op winst en/of reserves aantasten bescherming ontnemen aan de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid.

Voor de verhouding tussen aandeelhouders onderling, meer in het bijzonder de relatie meerderheids- en minderheidsaandeelhouder, geldt enerzijds dat de positie van de minderheidsaandeelhouder met zich brengt dat hij hem onwelgevallige besluiten tegen zich moet laten gelden. Anderzijds mag de meerderheidsaandeelhouder zijn macht niet misbruiken. De meerderheidsaandeelhouder moet bij het

2 Zie Bier 2012 (1), p. 91.

3 Zie voor deze regels paragraaf 7.5.4.2, slot.

uitbrengen van zijn stem ook rekening houden met de redelijke belangen van de minderheidsaandeelhouder. Het voorgaande gaat mijns inziens ook op voor de verhouding tussen aandeelhouders met andere kapitaalverschaffers zonder stemrecht die tot de kring van betrokkenen behoren.

Ik meen dat de in de jurisprudentie ontwikkelde zorgplicht van (het bestuur van) de vennootschap jegens minderheidsaandeelhouders en certificaathouders ook voor de kapitaalverschaffers zonder stemrecht, die tot de kring van betrokkenen behoren, geldt. De inhoud van die zorgplicht is afhankelijk van de omstandigheden van het geval en de aard van de rechtsfiguur zonder stemrecht.

Het recht op informatie ex art. 2:217 lid 2 BW komt mijns inziens toe aan de stemrechtloze aandeelhouder, de houder van certificaten met vergaderrecht en de aandeelhouder die vanwege de overdracht van zijn stemrecht aan de vruchtgebruiker of pandhouder geen stemrecht heeft. Dat geldt niet voor de houder van certificaten zonder vergaderrecht. Hem ontbeert immers vergaderrecht. Evenmin kan de houder van een participatiebewijs rechten aan art. 2:217 lid 2 BW ontlenen, tenzij in de participatievoorwaarden anders overeengekomen is.

Het komt mij voor dat de kapitaalverschaffer zonder stemrecht die tot de kring van betrokkenen behoort als uitzondering op de hoofdregel van art. 2:217 lid 2 BW wegens bijzondere omstandigheden op grond van de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid een recht op informatie (buiten vergadering) heeft. Het ASMI-arrest laat daarvoor mijns inziens ruimte. Wegens het bepaalde in art. 2:201 lid 2 BW zal daarmee echter terughoudend moeten worden omgegaan. De bijzondere omstandigheden zijn met name gelegen bij transacties (i) met een mogelijk tegenstrijdig belang of belangenverstrengeling, (ii) strijdig met het vennootschappelijk belang en (iii) die onder op het eerste gezicht niet voor de hand liggende voorwaarden worden aangegaan. De bijzondere omstandigheden klemmen te meer in geval van een familievennootschap.

Van de kapitaalverschaffer met (potentieel) doorslaggevend stemrecht mag worden verlangd dat hij zich voorafgaand aan de algemene vergadering adequaat informeert. Hij zal zich bij de uitoefening van zijn (doorslaggevend) stemrecht adequaat moeten informeren over (i) de kenbare gevolgen van zijn stemgedrag voor de vennootschap en (ii) de kenbare gevolgen voor en de gerechtvaardigde belangen van de kapitaalverschaffers zonder stemrecht, die tot de kring van betrokkenen in de zin van art. 2:8 BW behoren.

De kapitaalverschaffer met (doorslaggevend) stemrecht zal bij de aanwezigheid van een persoonlijk belang dat tegenstrijdig is aan de belangen van de vennootschap en de kapitaalverschaffers zonder stemrecht, die tot de kring van betrokkenen behoren, extra alert moeten zijn. Op de kapitaalverschaffer met (doorslaggevend) stemrecht rust een bijzondere zorgplicht, inhoudende dat hij zijn eigen belang niet boven dat van de vennootschap en de kapitaalverschaffers zonder stemrecht mag stellen. De kapitaalverschaffer met (doorslaggevend) stemrecht overtreedt de grens van het toelaatbare indien hij bij de uitoefening van zijn stemrecht de belangen van

de vennootschap en/of de kapitaalverschaffers zonder stemrecht, die tot de kring van betrokkenen behoren, onevenredig schaadt.

9.2.3 *Hoe kan de kapitaalverschaffer zonder stemrecht op de interne verhoudingen in de BV invloed uitoefenen en zijn rechten waarborgen?*

Hoofdstuk 8 beantwoordt de derde hoofdvraag: hoe kan de kapitaalverschaffer zonder stemrecht invloed op de interne verhoudingen in de BV uitoefenen en zijn rechten waarborgen? Er zijn diverse middelen voor de kapitaalverschaffers zonder stemrecht om hun rechten af te dwingen of hun rechtspositie te verbeteren.

Het agenderingsrecht van art. 2:224a lid 1 BW komt toe aan de stemrechtloze aandeelhouder, de houder van aandelen waarvan het stemrecht is overgedragen aan de vruchtgebruiker of pandhouder en de houder van een certificaat van aandeel met vergaderrecht. Voor alle agenderingsgerechtigde kapitaalverschaffers zonder stemrecht geldt dat zij aan de kapitaaleis moeten voldoen. Het agenderingsrecht komt niet toe aan de certificaathouder zonder vergaderrecht en evenmin aan de houder van een participatiebewijs. De conclusie is dan ook dat alleen vergadergerechtigden agenderingsgerechtigd zijn. Diezelfde conclusie geldt voor het bijeenroepingsrecht van art. 2:220 lid 2 BW. Alleen vergadergerechtigden zijn bijeenroepingsgerechtigd.

Er staat de vergadergerechtigde kapitaalverschaffer zonder stemrecht een aantal rechtsmiddelen ten dienste indien tijdens de algemene vergadering zijn recht op informatie is geschonden. Voorwaarde is dat deze kapitaalverschaffer zonder stemrecht tevergeefs tijdens de algemene vergadering om informatie of inlichtingen heeft gevraagd. Van de in paragraaf 8.4 besproken middelen om het recht van inlichtingen af te dwingen lijken een vordering gebaseerd op art. 2:217 lid 2 BW, de exhibitieplicht van art. 843 Rv, het voorlopig getuigenverhoor en het enquêterecht het meest effectief. Voor het enquêterecht geldt als beperking dat slechts indien de toestand van de vennootschap of het belang van het onderzoek dat vergt de vennootschap op grond van een onmiddellijke voorziening gelast kan worden de aandeelhouder de tijdens de algemene vergadering onthouden informatie te verschaffen.

Een ander middel is de vordering tot medewerking tot het nemen van een besluit. Deze vordering komt naar mijn mening toe aan alle kapitaalverschaffers zonder stemrecht, uitgezonderd de houder van certificaten zonder vergaderrecht. Deze laatste behoort immers niet tot de kring van betrokkenen in de zin van art. 2:8 BW. De grondslag van de vordering is de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid. Ik ben van mening dat de rechter met terughoudendheid deze vordering moet beoordelen.

De kapitaalverschaffer zonder stemrecht die tot de kring van betrokkenen in de zin van art. 2:8 BW behoort, komt de vordering tot vernietiging van besluiten ex art. 2:15 lid 1 onder b BW toe. De houder van certificaten zonder vergaderrecht komt deze vordering naar mijn mening niet toe. De vennootschap heeft niet gewild dat deze certificaathouder(s) invloed op de besluitvorming kan uitoefenen. De statuten kennen deze certificaten geen vergaderrecht toe.

In spoedeisende zaken kan voornamelijk de kapitaalverschaffer zonder stemrecht die tot de kring van betrokkenen behoort in kort geding een onmiddellijke voorziening bij voorraad vorderen. De grondslag van een dergelijke vordering kan strijdigheid met de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid zijn. Gelet op de aard van de procedure en het voorlopige karakter van de op te leggen maatregel is naar mijn mening de uitkomst van deze procedure voor de kapitaalverschaffer zonder stemrecht onzeker.

Het recht van enquête komt alle kapitaalverschaffers zonder stemrecht toe (mits zij aan de kapitaaleis voldoen), uitgezonderd de houder van een participatiebewijs. Op grond van art. 2:346 lid 1 onder e BW⁴ acht ik het echter mogelijk dat de houder van een participatiebewijs bij de statuten of bij overeenkomst met de rechtspersoon de enquêtebevoegdheid wordt toegekend. Daarbij zal aan de kapitaaleis voldaan moeten zijn, omdat anders de houder van een participatiebewijs in een gunstiger positie komt te verkeren dan de andere kapitaalverschaffers zonder stemrecht. Daarnaast acht ik het mogelijk dat de houder van een participatiebewijs zich ex art. 282 lid 1 Rv als belanghebbende in de enquêteprocedure voegt.

De kapitaalverschaffer zonder stemrecht die niet aan de kapitaaleis voldoet, kan zich als belanghebbende in de enquêteprocedure voegen. Bovendien kan de OK ook ambtshalve de kapitaalverschaffer als belanghebbende oproepen. Daarnaast bestaat voor iedere belanghebbende de mogelijkheid een zelfstandig verzoek in te dienen, mits dit betrekking heeft op het onderwerp van het oorspronkelijke enquêteverzoek. De kapitaalverschaffer zonder stemrecht kan ook baat hebben bij de situatie dat de rechtspersoon zelf een verzoek tot enquête indient.

De vraag of het enquêterecht een probaat middel is ter bescherming van de aan de rechtsfiguren zonder stemrecht verbonden financiële rechten, kan niet zonder meer met 'ja' worden beantwoord. Wel zal de uitkomst van de enquêteprocedure ertoe kunnen leiden dat besluitvorming met betrekking tot uitkeringen zorgvuldiger en beter gemotiveerd geschiedt, waarbij extra aandacht zal worden besteed aan de positie van de kapitaalverschaffer zonder stemrecht en de motivering van de rechter om tot vernietiging van het besluit tot reservering te komen.

De vordering tot gedwongen overdracht of uitstoting in de geschillenregeling komt toe aan de stemrechtloze aandeelhouder en de houder van aandelen waarvan het stemrecht is overgedragen aan de vruchtgebruiker of pandhouder, mits aan de kapitaaleis van art. 2:336 BW is voldaan. De vordering komt niet toe aan de certificaathouder en evenmin aan de houder van een participatiebewijs. De vordering tot uittreding ex art. 2:343 BW komt eveneens toe aan de stemrechtloze aandeelhouder en de houder van aandelen waarvan het stemrecht is overgedragen aan de vruchtgebruiker of pandhouder, doch niet aan de certificaathouder en evenmin aan de houder van een participatiebewijs.

4 Uitgaande van de Wet van 18 juni 2012 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van het recht van enquête (*Kamerstukken* 32 887, *Stb.* 2012, 274). Deze wet zal inwerking treden op 1 januari 2013 (*Stb.* 2012, 305).

Een knelpunt in de regeling van de vordering tot uitstoting en de vordering tot uittreding is dat deze vorderingen niet toekomen aan de certificaathouder. Ik zie geen goede reden waarom de stemrechtloze aandeelhouder wel en de houder van een certificaat met vergaderrecht niet deze vorderingen toekomt, terwijl de certificaathouder enquêtegerechtigd is. Een (ander) knelpunt in de regeling van de vordering tot uitstoting is de kapitaaleis van ten minste een derde van het geplaatste kapitaal, die art. 2:336 BW stelt. Daarvoor is evenmin een goede reden te bedenken. Ik pleit er voor die kapitaaleis gelijk te trekken met de kapitaaleis voor het indienen van een enquêteverzoek ex art. 2:346 lid 1 onder b BW, zijnde ten minste een tiende gedeelte van het geplaatste kapitaal. De houder van een certificaat zonder vergaderrecht behoort niet tot de kring van betrokkenen, zodat ik aan hem niet de vordering tot uitstoting en de vordering tot uittreding zou willen laten toekomen.

In paragraaf 8.10 kwam ik tot de conclusie dat het stemrecht op stemrechtloze aandelen in voorkomend geval niet moet 'herleven'. Dat zou op praktische bezwaren stuiten. Bovendien biedt de wet de stemrechtloze aandeelhouder reeds voldoende bescherming dan wel mogelijkheden zijn positie te versterken.

Tot slot betoogde ik in paragraaf 8.11 dat zowel statutair als buiten-statutair de rechtspositie van de stemrechtloze aandeelhouder kan worden versterkt.

9.3 Aanbevelingen tot wijziging of interpretatie van de wet

Uit dit onderzoek volgt enige kritiek op de wijze waarop de wetgever het stemrechtloze aandeel en de rechten van de houder van dat aandeel heeft vormgegeven. In deze paragraaf doe ik aanbevelingen tot wijziging of interpretatie van de wet.

Voor aanbevelingen voor de rechtspraktijk verwijs ik naar Bijlagen 3, 4 en 5. Zij zien vooral op de voor- en nadelen van de diverse rechtsfiguren zonder stemrecht en aandachtspunten bij het gebruik van deze rechtsfiguren, bijvoorbeeld in het kader van structurering van vennootschappen. Ik beperk mij daarbij tot het stemrechtloze aandeel (Bijlage 3), het certificaat van aandeel (Bijlage 4) en het participatiebewijs (Bijlage 5). De rechtsfiguren van pandrecht of vruchtgebruik op aandelen worden in de praktijk in andere situaties gebruikt en zien niet op de keuze tussen (het gebruik van) het stemrechtloze aandeel, het certificaat van aandeel of het participatiebewijs.

Mijn belangrijkste aanbevelingen tot verbetering of interpretatie van de wet zijn:

	<i>Aanbevelingen tot wijziging of interpretatie van de wet</i>	<i>Paragraaf</i>
1.	Het opnemen in de wet van een wettelijke definitie van het stemrechtloze aandeel, luidende als volgt: <i>“Het stemrechtloze aandeel is een vermogensrecht op naam, in de vorm van een aandeel uitgegeven door de BV, dat kapitaal in een BV vertegenwoordigt, waaraan de rechten volgens de wet en de statuten van de BV zijn verbonden, waaronder het recht – al dan niet beperkt – op winst en/of reserves van die BV, doch aan welk aandeel geen stemrecht in de algemene vergadering is verbonden.”</i>	4.2.4
2.	Het wijzigen van de tweede volzin van art. 2:228 lid 5 BW in: <i>“Een dergelijke regeling kan slechts worden getroffen ten aanzien van alle aandelen van een bepaalde soort of aanduiding waarvan alle aandeelhouders instemmen, dan wel ten aanzien van alle aandelen van een bepaalde soort of aanduiding die niet zijn geplaatst.”</i>	4.2.2
3.	Art. 2:228 lid 5 laatste volzin BW kan beter als volgt worden geformuleerd: <i>“Ten aanzien van stemrechtloze aandelen kan niet op grond van art. 216 lid 7 worden bepaald dat zij geen enkel recht geven tot deling in de winst of de reserves van de vennootschap.”</i>	4.2.5
4.	Aan art. 2:178 lid 1 BW moeten de woorden <i>“van een bepaalde aanduiding”</i> worden toegevoegd.	4.2.6
5.	Het bestuur van de vennootschap moet wettelijk verplicht worden schriftelijk aantekening te houden van besluiten van de vergadering van stemrechtloze aandeelhouders.	4.2.8
6.	Het zou wettelijk verplicht moeten worden dat notulen worden opgemaakt van de vergadering van houders van stemrechtloze aandelen en de algemene vergadering. Dat komt de toetsing van de besluiten en de besluitvorming ten goede.	4.2.8

	<i>Aanbevelingen tot wijziging of interpretatie van de wet</i>	<i>Paragraaf</i>
7.	Met de invoering van het stemrechtloze aandeel is niet duidelijk wat onder het begrip ‘de meerderheid der aandelen’ in de zin van art. 1:88 lid 5 BW moet worden verstaan. Dat begrip wordt ingevuld door het formele criterium van de vennootschapsstructuur en het materiële criterium van de combinatie van zeggenschap en financieel belang. Voor de invulling van het financiële belang van het materiële criterium zou ik een proportionele minimumgrens van tien procent in het kapitaal van de BV aan door de handelend bestuurder te houden stemrechtloze aandelen willen stellen.	4.3.8
8.	Onder het begrip ‘uiteindelijk belanghebbende’ in de Wwft en Wtt moet (ook) worden verstaan de stemrechtloze aandeelhouder met een zodanig kapitaalsbelang dat hij ten minste 25 procent van het geplaatste kapitaal in de BV houdt. Via zijn aandeelhouderschap heeft hij immers een meer dan substantieel, financieel belang in de (doel)vennootschap. Dat die stemrechtloze aandeelhouder het stemrecht ontbeert, doet daaraan niet af.	4.3.9
9.	Gelet op de achtergrond en de strekking van art. 43 Fw, meer in het bijzonder de in dat artikel opgenomen bewijsvermoedens, pleit ik ervoor in situaties als bedoeld in art. 43 lid 1 sub 4 onder c en sub 5 onder c en d Fw onder de woorden ‘ten minste de helft van het geplaatste kapitaal’ ook te verstaan de stemrechtloze aandeelhouder met een zodanig kapitaalsbelang dat hij ten minste de helft van het geplaatste kapitaal in de BV houdt.	4.3.10
10.	Het begrip ‘in overwegende mate bij machte’ als bedoeld in art. 1:141 lid 4 BW moet worden uitgelegd als een feitelijk zeggenschaps criterium. Dat criterium lijkt in de flex-BV wegens de introductie van het stemrechtloze aandeel niet goed hanteerbaar. Daardoor kan willekeur ontstaan. Indien tussen echtelieden een periodiek verrekenbeding is overeengekomen, dat mede winst uit onderneming omvat terwijl een van de echtgenoten stemrechtloze aandelen in een BV houdt, zouden de ingehouden winsten, naar evenredigheid van het aandelenbezit, in de verrekening betrokken moeten worden.	4.3.11

	<i>Aanbevelingen tot wijziging of interpretatie van de wet</i>	<i>Paragraaf</i>
11.	Art. V.2 lid 1 eerste volzin van het Overgangsrecht moet luiden dat <i>het bestuur</i> van de vennootschap voldoet aan het bepaalde in art. 2:194 lid 1 laatste volzin BW conform de verplichting van dat laatste artikel dat het bestuur van de vennootschap het aandeelhoudersregister bijhoudt.	4.4.6.3
12.	Art. V.2 lid 1 laatste volzin van het Overgangsrecht moet bepalen dat inschrijving van de certificaathouder als vergadergerechtigde in het aandeelhoudersregister op last van de rechter of voorzieningenrechter tot gevolg heeft dat certificaathoudersrechten ontstaan.	4.4.6.3
13.	Art. V.2 lid 6 van het Overgangsrecht moet luiden dat “ <i>de vennootschap bij de eerstvolgende statutenwijziging vergaderrecht [dient] te verbinden aan deze certificaten overeenkomstig artikel 227 lid 2</i> ”. Blijkens art. 2:227 lid 2 BW wordt immers vergaderrecht aan certificaten verbonden en niet aan de houders van certificaten.	4.4.6.3
14.	Aan de eerste volzin van art. V.2 lid 1 van het Overgangsrecht moet na de punt worden toegevoegd: “ <i>Indien sprake is van houders van certificaten van aandelen, welke certificaten voor inwerkingtreding van de wet met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven en de vennootschap en haar organen zulks hebben erkend of dienovereenkomstig hebben gehandeld, voldoet het bestuur van de vennootschap omgaand na inwerkingtreding van de wet aan artikel 194 lid 1, laatste volzin.</i> ”	4.4.6.3
15.	Aan de eerste volzin van art. V.2 lid 1 van het Overgangsrecht moet tevens na de punt worden toegevoegd: “ <i>Indien sprake is van houders van certificaten van aandelen waaraan vergaderrecht is verbonden, welke certificaten na inwerkingtreding van de wet zijn uitgegeven, voldoet het bestuur van de vennootschap omgaand na uitgifte van die certificaten aan artikel 194 lid 1, laatste volzin.</i> ”	4.4.6.3
16.	Houders van participatiebewijzen met vergaderrecht moeten in het aandeelhoudersregister worden opgenomen.	4.11
17.	Ter bescherming van de vergadergerechtigde kapitaalverschaffer zonder stemrecht zou de wetgever aan art. 2:238 lid 1 BW het woord ‘voorafgaand’ moeten toevoegen.	6.2.3.8

	<i>Aanbevelingen tot wijziging of interpretatie van de wet</i>	<i>Paragraaf</i>
18.	Wegens gebrek aan toegevoegde waarde kunnen de woorden ‘vaststelling van de waarde van de aandelen’ in art. 2:181 lid 4 BW worden geschrapt.	6.2.3.13
19.	Als eenvoudige oplossing voor de omzetting van een BV in een NV stel ik voor de regel dat stemrechtloze aandelen in een BV tot aandelen met stemrecht in een NV verworden.	6.2.3.13
20.	Een meer eenvoudige oplossing voor de omzetting van een BV in een NV lijkt mij de introductie van stemrechtloze aandelen in de NV.	6.2.3.13
21.	Indien bij een driehoeksfusie of driehoeksplitsing de groepsmaatschappij een BV is, kunnen de stemrechtloze aandeelhouders van de verdwijnende vennootschap ook stemrechtloze aandelen verkrijgen in de groepsmaatschappij-BV. De wet zou in dat geval in een vrijstelling voor de schadeloosstelling moeten voorzien.	6.2.3.15 en 6.2.3.16
22.	Aan de certificaathouder met vergaderrecht moet de vordering tot uitstoting en de vordering tot uittreding in de geschillenregeling toekomen. Ik pleit er bovendien voor de kapitaaleis van art. 2:336 BW gelijk te trekken met de kapitaaleis voor het indienen van een enquêteverzoek ex art. 2:346 lid 1 onder b BW, zijnde ten minste een tiende gedeelte van het geplaatste kapitaal.	8.9

9.4 Verwachtingen en tot slot

Met de Commissie Vennootschapsrecht ben ik van mening dat het ontbreken van stemrecht aan het stemrechtloze aandeel kan leiden tot onevenwichtigheid in de zeggenschapsverhoudingen in de algemene vergadering. In die vergadering kan over allerlei kwesties besloten worden die bij oprichting van de BV niet waren voorzien. Het gevolg daarvan zou kunnen zijn een grotere druk op de rechterlijke macht, omdat de stemrechtloze aandeelhouder zich in de knel voelt komen. Die aandeelhouder zou wellicht eerder geneigd zijn vernietiging van een besluit van de algemene vergadering of van het bestuur wegens strijd met de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid ex art. 2:8 BW te vorderen dan wel een enquête te verzoeken of een vordering tot uittreding in te stellen.⁵

⁵ Advies van de Commissie vennootschapsrecht over het wetsvoorstel inzake de vereenvoudiging en flexibilisering van het b.v.-recht d.d. 23 november 2006, p. 12, te vinden op <http://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/flexibele-BV>. In meer algemene zin ook Timmerman 2004, p. 30 en Stokermans 2008 (2), p. 118.

De vrijheid van inrichting van een BV en haar statuten is met de invoering van de flex-BV vergroot. Meer vrijheid schept ook meer verantwoordelijkheid voor allen die bij de BV zijn betrokken, meer in het bijzonder jegens de kapitaalverschaffer zonder stemrecht. Richt ik mij tot de stemrechtloze aandeelhouder, dan kan hij met de geschetste, wettelijke instrumenten echter ook voor zichzelf opkomen en de interne verhoudingen beïnvloeden. Zijn mogelijkheden worden nog eens vergroot indien mijn aanbevelingen tot verbetering van de wet door de wetgever worden overgenomen.

Tot slot een algemene opmerking. De citeertitel van de wet luidt: 'Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht'. Het moge duidelijk zijn dat het nieuwe BV-recht wel meer flexibel wordt, maar – indien van alle mogelijkheden gebruikt gemaakt wordt – beslist niet eenvoudiger.

III

SUMMARY, CONCLUSIONS AND RECOMMENDATIONS

9.1 Introduction

On the introduction of the Act on simplification and greater flexibility of private companies with limited liability (BV) (*Wet vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht*) and the Implementation act on simplification and greater flexibility of private limited companies on 1 October 2012, Dutch law was introduced to shares without voting rights. This was the reason for my research. Forty years of arguments in favour of this class of share had preceded it. The legislator could not get around the need for this class of share. In general, developments in Europe, based on case law and for reasons of the competitive position of the Dutch BV, forced Dutch law governing private limited companies to become more flexible. I refer to Chapter 2.

In Chapter 3, I surveyed the classes of shares and related legal concepts. Based on my inventory of classes of shares and related legal concepts, I have concluded that the legal concepts without voting rights in the BV may be: (i) shares without voting rights, (ii) depositary receipts (with or without the right to attend general meetings), (iii) shares whereby the right to vote has been transferred to the usufructuary, (iv) shares whereby the right to vote has been transferred to the pledgee, and (v) certificates. The holder of any of these legal concepts may be seen as a ‘provider of capital without the right to vote’. I have focused my research on this provider of capital.

In section 9.2, my conclusion is an answer to the questions I formulated in Chapter 1. These questions are:

1. What is the relationship between the provider of capital without the right to vote and:
 - a. the company;
 - b. the management board of the company;
 - c. other providers of capital of the company with the right to vote in the general meeting?
2. Which are the rights, obligations and standards that govern these relationships?
3. How can the provider of capital without the right to vote influence these relationships and safeguard his rights?

In section 9.3, I will offer some recommendations for improvement of the law. In section 9.4, I conclude with expectations and a final remark.

9.2 Conclusions

9.2.1 *What is the relationship between the provider of capital without the right to vote and the company, its management board and the company's providers of capital with voting rights?*

I. Nature of the legal concept without voting rights

The answer to the question of the relationship between the provider of capital without the right to vote and the company, its management board and the company's providers of capital with voting rights is determined first and foremost by the nature of the legal concept without voting rights. These legal concepts were discussed in Chapter 4.

Shares without the right to vote are regulated in Article 2:228, paragraph 5 of the Dutch Civil Code (CC). My definition of said shares would be: 'a share without voting rights is a registered property right, in the shape of a share issued by the private company with limited liability, that represents capital in that private company, to which the rights are statutorily and according to the articles of association of the private company attached, including the right – limited or not – to profits and/or reserves of same private company, to which share, however, no right is attached to cast a vote in the general meeting'. Shares without voting rights are shares of a particular class or indication.

Based on Article 2:216, paragraph 7 CC, several classes of shares may be created which give entitlement to profits and/or reserves, or a combination thereof.

The meeting of shareholders without voting rights is a corporate body pursuant to Article 2:189a CC. This enables this body to have certain powers to be attached to it, including the appointment of managing directors and/or members of the supervisory board. Holders of shares without voting rights have the right to cast their vote in 'their' meeting. Managing directors and supervisory board members do not have an advisory vote in the meeting of the shareholders without voting rights. In my opinion, however, the requirements of corporate reasonableness and fairness may give rise to the managing directors (and supervisory board members) being given the opportunity to cast their advisory vote when (important) decisions need to be made, all the more when managing directors are not shareholders at the same time, by the meeting of shareholders without voting rights, if it, in its capacity as a body, has been assigned such powers by the articles of association.

The main rule of Article 2:24d, paragraph 1 CC is that when determining the extent to which the members or shareholders vote, are present or represented, or to which the share capital is contributed or represented shares without voting rights are not taken into account. Exceptions to this main rule are formulated in Article 2:24d,

paragraph 2 CC. Based on this main rule, when determining whether a company is a subsidiary in the sense of Article 2:24a CC shares without voting rights are not taken into account. The same applies in the determination of a group company as referred to in Article 2:24b CC. In my opinion, the main rule of Article 2:24d, paragraph 1 CC is inconsistent, because based on Article 2:242 CC in conjunction with Articles 2:244 and 2:252 CC in conjunction with Article 2:254 CC, the authority to appoint and dismiss managing directors and supervisory board members may be vested in the meeting of shareholders without voting rights. If the appointment of managing directors is vested in several classes of shares, many varieties of subsidiaries are possible. Such vesting of authority is a circumstance which in my opinion should be included in the content of the ‘central management’ criterion when determining whether a group or group company is involved.

The exception in Article 2:24d, paragraph 2 CC provides that in the application of Article 2:24c CC shares without voting rights are to be taken into account when determining the presence of a participation. According to the legislator, this prevents companies from using shares without voting rights to evade the obligation to include information on such participations in the financial reports. Article 2:24d, paragraph 2 CC states that when determining whether there is a dependent company as referred to in Article 2:63a, 2:152 and Article 2:262 CC the shares without voting rights should also be taken into account in such private limited company. In the situation where a company holds shares without voting rights in another company, I think this may lead to the structure regime becoming applicable, while such shareholder without voting rights cannot exercise voting powers on the dependent company.

Family companies for which shares without voting rights were issued, may opt for the mitigated structure regime as referred to in Article 2:265a CC, provided the requirement of ‘mutual agreement to cooperate’ and the other requirements of Article 2:265a CC have been met.

The legislator, when introducing shares without voting rights has apparently not realized the implications for several legal provisions of the introduction of such shares. It concerns the concepts ‘majority of the shares’ as referred to in Article 1:88, paragraph 5 CC; ‘ultimate beneficial owner’ in the *Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme* (Prevention of Money Laundering and Financing of Terrorism Act) and the *Wet toezicht trustkantoren* (Supervision of Trust Offices Act); the words ‘at least half of the issued capital’ in Article 43 of the *Faillissementswet* (Bankruptcy Act), and the concept ‘predominantly able’ as referred to in Article 1:141, paragraph 4 CC.

The implementation of shares without voting rights does not lead to problems with transitional rules.

The legal concept of depositary receipts for shares is similar to shares without voting rights. By certification the legal and economic rights of the shares are divided. The shares are transferred to and held by a depositary or administrative office. The depositary or administrative office administers the shares and issues the depositary receipts to the holder(s) of such depositary receipts. The legal

relationship between the administrative office and the holder(s) of depositary receipts is an administrative agreement, embodied in the administration provisions. The relationship between the administrative office and the company is governed by the law and by the articles of association, which means its basis is legal and in accordance with the articles of association. As a shareholder, the administrative office has the control rights initially attached to the shares, while the holders of depositary receipts have the financial rights, such as the right to dividend. Distinction may be made between exchangeable and non-exchangeable depositary receipts, and depositary receipts with limited exchangeability. The distinction between depositary receipts issued with or without cooperation by the company in the former situation has disappeared in the '*flex-BV*'. In the *flex-BV* the question is whether in the articles of association the right to attend general meetings as referred to in Article 2:227 CC is attached to the depositary receipts. The basic assumption is that the company itself determines whether depositary receipts with voting rights are admitted and if so, in which depositary receipts such right to attend general meetings is vested. The main rule of Article 2:227, paragraph 4 CC provides that the right to attend meetings vested in holders of depositary receipts may only be amended with the consent of such holder. Based on Article 2:227, paragraph 2 CC provisions in the articles of association are possible providing that (i) depositary receipts generally do not have the right to attend general meetings, (ii) all depositary receipts have the right to attend general meetings, or (iii) the right to attend meetings is only vested in certain depositary receipts indicated in the articles of association. Several other rights are statutorily connected with the right to attend meetings, such as the right to be informed of notices convening a general meeting (Article 2:224, paragraph 1 CC), and the right to request the authority to convene a general meeting by a preliminary relief judge (Article 2:220 CC).

The implications of Article 2:227 CC are that when applying Article 3:259 CC to share certificates in a public limited company, only the cooperation of the issuer of the original shares may be accepted if the articles of association provide that the right to attend general meetings is vested in the depositary receipts.

In general terms, Articles 68a and 69 *Overgangswet NBW* (Transitional law New Dutch Civil Code) are relevant to depositary receipt holders. In addition, Article V.2, paragraphs 1 and 6 of the *Overgangsrecht* (transitional law of the Implementation act on simplification and greater flexibility of private limited companies) provide specific rules. The company, or at least its management board, should register the depositary receipt holder with the right to attend general meetings in its shareholders' register as soon as possible, but no later than 1 October 2013. After the law has taken effect, if the shareholders' register has not been completed one month prior to the date of the first general meeting pursuant to Article 2:194, paragraph 1, last complete sentence CC, then Article 2:223, paragraphs 2 and 3 (old) CC apply. Holders of depositary receipts issued with the cooperation of the company may request in writing that the company registers them in the shareholders' register as having the right to attend general meetings. If this request is denied by the

management board, the depositary receipt holders may request the court to order the management board to register them as having the right to attend general meetings. If depositary receipts of the company's shares were issued with the cooperation of the company before the moment of the law taking effect, then the company must attach the right to attend general meetings to these depositary receipts in the first amendment of the articles of association, pursuant to Article 2:227, paragraph 2 CC. Until the moment of such amendment of the articles of association, depositary receipts with the right to attend general meetings shall, according to the articles of association, also mean depositary receipts which prior to the law taking effect had the right to attend general meetings attached to them and which are included in the shareholders' register, and the holders of depositary receipts with the right to attend general meetings may exercise their rights.

The right of usufruct on shares is regulated in Article 2:197 CC. The right of pledge on shares is regulated in Article 2:198 CC. The main rule of both regulations is that the shareholder has the right to vote on the shares on which the right of usufruct or the right of pledge is established. Based on Article 2:197, paragraph 3 CC, and Article 2:198, paragraph 3 CC, respectively, the shareholder loses his right to vote if the voting right is transferred at the time of establishment of the right of usufruct or the right of pledge, respectively, to the usufructuary or the pledgee, respectively, or if such transfer is agreed in writing afterwards between the shareholder and the usufructuary or the pledgee, respectively. Article 2:196a CC is declared applicable, *mutatis mutandis*. The usufructuary or the pledgee, respectively, must be a person to whom the shares may be transferred freely. If such is not the case, both the regulation on the transfer of the right to vote and the transfer of the right to vote itself should – to put it briefly – be approved by the general meeting. Article 2:197, paragraph 4 CC and Article 2:198, paragraph 4 CC, respectively, provide that the shareholder who does not have the right to vote due to usufruct or pledge, respectively, does have the rights assigned by law to the holders of depositary receipts of shares to which the right to attend meetings is attached. Article 2:22, paragraph 2 CC stipulates that the shareholder who has no right to vote due to a usufruct or a pledge does have the right to attend general meetings. The coming into force of the *flex-BV* does not alter a legally valid, already established usufruct or pledge on shares, in which the shareholder has transferred his right to vote to the usufructuary or pledgee.

Participation certificates are acquired by payment or contribution and represent capital in the company. Sometimes all rights attached to shares are vested in a participation certificate, except the right to vote. Holders of participation certificates are entitled to part of the profits and/or the liquidation balance (distributions). Participation certificates have a basis in the articles of association and in contracts. The legal relationship between the holder of a participation certificate and the company is regulated by the participation certificate provisions. The coming into force of the *flex-BV* does not alter the validity of already issued participation certificates.

II. Internal relationships in the BV

The relationship between the provider of capital without voting rights and the company, its management board and the company's providers of capital with voting rights is not solely determined by the nature of the legal concept without voting rights. The internal relationships within the BV also have their role. These relationships were discussed in Chapter 5. These are the mutual relationships between the provider of capital and the general meeting, the management board of the company or the company itself. These relationships reflect the area of tension in which the provider of capital without voting rights finds himself. From an economy and law perspective, these relationships may be analysed with the *principal-agent theory*. The providers of capital without voting rights must be able to ensure that their interests are also served by the several actors in the corporate context. In the *flex-BV*, its closed or private nature remains one of the factors governing the internal relationships. The same is applicable to the nature of the cooperation in or through the BV. Both factors, but not only these factors, determine the (legal) standards in the internal relationships. The interest of the company acts as a guideline for the acts of the company's management board and supervisory board. The legislator seems to take its departure from the combined views on corporate interests.

The management board is autonomous in the exercise of its duties and powers. The dualistic structure is maintained in the *flex-BV*. According to the articles of association, the general meeting can have the power to instruct the management board. This power is a breach of the dualistic structure and the autonomy of the management board.

The articles of association may provide that the management board must act in accordance with the instructions of another body of the company. The management board must follow such instructions, unless they are contrary to the interests of the company and its undertaking. This also includes the legitimate interests of the provider of capital without voting rights. Based on the concept of 'body' in Article 2:189a CC, instructional powers may also be vested in the general meeting of shareholders without voting rights. In my opinion, instructional powers according to the articles of association may be vested in several bodies, pursuant to Article 2:239, paragraph 4 CC.

The freedom of the shareholder to exercise his voting rights is limited by the standard of Article 2:8 CC and the interests of the company. His voting behaviour shall or may be tested against this standard.

III. The rights of providers of capital without voting rights

In addition to the nature of the legal concept and the internal relationships in the BV, the rights of the providers of capital without voting rights determine the relations between the provider of capital without voting rights and the company, its management board and the company's providers of capital with voting rights. These rights were discussed in Chapter 6.

Shares without voting rights

All rights are attached to the shares without voting rights, except the right to vote in the general meeting. Section 6.2.3.1 shows an overview of the rights attached to shares without voting rights. The (whole or partial) right to profits and/or the reserves (distributions) of the company is an important right for the shareholder without voting rights. However, according to Article 2:216 CC, this right is not unconditional.

In the general meeting of shareholders without voting rights the power to appoint, suspend and dismiss a managing director and to determine his remuneration may be vested pursuant to Articles 2:242, 2:244, and 2:245 CC, unless the appointment of managing directors is done on the basis of the (full) structure regime. The bottom limit for the appointment is that every shareholder with voting rights may participate in the decision making in respect of the appointment of at least one managing director. Pursuant to Article 2:244 CC several bodies may be authorized to dismiss a managing director. Shareholders without voting rights may enlarge their influence in the company by appointing a managing director of their own. Such managing director will have to take the corporate interests into account and not just the interests of his supporters. The assignation and deprivation of the power by the meeting of the shareholders without voting rights to appoint, suspend or dismiss a managing director may only be done in unanimity during a meeting in which the issued capital is represented in its entirety. In such a resolution to amend the articles of association, the shareholder without voting rights is protected by the provisions in Article 2:231, paragraph 4 CC. The articles of association may provide that the meeting of the shareholders without voting rights may also appoint a managing director on nomination, pursuant to Article 2:243, paragraph 5 CC.

The rules governing the appointment, suspension and dismissal of supervisory board members follow to a high degree such rules in respect to managing directors. These powers may also be vested in the meeting of the shareholders without voting rights by the articles of association.

Article 2:206a CC stipulates that the shareholder without voting rights does not have a pre-emption right in respect of an issue of shares of any class. The articles of association may derogate from that. If that is the case, then such pre-emption right may, in my opinion, be circumvented by issuing ordinary shares and subsequently certifying them and issuing them with new providers of capital without voting rights. In situations concerning a pre-emption right in respect of an issue of shares, shareholders without voting rights may derive protection from corporate reasonableness and fairness. The holder of ordinary shares has no pre-emption right in respect of an issue of shares without voting rights. Shareholders without voting rights may, as part of the right of first refusal provision in Article 2:195 CC, only consider offered shares without voting rights. The articles of association may derogate from these main rules.

In many cases, shareholders without voting rights are protected. I refer to the overview in section 6.2.3.6. Two of these protection rules call for special attention,

Articles 2:216, paragraph 8 and 2:231, paragraph 4 CC. In my opinion, the right of consent as referred to in Article 2:216, paragraph 8 CC calls for a narrow interpretation. It regards amendments to the articles of association affecting the financial rights directly attached to those shares rather than an amendment to the articles of association affecting the right to profits and/or reserves (distributions) in the company, but nonetheless affecting such financial rights attached to those shares indirectly. Article 2:231, paragraph 4 CC provides that for shareholders without voting rights a resolution to amend the articles of association that specifically affects any of their rights requires a consenting resolution from this group of shareholders. It concerns affecting specific rights attached to these shares and a limitation of rights which are also attached to other shares, but whose limitation then only applies to the specific shares referred to rather than to other shares. The right to amendment may be reserved at the time of the assignation of the rights in the articles of association pursuant to the unless-clause in Article 2:231, paragraph 4 CC. In my opinion, the article of association can be formulated so that a single resolution of the general meeting can amend or remove such right. To my mind, Article 2:231, paragraph 4 CC will quickly be applicable in practice, considering the purpose and content of the provision.

Shareholders without voting rights must consent to decision making outside a general meeting. The absence of consent renders the decision contrary to it (only) voidable, in my opinion, considering the intended liberalization of the decision making outside the general meeting. Consent is not necessarily explicit and may be given electronically. In decision making outside a general meeting the role of the provider of capital with the right to attend general meetings but without the right to vote appears marginal to me.

Shareholders without voting rights may be bound to obligations under the articles of association as provided in Article 2:192 CC, but not necessarily so. They have the option not to consent to the proposed obligation under the articles of association. Then it is a matter of 'being personally not bound' (*persoonsgebonden niet-gebondenheid*), whether or not the shareholder without voting rights has acquired more shares after the amendment of the articles of association, by which the obligations were introduced.

For the application of the buy-out provision in Article 2:201a CC the shares without voting rights in a BV are also taken into account, as provided in Article 2:24d, paragraph 2 CC.

The articles of association of a BV may include a provision that shares without voting rights may be converted to ordinary shares. As a result of such conversion, the shareholder without voting rights gains the right to vote in the general meeting.

Based on Article 2:181, paragraph 1 CC, in case of conversion of a BV to an association, a cooperative, or a mutual insurance society, the shareholder without voting rights becomes a member of such legal person, unless he files a request to the company for compensation of his loss of the shares. At first instance, the parties will have to negotiate an agreement on the scope of the rights of the shareholders without

voting rights in the converted legal person. Article 2:181, paragraph 3 CC provides the withdrawal right of the shareholder without voting rights if the private company with limited liability (*BV*) is converted to a (public) company limited by shares (*NV*). Shares without voting rights are not part of any *NV*. In a conversion, the shareholder without voting rights must therefore become a shareholder with a right to profits and a (perhaps small) right to vote in the general meeting. If the shareholder without voting rights does not consent to the conversion, he may request compensation.

Article 2:181, paragraph 4 CC contains a provision for the compensation which must be included in the proposal for the conversion. The share valuation provision, the compensation provision or a similar provision in a shareholders' agreement or in the articles of association as referred to in Article 2:181, paragraph 4, third sentence CC must regard conversion specifically, in my opinion, if said provision should be applicable in case of conversion. Article 2:181, paragraph 5 CC excludes the application of Article 2:231, paragraph 4 CC, because it does not speak for itself to grant voting rights to shareholders without voting rights when far-reaching decisions need to be made. Double protection is thereby prevented. Article 2:181, paragraph 6 CC states that the judicial authorization required for the conversion of a *BV* to a foundation or an association shall be denied if the interests of the shareholders without voting rights have not sufficiently been considered.

I question the regulation of the position of the shareholders without voting rights in the case of conversion. It is uncertain whether shareholders without voting rights will be able to return in a comparable position, considering the nature of the converted legal person. If such shareholder does not choose to do so, then it is doubtful whether the amount of compensation can easily be established.

Another point of criticism is that it is unclear what 'shares cease to exist' means. To me, it speaks for itself that at the same time as the conversion takes effect, the *BV* decides to revoke the shares without voting rights.

If a *BV* is converted to a general partnership (*vennootschap onder firma*) the *BV* is legally dissolved. Pursuant to Article 2:23b CC the shareholders without voting rights are entitled to the liquidation balance, unless such is excluded by the articles of association. In the situation where a partnership (*personenvennootschap*) is converted to a *BV*, during or after the incorporation the owners of such partnership are free to choose to have shares without voting rights in the capital of the *BV*.

In case of merger and division the position of the shareholders without voting rights is to a great extent comparable to their position in case of conversion to another legal person. The merger between a *BV* ceasing to exist and an acquiring *NV* are especially relevant to the shareholders without voting rights and to the legal practice. Shares without voting rights are not part of any *NV*. Negotiations will have to be conducted with the shareholders without voting rights on their position as shareholders after the merger. After the merger, such negotiations may result in a *BV* in which their position as shareholders without voting rights is the same, or they may result in conversion of their shares to shares with voting rights or with rights to

profits. Both parties may also decide to part ways or either party may decide not to wish to continue with the other party. In that case, compensation will need to be negotiated. The position of the shareholders without voting rights can be strengthened pursuant to Article 2:317, paragraph 4 CC, for instance because the merger resolution requires the consent of every shareholder without voting rights or the approval of the general meeting of shareholders without voting rights.

Article 2:330, paragraph 1 CC contains a main rule for the merger resolution of the general meeting. In addition, pursuant to Article 2:330, paragraph 2 CC an approving resolution is required of each group of holders of shares without voting rights whose rights are affected by the merger. The reason for such protection is that the BV itself may also be an acquiring company. Moreover, special powers may have been assigned to the meeting of shareholders without voting rights. In that case, Article 2:231, paragraph 4 CC does not apply. In derogation from Article 2:311 CC the shareholder without voting rights of the BV ceasing to exist may file a request for compensation, if he is not a shareholder in the acquiring NV, pursuant to Article 2:330a CC. The regulation therefor is the same as for conversion.

In a triangular merger as referred to in Article 2:333a CC the obligation to compensation pursuant to Article 2:330a CC lies with the group company; the acquiring company is exempt. If the group company is a BV, shares without voting rights in the group company-BV can also be acquired by the shareholders without voting rights of the company ceasing to exist.

In case of cross-border mergers pursuant to Article 2:333h CC the shareholder without voting rights of the company ceasing to exist may request compensation from that company, up to a month after the merger resolution. Article 2:330a CC does not apply to cross-border mergers.

The regulation concerning division and the related position of the shareholders without voting rights is to a great extent comparable to the regulation concerning merger. Article 2:334m CC contains general regulation for division resolutions. For divisions, pursuant to Article 2:334m, paragraph 4 CC the articles of association may, in derogation from paragraph 3 of said Article, also contain a regulation for division resolutions, so that the position of the shareholders without voting rights may be strengthened. Among others, Articles 2:334ee and 2:334ee1 CC are relevant to the division of a private limited company or of a private limited company being incorporated as part of a division. The latter Article stipulates the compensation for shareholders without voting rights if the acquiring company is not a BV. These provisions are the counterparts of the applicable provisions in case of merger (Articles 2:330 and 2:330a CC). Also, an approving group resolution is required from the shareholders without voting rights whose rights are affected by the division. In that case, Article 2:231, paragraph 4 CC does not apply either.

The literature states, in my opinion aptly, that it is inexplicable that in case of a contentious division (*ruzieplitsing*) pursuant to Article 2:334cc CC shareholders without voting rights in the dividing BV should not be given an equivalent position in the acquiring (limited) companies. Moreover, the legislator apparently and

mistakenly, as is equally aptly stated in the literature, presupposes that all shares without voting rights are placed under one of the acquiring companies and all other shares in the other acquiring company. That is also not necessarily the case. If it is, this situation can easily be resolved. In a division, the acquiring company may issue shares with voting rights to the (former) shareholders without voting rights.

In the simplified division of Article 2:334hh CC the shareholder without voting rights has no right to compensation. After all, there is no company ceasing to exist. In a proportionate division, pursuant to Article 2:334hh CC the shareholders without voting rights may become the holders of a different 'class' of share without voting rights. Other financial rights may be attached to such shares than to the original shares, for instance a more limited right to profits. They are protected by the approving group resolution of Article 2:334ee, paragraph 2 CC.

The provision of the triangular division pursuant to Article 2:334ii CC is identical to the triangular merger provision as referred to in Article 2:333a CC. For the position of the shareholders without voting rights Article 2:334ii, paragraph 3 CC is relevant, whose basis is that the obligations of the acquiring company are imposed upon the group company issuing the shares as well as upon the acquiring company. As the compensation provided in Article 2:334ee1 CC for holders of shares without voting rights is related to the assignation of shares, the acquiring company in Article 2:334ii, paragraph 3 CC is exempted from the obligation as referred to in Article 2:334ee1, paragraph 1 CC. It is, in my opinion aptly, stated in the literature on this matter that if the group company is a BV, the shareholders without voting rights of the dividing company may also acquire shares without voting rights in the group company-BV.

It is my opinion that from the foregoing follows that the legislator has not succeeded in formulating a simple regulation concerning shares without voting rights.

Depositary receipts of shares with and without the right to attend general meetings
By certification the legal and economic rights of the shares are divided. An overview of the rights attached to depositary receipts in the triangular relationship between the holder of the depositary receipt, the administrative office and the BV is found in section 6.3.3.1.

The literature states that the administrative title leads to the basic assumption that the administrative office has to take the short-term and long-term interests of the holders of depositary receipts into account in exercising their right to vote in the general meeting, irrespective of the standards arising from the articles of association of the administrative office and of its administrative provisions. These interests may not be disproportionately affected. The influence of the holders of depositary receipts on the voting behaviour of the administrative office depends on each separate case and is determined by the content of the articles of association of the administrative office and its administrative provisions. If the holders of depositary

receipts have the right to attend general meetings, their influence on the decision making shall increase (further), as is also the case for shareholders without voting rights.

The assignation of the right to attend general meetings determines the position of the holders of depositary receipts. The right to attend general meetings and the associated rights are relevant both to their influence on the decision making and to the validity of the decision making. These are important rights for these holders of depositary receipts. Based on Article 2:228, paragraph 2 CC provisions in the articles of association are allowed providing that depositary receipts generally do not have the right to attend general meetings; that all depositary receipts have the right to attend general meetings; or that the right to attend general meetings is only vested in certain depositary receipts indicated in the articles of association. The basic assumption is that the company, or at least its general meeting, determines whether depositary receipts with the right to attend general meetings are admitted and if so, in which depositary receipts such right to attend general meetings is vested. There are two ways to attach the right to attend general meetings to depositary receipts, namely (i) assignation by articles of association, and (ii) assignation by a body to which this power is assigned in the articles of association. Article 2:227, paragraph 4 CC stipulates that the right to attend general meetings assigned to holders of depositary receipts by the articles of association may only be amended with the consent of such holders of depositary receipts, unless the power to amend was explicitly reserved in the articles of association with the assignation of the right to attend general meetings. Depriving depositary receipts of the right to attend general meetings can be done in three ways. Firstly, in articles of association the right to attend meetings is attached to the depositary receipt, but deprivation or amendment of that right has not been reserved. The holder of depositary receipts will have to consent to depriving his depositary receipt of the right to attend general meetings. Secondly, in articles of association the right to attend meetings is attached to the depositary receipt, and deprivation or amendment of that right has been reserved in the same provision of the articles of association. The depositary receipt may be deprived of the right to attend general meetings pursuant to the unless-clause in Article 2:227, paragraph 4 CC (without consent from the holder of the depositary receipt for such deprivation being required). Thirdly, the power to assign and deprive the right to attend general meetings is assigned to a body of the company as referred to in Article 2:189a CC. Such body may deprive the depositary receipt of its right to attend general meetings without consent from the holder of the depositary receipt.

In decision making outside the general meeting the position of holders of depositary receipts with the right to attend general meetings is equal to the position of shareholders without voting rights. In decision making outside the general meeting the depositary receipt holder without the right to attend general meetings does not have to be taken into account. After all, he does not have the right to attend general meetings.

The legal right of pledge is vested in the holder of a depositary receipt, pursuant to Article 3:259 CC. In my opinion, no distinction needs to be made between depositary receipts whereby the right to attend general meetings has been assigned by the articles of association and whereby such right has been assigned by a body. The deprivation of the right to attend general meetings from the depositary receipts by a body appointed to do this by the articles of association causes the legal right to pledge to cease to exist, just as the attachment of the right to attend general meetings to the depositary receipt causes the legal right of pledge to come into existence.

The question whether depositary receipts are exchangeable or not is also relevant to the relationship between the holder of such depositary receipt and the company. Depending on the answer to that question, the depositary receipt holder may exchange his depositary receipt for a share, so that his right to vote 'is resurrected' and he will see – depending on the balance of votes in the general meeting – an increase in his influence on the decision making. If in the administrative provisions the exchangeability of depositary receipts is not mentioned, my opinion is that the basic assumption should be that they are not exchangeable.

In case of conversion of the BV to a partnership, the position of the depositary receipt holder is the same as that of the shareholder without voting rights, except that the administrative office – as a shareholder – exercises its voting right on the dissolution resolution. The depositary receipt holder with the right to attend general meetings shall be involved in the decision making process due to this right to attend general meetings. If a BV is converted to an NV and the NV considers the depositary receipts as having been issued with the cooperation of the company, then the consent of the depositary receipt holder with the right to attend general meetings is, in my opinion, not required in respect of the necessary amendment of the articles of association as part of the conversion. If depositary receipts issued with the cooperation of the company are not part of the NV or if the NV regards them as issued without cooperation, the depositary receipt is then deprived of the right to attend general meetings and, pursuant to Article 2:227, paragraph 4 CC the consent of the holder of the depositary receipt is required.

In a merger resolution pursuant to Article 2:317 CC the administrative office exercises the right to vote on the shares in the general meeting on behalf of the holders of depositary receipts. The administrative office will thereby have to take the interests of the holders of depositary receipts into account. The articles of association of the administrative office may provide that the merger resolution, or more generally the resolution to amendment of the articles of association, requires approval by the meeting of depositary receipt holders. In important resolutions, such as mergers, dissolutions and conversions, the administrative office should, in my opinion, consult the holders of depositary receipts – insofar as such an obligation is not yet included in the administrative provisions – before casting its vote in the general meeting. The administrative office will have to vote for or against the merger resolution, taking into account the results of the vote in the meeting of the depositary receipt holders, corresponding to the number of votes for and

against in the meeting of the depositary receipt holders. Considering the procedure as described in Article 2:317 CC, the holders of depositary receipts with the right to attend general meetings shall also in this case be involved in the decision making in the BV in respect to the dissolution. I think Article 2:227, paragraph 4 CC does not apply in case of merger and division. Nor do Articles 2:216, paragraph 7 and 2:330, paragraph 2 CC offer protection to the holders of depositary receipts.

In a merger between a company ceasing to exist with depositary receipts with the right to attend general meetings and an acquiring company without depositary receipts or only with depositary receipts without the right to attend general meetings, the position of depositary receipt holders in the company ceasing to exist is in my opinion that they should in principle be given identical membership rights in the acquiring company.

In a merger of two BVs I think that the legal right of pledge pursuant to Article 3:259 CC becomes invalid if there are depositary receipts with the right to attend general meetings in the company ceasing to exist and depositary receipts without the right to attend general meetings in the acquiring company.

The shareholder whose right to vote is transferred to the usufructuary or the pledgee

The shareholder whose right to vote is transferred to the usufructuary or the pledgee has a membership relationship with the company. They share the same rights as depositary receipt holders with the right to attend general meetings, as stipulated by Articles 2:197, paragraph 4 and 2:198, paragraph 4 CC, respectively. In addition, pursuant to Article 2:206a CC they have a pre-emption right in respect to an issue of shares, as opposed shareholders without voting rights.

Participation certificate holders

Participation certificates are not legally provided for. For the relevant rights and obligations the participation provisions, which have contractual freedom, will have to form the solution. As there is no membership relation between the holder of a participation certificate and the company, such holder has a different organizational relationship with the company. The (meeting of) holders of participation certificates (is) are not a body of the company. Generally speaking, the participation provisions will mainly assign financial rights, not control rights, to the holders of participation certificates. The most important right is the right to profits, and perhaps a right to liquidation surplus (distributions). Such right to profits is based in the articles of association. In my opinion, a basis in articles of association is not required for the issue of participation certificates. The holder of a participation certificate is protected by Article 2:232 CC when the rights attached to his participation certificate are affected. He must consent to an amendment of the articles of association affecting his rights, unless the power of amendment has already been reserved at the issuing of the participation certificate.

Participation certificates may be (re)purchased by the company. In doing so, the requirement of Article 2:207, paragraph 2 CC will have to be met. Participation certificates cease to exist by such (re)purchase, due to intermixture. Unless a withdrawal clause has been included in the participation provisions, to my mind, participation certificates may only be withdrawn with the consent of its holder.

Article 2:320 CC contains a provision for the holder of a participation certificate in the company ceasing to exist in case of a merger. This Article stipulates that the holder of a participation certificate in the company ceasing to exist shall receive an equivalent right in the acquiring company, or a compensation. Regarding the position of the holder of a participation certificate in case of a division, Article 2:334p CC applies. This article is almost identical to Article 2:320 CC. For conversions, mergers and divisions it is stipulated that corporate reasonableness and fairness towards the holder of the participation certificate must be observed. In conversions, the holder of a participation certificate may also derive protection from Article 2:232 CC.

Other remarks

Based on Article 2:216, paragraph 3 CC the shareholder without voting rights and the shareholder whose voting rights have been transferred to the usufructuary or the pledgee can be liable for distributions received by them, even if these holders of the right to vote in general meetings may not cast their votes on the distribution resolution. If they were informed by the management board on the possibility of adverse effects of any intended resolution, they may not invoke their good faith.

Whether the holder of a depositary receipt pursuant to Article 2:216, paragraph 3 CC is obliged to repay what he has received, in my opinion depends on the answer to the question whether the depositary receipt does or does not have the right to attend general meetings attached to it. I think the holder of a depositary receipt with the right to attend general meetings should be put on a par with the shareholder without voting rights and the shareholder whose voting right has been transferred to the usufructuary or the pledgee. As a beneficiary shareholder, the administrative office will be able to seek recourse from such holder of a depositary receipt. A relevant provision will be or will have to be included in the administrative provisions. If the latter is not the case, I think the suppletive effect of the reasonableness and fairness pursuant to Article 6:248, paragraph 1 CC can be invoked. In my opinion, the holder of a depositary receipt without the right to attend general meetings cannot be liable, at least that he can invoke his good faith, unless the management board informs him on adverse effects of the resolution of distributions prior to the passing of that resolution.

The holder of a participation certificate can invoke good faith if he is being held liable for reimbursement of what he has received, unless the management board of the company also informs the holder of a participation certificate of the adverse effects of an intended resolution prior to the decision making in the general meeting on such distributions.

Absent providers of capital with the right to attend general meetings but without the right to vote cannot be informed about the warnings of the management board. Such providers of capital with the right to attend general meetings should receive a convening notice as well as the meeting's agenda. It seems to me that not attending the general meeting is a risk to providers of capital in that respect.

The shareholder without voting rights, the holder of a depositary receipt with the right to attend general meetings and the shareholder whose right to vote has been transferred to a usufructuary or a pledgee can (voluntarily) decide not to exercise their right to attend general meetings, provided that it is sufficiently definable, for instance for a certain period of time, or for several general meetings. Considering the far-reaching consequences, I would not just like to assume that deciding not to exercise one's right to attend general meetings can be assumed by implication. Deciding not to exercise the right to attend general meetings also means waiving the rights attached to such right to attend general meetings, such as the right to convene general meetings. Deciding not to exercise the right to attend general meetings in my opinion also means that the person with the right to attend general meetings waives his right to consent in respect of decision making outside the general meeting.

9.2.2 Which are the legal standards governing the relationship between the provider of capital without the right to vote and the company, its management board and the company's providers of capital with voting rights?

In Chapter 7, I answered the question which legal standards govern the relationship between the provider of capital without the right to vote and the company, its management board and the company's providers of capital with voting rights. In addition to the law and the articles of association, these internal relationships within the BV are also governed by the open standard of corporate reasonableness and fairness. Corporate reasonableness and fairness can for instance complement or correct these internal relationships.

This open standard derives its substance from general principles distilled from jurisdiction. Koelemeijer¹ outlines eight factors which may influence the judge's balancing of interests and which may play a role in defining the requirements for reasonableness and fairness in concrete cases, namely (i) the capacity of the party (parties) involved in a conflict of interests, (ii) the influence of the party (parties) involved in a conflict of interests, (iii) dual roles or contrary interest of the party (parties) involved in a conflict of interests, (iv) the nature and content of the decision, (v) the consequences of the decision or the behaviour of the party (parties) involved, (vi) the compensation for the consequences of a decision to the party (parties) involved, (vii) the nature of the company, and (viii) the agreement between

¹ Koelemeijer 1999, p. 339.

the party (parties) involved. The prevailing sentiment in the literature is that testing against reasonableness and fairness is marginal. I do not regard holders of depositary receipts of shares without the right to attend general meetings as belonging to the circle of stakeholders, because the will of the company is not aimed at this type of involvement. The articles of association do not attach the right to attend general meetings to such depositary receipts.

Several themes in corporate reasonableness and fairness are of particular importance to the provider of capital without voting rights who belongs to the circle of stakeholders. These themes are: (i) the principle of equality, (ii) the protection of minority shareholders, (iii) resolutions affecting the rights to profits and/or reserves, (iv) the mutual relations between shareholders, (v) the duty of care by (the management board of) the company towards the provider of capital without voting rights, (vi) the right to information of the provider of capital without voting rights, and (vii) the duty of care by the provider of capital with (decisive) voting rights towards the provider of capital without voting rights. It is evident from jurisdiction that these themes are often intermixed.

As far as the principle of equality is concerned, a distinction between shares of different classes or indications is allowed, which also holds true for shares without voting rights. If such distinction exists, then there is no breach of the principle of equality as referred to in Article 2:201, paragraph 1 CC. Making a distinction between holders of shares of the same class or indication is not permitted. The principle of equality as referred to in Article 2:201, paragraph 2 CC in my opinion also applies to holders of depositary receipts with and without the right to attend general meetings and to holders of participation certificates. For the latter, the basis therefor is Article 2:8 CC.

The jurisdiction states that depending on the circumstances of the case, there can be a duty of care by holders of majority shares towards holders of minority shares. Relevant circumstances are the nature of the cooperation, the closed or private nature of the BV and family relations. The interests of all shareholders and the company will have to be taken into account. The question is whether these interests are not affected proportionately. If such relevant circumstances occur, there may rather be a case of conflict of interest. In that case, there is a higher duty of care. In answering the question whether there is an inadmissible conflict of interests and disproportionate breach of interests, the extent of openness and supply of information is relevant. These rules to protect holders of minority shares to my mind apply equally to the providers of capital without voting rights belonging to the circle of stakeholders. In addition to said relevant circumstances, for the interpretation of the duty of care the corporate structure should be considered, the extent to which the provider of capital without voting rights provides capital and the extent to which such provider of capital has control in the company, despite the absence of voting rights, such as the right to appoint managing director(s) or supervisory board member(s).

As far as the decisions affecting the rights to profits and/or reserves are concerned, three relevant themes can be distinguished for the providers of capital without voting rights belonging to the circle of stakeholders: (i) reserving of profits, (ii) resolutions on the remuneration of managing directors and supervisory board members, and (iii) other resolutions affecting the rights to profits and/or reserves. For the decision making regarding profit reservation, I would like to follow the rules formulated by Bier² in respect thereof for the providers of capital without voting rights as well, insofar as the nature of the legal concept without voting rights is not contrary to it.³ Case law stipulates that the general meeting must observe reasonableness and fairness towards those with rights to profits in establishing the remuneration of managing directors and supervisory board members. It is my opinion that in said rule ‘those with rights to profits’ may also be read as providers of capital without voting rights, provided that they belong the circle of stakeholders. Insofar as no specific protection provision is applicable, the providers of capital without voting rights belonging to the circle of stakeholders may derive protection from corporate reasonableness and fairness in case of resolutions by the general meeting affecting their rights to profits and/or reserves (distributions).

As far as the mutual relations between shareholders are concerned, and more specifically the relationship between holders of minority and majority shares, on the one hand the position of the holder of minority shares implies that he has to accept resolutions that are disagreeable to him. On the other hand, the holder of majority shares may not abuse his power. The majority shareholder must also take the reasonable interests of the minority shareholder into account when casting his vote in the general meeting. The foregoing also applies to the relationship between shareholders and other providers of capital without voting rights belonging to the circle of stakeholders.

I think that the duty of care developed in case law by (the management board of) the company towards minority shareholders and holders of depositary receipts also applies to the providers of capital without voting rights belonging to the circle of stakeholders. The interpretation of such duty of care depends on the circumstances of the case and the nature of the legal concept without voting rights.

The right to information pursuant to Article 2:217, paragraph 2 CC in my opinion belongs to the shareholder without voting rights, the holder of depositary receipts with the right to attend general meetings and the shareholder who has no voting rights because they have been transferred to the usufructuary or pledgee. This does not apply to the holder of depositary receipts without the right to attend general meetings. After all, he has no right to attend general meetings. Nor can the holder of a participation certificate derive rights from Article 2:217, paragraph 2 CC, unless the participation provisions provide otherwise.

² See Bier 2012 (1), p. 91.

³ See section 7.5.4.2, end for these rules.

It seems to me that the provider of capital without voting rights belonging to the circle of stakeholders, in exception to the main rule of Article 2:217, paragraph 2 CC, due to special circumstances has a right to information (outside the general meeting), based on corporate reasonableness and fairness. In my opinion, the ASMI ruling leaves some scope for discussion. However, because of the provisions of Article 2:201, paragraph 2 CC this will have to be treated with reservation. The special circumstances are mainly to be found in transactions (i) with a potential contrary interest or a conflict of interests, (ii) contrary to corporate interests, and (iii) entered into under circumstances that do not speak for themselves at first sight. The special circumstances are all the more consequential in case of a family company.

The provider of capital with (potentially) decisive voting rights may be required to inform himself adequately prior to the general meeting. In exercising his right to cast his (decisive) vote, he will have to inform himself adequately on (i) the knowable consequences of his voting behaviour to the company, and (ii) the knowable consequences to and the legitimate interests of the providers of capital without voting rights belonging to the circle of stakeholders as referred to in Article 2:8 CC.

The provider of capital with (decisive) voting rights will have to be particularly watchful in the presence of a personal interest conflicting with the interests of the company and of the providers of capital without voting rights belonging to the circle of stakeholders. The provider of capital with (decisive) voting rights is encumbered with a special duty of care, namely that he must not put his own interest before that of the company and of the providers of capital without voting rights. The provider of capital with (decisive) voting rights exceeds the bounds of the admissible if, in exercising his right to vote, he damages the interests of the company and/or of the providers of capital without voting rights belonging to the circle of stakeholders disproportionately.

9.2.3 How can the provider of capital without the right to vote influence internal relationships within the BV and safeguard his rights?

Chapter 8 answers the third main question: How can the provider of capital without the right to vote influence internal relationships within the BV and safeguard his rights? Providers of capital without voting rights have several means to enforce their rights or to improve their legal position.

The right to have issues placed on the agenda of the general meeting pursuant to Article 2:224a, paragraph 1 CC falls to the shareholder without voting rights, the holder of shares whose right to vote has been transferred to the usufructuary or pledgee and the holder of a depositary receipt of a share with the right to attend general meetings. All providers of capital who have the right to have issues placed on the agenda but without voting rights must meet the capital requirements. The right to have issues placed on the agenda does not fall to the holder of a depositary receipt without the right to attend general meetings, nor to the holder of a participation certificate. The conclusion is, therefore, that only those with the right

to attend general meetings have the right to have issues placed on the agenda. The same conclusion applies to the convening right pursuant to Article 2:220, paragraph 2 CC. Only those who have the right to attend general meetings have convening rights.

The provider of capital with the right to attend general meetings but without voting rights has recourse to a number of legal remedies if his right to information is breached during the general meeting. Such applies provided that the provider of capital without voting rights has asked for information during the general meeting, but to no avail. Of the remedies discussed in section 8.4 to enforce the right to information a claim based on Article 2:217, paragraph 2 CC, the obligation to provide exhibits pursuant to Article 843 Code of Civil Procedure, provisional examination of a witness and the right of inquiry seem the most effective. The right of inquiry has as its limitation that only if the condition of the company or the interest of the inquiry so require, the company can be ordered based on an immediate relief to provide the shareholder with the information that was withheld from him during the general meeting.

Another remedy is the action for cooperation in order to pass a resolution. In my opinion, all providers of capital without voting rights are entitled to such action, except the holder of depositary receipts without the right to attend general meetings. The latter does not after all belong to the circle of stakeholders as referred to in Article 2:8 CC. The basis of such action is corporate reasonableness and fairness. It is my opinion that the court should rule on such action with restraint.

The action to nullify resolutions pursuant to Article 2:15, paragraph 1 sub (b) CC falls to the provider of capital without voting rights belonging to the circle of stakeholders as referred to in Article 2:8 CC. In my opinion, the holder of depositary receipts without the right to attend general meetings is not entitled to such action. It was never the company's intention that these depositary receipt holders should have any influence on the decision making. The articles of association do not attach the right to attend general meetings to such depositary receipts.

In urgent cases, primarily the provider of capital without voting rights belonging to the circle of stakeholders can request immediate relief on grounds of urgency in preliminary relief proceedings. The grounds for such a request may be a conflict with the principles of corporate reasonableness and fairness. Considering the nature of the procedure and the preliminary character of the order to be imposed, the outcome of this procedure is uncertain for the provider of capital without voting rights.

The right of inquiry falls to all providers of capital without voting rights (provided they meet the capital requirements), except the holders of participation certificates. Based on Article 2:346, paragraph 1 sub (e) CC,⁴ however, I consider it possible that the right of inquiry will be attached to the holder of a participation certificate by the articles of association or by agreement with the legal person.

4 Based on the 18 June 2012 Act to amend Book 2 of the Civil Code in connection with the adaptation of the right of inquiry. *Kamerstukken* (Parliamentary papers) 32 887, *Staatsblad* (Dutch Bulletin of Acts and Decrees) 2012, 274). This law will come into effect on 1 January 2013 (*Staatsblad* 2012, 305).

Moreover, the capital requirement will have to be met, because the holder of a participation certificate will otherwise have a more favourable position than the other providers of capital without voting rights. In addition, I consider it possible that the holder of a participation certificate will join the inquiry procedure as an interested party pursuant to Article 282, paragraph 1 Code of Civil Procedure. The provider of capital without voting rights, who does not meet the capital requirement, can join the inquiry procedure as an interested party. Moreover, the Enterprise Division of the Amsterdam Court of Appeal (*Ondernemingskamer*) can also officially call up the provider of capital as interested party. In addition, every interested party has the opportunity to submit an independent request, provided it is connected with the subject of the original inquiry request. The provider of capital without voting rights can also profit from the situation in which the legal person itself submits an inquiry request.

The question whether the right of inquiry is effective as a means to protect the financial rights attached to the legal concepts without voting rights, cannot simply be answered affirmatively. However, the outcome of the inquiry procedure may very well lead to a more careful and better motivated decision making process regarding distributions, whereby special attention will be given to the position of the provider of capital without voting rights and to the reasoning by the court to nullify the resolution for reservation.

The action for expulsion in the statutory dispute resolution falls to the shareholder without voting rights and the holder of shares whose right to vote has been transferred to the usufructuary or pledgee, provided the capital requirement pursuant to Article 2:336 CC has been met. The action does not fall to the holder of a depositary receipt, nor to the holder of a participation certificate. The action for resignation pursuant to Article 2:343 CC also falls to the shareholder without voting rights and the holder of shares whose right to vote has been transferred to the usufructuary or the pledgee, but not to the depositary receipt holder, nor to the holder of a participation certificate.

A sticking point in the statutory dispute resolution of the action for expulsion and the action for resignation is that the depositary receipt holder is not entitled to these actions. I fail to see a good reason why the shareholder without voting rights and the depositary receipt holder with the right to attend general meetings should not be entitled to these actions, while the depositary receipt holder has the right of inquiry. Another sticking point in the statutory dispute resolution of the action for expulsion is the capital requirement of at least one third of the issued capital provided by Article 2:336 CC. I cannot think of a good reason for this, either. I argue in favour of levelling up said capital requirement to the capital requirement for submitting a request for inquiry based on Article 2:346, paragraph 1 sub (b) CC, to wit at least one tenth of the issued capital. The holder of a depositary receipt without the right to attend general meetings does not belong to the circle of stakeholders, so that I would not like him to be entitled to the action for expulsion and the action for resignation.

In section 8.10 I reached the conclusion that the voting right on shares without voting rights should not be ‘resurrected’, should the case arise. That would meet with practical obstacles. Moreover, the law provides the shareholder without voting rights with sufficient protection as it is, or with sufficient means to strengthen his position.

Finally, I argued in section 8.11 that the legal position of the shareholder without voting rights can be strengthened, both in and outside the articles of association.

9.3 Recommendations for amendment or interpretation of the law

As a result of my research, I have a few points of criticism for the manner in which the legislator has modelled shares without voting rights and the rights of the holders of such shares. In this section, I put forward recommendations for the improvement or the interpretation of the law.

For recommendations regarding the legal practice I refer to Appendices 3, 4, and 5. These are primarily regarding the pros and cons of the different legal concepts without voting rights and points of interest for the use of these legal concepts, for instance as part of the structuralization of companies. My recommendations are limited to shares without voting rights (Appendix 3), depositary receipts of shares (Appendix 4) and participation certificates (Appendix 5). The legal concepts of the right to usufruct or pledge on shares are used in different situations in practice and do not concern the choice between (the use of) shares without voting rights, depositary receipts of shares or participation certificates.

My principal recommendations for the improvement or the interpretation of the law are:

	<i>Recommendations for amendment or interpretation of the law</i>	<i>Section</i>
1.	Including a statutory definition of shares without voting rights, as follows: <i>‘A share without voting rights is a registered property right, in the shape of a share issued by the private company with limited liability, that represents capital in that private company, to which the rights are statutorily and according to the articles of association of the private company attached, including the right – limited or not – to profits and/or reserves of same private company, to which share, however, no right is attached to cast a vote in the general meeting’.</i>	4.2.4
2.	Changing the second sentence of Article 2:228, paragraph 5 CC to: <i>“Such an arrangement can only be made with regard to all shares of a specific class or indication of which all shareholders have given their consent, or with regard to all shares of a specific class or indication that have not been issued.”</i>	4.2.2
3.	A better formulation of Article 2:228, paragraph 5, last sentence CC could be: <i>“With regard to shares without voting rights it may not be stipulated on the basis of Article 216, paragraph 7 that those shares provide no right whatsoever to participate in the distribution of profits or reserves of the company.”</i>	4.2.5
4.	The words <i>“of a specific indication”</i> should be added to Article 2:178, paragraph 1 CC.	4.2.6
5.	The management board of the company should be legally required to record the resolutions of the meeting of the shareholders without voting rights in writing.	4.2.8
6.	Drawing up minutes of the meeting of shareholders without voting rights and of the general meeting should be a legal requirement. This will be beneficial to the testing of the resolutions and the decision making.	4.2.8

	<i>Recommendations for amendment or interpretation of the law</i>	<i>Section</i>
7.	One of the results of the introduction of shares without voting rights is that it is unclear how the concept ‘the majority of shares’ as referred to in Article 1:88, paragraph 5 CC should be interpreted. This concept is defined by the formal criterion of the company structure and the material criterion of the combination of control and financial interest. With regard to the financial interest component of the material criterion I would like to propose a proportionate minimum limit of ten per cent in the capital of the BV to the number of shares without voting rights held by the acting director.	4.3.8
8.	The concept ‘ultimate beneficial owner’ in the <i>Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme</i> (Prevention of Money Laundering and Financing of Terrorism Act) and the <i>Wet toezicht trustkantoren</i> (Supervision of Trust Offices Act) should (also) include the shareholder without voting rights with such a capital interest that he holds at least 25 per cent of the issued capital in the BV. After all, by being a shareholder he has a more than substantial financial interest in the (target) company. This is not altered by the fact that said shareholder has no voting rights.	4.3.9
9.	Considering the background and purpose of Article 43 <i>Faillissementswet</i> (Bankruptcy Act) and more particularly the evidentiary presumption included in that Article, in situations as referred to in Article 43, paragraph 1 sub (4) under (c) and sub (5) under (c) and (d) <i>Faillissementswet</i> I argue in favour of regarding the words ‘at least half of the issued capital’ also to include the shareholder without voting rights with such a capital interest that he holds at least half of the issued capital in the BV.	4.3.10
10.	The concept ‘predominantly able’ as referred to in Article 1:141, paragraph 4 CC should be interpreted as a factual control criterion. In the <i>flex-BV</i> , this criterion does not seem easily applicable due to the introduction of the share without voting rights. This gives rise to arbitrariness. If spouses have agreed upon a regular set-off clause which includes profits from business activities while one of the spouses owns shares without voting rights in a BV, retained earnings in proportion to the share ownership should be taken into account in the settlement.	4.3.11

	<i>Recommendations for amendment or interpretation of the law</i>	<i>Section</i>
11.	Article V.2, paragraph 1 first sentence of the <i>Overgangsrecht</i> should read that <i>the management board</i> of the company complies with the provisions of Article 2:194, paragraph 1 last sentence CC in accordance with the obligation of the latter Article that the management board of the company maintains the shareholders' register.	4.4.6.3
12.	Article V.2, paragraph 1 last sentence of the <i>Overgangsrecht</i> should stipulate that registration by order of the court or the provisional relief court of the holder of depositary receipts in the shareholders' register as having the right to attend general meetings gives rise to depositary receipt holder's rights.	4.4.6.3
13.	Article V.2, paragraph 6 <i>Overgangsrecht</i> should read that " <i>at the next amendment of the articles of association, the company [must] attach the right to attend general meetings to these depositary receipts pursuant to Article 227, paragraph 2</i> ". According to Article 2:227, paragraph 2 CC the right to attend general meetings is after all attached to depositary receipts rather than to the holders of depositary receipts.	4.4.6.3
14.	After the first sentence of Article V.2, paragraph 1 <i>Overgangsrecht</i> the following should be added after the full stop: " <i>If there are holders of depositary receipts of shares, which have been issued with the cooperation of the company prior to the law taking effect and the company and its bodies have recognized such or have acted accordingly, the management board of the company immediately after the law coming into effect complies with Article 194, paragraph 1, last sentence.</i> "	4.4.6.3
15.	After the first sentence of Article V.2, paragraph 1 <i>Overgangsrecht</i> the following should be added after the full stop as well: " <i>If there are holders of depositary receipts of shares to which the right to attend general meetings has been attached, which depositary receipts were issued after the law came into force, the management of the company after the issue of such depositary receipts complies with Article 194, paragraph 1, last sentence.</i> "	4.4.6.3
16.	Holders of participation certificates with the right to attend general meetings should be registered in the shareholders' register.	4.11
17.	For the protection of the provider of capital with the right to attend general meetings but without the right to vote the legislator should add the words 'in advance' to Article 2:238, paragraph 1 CC.	6.2.3.8

	<i>Recommendations for amendment or interpretation of the law</i>	<i>Section</i>
18.	Due to a lack of added value the words ‘assessment of the value of the shares’ in Article 2:181, paragraph 4 CC may be scrapped.	6.2.3.13
19.	As a simple solution to the conversion of a BV to an NV I put forward the rule that shares without voting rights in a BV become shares with voting rights in the NV.	6.2.3.13
20.	An even simpler solution for the conversion of a BV to an NV is in my opinion the introduction of shares without voting rights in the NV.	6.2.3.13
21.	If in a triangular merger or a triangular division the group company is a BV, shares without voting rights in the group company-BV can also be acquired by the shareholders without voting rights of the company ceasing to exist. In such cases the law should provide for an exemption from compensation.	6.2.3.15 and 6.2.3.16
22.	Holders of depositary receipts with the right to attend general meetings should be entitled to the action for expulsion and the action for resignation in the statutory dispute resolution. I also argue in favour of levelling up the capital requirement in Article 2:336 CC to the capital requirement for submitting a request for inquiry based on Article 2:346, paragraph 1 sub (b) CC, to wit at least one tenth of the issued capital.	8.9

9.4 Expectations and afterword

I agree with the *Commissie Vennootschapsrecht* (Company Law Committee) that the lack of the right to vote on the share without voting rights may lead to instability in the balance of power in the general meeting. All sorts of issues can be decided in the general meeting which were not anticipated at the establishment of the BV. This could lead to greater pressure on the judiciary because the shareholder without voting rights feels cornered. Such a shareholder might lean towards nullification of resolutions of the general meeting or the management board based on a conflict with the principle of corporate reasonableness and fairness pursuant to Article 2:8 CC or towards requesting an inquiry or demanding a resignation.⁵ The introduction of the *flex-BV* has increased the freedom in setting up a BV and its articles of association. More freedom creates more responsibility for everyone involved with the BV, and

⁵ Advice of the Commissie vennootschapsrecht on the legislative proposal concerning simplification and greater flexibility of private companies with limited liability (BV) of 23 November 2006, p. 12, to be found here: <http://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/flexibele-BV>. In more general terms also Timmerman 2004, p. 30 and Stokkermans 2008 (2), p. 118.

more particularly towards the provider of capital without voting rights. Thinking about the shareholder without voting rights, the legal instruments I have outlined enable him to assert himself and to influence the internal relationships. His opportunities will increase even further if my recommendations for the improvement of the law are adopted by the legislator.

In conclusion, I would like to make a general remark. The short title of the law is: 'Act on simplification and greater flexibility of private companies with limited liability (BV)'. I think it is quite obvious that the new Private Company law will be more flexible, but – if all the possibilities that the law has to offer will be used – it will definitely not be simpler.

